

Normalisierung und Korrektur

Monatliche Investmentstrategie

Fed und Markt spielen Katz und Maus

Anfang 2022 hätte alles so schön sein können – denn immer mehr spricht dafür, dass Omikron der Wirtschaft weniger schadet als frühere Coronawellen. Aber die Fed hat unmissverständlich klargemacht, dass sie bei der Inflation keine Risiken eingehen will. Vielleicht haben der starke Lohnanstieg und die weiter niedrige Partizipationsquote am amerikanischen Arbeitsmarkt die Notenbank irritiert. Jedenfalls schlägt sie seit einigen Monaten ganz andere Töne an, und die Investoren müssen mit den wöchentlichen, wenn nicht täglichen Warnungen diverser Offenermarktausschussmitglieder erst einmal zurechtkommen. Vielleicht war die Fed auch frustriert, weil der Markt kaum auf ihre ersten Andeutungen reagiert hat. Ende letzten Jahres hatten die Investoren durchaus verstanden, dass die Fed raschere Zinserhöhungen will, denn sonst wären die Zweijahresrenditen wohl kaum gestiegen. Die Langfristrenditen änderten sich aber nicht. Wäre es dabei geblieben, hätten die Notenbankäußerungen nicht viel bewirkt – und die späteren Zinserhöhungen wären vielleicht verpufft. Schließlich gelang es der Fed dann aber doch noch, den Langfristzins steigen zu lassen – indem sie im Protokoll der Dezember-Offenermarktausschusssitzung eine schnellere Bilanzsummenverringerung andeutete als in der letzten Normalisierungsphase. Die Hypothekenrenditen legten daraufhin ebenfalls zu, aber die Unternehmensanleihen wollten sich, Stand 24. Januar, einfach nicht bewegen. Vielleicht wird die Fed erneut scharfe Worte wählen, damit die Finanzierungskosten für die Privatwirtschaft steigen und der Nachfrageüberschuss abnimmt.

Aber warum hat der Markt so und nicht anders auf den schärferen Ton der Fed reagiert? Vielleicht hat es technische Gründe: Das Quantitative Easing hat so viel Liquidität geschaffen, dass etwas höhere Leitzinsen kaum ins Gewicht fielen. Dann wäre eine Verringerung der Wertpapierbestände das Mittel der Wahl. Doch leider gibt es auch eine weniger schöne Erklärung, die mit den Konjunkturerwartungen zu tun hat: Vielleicht verhindern die Investoren einen Anstieg der Langfristrenditen, weil sie glauben, dass die Fed es übertreibt. Sie könnte einen massiven Abschwung in die Wege leiten, damit die Inflation schließlich doch noch unter die 2%-Marke fällt und wieder so niedrig ist wie zwischen dem Ende der internationalen Finanzkrise und dem Beginn der Pandemie. Ohnehin kann man der Fed nur schwer den Vorwurf machen, dass sie zu spät reagiert: Als sie erstmals eine Straffung der Geldpolitik signalisierte, waren die impliziten langfristigen Inflationserwartungen am Markt keineswegs besonders hoch, und sie sind es auch heute noch nicht. Die derzeitige Überhitzung der US-Wirtschaft hat viel mit den großen Konjunkturprogrammen von 2020 und 2021 zu tun. Da der Kongress in Washington zunehmend gelähmt scheint, wird es für Präsident Biden immer schwerer, sein neues Konjunkturprogramm durchs Parlament zu bringen, sodass die Fiskalpolitik demnächst wohl weniger expansiv sein wird. Natürlich ist ein Großteil der Hilfen auf die Sparkonten der Haushalte gewandert, doch hat die höhere Inflation die Kaufkraft geschmälert – trotz des jüngsten Lohnanstiegs steigen die Einkommen nach wie vor langsamer als die Preise. Wie auch immer – in unserem Basisszenario mit einer moderaten Straffung der Geldpolitik ist ein ordentliches Wirtschaftswachstum in diesem Jahr noch immer möglich. Dennoch hat das Katz-und-Maus-Spiel von Märkten und Notenbank bereits sein erstes Opfer gefunden: den Aktienmarkt.

Im Überblick

- Die anhaltend scharfe Rhetorik der Fed verändert 2022 alles.
- Vielleicht war die Notenbank unzufrieden damit, wie der Markt auf ihre Andeutungen einer strafferen Geldpolitik reagierte.
- In Erwartung steigender Leitzinsen sind die Aktienmärkte gefallen.
- Achten Sie auf die Gewinnprognosen!
- In manchen Aktienmarktsegmenten könnten die Übertreibungen zu Ende gehen.

Fallende Bewertungen

Die derzeitige Marktvolatilität wird schon länger mit der jetzt seit einem Jahr steigenden Inflation erklärt. Die Notenbanken reagieren darauf mit einer strafferen Geldpolitik. Der Wachstums- und Inflationsausblick hat sich verschlechtert, und Corona macht die Lage nicht besser. Zu allem Überfluss gefährden die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine die Stabilität Osteuropas.

Der wichtigste Grund für den höheren Preisauftrieb seit Frühjahr 2021 ist die Pandemie. Aber die Investoren bezweifeln zunehmend, dass die Inflation nur aufgrund von Lieferengpässen und Lieferverzögerungen steigt. Auch die Löhne legen mittlerweile stärker zu, und die Lage am Weltenergiemarkt sorgt für zusätzliche Schwierigkeiten. Da die Arbeitslosenquoten in den großen Volkswirtschaften nur noch wenig unter ihren Vor-Corona-Tiefs liegen und die Inflation wohl bis zum Jahresende hoch bleibt, ist eine straffere Geldpolitik geboten, ja sogar unvermeidbar. Aber nach zwei Jahren mit reichlich Notenbankliquidität und einer expansiven Fiskalpolitik sind Wertpapiere teuer geworden. Die Anleiherenditen sind 2020 gefallen und steigen erst jetzt allmählich wieder auf das Niveau, was wir aus der Zeit vor Corona kennen. Die Aktienkurse haben wegen der stark steigenden Unternehmensgewinne und der höheren Bewertungen zugelegt. Eines steht aber fest: Wenn die Fed und andere Notenbanken die Leitzinsen anheben, müssen die Bewertungen wieder fallen.

Bei Aktien führen höhere Zinsen in der Regel zu niedrigeren Kurs-Gewinn-Verhältnissen. Wenn die Geldpolitik in den USA gestrafft wurde, sind die Bewertungskennziffern bislang immer gefallen. Wenn es diesmal genauso kommt, wofür vieles spricht, könnte das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 durchaus um zwei bis drei Prozentpunkte fallen. Bei stabilen Unternehmensgewinnen würde das KGV auf Basis der Gewinnerwartungen dann auf 18 bis 19 zurückgehen, was einem S&P 500 von etwa 4.100 bis 4.300 Punkten entspräche. Der Index könnte also noch um weitere fünf bis sieben Prozentpunkte fallen. Schon jetzt notiert er mehr als 8% unter seinem Allzeithoch vom Dezember 2021.

Diese Überlegungen beruhen auf der Annahme, dass die Weltwirtschaft weiter wächst und sich die Straffung der Geldpolitik in Grenzen hält. Im März 2020 hat die Fed ihren Leitzins in weniger als zwei Wochen um 150 Basispunkte gesenkt. Am Markt geht man zurzeit davon aus, dass sie für Zinserhöhungen in gleicher Höhe fast zwei Jahre braucht. Wenn die Inflation, wie von uns erwartet, nach dem 1. Quartal tatsächlich wieder fällt und die Fed den Märkten keine noch stärkere Straffung signalisiert, könnten sich die Märkte in den kommenden Monaten tatsächlich wieder etwas stabilisieren.

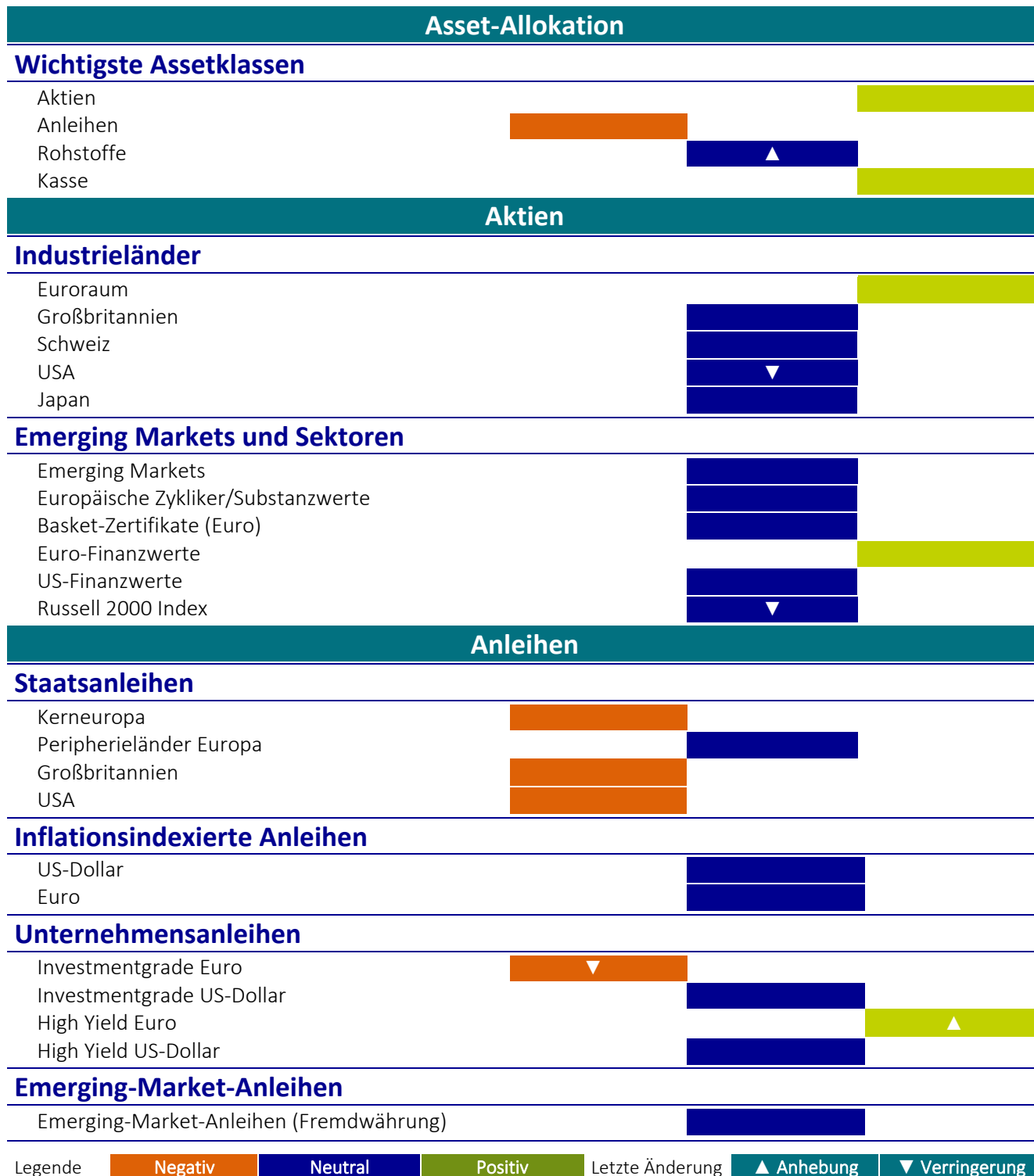
Wenn die Fed ihre Zinsen dann aber erhöht und die Bilanzsumme verringert, wird man an der Konjunktur und den Unternehmensgewinnen zweifeln. Die Berichtssaison für das 4. Quartal brachte bereits einige Enttäuschungen, und die Analystenprognosen für die Gewinne je Aktie in den Jahren 2022 und 2023 wurden bereits leicht gesenkt. Besonders ausgeprägt war dies bei Wachstumswerten; der NASDAQ Composite liegt mittlerweile über 14% unter seinem Allzeithoch. Wenn die Pandemie nachlässt und sich die Weltwirtschaft wieder normalisiert, werden sich auch die Konsummuster wieder ändern – zum Schaden der Firmen, die von Lockdowns und Kontaktbeschränkungen profitiert haben. Insgesamt müssen die Unternehmensgewinne aber nicht drastisch fallen. Wenn die Lieferengpässe überwunden sind, wird auch wieder mehr ausgegeben. Dann werden mehr Elektrofahrzeuge und Halbleiter produziert, nicht zu vergessen das Wachstum der Umweltinvestitionen. Viel spricht aber dafür, dass die Zeit der übertriebenen Kursgewinne von Wachstumswerten endgültig vorbei ist. Dafür können andere Marktsegmente für Ertrag sorgen.

Außerhalb der USA, wo Aktien nicht so hoch bewertet sind, sind auch die Verlustrisiken niedriger. Der EuroStoxx Index notierte zuletzt beim 15-Fachen der für 2022 erwarteten Gewinne, gegenüber dem 30-Fachen beim NASDAQ Composite. In Europa werden die Zinsen später erhöht als in den USA, aber das Wirtschaftswachstum scheint hier stabil. Bis jetzt haben europäische Aktien amerikanische Aktien hinter sich gelassen. Viel spricht dafür, dass es dabei bleibt, bis sich die Zins- und Gewinnerwartungen in den USA stabilisiert haben. Vermutlich wird Europa die Omikron-Welle schneller überwinden als die USA und andere Regionen. Auch das dürfte für höhere Konsumausgaben und mehr Investitionen sorgen.

Weltweit nachlassende Coronainzidenzen und ein Abflauen der Inflation im 1. Quartal könnten für einen wieder besseren Aktien- und Anleihemarktausblick sorgen. Einige Beobachter fragen sich bereits, ob die Fed die Zinsen wirklich so oft anheben muss wie erwartet. Aber selbst wenn der Markt heftig auf höhere US-Leitzinsen reagiert, muss das die Weltwirtschaft nicht aus dem Gleichgewicht bringen. Man wird sich aber mit fallenden Aktienbewertungen abfinden müssen. Das gilt vor allem für die zurzeit besonders teuren Marktsegmente, deren Bewertungen bereits gefallen sind, während wir auf die ersten Zinserhöhungen seit 2018 warten. Manche Einzelwerte werden stark verlieren, und mit manchen Modethemen der letzten Jahre wird es vorbei sein. Es gibt aber auch eine gute Nachricht: Steigende Unternehmensgewinne können niedrigere Bewertungen ausgleichen. Trotz des schwachen Jahresbeginns kann unsere Prognose hoher einstelliger Aktienmarkterträge in diesem Jahr noch eintreffen.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Legende

Negativ

Neutral

Positiv

Letzte Änderung

▲ Anhebung

▼ Verringerung

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

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 24. Januar 2022

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 24. Januar 2022

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

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

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 24. Januar 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

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.

Alle Informationen in diesem Dokument basieren auf öffentlichen Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikanalyseunternehmen. 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