

# 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



## Die Themen des Sommers

### Im Überblick

- Die so lange stabile US-Konjunktur, die weltweit großen Anteil an der Straffung der Geldpolitik hatte, zeigt erste Risse.
- Wir stellen Ihnen unseren revidierten Halbjahresausblick vor. Basisszenario ist ein mäßiger, aber doch schmerzhafter Abschwung.
- Damit sich die Märkte erholen, dürfen die Renditen nicht weiter steigen.
- Größte Herausforderung für Aktien bleibt ein schwächeres Wachstum.
- Die Bewertungen werden durchweg attraktiver.

### Unsere Konjunkturszenarien zur Jahresmitte

Die beeindruckend stabile US-Wirtschaft war ein wesentlicher Grund dafür, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation straffen wollen. Wenn die üblichen automatischen Stabilisatoren – wie ein schwächerer Konsum bei steigenden Verbraucherpreisen – nicht funktionieren, müssen Fed und Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen erst recht frühzeitig anheben. Doch ausgerechnet jetzt, wo die Notenbanken genau das ankündigen, gibt es erste Anzeichen für einen Abschwung. Die unerwartet schwachen Juni-Einkaufsmanagerindizes (PMIs) in den USA und im Euroraum sowie die niedrigeren Inflationserwartungen in der aktualisierten Juni-Verbraucherbefragung der University of Michigan sorgten für einen – seltenen – Rückgang der Leitzinserwartungen. Neuer angebotsseitiger Inflationsdruck durch steigende Fertigwarenpreise könnte uns ebenfalls erspart bleiben, solange China keine weiteren Coronaausbrüche meldet. Nicht zuletzt ist auch Öl wieder etwas billiger geworden.

Das also ist der Rahmen für unsere Prognosen zur Jahresmitte. In unserem Basisszenario gehen wir von einem mäßigen, aber durchaus schmerzhaften Abschwung aus. Mit 60% Wahrscheinlichkeit rechnen wir 2023 in den USA wie im Euroraum mit weniger Wachstum als die beiden Notenbanken (1,2% ggü. 1,7% z.Vj. in den USA, 0,7% ggü. 2,1% z.Vj. im Euroraum, jeweils im 4. Quartal). Dabei berücksichtigen wir, dass nicht nur die Leitzinsen erhöht werden, sondern auch die Marktentwicklung für

straffere Finanzbedingungen sorgt und die automatischen Stabilisatoren wirken – die inflationsbedingt niedrigeren Realeinkommen dämpfen die Nachfrage. Unsere Prognosen für 2023 passen zu der Annahme, dass das BIP zu Jahresbeginn schrumpft oder zumindest nicht steigt. Die Kerninflation kann dann zurückgehen, ohne dass die Notenbanken die Geldpolitik so stark straffen müssen wie zuletzt angekündigt. Die Fed würde sich dann mit einem Leitzins von 3,25% begnügen. Das läge unter dem aktuellen Dot Plot, der 3,4% für Ende 2022 und 3,8% für Ende 2023 in Aussicht stellt. Die EZB könnte ihren Einlagensatz am unteren Rand der

neutralen Spanne belassen, also bei etwa 1%. Die US-Zehnjahresrendite könnte Ende 2022 dann 3,15% betragen, die deutsche Zehnjahresrendite 1,5%.

Denkbar, wenn auch deutlich unwahrscheinlicher, sind aber auch zwei andere Entwicklungen: Da ist zunächst eine Art Extremversion des Basisszenarios. Nicht auszuschließen ist, dass die automatischen Stabilisatoren, die strafferen Finanzbedingungen am Markt und die restriktivere Geldpolitik die Nachfrage plötzlich einbrechen lassen – und das BIP 2023 insgesamt nicht wächst. Angesichts der Basiseffekte würde das einen drastischeren Rückgang zum Jahreswechsel voraussetzen. In den USA würden die Langfristrenditen dann Ende 2022 unter 3% fallen; die Zinsstrukturkurve würde also vollständig invers. Die Bundesanleiherenditen fielen unter 1%. Die Kerninflation würde dann schneller zurückgehen, als die Notenbanken zurzeit erwarten. Es käme zu einer zwar schmerzhaften, aber auch recht kurzen Korrektur.

Das zweite Alternativszenario ist das einer überaus hartnäckigen Inflation. Wir halten es für unwahrscheinlicher als das erste. Die Geldpolitik müsste dann noch stärker gestrafft werden; die Federal Funds Rate würde über die Medianprognose der Fed hinaus angehoben, also auf mehr als 4% im Jahr 2023. Im Euroraum würde eine neutrale Geldpolitik dann nicht mehr ausreichen; sie müsste mit einem Leitzins von mehr als 2% restriktiv werden und würde eine heftige Rezession auslösen. Das Euroraum-BIP würde 2023 im Schnitt um 1% bis 2% schrumpfen; die Langfristrenditen könnten deutlich zulegen. Die Inflationserwartungen würden aus dem Ruder laufen, sodass die Zinsstrukturkurve zunächst sehr steil würde. Am Ende würden die Notenbanken aber ihre Glaubwürdigkeit zurückgewinnen, und die Zinsstrukturkurve würde invers. Wir bekämen es mit einem sehr schmerzhaften und langen Abschwung zu tun, der äußerst schlecht für risikobehaftete Wertpapiere wäre.

Die Gründe für eine solche Entwicklung wären auf beiden Seiten des Atlantiks vermutlich sehr verschieden. In den USA wäre der wahrscheinlichste Auslöser eine Überhitzung des Arbeitsmarktes mit einem massiven Lohnanstieg. Die Kerninflation würde drastisch zulegen, sodass die Fed nicht viel nachdenken muss: Trotz aller Konsequenzen muss sie einfach nur die Zinsen anheben. Im Euroraum dürften eher große exogene Schocks die Auslöser sein, vor allem ein weiterer Gaspreisanstieg. Das brächte die EZB in eine schwierige Lage.

Im Euroraum würden sich Kern- und Gesamtinflation dann langfristig auseinanderentwickeln. Vermutlich würde sich die EZB am Ende doch zu stärkeren Zinserhöhungen entschließen, damit die Inflationserwartungen nicht weiter steigen. Die Folge wären aber erhebliche Spannungen in der Währungsunion. Die Regierungen sähen sich zunehmend unter Druck, den Konjunkturschock mit Finanzhilfen abzufedern. Sie würden dann wiederum die EZB drängen, weiterhin Staatsanleihen zu kaufen. Das schwächere Wachstum und die schwächeren Staatsfinanzen dürften auch den Investoren nicht entgehen. Mehr denn je könnte die EZB dann gezwungen sein, sich mit ihrem neuen Instrumentarium gegen eine Zersplitterung des Euroraums zu stemmen. Viele Regierungen könnten die – ohnehin nicht sehr strengen – Auflagen für Hilfen kaum erfüllen.

## Anleihen: Etwas Licht am Ende des Tunnels

Unser Basisszenario – in dem das US-Wirtschaftswachstum so stark nachlässt, dass die Federal Funds Rate nur wenig über 3,0% steigen muss – ist gut für Anleihen. Die langfristigen Anleiherenditen wären dann schon jetzt hoch genug, sodass sie sich stabilisieren könnten. Investoren wären dann wieder mehr an länger laufenden Titeln interessiert und würden nach dem schlimmsten Anleihemarkteinbruch seit Jahrzehnten allmählich wieder etwas verdienen. Vielleicht liegt das Ertragsminimum bereits hinter uns. Anleihen sind extrem billig geworden. Deshalb, und weil ihre Kurse langfristig stets zu pari zurückkehren, sind in nächster Zeit Gewinne zu erwarten. Nach dem kräftigen Renditeanstieg kann man sich mit Anleihen auch wieder vor Aktienmarktvolatilität schützen – ein weiteres Argument für die Assetklasse.

Bei Credits ist es etwas komplizierter. Die Spreads sind auf ein Niveau gestiegen, bei dem früher stets Mehrerträge gegenüber Staatsanleihen möglich waren. Durch den starken Renditeanstieg ist außerdem mit attraktiven Absoluterträgen zu rechnen. Amerikanische Investmentgrade-Anleihen bieten jetzt 5% Rendite, europäische 3%. Die niedrigere Zinsvolatilität und die niedrigeren Durchschnittskurse werden Credits in Zukunft interessanter machen. Allerdings befinden sich die Spreads noch nicht auf einem Allzeithoch. In Abschwüngen und bei Marktturbulenzen war der Zinsvorsprung von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen oft höher. Keineswegs soll das aber heißen, das wir mit ähnlich hohen Spreads wie in der internationalen Finanzkrise rechnen. Dennoch könnten die Spreads noch weiter steigen, wenn sich Konjunkturdaten und Marktliquidität im Sommer massiv verschlechtern.

Mittelfristig schätzen wir Anleihen hingegen positiver ein. Bei High Yield rechnen wir zwar mit etwas höheren Ausfallquoten, doch scheinen sie im Vergleich zu früher noch immer niedrig. Weil die Coupons aber deutlich über den Marktrenditen liegen, muss man Refinanzierungsrisiken genau im Blick behalten. Unseres Wissens stehen aber in nächster Zeit nicht sehr viele Refinanzierungen an. Vermutlich werden die Unternehmen eher Liquiditätspolster aufbauen, um einen höheren Zinsdeckungsgrad zu erreichen, da sie jetzt mit weniger Umsatzwachstum und niedrigeren Gewinnmargen rechnen.

Bei höheren Anleiherenditen wird der laufende Ertrag zu einer deutlich wichtigeren Ertragskomponente. Die Notenbankinterventionen in den letzten Jahren haben die Renditen fallen und die Anleihekurse steigen lassen, sodass man vor allem an der Kursentwicklung verdient hat. Aber das ist jetzt vorbei. Außer bei einem recht kurzen Anlagehorizont sind die Coupons jetzt meist die wichtigste Ertragskomponente. Höhere Renditen bedeuten höhere laufende Erträge.

Schwierig bleibt aber zweifellos die Konjunkturlage. Wenn die Zinsvolatilität nachlässt und sich die Anleiherenditen stabilisieren, ist das auch für Aktien gut. Schon jetzt sind die erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse stark gefallen. Anders als in der Coronazeit sorgen jetzt keine Liquiditätsspritzen mehr für hohe Gewinne am Aktienmarkt. Im Gegenteil: In manchen Sektoren wirkt die Liquiditätsentwicklung schon jetzt negativ. Wo die Bewertungen extrem gestiegen waren – im Technologiesektor oder generell bei Wachstumswerten –, gingen sie zuletzt wieder deutlich zurück.

Aktien haben unter den steigenden Zinsen, vor allem unter den höheren Realzinsen, gelitten. Wenn sich die Zinsen jetzt stabilisieren, kann das für Aktien daher nur gut sein. Die Kursentwicklung wird dann vor allem von den Unternehmensgewinnen abhängen. Im Rahmen der Erstquartalsberichte wurden die Gewinnprognosen oft gesenkt. Konsens bleibt aber, dass die Gewinne je Aktie nächstes Jahr sowohl in den USA als auch in Europa um fast 10% steigen, was angesichts der Konjunkturrisiken optimistisch sein könnte. Sollten die Unternehmensgewinne im 2. Quartal enttäuschen und nicht nur im Konsumsektor nachlassen, für den dies ohnehin erwartet wird, drohen im Sommer schwache Aktienmärkte.

Viele Aktienindizes befinden sich nach dem starken Einbruch in diesem Jahr aber bereits in der Baisse, sodass die Bewertungen attraktiver geworden sind. Anders als bei Anleihen scheinen bei Aktien europäische und asiatische Titel deutlich attraktiver als amerikanische. In Europa drohen allerdings weitere Risiken – durch steigende Energiepreise und eine mögliche Zersplitterung des Euroraums, wenn die EZB die Zinsen erhöht. Obwohl US-Titel generell höher bewertet sind, könnten sie sich dann schneller erholen – etwa, wenn die Fed ihre Zinserhöhungen noch dieses Jahr beendet und der Wirtschaft ein massiver Abschwung erspart bleibt.

Bei einem derart unsicheren konjunkturellen und politischen Umfeld fällt es schwer, für die Märkte optimistisch zu sein. Nach wie vor gibt es klare Risiken, zumal der Krieg in der Ukraine weiter eskalieren könnte. Wenn wir uns aber weiter an der Konjunktur orientieren und bedenken, dass die Weltwirtschaft nach der Pandemie noch immer ein neues Gleichgewicht sucht, gibt es durchaus Licht am Ende des Tunnels. Die Notenbanken, mit der Fed an der Spitze, werden aktiv. Die Inflation dürfte darauf reagieren, sodass dann auch maßvollere Zinserhöhungen möglich scheinen. Nachdem die Anleihekurse seit Jahresbeginn so stark eingebrochen sind, sollte man nach vorn blicken. Auch wenn Renditen und Zinsen langfristig höher sein werden als zu dem Zeitpunkt, als die Notenbanken umschwenkten, könnten sich Anleihen erholen. Das wäre die Voraussetzung für eine bessere Entwicklung von Credits und Aktien. Irgendwann wird es so weit sein – aber erst einmal bleibt es unruhig.

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

## Unsere Sicht auf Assetklassen

### Asset-Allokation

#### Wichtigste Assetklassen

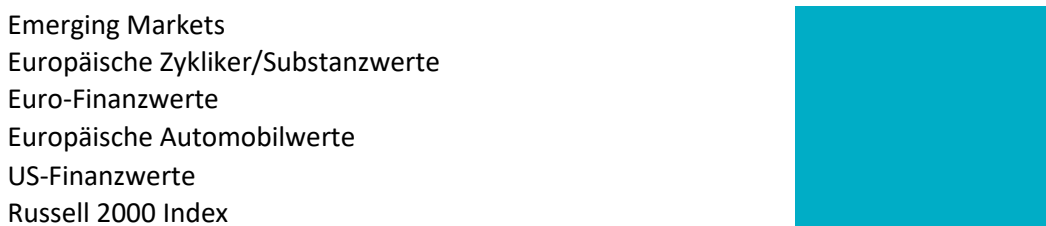


### Aktien

#### Industrielländer



#### Emerging Markets und Sektoren



### Anleihen

#### Staatsanleihen



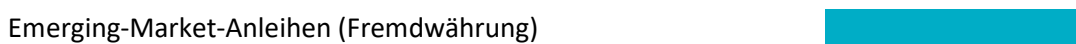
#### Inflationsindexierte Anleihen



#### Unternehmensanleihen



#### Emerging-Market-Anleihen



Legende Negativ Neutral Positiv Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

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

## Konjunkturprognosen im Überblick

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

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

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 24. Juni 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 20.–21. Sep.	1.–2. Nov. 13.–14. Dez.	31.–1. Jan./Feb. 21.–22. März	2.–3. Mai 13.–14. Juni
	Leitzins	1,50–1,75	+1,00 (2,50–2,75)	+0,5 (3,00–3,25)	k.Ä. (3,00–3,25)	k.Ä. (3,00–3,25)
Euroraum (EZB)	Datum		21. Juli 8. Sep.	27. Okt. 15. Dez.	2. Feb. 16. März	4. Mai 15. Juni
	Leitzins	-0,50	+0,75 (0,25)	+0,75 (1,00)	k.Ä. (1,00)	k.Ä. (1,00)
Japan (BoJ)	Datum		20.–21. Juli 21.–22. Sep.	27.–28. Okt. 19.–20. Dez.	Jan. März	Mai Juni
	Leitzins	-0,10	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum		4. Aug. 15. Sep.	3. Nov. 15. Dez.	Feb. März	Mai Juni
	Leitzins	1,00	+0,50 (1,75)	+0,25 (2,00)	k.Ä. (2,00)	k.Ä. (2,00)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 24. Juni 2022

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 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