

# Gute Zeiten für Falken

## Monatliche Investmentstrategie

### Wann, wenn nicht jetzt?

Selten war ein günstigerer Zeitpunkt für einen schärferen Ton der Notenbanken: Seit dem Ende der Lockdowns wächst die Wirtschaft, und Sektoren wie Freizeit und Tourismus legen besonders stark zu. Auch die Fiskalpolitik bleibt – zunächst – expansiv, was vor allem in Europa den Energiepreisanstieg seit Kriegsbeginn abfedert. Beiderseits des Atlantiks bleibt das Geschäftsklima gut.

Die Geldpolitik kann sich daher auf die Preisstabilität konzentrieren. Die Stabilisierung der US-Kerninflation im März ist nur einer einzigen Gütergruppe zu verdanken: Gebrauchtwagen. Die hohe Teuerung und der starke Lohnanstieg veranlassen die Fed fast täglich zu einem schärferen Ton. Man scheint sich einig, dass die Federal Funds Rate schon zum Jahresende nicht mehr weit von ihrem Gleichgewichtswert entfernt sein soll, der auf etwa 2,0%–2,5% geschätzt wird. Außerdem soll die Bilanzsumme der Notenbank schneller verringert werden als 2018/2019. Tatsächlich würde die Geldpolitik dann schnell massiv gestrafft.

Christine Lagarde hat sich mit ihrem Wunsch nach einer maßvollen Normalisierung auf der letzten EZB-Ratssitzung durchgesetzt. Auch danach sagte sie in Interviews, dass der Inflationsschock im Euroraum anders sei als in den USA. In Europa gäbe es nämlich keine Zweitrundeneffekte durch steigende Löhne, und vor allem würde „Öl durch einen Zinsschritt nicht billiger“. Voraussetzung für die zurückhaltende Geldpolitik ist aber eine schwache Realwirtschaft. Doch dafür spricht einstweilen nicht viel. Die Falken können deshalb eine schnellere Straffung fordern. Für Isabel Schnabel heizt die aktuelle Geldpolitik die Inflation an, und viele Ratsmitglieder sprachen sich für eine rasche und/oder starke Straffung aus. Luis de Guindos und Martins Kazaks stellten einen ersten Zinsschritt schon im Juli in Aussicht, und Pierre Wunsch kann sich zum Jahresende keine Negativzinsen mehr vorstellen.

Unterdessen sind die Daten in den USA nicht ganz das, was sie einmal waren. Das Verbrauchervertrauen geht zurück, weil die Realeinkommen fallen. Selbst der spektakuläre Nominallohnanstieg hält nicht mit der Inflation Schritt. Schon jetzt hat die Fed mit ihren Äußerungen für steigende Zinsen gesorgt. Der wichtige Hypothekenzins liegt bereits bei über 5%, und die Immobilenkreditvergabe geht drastisch zurück. In Europa bleiben die Daten wohl nur so lange stabil, wie die Regierungen mit vollen Händen Geld ausgeben, um den Energiepreisanstieg abzufedern. Aber das wird immer schwieriger, wenn die EZB ihnen nicht mit Quantitative Easing beispringt.

Schließlich zeigen sich auch immer deutlicher die Folgen der Null-COVID-Politik in China, auch wenn wir von einem so massiven Konjunkturreinbruch wie Anfang 2020 noch weit entfernt sind. Der Staat steht vor einem ähnlichen Dilemma wie der Westen in den letzten zwei Jahren: Soll man alles herunterfahren und einen drastischen Konjunkturreinbruch in Kauf nehmen, oder soll man sich mit mehr Coronatoten abfinden? Da China auf die im Westen übliche expansive Geld- und Fiskalpolitik bislang weitgehend verzichtet hat und es daher noch Potenzial gibt – und zugleich viele Ältere nicht geimpft sind –, sollte die Richtung eigentlich klar sein. Einstweilen bleibt es dann auch bei massiven Einschränkungen. Nach einem Bericht auf Bloomberg am 14. März sind nur 51% der über 80-Jährigen zweimal geimpft, und nur ein Fünftel hat bereits eine Auffrischung erhalten. Weil der Dienstleistungssektor von den Lockdowns besonders betroffen ist, bleibt der Konsum schwach. Die chinesische Industrie scheint aber intakt, und den Märzahlen zufolge kann das Land die Weltnachfrage noch immer befriedigen. Das ist eine gute

### Im Überblick

- Wegen der stabilen Konjunktur haben Fed und EZB ihre Rhetorik verschärft.
- Dennoch gibt es Zweifel am Wirtschaftsausblick.
- US-Aktien geben gegenüber Anleihen und anderen Aktien nach.
- Ein gewisser Bewertungsaufschlag für die höheren Gewinne von US-Unternehmen könnte gerechtfertigt sein.
- Wenn die Fed die Inflation ernsthaft bekämpft, könnten US-Aktien wegen der damit strafferen Finanzbedingungen dennoch zu den größten Verlierern zählen.

Nachricht für die Industrieländer, die unter Lieferengpässen leiden. Würden die Restriktionen aber weiter verschärft, dürfte das an der Industrie kaum spurlos vorbeigehen.

Die zweite Jahreshälfte könnte für die Notenbanken schwieriger werden. Wenn die EZB das Quantitative Easing beendet, könnte es im Euroraum wieder zu einer Fragmentierung der Anleihemärkte kommen, also zu einer massiven Ausweitung der Peripherieländerspreads. Die Märkte reagierten positiv auf Christine Lagardes letzte Pressekonferenz, auf der sie bei Bedarf Gegenmaßnahmen ankündigte. Sie war aber wenig konkret. Angesichts der großen technischen und politischen Probleme mit ähnlichen Maßnahmen in der Vergangenheit ist das verständlich, zumal die EZB ihre Geldpolitik ja normalisieren will. Blicken wir einmal zurück auf 2010/2012 und die Diskussionen über das Single Market Programme (SMP) und die Outright Monetary Transactions (OMT). Das OMT-Programm kam nie zum Einsatz, galt aber zehn Jahre lang als das Mittel der Wahl gegen eine Fragmentierung der Märkte. Aber es ist schwer umsetzbar, auch wenn es keine überzeugenden Alternativen gibt. Ohnehin soll die EZB viel gegen die Probleme der Währungsunion tun, was über ihr eigentliches Mandat hinausgeht, ohne dass die nationalen Regierungen sie dabei wirklich unterstützen. Dennoch lässt sich nicht bestreiten, dass die Staatsschuldenkrise 2012 nicht allein von der EZB gelöst wurde. Der Beitrag der Regierungen war ebenso wichtig, etwa der europäische Stabilitätsmechanismus (ESM). Noch immer glauben wir aber, dass die EZB ohne die Erweiterung des EU-Wiederaufbaufonds (NextGenerationEU) zu halben Sachen gezwungen sein wird, etwa zu einer Neuaufgabe des Quantitative Easing, um die schwächsten Länder zu unterstützen.

## **Das Ende des billigen Geldes und Risiken für US-Aktien**

Nach der internationalen Finanzkrise war die Geldpolitik expansiv wie selten. Vor allem der amerikanische Aktienmarkt hat von den extrem niedrigen Zinsen und dem Quantitative Easing profitiert. Er lag deutlich vor den Märkten anderer Länder. Auch waren Aktien und Anleihen jetzt nicht mehr negativ korreliert. Der Diskontfaktor fiel, und die Notenbanken sorgten für eine hohe Nachfrage nach Anleihen. Aktien werteten daher kontinuierlich auf, ohne dass es Finanzierungsprobleme gab. Umschichtungen von immer niedriger verzinslichen US-Staatsanleihen in Unternehmensanleihen wurden auch dadurch attraktiver, dass die Spreadausweitung faktisch begrenzt wurde. Multi-Asset-Investoren verließen sich immer weniger auf die klassische Absicherungsfunktion von Anleihen, da die Geldpolitik selbst für Absicherung sorgte. Seit der internationalen Finanzkrise gab es daher keinen größeren Rückschlag am US-Aktienmarkt. Wird sich das jetzt ändern?

Die Inflation ist so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Die Zeit des billigen Geldes ist vorbei, und der US-Aktienmarkt ist durch diesen Regimewechsel vielleicht am stärksten gefährdet. Das Quantitative Easing beschränkte sich zwar nicht auf die USA, hat die Kurse hier aber stärker getrieben als in allen anderen Ländern: In Europa diente das Quantitative Easing der EZB vor allem dazu, eine Staatsschuldenkrise zu verhindern. Und in Japan ging der internationalen Finanzkrise eine Deflation voraus, sodass das nominale Wachstum und die Gewinnerwartungen selbst bei Zinsen von null für ordentliche Aktienrenditen zu niedrig waren. Natürlich lagen Aktien auch hier vor Anleihen, und selbstverständlich hat das Quantitative Easing dafür gesorgt, dass die relative Performance risikoreicher Titel gegenüber risikolosen Titeln anders war als sonst. Am ausgeprägtesten war das in den USA: Heute beträgt der Abstand zwischen der erwarteten Gewinnrendite von Aktien und der zehnjährigen Staatsanleiherendite hier gerade einmal 2,5 Prozentpunkte – gegenüber durchschnittlich 4 Prozentpunkten in den letzten 20 Jahren. In anderen Regionen ist der Abstand größer. Nicht amerikanische Aktien sind also günstiger bewertet.

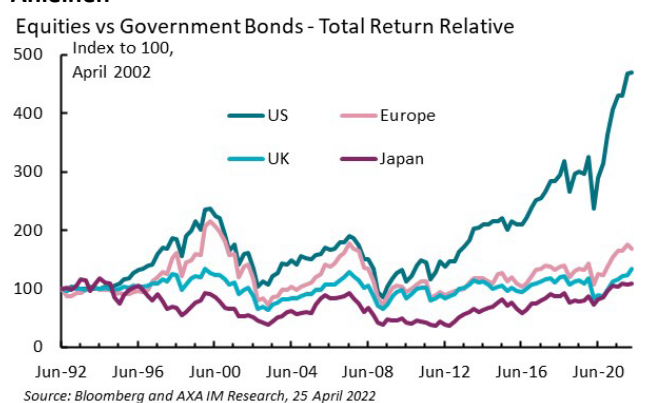
Von Ben Bernanke ist das geflügelte Wort überliefert, dass der Gegenwartswert zukünftiger Cashflows bei einem Diskontsatz von null unendlich hoch ist. Die Pandemie sorgte hier für neue Extreme. Die Fed stellte Anfang 2020 so viel Liquidität bereit, und die Fiskalpolitik war anschließend so expansiv, dass die Aktienbewertungen auf neue Rekordhochs stiegen. Eine mögliche starke Aktienmarktkorrektur wie nach dem Zinserhöhungszyklus von 2015 bis 2018 wurde vermieden – denn sobald COVID zu einer ernststen Bedrohung wurde, entschloss man sich zu schnellen Konjunktur- und Markthilfen. Aber das war früher, und jetzt rechnet man am Anleihemarkt mit einer massiven Straffung der Geldpolitik im nächsten Jahr und vielleicht auch danach.

Für die Fed ist die Inflation das größte Problem, und zumindest in den USA hat sie sowohl mit Angebots- als auch mit Nachfragefaktoren zu tun. Am Angebot kann die Notenbank nichts ändern, aber sie kann mit ihrer Geldpolitik die Nachfrage dämpfen. Für US-Aktien ist das ein großes Risiko. Wenn die Fed, um die Inflation einzudämmen, den Leitzins so stark anhebt, dass das Wirtschaftswachstum unter den Langfristtrend fällt, hat das Folgen für die Weltwirtschaft. Die Unternehmensgewinne werden fallen, und an den Aktienmärkten muss man sich dann sowohl mit niedrigeren Gewinnen als auch mit einem höheren Diskontfaktor abfinden.

Vielleicht wird der Zusammenhang zwischen Aktienkursen und risikolosen Zinsen dann wieder so sein wie vor der internationalen Finanzkrise. Schon jetzt sind die Renditen fast wieder so hoch wie im letzten Notenbankzyklus. Während der Rezessionen nach den Zinserhöhungen 1999 bis 2000 und 2004 bis 2006 lagen Anleihen in den USA, aber auch in anderen Ländern deutlich

vor Aktien (Abbildung 1). Der Ausverkauf an den Anleihemärkten seit Jahresbeginn macht eine ähnliche Entwicklung jetzt wahrscheinlicher, wenn die Geldpolitik restriktiv wird und sie in den USA eine Rezession herbeiführt. Natürlich sind die Ausgangsrenditen jetzt sehr viel niedriger, doch wenn die Notenbank wegen der Inflation ihr Quantitative Easing nicht neu aufliegen kann, sind Aktienmarktverluste durchaus vorstellbar.

**Abbildung 1: Während des Quantitative Easing lagen Aktien vor Anleihen**

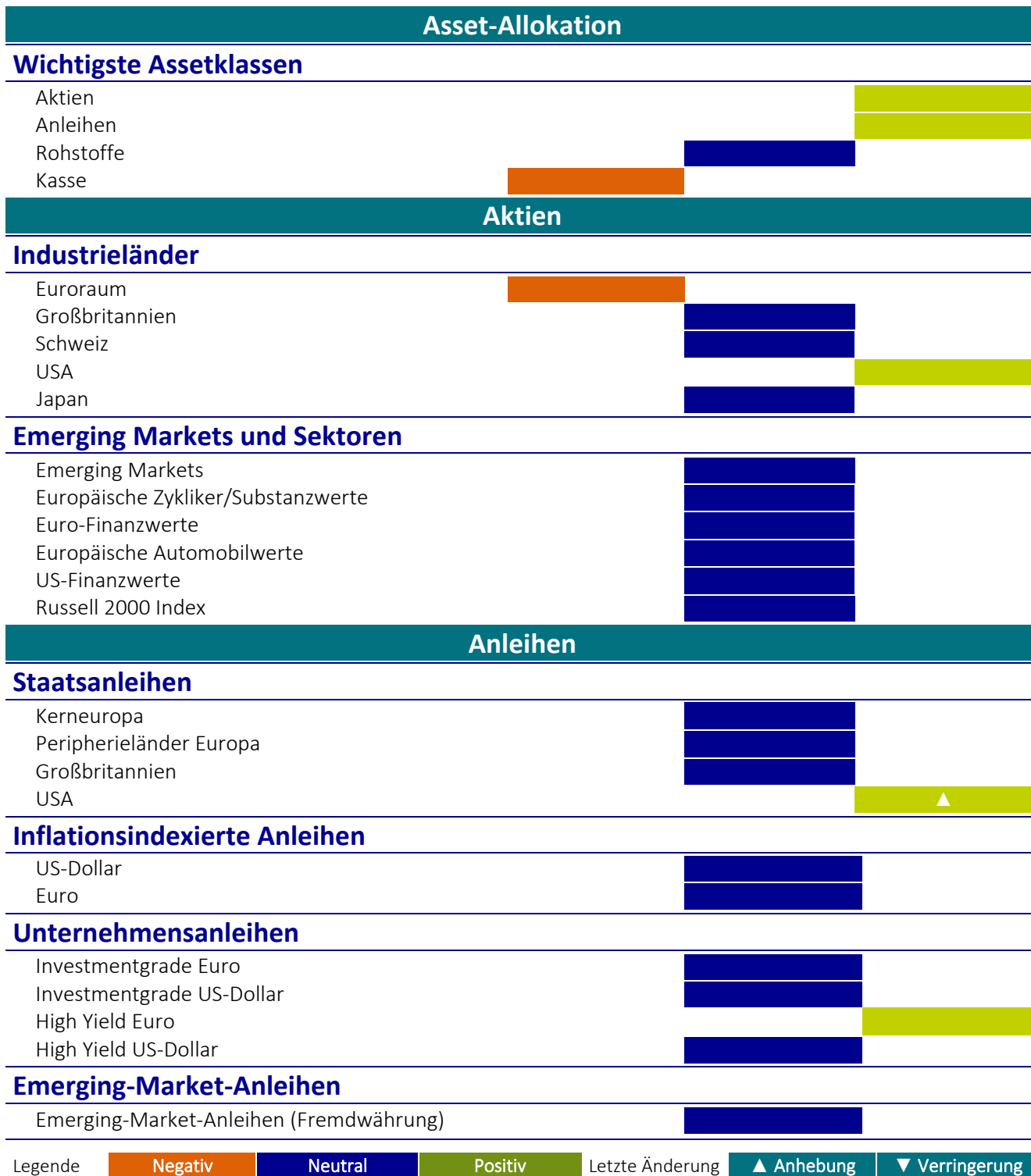


Für Investoren und die Asset-Allokation stellt sich jetzt die Frage, ob die Inflation so schwerwiegend ist, dass das Quantitative Easing und die damit einhergehende Finanzrepression jetzt zu Ende gehen müssen. Wenn die Notenbanken die Nerven verlieren, wird die Inflation höher bleiben. Dann muss man sich überlegen, wie man sich davor schützen soll. In gemischten Portfolios halten wir inflationsindexierte Anleihen für interessant; die Inflationsindexierung bleibt einstweilen wichtig. Wenn Arbeitskräftemangel, hohe Energie- und Lebensmittelpreise sowie wachsende Anzeichen für Zweitrundeneffekte die Notenbanken zu einer deutlich strafferen Geldpolitik zwingen, liegen die Risiken für Aktien auf der Hand.

Außerhalb der USA sind Aktien günstiger. Aber das Gewinnmomentum wird negativ, und die 12-Monats-Erwartungen fallen. Viele Märkte sind seit ihren Höchstständen bereits um über 10% gefallen, und manche sogar um über 20%. In den USA hält sich die Korrektur bislang aber in Grenzen, obwohl die äußerst expansive Geldpolitik 2020 für sehr hohe Bewertungen gesorgt hat. Ein gewisser Bewertungsaufschlag für US-Aktien ist durchaus gerechtfertigt, da die Gewinne hier in der Vergangenheit oft stärker gestiegen sind und dies wohl auch weiter tun werden. Der Aufschlag hat in den letzten Jahren aber zugenommen. Wenn die Fed die Inflation wirklich ernsthaft angehen will, könnten US-Aktien durchaus zu den größten Verlierern zählen.

**[Hier können Sie die komplette April-Ausgabe der Investmentstrategie \(auf Englisch\) herunterladen.](#)**

# Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 26. April 2022

## Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Welt</b>	<b>-3,1</b>	<b>5,4</b>		<b>3,0</b>		<b>2,9</b>	
<b>Industrieländer</b>	<b>-5,0</b>	<b>3,4</b>		<b>1,9</b>		<b>1,2</b>	
USA	-3,4	5,5	5,6	2,8	3,3	1,6	2,4
Euroraum (EWU-4)	-7,4	5,0		2,2		1,2	
Deutschland	-4,9	2,8	2,7	1,2	2,4	1,7	2,6
Frankreich	-8,0	7,0	6,6	2,7	3,3	1,0	1,7
Italien	-9,0	6,5	6,3	2,3	3,4	0,6	2,0
Spanien	-10,8	5,0	4,7	3,5	5,1	1,6	3,4
Japan	-4,9	1,7	1,8	1,8	2,3	2,1	1,8
Großbritannien	-10,0	7,2	7,0	3,8	3,9	0,6	1,6
Schweiz	-2,5	3,5	3,5	2,0	2,7	1,3	1,7
Kanada	-5,2	4,4	4,6	3,3	3,8	2,5	2,9
<b>Emerging Markets</b>	<b>-1,9</b>	<b>6,6</b>		<b>3,6</b>		<b>4,0</b>	
<b>Asien</b>	<b>-0,7</b>	<b>6,8</b>		<b>4,8</b>		<b>5,1</b>	
China	2,2	7,9	8,0	4,5	5,0	5,2	5,2
Südkorea	-0,9	4,0	4,0	2,0	3,0	2,0	2,6
Sonstiges Asien	-4,2	5,9		5,5		5,2	
<b>Lateinamerika</b>	<b>-7,0</b>	<b>6,9</b>		<b>2,6</b>		<b>2,6</b>	
Brasilien	-3,9	4,8	4,7	0,9	0,5	1,9	1,6
Mexiko	-8,5	4,8	5,6	2,4	1,9	2,2	2,3
<b>Europa</b>	<b>-2,0</b>	<b>6,7</b>		<b>-0,2</b>		<b>1,0</b>	
Russland	-2,7	4,7		-7,0		-3,0	
Polen	-2,5	5,8	5,3	4,2	4,0	3,3	3,5
Türkei	1,8	11,5	9,9	3,9	2,3	3,4	2,9
<b>Sonstige Emerging Markets</b>	<b>-2,5</b>	<b>5,4</b>		<b>3,0</b>		<b>3,0</b>	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 25. April 2022

\* Prognose

Jahresprognosen Inflation (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Industrieländer</b>	<b>0,7</b>	<b>3,2</b>		<b>5,9</b>		<b>2,8</b>	
USA	1,2	4,7	4,6	7,0	6,6	3,8	3,0
Euroraum	0,3	2,6	2,5	6,1	5,7	2,1	2,1
Japan	0,0	-0,2	-0,2	2,2	1,4	1,0	0,9
Großbritannien	0,9	2,6	2,5	7,3	6,7	3,5	3,6
Schweiz	-0,7	0,5	0,5	2,0	1,8	1,0	0,7
Kanada	0,7	3,4	3,4	5,9	5,1	3,2	2,6

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 25. April 2022

\* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

# Zentralbankprognosen

		<b>Zentralbankpolitik</b>				
		<b>Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)</b>				
		<b>Aktuell</b>	<b>1. Quartal 2022</b>	<b>2. Quartal 2022</b>	<b>3. Quartal 2022</b>	<b>4. Quartal 2022</b>
<b>USA (Fed)</b>	Datum		25.–26. Jan. 15.–16. März	3.–4. Mai 14.–15. Juni	26.–27. Juli 20.–21. Sep.	1.–2. Nov. 13.–14. Dez.
	Leitzins	0–0,25	+0,25 (0,25–0,5)	+0,50 (1,25–1,50)	+0,25 (1,75–2,00)	+0,25 (2,25–2,50)
<b>Euroraum (EZB)</b>	Datum		3. Feb. 10. März	14. April 9. Juni	21. Juli 8. Sep.	27. Okt. 15. Dez.
	Leitzins	-0,5	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	+0,25 (-0,25)
<b>Japan (BoJ)</b>	Datum		17.–18. Jan. 17.–18. März	27.–28. April 16.–17. Juni	20.–21. Juli 21.–22. Sep.	27.–28. Okt. 19.–20. Dez.
	Leitzins	-0,1	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
<b>Großbritannien (BoE)</b>	Datum		3. Feb. 17. März	5. Mai 16. Juni	4. Aug. 15. Sep.	3. Nov. 15. Dez.
	Leitzins	0,75	+0,5 (0,75)	+0,5 (1,25)	k.Ä. (1,25)	k.Ä. (1,25)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 25. April 2022

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

**Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite:**



## Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

[www.axa-im.com/insights](http://www.axa-im.com/insights)

### WICHTIGE HINWEISE

Dieses Dokument dient nur zur Information. Es ist kein Investmentresearch und keine Finanzanalyse im Zusammenhang mit Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne von MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU). Es ist auch kein Angebot von AXA Investment Managers oder einer Tochtergesellschaft, eine Anlage oder ein Produkt zu kaufen oder eine Leistung in Anspruch zu nehmen. Das Dokument sollte auch nicht als Aufforderung oder Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung, als Empfehlung für eine Anlagestrategie oder als personalisierte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden.

Dieses Dokument basiert auf Daten, Projektionen, Prognosen, Annahmen und Hypothesen, die subjektiv sind. Analysen und Schlussfolgerungen entsprechen unserem Wissensstand bei Redaktionsschluss.

Weder MSCI noch andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte übernehmen eine explizite oder implizite Garantie bzw. Zusicherung für die Richtigkeit der Daten (sowie die auf ihrer Grundlage erhaltenen Ergebnisse) und sind in keiner Weise für die Korrektheit, Genauigkeit, Vollständigkeit, Verkehrsfähigkeit und Eignung der Daten für bestimmte Zwecke verantwortlich. Unabhängig davon haften weder MSCI noch die mit MSCI verbundenen Unternehmen und andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte in keiner Weise für direkte, indirekte besondere, mit Entschädigungszahlungen verbundene sowie andere Schäden und Folgeschäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie zuvor über die Möglichkeit entsprechender Forderungen aufmerksam gemacht wurden. Die MSCI-Daten dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht weitergegeben oder weiterverbreitet werden.

Alle Informationen in diesem Dokument basieren auf öffentlichen Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab. Alle Informationen sind, sofern nicht anders angegeben, zum Veröffentlichungszeitpunkt dieses Dokuments aktuell.

Hierin enthaltene Daten, Projektionen, Prognosen, Annahmen, Hypothesen und/oder Einschätzungen sind subjektiv und werden möglicherweise nicht im gesamten Unternehmen und von Tochtergesellschaften genutzt oder geteilt, die auf Grundlage ihrer eigenen Meinungen tätig werden. Jegliche teilweise oder vollständige Vervielfältigung dieser Informationen ist ohne anderslautende Genehmigung von AXA IM untersagt.

Herausgegeben in Großbritannien von AXA Investment Managers UK Limited, einem von der britischen Financial Conduct Authority zugelassenen Unternehmen. Eingetragen in England und Wales unter der Nummer 01431068. Eingetragener Unternehmenssitz: 22 Bishopsgate London EC2N 4BQ.

In anderen Ländern wird dieses Dokument von den jeweiligen Tochtergesellschaften von AXA Investment Managers SA herausgegeben.

© AXA Investment Managers 2022. Alle Rechte vorbehalten.

### AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France  
Registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826