

# 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



## Der Gipfel ist in Sicht ... aber es werden zwei

### Im Überblick

- Die Notenbanken überlegen, ob ihre bisherigen Zinserhöhungen zur Wiederherstellung der Preisstabilität ausreichen.
- Fed und EZB scheinen auf unterschiedlichen Pfaden zu wandeln. In den USA scheint das Zinsmaximum erreicht, im Euroraum wohl noch nicht.
- Die Unterschiede lassen sich größtenteils mit der Inflation erklären. In den USA spricht immer mehr für eine niedrigere Kernrate und einen geringeren Lohnanstieg. Im Euroraum liegt die Kerninflation aber nur knapp unter ihrem Maximum, und die Löhne steigen weiter stark.
- Ein Jahr lang hatten Energie- und Ölwerte vorn gelegen. Jetzt setzen sich Technologieaktien wieder an die Spitze.
- Künstliche Intelligenz sorgt für neue Anlagemöglichkeiten.

### Die EZB macht allein weiter

Die Notenbanken waren ein wenig unzufrieden, weil die Wirtschaft so gar nicht auf die straffere Geldpolitik reagieren wollte. Doch das scheint sich jetzt zu ändern. In den USA und im Euroraum deuten die jüngsten Bankenumfragen auf erheblich straffere Kreditbedingungen hin – und das schon vor der Krise der amerikanischen Regionalbanken und der Crédit Suisse. Noch viel interessanter könnte aber sein, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen drastisch zurückgegangen ist. Offensichtlich treffen die höheren Zinsen jetzt nicht mehr nur die Banken. Die straffere Geldpolitik ist in der Realwirtschaft angekommen.

Aber wird das die Inflation genug dämpfen, damit man sich nicht an den höheren Preisauftrieb gewöhnt? Federal Reserve (Fed) und Europäische Zentralbank (EZB) scheinen das unterschiedlich zu sehen.

Die Fed deutete nach ihrer Zinserhöhung um 25 Basispunkte im Mai eine Pause an. Die EZB erhöhte ebenfalls um 25 Basispunkte, signalisierte aber weitere Zinsschritte und nannte die Geldpolitik „noch nicht restriktiv genug“.

In gewisser Weise passt dieser Unterschied zu den Daten. In den USA mehren sich die Anzeichen für eine nachlassende Teuerung, über die rein mechanischen Auswirkungen fallender Energiepreise hinaus. Vor allem die so wichtigen „Dienstleistungspreise ohne Mieten“ steigen jetzt sehr viel langsamer. Auch die Kern-Produzentenpreise entwickeln sich in die richtige Richtung. Im

Euroraum ist die Inflation (ggü. dem Vorjahr) im April zwar um 10 Basispunkte gefallen, doch scheint der Rückgang wenig belastbar. Er dürfte vor allem kleineren Gütergruppen mit Sondereffekten zu verdanken sein, etwa Pauschalreisen in Deutschland. Vielleicht noch wichtiger ist, dass sich der Lohnanstieg in den USA trotz Arbeitskräftemangel nicht beschleunigt, während sich die EZB auf Lohndruck in einzelnen Ländern vorbereitet, etwa in Deutschland. Die Tarifverhandlungen sprechen dieses Jahr und Anfang 2024 für einen deutlichen Lohnanstieg. Eine Rolle spielen auch die Machtverhältnisse im EZB-Rat. Ausgerechnet in den Ländern der alten D-Mark-Zone mit ihrer traditionell straffen Geldpolitik – Belgien, Niederlande, Österreich – ist die Inflation besonders hoch.

Die unterschiedlichen Daten sind aber nicht alles. Wir glauben außerdem, dass die Fed weit in die Zukunft schaut. Sie rechnet damit, dass die verzögerten Wirkungen der Straffung die Inflation letztlich eindämmen, ohne dass weitere Zinserhöhungen nötig sind. Die EZB orientiert sich sehr viel mehr an den aktuellen Daten. Ohne einen nachhaltigen Rückgang der Kernteuerung wird sie die Zinserhöhungen kaum verlangsamen oder gar beenden.

Natürlich sollten wir die Unterschiede zwischen Fed und EZB nicht zu hoch hängen. Auch die Fed bleibt bei ihrer scharfen Rhetorik und lässt keinen Zweifel daran, dass sie eher auf eine weitere Straffung setzt. Im Euroraum halten wir es aber für sehr viel wahrscheinlicher, dass auf einen weiteren Zinsschritt von 25 Basispunkten im Juli und eine anschließende Pause im September wieder Erhöhungen folgen. Für den Sommer erwarten wir nämlich nur einen leichten Rückgang der Kerninflation, was dem EZB-Rat kaum gefallen dürfte. Wenn es so kommt, wären die Leitzinsen im Euroraum sechs Monate lang fast kontinuierlich angehoben worden, und das bei einer unveränderten Federal Funds Rate in den USA.

Interessant finden wir aber, dass der Euro nicht mehr weiter aufwertet – obwohl man am Markt mit einer noch unterschiedlicheren Geldpolitik rechnet und in den USA für die zweite Jahreshälfte sogar Zinssenkungen erwartet. Vielleicht hat die Wechselkursentwicklung damit zu tun, dass eine Rezession in den USA auch am Euroraum nicht spurlos vorbeiging, was auch immer die EZB tut. Die Folge wäre die übliche Flucht in die Qualität, von der der US-Dollar schon immer profitiert hat. Daran ändert auch der derzeitige Streit um die Schuldenobergrenze nichts.

## **Technologie: Boom, aber keine Blase**

Am US-Aktienmarkt lagen dieses Jahr bislang Technologiewerte vorn – ganz anders als 2022, als die Gewinne der Technologieunternehmen einbrachen und die Bewertungen deutlich fielen. Die Unternehmen entließen daraufhin Mitarbeiter, auch weil man bei einem Konjunkturabschwung eine geringere Technologienachfrage erwartete und die Endverbraucher nach dem Ende der Pandemie weniger nachfragten. Warum aber jetzt die Wende? Vielleicht, weil Technologieunternehmen flexibel sind. Sie können ihre Kosten schnell senken, indem sie Programmierer und Entwickler entlassen. Vielleicht muss auch ein Großteil der Anpassungslasten von Start-ups und kleineren Unternehmen getragen werden, zumal weniger Wagniskapital zur Verfügung steht und die Probleme im kalifornischen Bankensektor es nicht besser machen. Bei Mega Caps dreht sich aber alles um die Zukunft: Die Industriepolitik der Biden-Administration – der CHIPS ACT (Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors) und der Inflation Reduction Act – könnte die Technologieinvestitionen langfristig kräftig steigen lassen. Eine Rolle spielt auch ChatGPT. Der Chat Generative Pre-trained Transformer kann endlos viele neue KI-Anwendungen ermöglichen, nicht nur im Technologiesektor, sondern überall.

Sorgen macht bisweilen, dass der US-Aktienmarkt von nur wenigen großen Technologiewerten getragen wird. Tatsächlich lässt sich leicht zeigen, dass der Ertrag des S&P 500 Index in diesem Jahr zehn Aktien zu verdanken ist, die zusammen 25% der Marktkapitalisierung ausmachen. Aber auch in anderen Ländern lagen Technologiewerte vorn. Im EuroStoxx waren sie dieses Jahr der drittstärkste Sektor, nach Reisen und Freizeit sowie Luxusgütern. Beide Sektoren profitieren nach wie vor vom Nachholbedarf bei Reisen nach Corona und dem Neustart der chinesischen Wirtschaft.

## **Technologie verdrängt Energie von der Spitze**

Für die Weltwirtschaft ist es zweifellos gut, dass die 2022 so erfolgreichen Energiewerte von den für die Zukunft so viel wichtigeren Technologietiteln verdrängt wurden. In den USA lagen sowohl Energie- als auch Bankaktien hinter dem Markt. Viel spricht dafür, dass ein Großteil der Technologieinvestitionen der nächsten Jahre direkt oder indirekt mit der Energiewende zu tun hat, also dem Ausstieg aus fossilen Energien, und mit der weiteren Digitalisierung der Weltwirtschaft. Das wachsende Interesse an Elektrofahrzeugen, die Digitalisierung der Elektrizitätsnetze und die „Vergrünung“ der Städte lassen die Nachfrage steigen. Davon profitiert die gesamte Wertschöpfungskette einschließlich Hardware, Halbleiter und Cybersicherheit.

Geholfen hat aber auch der Rückgang der Langfristzinsen. Oft werden Technologieaktien als Titel mit einer langen Duration bezeichnet, da mit einem starken Gewinnwachstum gerechnet wird. Der Kapitalwert der künftigen Gewinne steigt, wenn die Anleihenrenditen und damit die Diskontfaktoren fallen. Im Energiesektor entstehen Gewinne hingegen vor allem im Hier und Jetzt. Die Energiepreise sind seit den Höchstständen nach dem russischen Angriff auf die Ukraine wieder kräftig gefallen, und laut Marktkonsens werden die Gewinne je Aktie des S&P-500-Energiesektors dieses und nächstes Jahr zurückgehen. Für den IT-Sektor wird hingegen zwei Jahre in Folge mit einem zweistelligen Anstieg gerechnet.

Kann das starke Wachstum des Technologiesektors auch weiterhin für eine gute Aktienmarktperformance sorgen? Wir erwarten in den kommenden Quartalen einen weiteren Konjunkturabschwung. Da die Inflation zunächst wohl nicht weiter fällt, dürfte der Renditerückgang, von dem Technologieaktien so stark profitiert haben, erst einmal vorbei sein. Hinzu kommen externe Risiken wie mögliche Regulierungsverschärfungen für Künstliche Intelligenz oder die Taiwan-Krise. Außerdem sind die Bewertungen wieder hoch. Der Technologiesektor des S&P 500 wird zum 30-Fachen der Gewinne gehandelt, der Gesamtmarkt nur zum 20-Fachen. Viel ist in den Kursen zwar schon berücksichtigt, doch würde eine schwächere Performance von Technologiewerten dem Index insgesamt deutlich schaden – zumal die Zeiten auch für Energie- und Bankwerte nicht einfach sind und die Unternehmensgewinne in nächster Zeit generell langsamer steigen könnten.

Wenn das BIP real und nominal nicht mehr so stark wächst, dürfte dies auch die Unternehmensumsätze belasten. Die Inflation hatte ihnen zuletzt geholfen. Vor allem Großunternehmen hatten ihre Kosten sehr gut im Griff, sodass die Gewinnmargen nicht unter der höheren Teuerung gelitten haben. 2020 waren die Margen börsennotierter Unternehmen aus den USA und Europa zwar zurückgegangen, doch 2021 und 2022 erholten sie sich stark. Großunternehmen hatten in Zeiten steigender Preise generell viel Preismacht. Wenn die Inflation nachlässt, entfällt ein für das Gewinnwachstum wichtiger Faktor, vor allem, wenn auch die Endnachfrage sinkt. In den USA fallen die Margen bereits.

Langfristig trauen wir Technologiewerten aber Überdurchschnittliches zu, wie schon in den letzten zehn Jahren. Von den Fortschritten der KI werden Hardwarefirmen ebenso profitieren wie Softwareentwickler und KI-Nutzer. Gewinne versprechen auch Software-as-a-Service und Cybersicherheit, und natürlich das sogenannte Metaversum. Durch neue Geschäftsmodelle und das Wachstum der Großunternehmen ist der Sektor weniger konjunkturanfällig geworden. Die USA dürften hier weiter an der Spitze stehen, doch zeigen Wettbewerber wie China, dass Technologie wirklich global ist. Auch die ehrgeizigeren staatlichen Klimaziele kommen dem Sektor zugute, da sie immer mehr einschlägige Investitionen erfordern.

Der laufende Marktzyklus ist für Aktieninvestoren nicht immer einfach. Alles in allem war die Performance aber überraschend gut, wobei die Unternehmensgewinne von der Inflation profitiert haben. Auch die Anleihenmärkte haben geholfen, weil die Langfristrenditen gefallen sind. Langfristig spricht mehr denn je für eine deutliche Übergewichtung von Technologietiteln – weil die Energiewende, der Bedarf an konsumnahen Dienstleistungen und das Gesundheitswesen wohl weiter für eine hohe Nachfrage sorgen.

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

## Wichtige Marktentwicklungen

Unsere 3-Monats-Prognosen wichtiger Märkte

WÄHRUNGEN			
	Schwächer	Neutral	Stärker
Euro			●
Yen			▶▶●
GBP/EUR	●◀◀		

**WÄHRUNGEN**

Der Dollar hat einmal mehr von den guten US-Konjunkturdaten profitiert, aber das könnte sich bald ändern. Der Euro dürfte sich wegen der straffen EZB-Geldpolitik erholen. Dem Yen könnte helfen, dass Dollar und US-Zinsen nicht weiter steigen.

AKTIEN			
	Fallend	Seitwärts	Steigend
USA	●		
Euroraum		●	
Emerging Markets		●◀◀	

**AKTIEN**

Die verhaltene Reaktion auf die überraschend guten Unternehmensgewinne zeigt, wie vorsichtig die Anleger sind. Emerging-Market-Aktien könnten in den nächsten Monaten unter einer Rezession in den USA leiden, US-Aktien unter einer schwächeren Performance der Mega Caps aus dem Technologiesektor.

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

**ZINSEN**

Die Renditen bleiben volatil. Noch wissen wir nicht, ob die Zinserhöhungen der Fed wirklich vorbei sind. Gemessen an Umfragen und der Inflationsentwicklung sind die Markterwartungen vielleicht zu optimistisch.

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

**CREDIT SPREADS**

Die gemessen an den Rezessionsrisiken noch immer niedrigen Spreads mahnen zur Vorsicht. Mögliche Ausfälle und Mean Reversion sprechen gegen US-High-Yield. Europäische Credits könnten von Mean Reversion hingegen profitieren und scheinen generell attraktiver bewertet.

Quelle: AXA IM Core Investment Research, Stand 23. Mai 2023

## Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 22. Mai 2023

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 22. Mai 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	5,25	13.–14. Juni	25.–26. Juli 19.–20. Sep.	31. Okt./1. Nov. 12.–13. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (5,25)	k.Ä. (5,25)	k.Ä. (5,25)
Euroraum (EZB)	Datum	3,25	15. Juni	27. Juli 14. Sep.	26. Okt. 14. Dez.
	Leitzins		+0,25 (3,5)	+0,25 (3,75)	k.Ä. (3,75)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	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)
Großbritannien (BoE)	Datum	4,50	22. Juni	3. Aug. 21. Sep.	2. Nov. 14. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (4,50)	k.Ä. (4,50)	k.Ä. (4,50)
Kanada (BoC)	Datum	4,50	7. Juni	12. Juli 6 Sep.	25. Okt. 6. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (4,50)	k.Ä. (4,50)	k.Ä. (4,50)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 22. Mai 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