

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 guter Anfang, aber die Notenbanken bleiben auf der Hut

Im Überblick

- Weil Katastrophen ausblieben, sind die Wachstumserwartungen zu Jahresbeginn gestiegen.
- Wegen der stabilen Konjunktur könnte es den Notenbanken immer schwerer fallen, die Inflation zum Zielwert zurückzuführen.
- Die Marktstimmung hat sich verbessert.
- Für Anleihen sind wir optimistisch.
- Bei Unternehmensgewinnen brauchen wir mehr Klarheit.

Stabile Konjunktur, frustrierte Notenbanken?

Katastrophen sind ausgeblieben – vor allem in Europa, wo die Energieversorgung jetzt doch nicht zusammengebrochen ist. Zusammen mit dem Ende der Lockdowns in China lässt das Anfang 2023 auf eine stärkere Weltkonjunktur hoffen. Die Marktstimmung hat sich verbessert, und die Konjunkturdaten bleiben stabil. Zuverlässige Frühindikatoren wie der GDPNow Index der Atlanta Fed lassen vermuten, dass die US-Wirtschaft im 4. Quartal 2022 ordentlich gewachsen ist, annualisiert um 3,5%. Mit 2,6% sind wir zwar nicht ganz so optimistisch, rechnen aber ebenfalls mit einem klaren Plus. Allerdings könnte gerade das am Ende zum Problem werden. Die Notenbanken könnten versucht sein, die Geldpolitik noch stärker zu straffen, damit die Binnennachfrage endlich fällt und sich die Inflation wieder ihrem Zielwert nähert.

Natürlich ist die Teuerung jetzt niedriger, und das nicht nur wegen der Energiepreise. In den USA ist die Kernrate jetzt zwei Monate in Folge gefallen, und ohne Mieten – die erst spät auf die Konjunktur reagieren – wäre in den letzten drei Monaten sogar der Preisindex selbst zurückgegangen. Allerdings hat diese erfreuliche Entwicklung noch immer viel mit der Normalisierung auf der Angebotsseite zu tun, etwa mit den fallenden Gebrauchtwagenpreisen. Zwar hat sich der Arbeitsmarkt etwas beruhigt, doch werden weiterhin sehr viel mehr neue Stellen geschaffen als vor der Pandemie. Auch die Löhne legen kräftig zu. Zuletzt sind selbst die Reallöhne wieder gestiegen, sodass die erhoffte Korrektur des Konsums noch weiter entfernt sein könnte. Die Abkühlung des US-Arbeitsmarktes scheint noch ganz am Anfang zu stehen. Die geleisteten Arbeitsstunden gehen zwar zurück, aber die Mitarbeiterzahl steigt. Weil Bewerber noch immer knapp sind, stellen manche Firmen vielleicht „auf Vorrat“ ein. All das könnte die Fed zu einer noch strafferen Geldpolitik veranlassen. Öffentliche Äußerungen der Offenmarktausschussmitglieder ließen in letzter Zeit meist implizit oder explizit auf eine Zinserhöhung um nur 25 Basispunkte in der nächsten Sitzung schließen, was auch unserem Hauptszenario entspricht. Aber das ist nicht der entscheidende Punkt. Viel wichtiger ist, ob die Notenbank die Zinserhöhungen bald beendet, sodass die Federal Funds Rate nicht mehr auf die im letzten Dot Plot in

Aussicht gestellten 5% bis 5,25% steigt – und ob sie in der zweiten Jahreshälfte mit Zinssenkungen beginnt. Der Markt erwartet das noch immer.

Neben der stabilen US-Konjunktur muss die Fed aber auch die Marktentwicklung berücksichtigen. Seit seinem Höchststand Anfang November ist unser simpler „Finanzbedingungsindex“ zwar um 90 Basispunkte gefallen, aber die Finanzbedingungen sind noch immer restriktiv – vor allem wegen der nach wie vor hohen, wenn auch fallenden Hypothekenzinsen. Dennoch könnte die Fed den Kursrückgang an den Märkten für nicht ausreichend halten, um die Realwirtschaft zu dämpfen. Der Spread zehnjähriger BBB-Unternehmensanleihen gegenüber US-Staatsanleihen ist nach dem 12. Januar wieder unter 2% gefallen, was dem Durchschnitt des Jahres 2019 entspricht. Noch immer gehen wir davon aus, dass die Fed die Zinsen auf 5% anhebt und dann bis zum Jahresende unverändert lässt.

Auch in Europa sind die Investoren ungeduldig. Die Kurse reagierten stark auf eine Bloomberg-Studie, nach der die Europäische Zentralbank (EZB) Zweifel an der für März 2023 geplanten Zinserhöhung um 50 Basispunkte habe. Wir wüssten nicht, weshalb die EZB schon jetzt niedrigere Zinserhöhungen im März signalisieren sollte, zumal ihre bisherigen Äußerungen diese Möglichkeit ohnehin einschließen. Ratsmitglieder wie François Villeroy de Galhau, der nicht gerade als Falke gilt, haben die Bedeutung dieser Studie in Davos kleingeredet. Klaas Knot sprach sich sogar explizit für 50 Basispunkte aus.

Wir halten die EZB-Inflationsprognosen vom Dezember für eher hoch. Vielleicht kommt es schon im März zu einer leichten Korrektur, doch schließen wir eine Rückkehr zu Zinsschritten von nur 25 Basispunkten vor dem 2. Quartal aus. Wenn die EZB sagt, dass sie auf die Daten reagiert, meint sie damit wohl vor allem die Kerninflation. Als sie in den USA zu fallen begann, ist sie im Euroraum weiter gestiegen. Erst wenn es klare Anzeichen für einen Rückgang der Kerninflation gibt, wird sich der EZB-Rat mäßigen. Noch immer rechnen wir im 2. Quartal mit einer zwar fallenden, aber weiterhin hohen Kernrate von etwa 4,5%.

Bessere Anlegerstimmung

Der Gegensatz zwischen der dominierenden Marktstimmung im letzten Jahr und der Stimmung in den letzten Wochen könnte größer nicht sein. Die nachlassende Teuerung, das Ende der Coronarestriktionen in China und die Aussichten auf einen Infrastrukturboom in den USA lassen hoffen. Viele Märkte sind seit ihren Oktobertiefs stark gestiegen. Die Gewinne chinesischer Aktien und asiatischer High-Yield-Titel sowie die gute Performance von Emerging-Market-Anleihen insgesamt haben sicher viel mit dem Neustart der chinesischen Wirtschaft zu tun. Auch lang laufende Anleihen, die letztes Jahr so stark unter den höheren Inflations- und Leitzinserwartungen gelitten haben, erholten sich etwas.

Was fällt, kann wieder steigen – irgendwann

Am schwersten hatten es 2022 Assetklassen mit einer langen Duration. Bei lang laufenden Anleihen lag das vor allem an den steigenden Kurzfristzinsen und der inflationsbedingt strafferen Geldpolitik. Auf der Aktienseite gaben Wachstumswerte am stärksten nach, weil künftige Erträge wegen der höheren Anleiherenditen stärker abdiskontiert werden müssen. Nach den hohen Gewinnen während des Aufschwungs nach Corona sind die Kurse daher deutlich gefallen. Der technologielastige NASDAQ Composite, andere Growth-Indizes und Small Caps zählten letztes Jahr zu den schwächsten Aktienmarktsegmenten. Weniger zinsensitive Titel hielten sich besser: Variabel verzinsliche Anleihen und die meisten Substanzwerte büßten längst nicht so viel ein. Meist haben sie die Verluste des letzten Jahres schon wieder wettgemacht.

Viele nach dem schwachen Jahr 2022 noch immer niedrig bewertete Assetklassen stellen 2023 ordentliche Erträge in Aussicht. Wer aber ein Wertpapier nur kauft, weil es heute billiger ist als vor einem Jahr, könnte falsch liegen. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist das „Goldilocks“-Szenario, mit dem die Märkte zu rechnen scheinen, nicht sehr wahrscheinlich. Dazu müsste die Inflation dieses Jahr weiter fallen, sodass die Notenbanken die Zinserhöhungen beenden könnten. Vermutlich rechnen Optimisten gerade wegen der guten Konjunktur in den großen Volkswirtschaften damit, dass eine Rezession auch bei einer noch strafferen Geldpolitik ausbleibt. Wenn dann noch ein Sonderfaktor wie ein Ende der chinesischen Coronarestriktionen hinzukommt, entsteht ein sehr positives Bild, zumindest im Vergleich zur dunklen Stimmung vor wenigen Monaten.

Flüchtiger Optimismus

Aber es kann auch schnell anders kommen. In den letzten Wochen waren die Inflationszahlen zwar ermutigend. Oft ist die Teuerung aber gerade in den ersten Wochen eines neuen Jahres unerwartet hoch. Der plötzliche Wintereinbruch in Europa und die

höhere chinesische Energienachfrage könnten die Preise wieder stärker steigen lassen. Hinzu kommen Streiks und höhere Lohnforderungen in vielen Ländern Europas, und in den USA ist das Personal noch immer knapp. Die Notenbanken bleiben unterdessen dabei, dass die Geldpolitik wegen der Inflationsrisiken weiterhin restriktiv sein muss. Wenn aber die Zinsen stärker steigen oder länger hoch bleiben als am Markt erwartet, wäre der Konjunkturausblick plötzlich gar nicht mehr so rosig.

Für Aktien wäre das schwieriger als für Anleihen. Wenn die Weltwirtschaft schwächer wächst, wäre das für die Unternehmensgewinne wohl die schlechteste Nachricht seit Langem. Wenn die Gewinnerwartungen weiter fallen, scheinen viele Titel teuer. Viele Marktsegmente dürften dann die Vorjahresverluste 2023 nicht vollständig aufholen, vor allem hochkapitalisierte US-Technologiewerte. Die meisten Sektoren sind heute höher bewertet als im langfristigen Durchschnitt, und die Gewinnerwartungen liegen oft deutlich darüber. Die Ausnahme ist der günstig bewertete Gesundheitssektor. Hier scheinen positive Gewinnüberraschungen möglich, gerade bei Biotechnologiewerten.

Auch lang laufende Anleihen werden noch Zeit brauchen, um die Verluste des Vorjahres wettzumachen. Verdienen wird man vor allem mit den Coupons. Starke Kursgewinne sind unwahrscheinlich, da die Anleiherenditen kaum wieder auf die Tiefs von 2020 zurückgehen werden. Die Renditen sind dieses Jahr zwar gefallen, doch rechnen wir passend zu unseren geldpolitischen Erwartungen kaum mit einem weiteren deutlichen Rückgang. Für die weltweite Benchmark, die US-Zehnjahresrendite, halten wir wegen der Erwartungen für die Federal Funds Rate und das nominale US-Wirtschaftswachstum 3,5% bis 4,0% für fair.

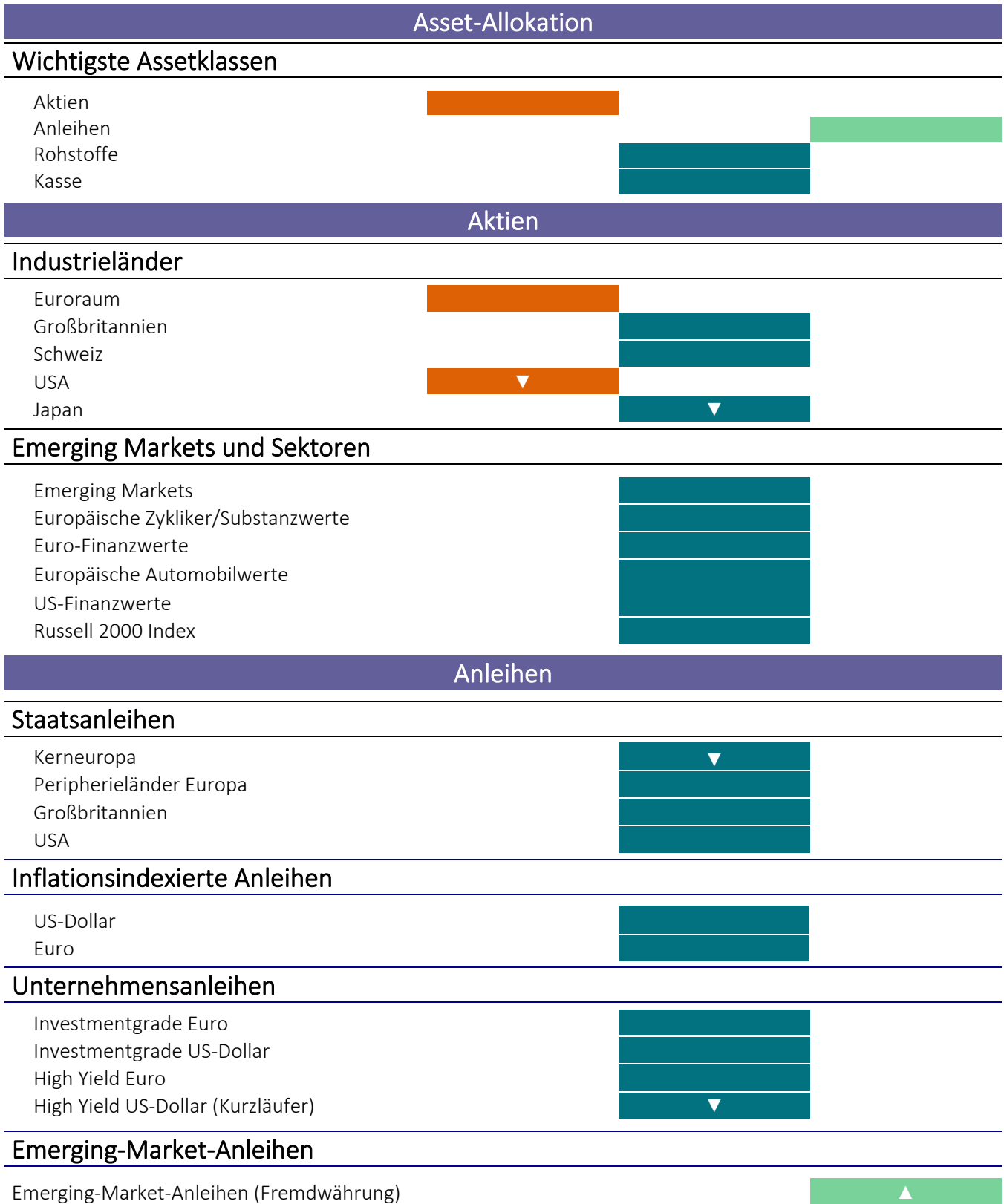
Einstweilen bevorzugen wir bei Credits weiterhin Kurzläufer, ob Investmentgrade oder High Yield. Hier sind die Coupons höher, und in den meisten wichtigen Ländern stehen die Unternehmen recht gut da. Seit Jahresbeginn kamen viele Neuemissionen an den Markt. Das zeigt, dass die Unternehmen mit den höheren Kreditkosten leben können, ohne dass sich Zinsdeckungsgrad und Fremdkapitalquote verschlechtern. In Europa sind die Spreads weiter als in den USA, sodass US-Investoren auch unter Berücksichtigung der Absicherungskosten europäische Titel bevorzugen. Allen großen Unternehmensanleihenmärkten ist aber gemein, dass sie deutlich höhere Renditen als Staatsanleihen versprechen und die Zinsstrukturkurven hier nicht so invers sind.

Optimistisch sind wir auch für Emerging-Market-Anleihen, mit denen man in den letzten Wochen sehr viel verdient hat. Wie an allen Credit-Märkten sind die Ertragsersparungen im Verhältnis zum Kreditrisiko auch hier so hoch wie seit Jahren nicht mehr. Die fallenden US-Renditen, der schwächere Dollar und die nachlassende Inflation in vielen Emerging Markets sind gute Nachrichten. Der Neustart Chinas war gut für das Geschäftsklima, vor allem in Asien. Seit den Tiefstständen 2022 hat man mit dollardenominierten asiatischen Unternehmensanleihen schon zweistellig verdient.

Die Zinsvolatilität ist wieder gefallen. Wenn sie wegen der nachlassenden Leitzinserwartungen noch weiter zurückgeht, wäre das für Anleiheninvestoren gut. Noch immer sind Anleihen deutlich billiger als vor einem Jahr, und Neuemissionen kommen mit attraktiven Coupons an den Markt. Das spricht für eine höhere Anleihenquote in Multi-Asset-Portfolios, dürfte aber auch dem Aktienmarkt zugutekommen. Hier sind allerdings die Unternehmensgewinne entscheidend. Zwar stehen noch viele Gewinnmeldungen aus, doch rechnen wir insgesamt mit Aktienkursen über den Tiefs von 2022. Für neue Höchststände dürfte es aber nicht reichen.

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

Unsere Sicht auf Assetklassen



Legende

Negativ
Neutral
Positiv

Letzte Änderung

▲ Anhebung
▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 25. Januar 2023

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Januar 2023

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Januar 2023

* 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 2023	2. Quartal 2023	3. Quartal 2023	4. Quartal 2023
USA (Fed)	Datum	4,50	31.–1. Jan./Feb. 21.–22. März	2.–3. Mai 13.–14. Juni	25.–26. Juli 19.–20. Sep.	31.–1. Okt./Nov. 12.–13. Dez.
	Leitzins		+0,5 (4,75–5,00)	k.Ä. (5,00)	k.Ä. (5,00)	k.Ä. (5,00)
Euroraum (EZB)	Datum	2,00	2. Feb. 16. März	4. Mai 15. Juni	27. Juli 14. Sep.	26. Okt. 14. Dez.
	Leitzins		+1,0 (3,00)	+0,25 (3,25)	k.Ä. (3,25)	k.Ä. (3,25)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	9.–10. März	27.–28. April 15.–16. Juni	27.–28. Juli 21.–22. Sep.	30.–31. Okt. 18.–19. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	3,50	2. Feb. 23. März	11. Mai 22. Juni	3. Aug. 21. Sep.	2. Nov. 14. Dez.
	Leitzins		+0,75 (4,25)	k.Ä. (4,25)	k.Ä. (4,25)	-0,25 (4,00)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. Januar 2023

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