

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



Ein Hoch auf den Dollar

Im Überblick

- Die Fed möchte einen schwächeren Arbeitsmarkt und hebt die Zinsen bis dahin immer weiter an.
- Die Zinserhöhungen in den USA beeinflussen auch die Geldpolitik in Europa. Die EZB hat aber selbst gute Gründe für „große und schnelle“ Zinsschritte.
- Weil die US-Wirtschaft konjunkturell und strukturell überlegen ist, wertet der Dollar auf.
- Europa droht ein Teufelskreis aus Inflation, Zinserhöhungen und Währungsabwertungen.
- Die günstigen Bewertungen britischer und europäischer Aktien könnten irgendwann zu neuen Käufen führen.

Die Notenbanken wollen es wissen

Noch Anfang August rechnete man am Markt mit einer Wende der US-Geldpolitik, aber jetzt geschieht das Gegenteil. Da zuletzt so viel über eine Zinserhöhung um 100 Basispunkte geschrieben worden war, mögen die im Offenmarktausschuss einstimmig verabschiedeten 75 Basispunkte für eine gewisse Erleichterung gesorgt haben. Letztlich zeigt das aber nur, wie sehr sich die Erwartungen verändert haben. Die Fed lässt keinen Zweifel daran, dass der Leitzins noch längst nicht da steht, wo sie ihn haben möchte. Über ihren Dot Plot signalisiert sie zurzeit einen Anstieg auf 4,6% im nächsten Jahr. Im Juni war sie noch von 3,8% ausgegangen. In den beiden letzten Offenmarktausschusssitzungen dieses Jahres kann sich daher viel tun, fehlen an den für 2023 erwarteten 4,6% und selbst an den zum Jahresende erwarteten 4,4% noch über 100 Basispunkte. Nach mehreren massiven Zinsschritten steht jetzt fest, dass die Zeit der langsamen Straffung vorbei ist. Mittlerweile ist die Geldpolitik nicht mehr nur weniger expansiv, sondern regelrecht restriktiv. Eigentlich sollte das den Offenmarktausschuss mäßigen, doch er scheint noch immer fest entschlossen, die Zinsen weiter anzuheben. Schließlich hat die Fed nichts gegen einen schwächeren Arbeitsmarkt. Da scheint es nur naheliegend, dass sie die Zinsen so lange anhebt, bis sie ihr Ziel erreicht hat.

Die entscheidende Frage ist jetzt, wann es so weit ist. Die jüngsten Konjunkturdaten waren oft überraschend gut, vor allem die Arbeitsmarktberichte. Im 4. Quartal rechnen wir aber mit wesentlich schwächeren Zahlen – vor allem wegen der strafferen Finanzbedingungen. Manchen Indikatoren zufolge sind sie heute so straff wie seit der Finanzkrise 2008/2009 nicht mehr. Wir glauben deshalb, dass die Fed die Zinsen im November und im Dezember nur um 50 Basispunkte anhebt. Anders als die Märkte – und auch als der Dot Plot der Notenbank – erwarten wir zum Jahresende daher nur eine Federal Funds Rate von 4,25%. Wir rechnen aber

auch nicht damit, dass die Zinsen im neuen Jahr schnell wieder gesenkt werden. Auch hier stellen wir uns gegen den Marktkonsens, wenn auch mit einer anderen Ausgangsbasis. Jeder Notenbank fällt es schwer, die Zinsen trotz Rezession weiter anzuheben. Kaum leichter dürfte der Fed aber eine Lockerung der Geldpolitik fallen, solange die Inflation über 3% liegt – und genau damit ist das ganze nächste Jahr über zu rechnen. Daran ändert auch die schwächere Konjunktur nichts, denn ein Großteil des derzeitigen Preisauftriebs ist äußerst hartnäckig.

Nach den klaren Ansagen der Fed wurden auch für den Euroraum wieder größere Zinsschritte erwartet. Vielleicht achten die Investoren bei ihren Prognosen jetzt mehr auf den Wechselkurs. Wenn die Fed den Leitzins stärker anhebt, so die Überlegung, muss die EZB folgen, um den Euro zu stabilisieren und einen Inflationsimport zu verhindern. Lassen Sie uns aber ehrlich sein: Seit der letzten Ratssitzung liefern auch die Äußerungen der EZB selbst den Investoren viele Argumente für eine straffere Geldpolitik in Europa. Am 20. September wiederholte Christine Lagarde das, was sie schon in Sintra gesagt hatte: Für die EZB ist der Energiepreisschock ein dauerhafter negativer Angebotschock, der zwingend eine massive Nachfragedämpfung erfordert. Nur dann könne die Inflation unter Kontrolle bleiben. Dazu passt auch der erste Teil ihrer Rede. Darin ging es um die längerfristigen Folgen des aktuellen Energiepreisschocks, die sie für schwerwiegender hält als die Auswirkungen früherer Schocks. Es bestehen kaum Zweifel daran, dass das nicht nur ihre persönliche Meinung, sondern auch die Position der EZB ist. Die Notenbankchefin äußerte starke Zweifel daran, dass die drohende Rezession – übrigens noch immer nicht ihr Basisszenario – die Inflation massiv eindämmen könnte. Schließlich ginge der Preisanstieg von der Angebotsseite aus. Zu guter Letzt warnte sie auch die Regierungen davor, mit einer zu starken Lockerung der Fiskalpolitik auf die Energiekrise zu reagieren. Das würde die Inflation weiter anheizen.

Durch die starken Zinserhöhungen entsteht der Eindruck eines Wettrennens zwischen den Notenbanken. Am Ende straffen sie die Geldpolitik vielleicht zu stark, weil jede einzelne Notenbank die Auswirkungen der anderen auf die Weltkonjunktur nicht ausreichend berücksichtigt. Nicht Ignoranz gegenüber der Geldpolitik der anderen ist dafür der Grund, sondern die Befürchtung, dass zu große Zinsdifferenzen der eigenen Währung schaden und einen Inflationsimport bewirken.

Oberwasser für den US-Dollar

Es liegt nahe, die Entwicklung der Währungsmärkte für ein Abbild der länderspezifischen Konjunkturerwartungen zu halten. Demzufolge trauen die Investoren der US-Wirtschaft zurzeit am meisten zu. Gegenüber dem Euro, dem Yen und dem Pfund notiert der US-Dollar auf einem Mehrjahreshoch. Unsere Ursachenanalyse spricht dafür, dass sich daran in absehbarer Zeit nichts ändert.

Unterschiedlich große politische Unsicherheit

Alle großen Volkswirtschaften leiden unter politischer Unsicherheit. Die Investoren sind sich noch immer nicht sicher, wann die Inflation besiegt ist und ob die Politik etwas gegen die andauernde Energiekrise und die Rezessionsrisiken ausrichten kann. In den letzten Wochen begann an den Märkten aber eine neue Phase. Man akzeptiert jetzt, dass die weltweiten Angebotschocks in den letzten drei Jahren eine Nachfragedämpfung erfordern. Die Geldpolitik muss also stärker gestrafft werden als bislang erwartet, und das Wachstum muss sinken. Solange das nicht geschehen ist, drohen Anleihen, Credits und Aktien Verluste. Wir warnen schon länger davor, dass die derzeitige Lage Anleihen und Aktien gleichermaßen schadet. Zwar scheinen manche Märkte im Langfristvergleich wieder günstiger bewertet, doch sorgen die aktuellen Entwicklungen für steigende Zinsen und niedrigere Gewinnerwartungen. Das bleibt nicht ohne Folgen für die Kurse.

Auch die USA sind gegen all das nicht immun. Die Fed hat ihre Geldpolitik noch einmal verschärft, um die Kerninflation zu dämpfen. Der Dollar wertete zwar auf, aber US-Aktien gaben nach. Grundsätzlich profitiert der US-Dollar von einer nachlassenden Risikobereitschaft. Auch die im Vergleich zu anderen Ländern bessere Konjunktur in den USA sowie die geringere Abhängigkeit von Energieimporten kommen ihm zugute. Es ist zwar nicht leicht zu messen, doch wie es scheint, haben die Märkte mehr Vertrauen in die Fed als in andere Notenbanken. Auch der starke US-Arbeitsmarkt und die soliden Unternehmens- und Haushaltsfinanzen machen den Dollar stark.

Ganz anders sieht es im Euroraum aus, in Großbritannien und in gewisser Weise auch in Japan. Europas Konjunktur reagiert stark auf die Energiemärkte und auf die Ergebnisse der Bemühungen um Unabhängigkeit von russischem Gas. Produktionsausfälle und Engpässe bei Konsumgütern sind in diesem Winter keineswegs auszuschließen – auch wenn manche Beobachter davon ausgehen, dass die Ukraine am Ende gewinnt. Die Daten lassen keinen Zweifel daran, wie stark die europäische Konjunktur in den letzten Wochen nachgelassen hat. Zugleich wird der EZB-Rat zurzeit von den Falken dominiert. Nachdem die Geldpolitik zu lange zu expansiv war, droht jetzt eine Übertreibung in die entgegengesetzte Richtung. An den Märkten rechnet man mit einem Leitzins von 3%, aber

die Konjunkturrisiken schaden dem Euro. Gerade erst ist er erstmals seit der Einführungsphase vor über 20 Jahren wieder unter die Parität gefallen. Gibt der Euro weiter nach, steigen die Inflationserwartungen erneut. Wenn die EZB das in ihren Bemühungen um Preisstabilität stärker berücksichtigt, droht ein Teufelskreis.

Pfundkrise wegen riskanter Fiskalpolitik

Noch schlechter scheint der Ausblick für das britische Pfund, obwohl es gegenüber dem US-Dollar schon jetzt auf ein Rekordtief gefallen ist. Nach den jüngsten Ankündigungen des neuen Finanzministers fürchtet man schwächere Staatsfinanzen, eine schlechtere Leistungsbilanz und eine ungleichere Einkommensverteilung im Land. Wegen des massiven Fiskalimpulses der geplanten Steuererhöhungen könnte sich die Bank of England zu stärkeren Zinserhöhungen gezwungen sehen. Die politische Unsicherheit belastet das Pfund ebenfalls. Die finanzpolitischen Pläne scheinen sehr radikal. Sie könnten den Wahlchancen der Konservativen schaden – und damit dem Ansehen der Premierministerin in ihrer eigenen Partei. Eine klassische Inflations- und Pfundkrise bleibt meist nicht ohne Folgen für die Binnennachfrage, weil höhere Zinsen dem Immobilienmarkt und damit letztlich dem Konsum schaden. Seit Jahresbeginn haben britische Haushaltswaren- und Bauaktien über 40% verloren. Das ist viel – und es könnte noch schlimmer kommen.

Die Währungsmärkte neigen zu Übertreibungen. Vielleicht wird es noch eine Zeit lang so weitergehen, bevor der US-Dollar wieder nachgibt und sich die Stimmung für das Pfund und den Euro erneut bessert. Gerade erst hat die japanische Notenbank an den Währungsmärkten interveniert, um den Yen nach den Zinserhöhungen in den USA und Europa zu stützen. Solange man in Japan aber nicht bereit ist, die Zinsen anzuheben oder höhere Anleiherenditen zu akzeptieren, dürfte die Währung schwach bleiben.

Die Folgen dieser Wechselkursänderungen für die Märkte sind nicht leicht abzuschätzen. Zurzeit sind die Anleger defensiv. Entscheidend bleibt die nachlassende Risikobereitschaft. Irgendwann wird es dann aber wieder auf die relativen Bewertungen ankommen. Britische wie europäische Aktien sind zurzeit deutlich günstiger als amerikanische, und aufgrund der Wechselkursänderungen gilt das erst recht. Viele britische Unternehmen mit Einnahmen in US-Dollar sind schon jetzt interessante Übernahmeziele. Wenn die Renditen europäischer Wertpapiere steigen und die Währungen nachgeben, dürften die Kapitalströme irgendwann wieder positiv werden.

Aber dazu müssen die Zinserhöhungen erst aufhören. Die Fed muss eine Zinspause andeuten, sobald es Anzeichen für eine nachlassende Inflation gibt. Dann könnte der US-Dollar etwas von seinem Glanz verlieren, zumal er in den letzten Wochen wirklich stark aufgewertet hat und das für ein hohes US-Engagement der Investoren spricht.

Unwahrscheinlich sind allerdings konzertierte weltweite Notenbankmaßnahmen, um den US-Dollar zu schwächen. Ein neues Plaza-Abkommen ist nicht in Sicht. Die großen weltpolitischen Themen bleiben Russland, die amerikanisch-chinesischen Beziehungen und der Klimawandel. Für eine koordinierte Wechselkurspolitik bleibt da kaum Zeit.

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

Unsere Sicht auf Assetklassen

Asset-Allokation

Wichtigste Assetklassen

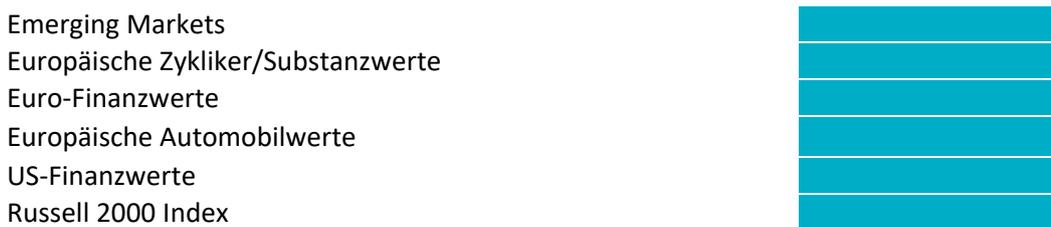


Aktien

Industrielländer



Emerging Markets und Sektoren



Anleihen

Staatsanleihen



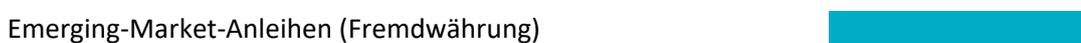
Inflationsindexierte Anleihen



Unternehmensanleihen



Emerging-Market-Anleihen



Legende Negativ Neutral Positiv Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 28. September 2022

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. September 2022

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. September 2022

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik		Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)				
		Aktuell	3. Quartal 2022	4. Quartal 2022	1. Quartal 2023	2. Quartal 2023
USA (Fed)	Datum		26.–27. Juli	1.–2. Nov.	31.–1. Jan./Feb.	2.–3. Mai
	Leitzins	1,50–1,75	20.–21. Sept.	13.–14. Dez.	21.–22. März	13.–14. Juni
			+1,5 (3,00–3,25)	+1,0 (4,00–4,25)	k.Ä. (4,00–4,25)	k.Ä. (4,00–4,25)
Euroraum (EZB)	Datum		21. Juli	27. Okt.	2. Feb.	4. Mai
	Leitzins	-0,50	8. Sept.	15. Dez.	16. März	15. Juni
			+1,5 (0,75)	+1,0 (1,75)	0,25 (2,00)	k.Ä. (2,00)
Japan (BoJ)	Datum		20.–21. Juli	27.–28. Okt.	Jan.	Mai
	Leitzins	-0,10	21.–22. Sept.	19.–20. Dez.	März	Juni
			k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum		4. Aug.	3. Nov.	Feb.	Mai
	Leitzins	1,00	15. Sept.	15. Dez.	März	Juni
			+1,00 (2,25)	+1,25 (3,50)	+0,5 (4,00)	k.Ä. (2,50)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 27. September 2022

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.



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 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