

Monatsbriefing

Gilles Moëc

AXA Group Chief Economist
und Head of AXA IM Research

Chris Iggo

Chair of the AXA IM Investment
Institute und CIO of AXA IM Core



Noch straffere Finanzbedingungen

Im Überblick

- Die Stabilitätsrisiken lassen sich zwar leicht beheben, aber die Probleme der Banken dürften die Kreditstandards noch strenger machen – und die Konjunktur bremsen.
- Die Notenbanken dürften sich mit weiteren Zinsschritten zurückhalten, aber ihr Ziel bleibt klar: keine Kapitulation vor der Inflation.
- Für Anleger bedeutet das aus unserer Sicht Folgendes:
 - „Cash is King“ – noch
 - Credits versprechen ordentliche Erträge
 - Die Unternehmensgewinne könnten fallen

Was bedeuten die Bankenturbulenzen für die Konjunktur?

Notenbanken und Regierungen haben schnell auf den Niedergang zweier US-Regionalbanken und der Crédit Suisse reagiert. Sofort stellte man großzügig Liquidität bereit, und in den USA wie in der Schweiz fand man rasch Lösungen für die gescheiterten Institute. Das war wichtig, weil Guthaben dank neuer Technologien und der schnellen Verfügbarkeit von Informationen sofort zu anderen Banken umgeschichtet werden können. Doch auch wenn sich das Finanzsystem wohl gefangen hat, dürfte die Realwirtschaft unter der unvermeidlichen Straffung der Kreditbedingungen leiden.

Die Fed hat die aggregierten Aktiva und Passiva großer und kleiner US-Banken am 15. März veröffentlicht. Sie geben einen ersten Eindruck von den Folgen der Turbulenzen. Wie erwartet, verzeichneten große Banken Nettozuflüsse (von 67 Milliarden US-Dollar), während kleine Banken 120 Milliarden US-Dollar verloren. Große wie kleine Institute sind aber vorsichtiger geworden und leihen sich viel Geld bei der Fed, um ihre Liquidität aufzustocken. Alles in allem scheint der amerikanische Bankensektor im Krisenmodus. Das dürfte kaum mit lockeren Bedingungen für Unternehmenskredite vereinbar sein.

Wenn Guthaben von kleineren zu größeren Banken umgeschichtet werden, ist das nicht konjunkturneutral. Bei kleineren Banken ist der Quotient aus Krediten

und Einlagen meist sehr viel höher. Außerdem sind die kleineren Institute gerade für die Immobilienfinanzierung sehr wichtig, was schon jetzt Probleme macht. Auf sie entfallen in den USA zwar nur 30% aller Bankaktiva, aber 70% aller Kredite für Gewerbeimmobilien.

Vermutlich wird in den USA jetzt die Regulierung verschärft, sodass mittelfristig noch weniger Kredite vergeben werden. Trump hatte die Regulierung noch gelockert, doch jetzt rechnen wir damit, dass Verlustrisiken in den Kernkapitalquoten stärker berücksichtigt werden

müssen. Wenn Banken Unternehmen und Haushalten weniger Kredite gewähren, fallen ihre risikogewichteten Aktiva. Die Kapitalkennziffern verbessern sich, ohne dass sie in einer Zeit neues Kapital einwerben müssen, in der Investoren vermutlich hohe Risikoprämien verlangen.

Höhere Risikoprämien lassen auch die Refinanzierungskosten der Banken steigen, in den USA wie weltweit. Die Bedingungen für Unternehmenskredite hängen meist stark von den Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken ab. Wenig hilfreich war sicher, dass die Schweizer Behörden die Gläubiger von Additional-Tier-1-Anleihen voll in die Haftung nahmen, die Aktionäre aber nur teilweise. Daran ändert auch nichts, dass die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England schnell den gewohnten Status von AT1-Anleihen bestätigt haben.

Den Banken droht aber weiteres Ungemach: Geldmarktfonds werden zu ernsthaften Wettbewerbern. In den USA lagen die Abflüsse der kleineren Banken über den Zuflüssen der großen. Nichtbanken legen einen wachsenden Teil ihrer Liquidität in Geldmarktfonds an. Der generelle Rückgang der Bankeinlagen trägt sicher nicht dazu bei, dass wieder mehr Kredite vergeben werden.

Notenbanken bleiben hart

Schon vor den Bankenturbulenzen warnten wir vor den Folgen einer geringeren Kreditvergabe in den USA und dem Euroraum und sahen darin bereits die ersten Auswirkungen der strafferen Geldpolitik auf die Realwirtschaft. Eine geringere Kreditvergabe galt trotz aller Konsequenzen immer als notwendig, um die Inflation zu dämpfen. Deshalb bleiben die Notenbanken ihrem Grundsatz treu, dass Finanz- und Preisstabilität getrennt voneinander betrachtet werden müssen. Eine Wende der Geldpolitik bleibt daher aus. Weil die Finanzbedingungen jetzt auch ohne ihr Zutun straffer werden, mäßigen sich die Notenbanken zwar etwas, ändern aber nicht ihre grundsätzliche Haltung.

Es stimmt, dass die EZB nach der Zinserhöhung um 50 Basispunkte im März in ihrem offiziellen Statement jeglichen Hinweis auf weitere Zinserhöhungen unterließ. In der anschließenden Fragerunde sagte Christine Lagarde aber, dass die Zinsen weiter steigen müssen („*Wir wissen, dass noch mehr getan werden muss*“), wenn das Konjunkturszenario aus der Zeit vor den Bankenturbulenzen dennoch eintritt. Es ist ganz einfach: Die Inflation ist noch immer zu hoch. Nach ihrer Zinserhöhung um 25 Basispunkte fand sich im offiziellen Statement der Fed erneut ein eindeutiger, wenn auch nicht sehr drastischer Hinweis auf weitere Zinserhöhungen („*Vielleicht ist eine noch etwas stärkere Straffung der Geldpolitik angemessen*“). Die Bedeutung der Bankenturbulenzen für die Kreditbedingungen – und damit für Konjunktur und Inflation – wurde nicht verschwiegen. Wie die Fed aber wirklich denkt, sah man vor allem im letzten Satz dieses Abschnitts: „*Der Ausschuss ist sich der Inflationsrisiken noch immer sehr bewusst.*“

Investoren werden vorsichtiger

Der Konjunkturausblick wird immer unsicherer. Wir setzen daher auf Kasse: „Cash is King.“ Weil der Kampf gegen die Inflation für die Notenbanken weiterhin Priorität hat, bleiben die Kurzfristzinsen hoch. Für Investoren, die ihre Liquidität nicht auf niedrig verzinslichen Bankkonten halten wollen, aber Durations-, Kredit- und Aktienrisiken fürchten, sind sichere Kurzläufer wie Treasury Bills interessant. Die amerikanische Kapitalflussstatistik zeigt das deutlich. Geldmarktfonds profitieren davon, dass Guthaben von Banken abgezogen werden, vor allem von kleineren Regionalinstituten.

Es überrascht nicht, dass kurzfristige Geldmarktanlagen zurzeit attraktiv sind. Die Renditen US-dollar- oder eurodenomierter Schatzwechsel entsprechen etwa dem Tagesgeldsatz, den die Geldpolitik bestimmt. Für die meisten wichtigen Währungen sind die Zinsstrukturkurven invers; je länger die Laufzeit von Staatsanleihen, desto niedriger ist ihre Rendite. 2022 hat man mit Staatsanleihen Geld verloren. Zwar hat man seit Jahresbeginn wieder etwas verdient, doch blieb die Volatilität hoch und die Marktstimmung fragil. Wenn die jüngsten Zweifel am Bankensystem und der Finanzstabilität nachlassen und die Notenbanken bei einer straffen Geldpolitik bleiben, könnten die Staatsanleiherenditen erneut zulegen, was wieder Verluste zur Folge hätte. Bei Redaktionsschluss lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen am unteren Rand ihrer Handelsspannen seit Oktober.

Auch Unternehmensanleihen sind zuletzt riskanter geworden. Da die Zeiten für Banken schwieriger werden, dürften sie ihre Kreditbedingungen straffen. In den USA zeigt sich das schon länger, etwa in der einschlägigen Monatsstatistik der Fed. Für kleine Regionalbanken dürfte die Refinanzierung teurer werden; sie werden wohl die Einlagenzinsen anheben müssen, damit ihre Kunden nicht zu viele Guthaben auflösen. Die Nettozinsmargen könnten dann fallen. Wenn aber die Kreditbedingungen straffer werden, können sich die Unternehmen nicht mehr so viel Geld leihen – und wenn doch, dann zu höheren Kosten. Am stärksten dürfte das kleine und mittlere Unternehmen treffen, aber auch der Gewerbeimmobiliensektor könnte leiden. Hier ist das Kreditvolumen in den letzten Jahren stark gewachsen. Jetzt könnten Kredite wieder knapper werden – und das ausgerechnet in einer Zeit, in der die Objekte wegen der höheren Zinsen ohnehin niedriger bewertet werden.

Auf beiden Seiten des Atlantiks sind die Konjunkturrisiken durch die Bankenturbulenzen gestiegen. Vor allem in den USA kommt das sehr plötzlich, waren die Zahlen hier doch bis zuletzt stabil. Bei schwächerem Wachstum dürften die amerikanischen Unternehmensgewinne in den nächsten Quartalen fallen. Für den Technologiesektor werden schon jetzt niedrigere Gewinne prognostiziert; Banken und Energie dürften bald folgen. Für US-Aktien können fallende Gewinnerwartungen nicht gut sein, zumal die erwarteten Gewinne je Aktie noch immer deutlich über dem Langfristrend liegen.

Cash is King – noch

Staatsanleihen, Unternehmensanleihen einschließlich High Yield und Aktien sind von Natur aus volatil als Geldmarktanlagen. Der kurzfristige Inflationsausblick ist ebenso unsicher wie Geldpolitik und Konjunkturerwartungen. Die Volatilität dürfte daher hoch bleiben. Dennoch könnte der Geldmarkt schon bald wieder weniger attraktiv sein. Die Notenbanken könnten durchaus auf weitere Zinserhöhungen verzichten, und vermutlich werden die Zinsen mittelfristig wieder gesenkt. Am Geldmarkt würde man dann nicht mehr so viel verdienen. Es könnte aber voreilig sein, schon vor der Jahresmitte Zinssenkungen in den USA zu erwarten. Bei einer Rezession in der zweiten Jahreshälfte 2023 sind niedrigere Zinsen im kommenden Jahr aber plausibel, vor allem, wenn die Inflation stärker fällt. Die Geldmarkttrenditen mögen zurzeit attraktiv sein, wer aber in 1- oder 3-Monats-Geld investiert, könnte in den nächsten ein bis zwei Jahren sukzessive weniger verdienen.

Bei risikoreicheren Titeln achten Investoren zurzeit vor allem auf die negativen Konjunkturfaktoren, während die Bewertungen mittelfristig günstig scheinen. Am stärksten gilt das für Anleihen, deren Spreads sich zuletzt wieder ausgeweitet haben, sodass die Renditen wieder über den Geldmarktzinsen liegen. Die Renditedifferenz zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen nähert sich einem Niveau, das nur selten überschritten wird. Das gilt für US-dollar- und eurodenominierte Papiere gleichermaßen, für High Yield wie für Investmentgrade-Titel.

Natürlich machen Unternehmensanleihen Sorgen. Banktitel gerieten zuletzt unter Druck, und es dürfte mehr Kreditausfälle geben. Die Fundamentaldaten der Kreditnehmer sind aber durchweg gut, zumindest im Vergleich zu früher, und die Unternehmensanleiherenditen über den Geldmarktzinsen. Neben der Kreditrisikoprämie profitiert man auch davon, dass die Anleihekurse im schwierigen letzten Jahr gefallen sind und sich mit nahender Endfälligkeit jetzt wieder pari nähern.

Market Timing ist nie einfach. Weil auf den Inflationsschock ein Wachstumsschock und vielleicht auch ein Stabilitätsschock folgen kann, bleiben Fundamentalprognosen schwierig. Umso wichtiger ist der Anlagehorizont. Meist hat es sich mittelfristig gelohnt, auf dem heutigen Renditeniveau Unternehmensanleihen zu kaufen. Ähnlich lässt sich auch für Aktien argumentieren. Außerhalb der USA liegen die erwarteten 12-Monats-Gewinne unter ihrem 10-Jahres-Durchschnitt. Eine schwächere Konjunktur kann den Unternehmensgewinnen zwar weltweit schaden, doch scheint das in Asien und Europa längst nicht so sicher wie in den USA. Die Konsens-Gewinnerwartungen für den S&P 500 betragen dieses Jahr 218 US-Dollar je Aktie. Das liegt nach wie vor nur knapp unter dem Höchststand vom September 2022.

In Zukunft könnte wieder mehr für Aktien sprechen. Das Welt-BIP dürfte 2024 und 2025 wieder stärker steigen, sodass sich dann auch die Gewinne von Sektoren wie Technologie und Industrie wieder erholen könnten. Helfen werden sicher auch die Investitionen infolge der amerikanischen Industriepolitik, auf die andere Länder mit ähnlichen Maßnahmen reagieren könnten. Teilweise zeigt sich das schon an der zuletzt guten Performance hochwertiger Wachstumsaktien. Auch dürften Aktien gegenüber Anleihen wieder attraktiver werden, wenn sich der Zinszyklus dreht. Aber so weit sind wir noch nicht. Der implizite Abstand zwischen der derzeitigen Gewinnrendite von Aktien und der risikolosen US-Zehnjahresrendite beträgt gerade einmal 230 Basispunkte. Angesichts der Gewinnrisiken ist das mager, wenn man bedenkt, dass die Differenz beim EuroStoxx fast 600 Basispunkte und in Japan über 750 Basispunkte beträgt.

Die Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors in den USA und Europa dürften dem Markt helfen. Jeder noch so kleine Hinweis der Notenbanken, dass die jüngsten Zinserhöhungen vielleicht die letzten – oder fast die letzten – waren, würden ihm ebenfalls guttun. Von einem weltweiten Zinsrückgang würden naturgemäß vor allem Anleihen profitieren. Bei Aktien ist entscheidend, ob und wie stark das Wachstum einbricht.

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

Wichtige Marktentwicklungen

Unsere 3-Monats-Prognosen wichtiger Märkte

WÄHRUNGEN			
	Schwächer	Neutral	Stärker
EUR/USD			●
JPY/USD		●	
GBP/EUR		●	

WÄHRUNGEN
Die Probleme der Banken machen den Kampf gegen die Inflation nicht leichter. Weil sie in Europa weniger Sorgen machen als in den USA, könnte der Euro kurzfristig aufwerten. Für den Yen gilt das wegen der zögerlichen Notenbank eher weniger. Beim Pfund wirken Inflationsdruck und Wachstumsorgen entgegengesetzt.

AKTIEN			
	Fallend	Seitwärts	Steigend
USA	●		
Euroraum		●	
Emerging Markets		●	

AKTIEN
Das stabile Wachstum und die günstigen Bewertungen sprechen für Europa. In den USA könnte das Wachstum stärker nachlassen. Die Gewinnmargen stehen unter Druck. Es ist nicht die beste Zeit für Aktien.

ZINSEN			
	Höher	Unverändert	Niedriger
USD kurz	●		
USD lang		●	
EUR kurz	●		
EUR lang	●		

ZINSEN
Die Renditeentwicklung bleibt ungewöhnlich. Ohne eine ausgeprägte Bankenkrise scheint der Rückgang der Kurzfristrenditen übertrieben. Die fallenden Leitziins- und Konjunkturerwartungen haben die Langfristrenditen stabilisiert. Die Kurzfristrenditen dürften steigen.

CREDIT SPREADS			
	Weiter	Unverändert	Enger
Inv.-grade USD		●	
Inv.-grade EUR			●
High Yield USD		●	
High Yield EUR			●

CREDIT SPREADS
Die Spreads sind weder Fisch noch Fleisch. Wegen der Bankenprobleme sind sie gestiegen, aber nicht stark genug, um Rezessionsrisiken auszugleichen. In den USA sind die systemischen Bankenrisiken größer als in Europa. Es besteht das Restrisiko einer generellen Spreadausweitung.

Quelle: AXA IM Core Investment Research, Stand 27. März 2023

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Welt	3,5		2,7		2,7	
Industrieländer	2,7		1,0		0,7	
USA	2,1	1,9	1,0	0,7	0,3	1,1
Euroraum	3,5	3,2	0,7	0,4	0,6	1,2
Deutschland	1,9	1,7	0,2	-0,1	0,6	1,4
Frankreich	2,6	2,5	0,6	0,4	0,6	1,2
Italien	3,8	3,7	0,6	0,4	0,5	1,0
Spanien	5,5	4,5	1,3	1,2	0,9	1,9
Japan	1,6	1,5	1,7	1,1	1,3	1,1
Großbritannien	4,0	4,4	-0,3	-0,8	0,5	0,7
Schweiz	2,3	2,1	0,6	0,6	1,3	1,6
Kanada	3,5	3,4	1,0	0,6	0,8	1,5
Emerging Markets	3,9		3,7		3,8	
Asien	4,2		5,0		4,6	
China	3,0	3,1	5,3	5,2	5,0	5,1
Südkorea	2,6	2,6	1,5	1,2	2,0	2,2
Sonstiges Asien	5,7		5,0		4,4	
Lateinamerika	3,9		1,5		2,1	
Brasilien	3,0	2,9	1,0	1,0	1,5	1,8
Mexiko	3,1	2,9	1,2	1,1	1,8	1,8
Europa	1,6		0,0		2,2	
Russland	-2,1		-3,8		2,0	1,2
Polen	5,0	4,9	0,1	0,8	2,4	3,0
Türkei	5,6	5,1	0,5	2,2	1,4	2,4
Sonstige Emerging Markets	4,8		3,0		3,4	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. März 2023

* Prognose

Jahresprognosen Inflation (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Industrieländer	7,3		4,7		2,8	
USA	8,0	8,1	4,5	3,9	3,2	2,5
Euroraum	8,3	8,5	5,8	5,5	2,8	2,4
China	2,1	2,1	2,3	2,4	2,5	2,3
Japan	2,5	2,4	2,7	2,1	1,3	1,2
Großbritannien	9,1	9,0	5,8	6,7	2,2	2,9
Schweiz	2,8	2,9	2,0	2,2	1,3	1,2
Kanada	6,8	6,8	3,8	3,7	2,7	2,3

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. März 2023

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik		Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)			
		Aktuell	2. Quartal 2023	3. Quartal 2023	4. Quartal 2023
USA (Fed)	Datum	5,00	2.–3. Mai	25.–26. Juli	31. Okt./1. Nov.
	Leitzins		13.–14. Juni	19.–20. Sep.	12.–13. Dez.
Euroraum (EZB)	Datum	3,00	4. Mai	27. Juli	26. Okt.
	Leitzins		15. Juni	14 Sep.	14. Dez.
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	27.–28. Apr	27.–28. Juli	30.–31. Okt.
	Leitzins		15.–16. Juni	21.–22. Sep.	18.–19. Dez.
Großbritannien (BoE)	Datum	4,25	11. Mai	3. Aug.	2. Nov.
	Leitzins		22. Juni	21. Sep.	14. Dez.
			+0,25 (4,50)	k.Ä. (4,50)	-0,25 (4,25)

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. März 2023

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.



Investment Institute

Besuchen Sie das Investment Institute

Mehr Analysen unserer Experten aus Research und Investment, damit Sie bessere Anlageentscheidungen treffen können

ZUM INVESTMENT INSTITUTE

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 Marktstatistiken. 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 Bishopgate, London EC2N 4BQ.

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

© AXA Investment Managers 2023. 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