

Sind die Falken jetzt müde? Noch nicht

Monatliche Investmentstrategie

„Schmerzlose Straffung“ ist passé

Letzten Monat schrieben wir, dass die Falken Aufwind bekommen haben, weil die Inflation immer weiter steigt und – im Euroraum – immer mehr Sektoren erfasst, während die realwirtschaftlichen Daten trotz des Krieges noch immer ordentlich waren. Jerome Powell konnte sich zurücklehnen. Die US-Wirtschaft sei noch immer so stark, dass sie eine schnelle Rückkehr der Federal Funds Rate auf ihren neutralen Wert – 2,3% bis 2,5% – verkraften könne; ein massiver Abschwung sei nicht zu erwarten. Unterdessen scheint die Bereitschaft der EZB zu schnellen Zinserhöhungen zu wachsen. Selbst ein eher zurückhaltendes Ratsmitglied wie François Villeroy de Galhau erwartet zum Jahresende jetzt einen positiven Leitzins. Wir rechnen im Juli mit dem ersten Zinsschritt. Aber diese Einschätzung beruht auf der aktuellen Lage. Schon letzten Monat schrieben wir, dass die zweite Jahreshälfte sehr viel unübersichtlicher werden könne. Manche vorlaufenden Komponenten der Geschäftsklimaindizes – etwa die geplanten Neueinstellungen in den USA – sind schon gefallen, und auch das in weiten Teilen des Euroraums enttäuschende Wirtschaftswachstum im 1. Quartal sprach schon vor dem Ukrainekrieg für eine nachlassende Konjunktur. Die Märkte sind für die kommenden Monate nicht sehr optimistisch. Man rechnet mit niedrigeren Umsätzen und Unternehmensgewinnen.

Werden die Falken also bald klein beigegeben müssen? Und müssen die Notenbanken vielleicht sogar den Zeitplan für die Normalisierung der Geldpolitik überdenken? Offensichtlich glaubt die Fed immer weniger an eine „schmerzlose Straffung“. Nachdem aus der weichen Landung der US-Wirtschaft schon eine „weichere“ geworden ist, hat Powell immerhin zugegeben, dass die Arbeitslosenquote „vielleicht ein bisschen steigen muss“. Deutlicher – und aus unserer Sicht realistischer – äußerte sich Neel Kashkari. Er stellte die alles entscheidende Frage: „Wird die Wirtschaft in die Rezession rutschen, wenn wir zur Inflationsbekämpfung wirklich die Nachfrage dämpfen müssen?“ Seine Antwort: „Wir wissen es nicht.“ Kashkari ist in diesem Jahr nicht stimmberechtigt, aber das „R-Wort“ ist für ihn nicht tabu. Vielleicht sagt das eine Menge über das derzeitige Denken der Fed. Doch auch wenn die Notenbank zugeibt, dass eine Normalisierung der Geldpolitik ihren Preis hat, bedeutet das keinen Verzicht darauf. Offensichtlich will das eine oder andere Offenmarktausschussmitglied eine Rezession in Kauf nehmen. Immer mehr von ihnen schlossen einen Leitzins über dem neutralen Niveau nicht aus, letzten Dienstag auch Powell selbst. Inflationskontrolle scheint höchste Priorität zu haben.

Sicher, die Verbraucherpreisinflation und ihre Kernrate waren in den USA im April unerwartet hoch, aber doch niedriger als im März. Und doch gibt es Anzeichen für eine anhaltende Teuerung. Seit sich die Coronalage entspannt, irritieren mehr als alles andere die amerikanischen Gebrauchtwagenpreise die Marktbeobachter, auch wenn sie nur 5% Anteil am Kernindex haben. Schließlich schwankten sie zuletzt extrem, mit einem gewaltigen Anstieg von 45% z.Vj. im Juni 2021. Ohne Gebrauchtwagen gäbe es daher noch keine Anzeichen für einen nachlassenden Preisauftrieb.

Im Überblick

- Trotz der schwierigen Marktlage verschärfen die Notenbanken ihren Ton weiter.
- Die Fed spricht nicht mehr von einer „schmerzlosen Straffung“ und gibt zu, dass eine niedrigere Inflation ihren Preis hat. Man will „der Rezession ins Auge sehen“.
- Für die Märkte ist das nicht einfach. In der zweiten Jahreshälfte rechnen wir mit schwächeren Konjunkturdaten. Wir glauben, dass die Notenbanken die Geldpolitik daher nicht so stark straffen können, wie es die Kurse anzeigen. Umdenken werden sie aber wohl erst, wenn das Wachstum noch weiter nachlässt.

Einstweilen scheint sich Bidens Preisstabilitätspolitik auf Bereiche zu konzentrieren, in denen ihn die Republikaner kaum unterstützen werden. Der Präsident scheint die von der Trump-Administration verhängten Zölle auf chinesische Einfuhren wieder abschaffen zu wollen. Er forderte den Kongress auf, Steuererleichterungen für saubere Energie und Elektroautos zuzustimmen, möchte die, wie er es nennt, „Fehler“ von Obamacare beseitigen und will Medicare Verhandlungen über Medikamentenpreise erlauben. All das dürfte bei den Republikanern und auch bei einigen moderaten Demokraten auf taube Ohren stoßen. Für die Preisentwicklung wird daher viel wichtiger sein, was Biden lässt, als was er tut. Zumindest die Nachfragekomponente des derzeitigen Inflationsanstiegs lässt sich abmildern, wenn die Fiskalpolitik nicht mehr so expansiv ist wie in den letzten beiden Jahren und das die Straffung der Geldpolitik ergänzt.

Im Euroraum wird die Fiskalpolitik unterdessen immer expansiver, da die Regierungen die Folgen der höheren Energie- und Lebensmittelpreise für die Realeinkommen abfedern wollen. Manche Falken im EZB-Rat, etwa Isabel Schnabel, haben das explizit kritisiert. Man würde „Öl ins Inflationsfeuer gießen“. Je expansiver die Fiskalpolitik ist, desto eher dürfte die EZB zu einer Normalisierung der Geldpolitik bereit sein, damit die Inflationserwartungen nicht aus dem Ruder laufen. Hinzu kommt, dass die anhaltend scharfe Rhetorik der Fed den US-Dollar steigen lässt und ein schwacher Euro im Euroraum für zusätzlichen Inflationsdruck sorgt. Die EZB verschärft dann wiederum ihren Ton und strafft die Geldpolitik.

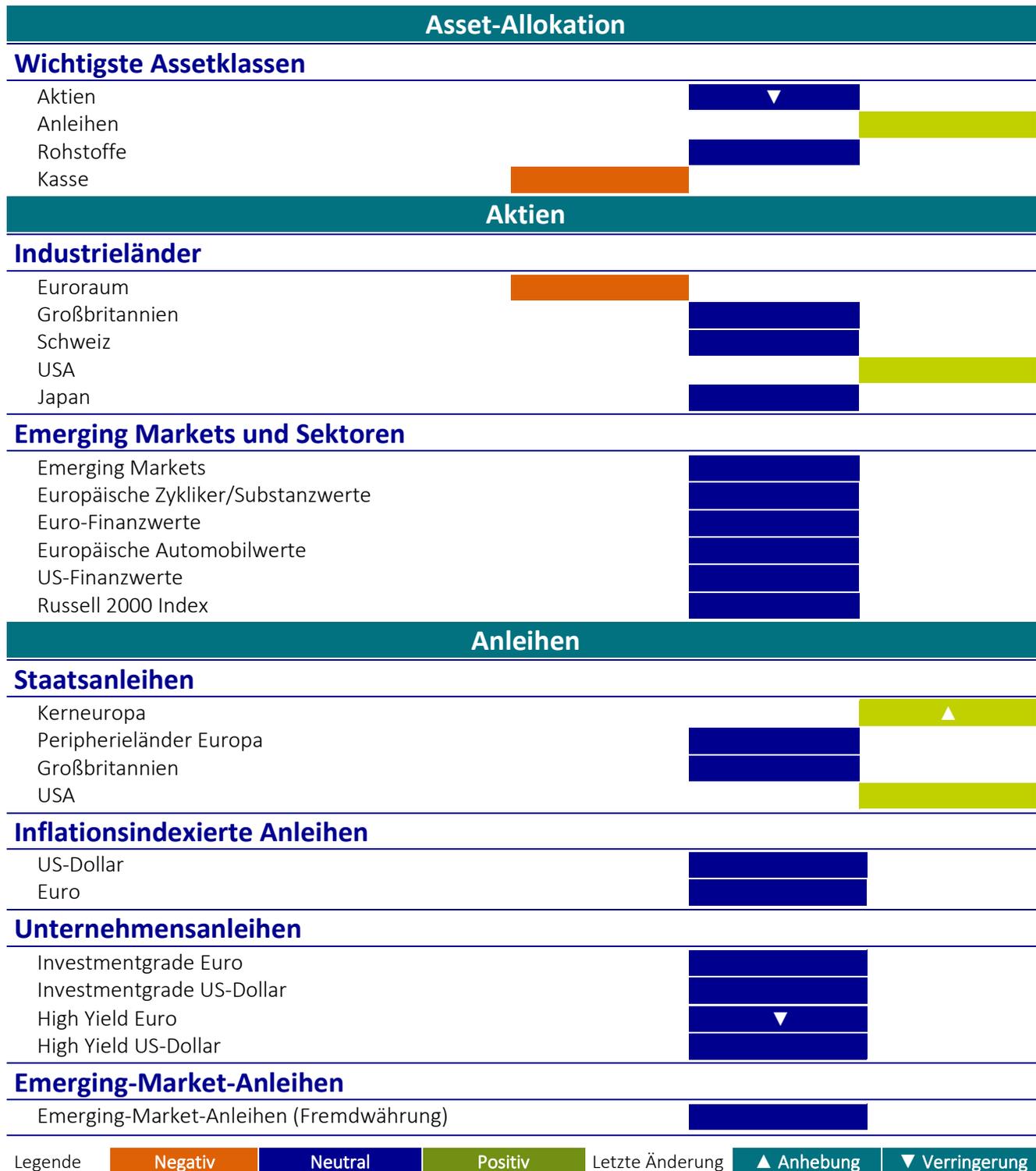
Erst muss alles viel schlechter werden ...

Offensichtlich sind die Notenbanken also bereit, „der Rezession ins Auge zu sehen“, da ihnen der Preisauftrieb große Sorgen macht. Und doch ist es etwas anderes, ob man eine Rezession in Kauf nimmt oder sie tatsächlich da ist. Damit die Notenbanken neu nachdenken, braucht es wohl mehr als schwächere Umfrageergebnisse. Die harten Daten müssen nachgeben, vor allem die Beschäftigungsindikatoren, da die Lohnentwicklung zurzeit im Blickpunkt steht. Vielleicht muss die Arbeitslosenquote deutlich zulegen, damit die Notenbanken die geplante Straffung der Geldpolitik überdenken. Aber das braucht Zeit. In Europa könnte aber auch ein anderer Faktor wichtig werden: eine plötzliche Ausweitung der Peripherieländerspreads, da die geplanten Instrumente gegen eine „Fragmentierung“ des Euroraums auf politische Vorbehalte stoßen und technisch nicht leicht umsetzbar sind. Wenn die Fragmentierung zu groß wird, muss die EZB ihre Geldpolitik generell überdenken. Aber auch hier gilt, dass dies nicht von jetzt auf gleich möglich ist. Ende 2022 könnte das Thema aber drängender werden, da in Italien 2023 Wahlen anstehen.

Kurzfristig ist all das für die Märkte nicht gut. Erst muss alles viel schlechter werden, bevor man glaubt, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik doch nicht so stark straffen. Um wieder sicher sein zu können, dass die Geldpolitik den Märkten im Zweifel hilft, muss sie dem Wirtschaftswachstum und den Unternehmensgewinnen erst noch weiter schaden.

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

Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. Mai 2022

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Mai 2022

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Mai 2022

* 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 2022	3. Quartal 2022	4. Quartal 2022	1. Quartal 2023
USA (Fed)	Datum	0,75– 1,00	3.–4. Mai 14.–15. Juni	26.–27. Juli 20.–21. Sep.	1.–2. Nov. 13.–14. Dez.	Jan. März
	Leitzins		+1,00 (1,25–1,50)	+0,75 (2,00–2,25)	+0,5 (2,50–2,75)	k.Ä. (2,50–2,75)
Euroraum (EZB)	Datum	-0,50	14. April 9. Juni	21. Juli 8. Sep.	27. Okt. 15. Dez.	Feb. März
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	+0,5 (0,00)	k.Ä. (0,00)	k.Ä. (0,00)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	27.–28. April 16.–17. Juni	20.–21. Juli 21.–22. Sep.	27.–28. Okt. 19.–20. Dez.	Jan. März
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	1,00	5. Mai 16. Juni	4. Aug. 15. Sep.	3. Nov. 15. Dez.	Feb. März
	Leitzins		+0,5 (1,25)	+0,25 (1,50)	k.Ä. (1,50)	k.Ä. (1,50)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. Mai 2022

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite:



Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

www.axa-im.com/insights

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 Marktstatistikunternehmen. 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