

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



Kurzfristige Herausforderungen – und ein Blick nach vorn

Im Überblick

- Die Notenbanken bleiben hart, in Worten wie in Taten. Dennoch rechnen wir mit einem baldigen Ende der Zinserhöhungen.
- Der Preis für die straffere Geldpolitik ist eine schwächere Konjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks.
- Welche Duration angemessen ist, wird stark von der Geldpolitik abhängen. Zunächst setzen wir weiter auf geldmarktnahe Kurzläufer.
- Wenn eine Rezession, wie von uns prognostiziert, wahrscheinlicher wird, werden aber länger laufende Anleihen interessant.
- Langfristig werden die Energiewende und Künstliche Intelligenz (KI) für völlig neue Anlagechancen sorgen.
- Die Kunst wird sein, ein Portfolio zusammenzustellen, das kurz- und langfristige Entwicklungen gleichermaßen berücksichtigt.

Die Notenbanken müssen erst einmal weiter straffen

Die klaren Worte der Fed, neue große Zinserhöhungen in Großbritannien und das Ende der Zinspause in Australien und Kanada lassen den Eindruck entstehen, dass die Geldpolitik weltweit noch sehr viel mehr gestrafft wird. Die Hoffnungen auf ein baldiges Ende der Zinserhöhungen lassen also nach. Die Notenbanken reagierten auf die noch immer hohe Teuerung und neuen Inflationsdruck, etwa durch den äußerst widerstandsfähigen US-Arbeitsmarkt. Bei all dem darf man aber die Nachfrageseite nicht vergessen. Immer mehr spricht für eine schwächere Weltkonjunktur, auch, aber nicht nur wegen der bisherigen Straffung der Geldpolitik. Natürlich sind die Notenbanken frustriert, dass die Inflation noch nicht wirklich nachgelassen hat. Dennoch glauben wir, dass die Zinserhöhungen bald zu Ende gehen. Aber bis es so weit ist, wird es nicht einfacher.

Die Fed hat ihren Leitzins im Juni zwar nicht erhöht, aber doch scharfe Worte gewählt. Außerdem hat sie ihre Zinsprojektionen im „Dot Plot“ angehoben, der jetzt von zwei weiteren Erhöhungen ausgeht – mehr als vom Markt bislang erwartet. Trotz schwächerer Konjunkturprognosen signalisiert die Fed also weitere Zinsschritte. Alles in allem hält der Offenmarktausschuss die Geldpolitik demnach noch nicht für restriktiv genug, vor allem wegen des stabilen Arbeitsmarktes. In der Praxis bedeutet das vermutlich, dass die Zinserhöhungen erst enden, wenn die Beschäftigung erkennbar nachlässt. Dazu bedarf es wohl mehrerer schwacher Zahlen. Ein einziger schwacher Arbeitsmarktbericht vor der Julisitzung reicht vermutlich nicht, um eine Zinserhöhung abzuwenden.

Und doch scheinen uns die im Dot Plot in Aussicht gestellten zwei Zinsschritte viel – schließlich lassen die Inflation und ihre Kernrate allmählich nach, und auch die realwirtschaftlichen Indikatoren fallen. Zwar bleibt die Datenlage unübersichtlich, doch dürften Wachstum und Inflation tendenziell nachlassen. Vielleicht kündigt die Fed jetzt einfach zwei Zinsschritte an, um am Ende einen durchsetzen zu können. Der Dot Plot wäre dann einfach nur ein Trick – um zu verhindern, dass der Markt selbst für eine plötzliche

Lockerung der Finanzbedingungen sorgt, die eine Konjunkturabschwächung verzögern würde. So gesehen hat die Fed schon etwas erreicht; schließlich rechnet man am Markt jetzt erst später mit Zinssenkungen. Um die Inflation nachhaltig einzudämmen, könnte dem Offenmarktausschuss eine hinreichend lange Zeit mit restriktiven Finanzbedingungen ohnehin wichtiger sein als eine weitere Straffung. Aufgrund all dessen rechnen wir jetzt mit einem Zinsmaximum von 5,25% bis 5,50%, und zwar schon im Juli. Mehr erwarten wir nicht, da wir nach wie vor schwache Konjunkturzahlen und einen Inflationsrückgang in den nächsten zwei Monaten annehmen.

Und der Euroraum? Im Juni gab hier mit dem Flash-Einkaufsmanagerindex (PMI) ein weiterer Indikator nach. Der Composite-Index zeigte mit 50,3 nur knapp Wachstum an. Er lag deutlich unter den 52,8 von Mai und den Erwartungen von 52,5. Die jüngste Entwicklung zeigt einmal mehr, dass die Industriekonjunktur ein Frühindikator für die Gesamtwirtschaft ist. Lange war der Dienstleistungs-PMI stabil, während das Geschäftsklima in der Industrie kräftig nachließ. Doch das ist vorbei. Eigentlich überrascht es, dass der Einkaufsmanagerindex nicht schon früher gefallen ist: Schließlich befindet sich der Euroraum seit dem 4. Quartal 2022 in einer technischen Rezession. So oder so dürfte sich eine mögliche Erholung nach diesen Zahlen eher in Grenzen halten, wenn sie überhaupt stattfindet.

Durchaus erfreulich war aber die Inflation. Das Markit-Institut, das die PMI-Daten erhebt, schreibt: *„Im Schnitt sind die Güter- und Dienstleistungspreise im Juni so schwach gestiegen wie seit 27 Monaten nicht mehr. Die Teuerung hatte schon seit einem Jahr nachgelassen, aber im Juni war der Rückgang besonders stark.“* Die Kombination aus anhaltenden wirtschaftlichen Herausforderungen und nachlassendem Inflationsdruck dürfte den Tauben im EZB-Rat in die Hände spielen. Ihnen gefiele es gar nicht, wenn die EZB wie ein Schlafwandler auf eine weitere Zinserhöhung im September zusteuerte.

Dennoch dürften sich die Tauben kaum durchsetzen können. Umfragedaten sprechen zwar für etwas niedrigere Erwartungen, aber die tatsächliche Kernrate bleibt hoch – und das war für die Notenbank in diesem Zyklus stets entscheidend. Ein Großteil des Inflationsrückgangs im Mai lässt sich mit einem einzigen Faktor erklären: der Einführung des 49-Euro-Tickets in Deutschland. Im Juni fällt dieser Faktor aus den Monatszahlen heraus. Und doch macht die Lage der europäischen Wirtschaft es den Falken allmählich etwas schwerer. Im September ist es aber vielleicht noch nicht so weit, vor allem, wenn Arbeitskräfte so knapp bleiben. Das Leitzinsmaximum erwarten wir daher für September, aber es könnte durchaus auch anders kommen.

Die Notenbanken bestimmen weiterhin die Portfolioduration

Fest steht, dass Geldpolitik und Zinsen die Anlagestrategie in den Industrieländern weiter bestimmen werden. Geldmarktanlagen und geldmarktnahe Kurzläufer stellen Erträge etwa in Höhe des Tagesgeldsatzes in Aussicht. Die Notenbanken signalisieren weiter, dass sie die Zinsen anheben müssen oder zumindest noch lange nicht senken können.

Das spricht weiterhin für defensive Geldmarktanlagen. Für Anleger ist das Risiko überschaubar, dass sie das auf Bankkonten lagernde oder in Kurzläufer investierte Geld bei Fälligkeit nur zu deutlich niedrigeren Zinsen wieder anlegen können. Geldmarktfondsrenditen von über 5% und Renditen von mehr als 6% für dollardenominierte kurz laufende Credits sind sehr attraktiv, wenn die Erwartungen für länger laufende Credits und Aktien so unsicher sind. Risikoreiche Titel sind nicht besonders günstig. Für die USA mag man jetzt erst später eine Rezession erwarten – aber Konsens ist, dass sie kommt.

In nächster Zeit kommt es also auf die Kurzfristzinsen an. Maßgeblich für den Langfristausblick könnten aber zwei echte Umwälzungen sein – die Energiewende und der Siegeszug der Künstlichen Intelligenz (KI). Mit Investitionen in die Energiewende setzt man darauf, dass der technische Fortschritt die CO₂-Minderung in vielen Branchen wirtschaftlicher macht. Unternehmen, die etwas für die Netto-Null tun, dürften dann von ihrer Technologieführerschaft profitieren, vor allem, wenn staatliche Subventionen und Steuern fossile Energie unattraktiver und alternative Energie interessanter machen.

Noch immer ist die Welt aber extrem abhängig von fossilen Brennstoffen, und nach wie vor produziert sie immer mehr Treibhausgase. Wenn die Politik die Pariser Klimaziele ernst nehmen will, muss mehr getan und mehr in grüne Technologien investiert werden.

Die im EU-Emissionshandelssystem (ETS) umgeschlagenen CO₂-Zertifikate sind immer teurer geworden. Weil immer mehr Unternehmen unter das ETS fallen, ist der CO₂-Ausstoß pro Kopf im letzten Jahrzehnt gesunken, und durch höhere CO₂-Preise werden alternative Energien vergleichsweise billiger. Schon jetzt sind Solar- und Windenergie gegenüber Kraftwerkskohle und Gas günstiger geworden. Der Umbau der Energieversorgung im Zuge der Dekarbonisierung, aber auch grundlegende Veränderungen in den

Bereichen Landwirtschaft, Transport und Bau sind wichtige Investmentthemen. Es geht um sehr viel mehr als die Gefahren von Greenwashing und die Einführung von Investmentprodukten mit ESG-Siegeln. Über Anleihen (Green Bonds), Aktien, Private Equity und langfristige Infrastrukturanlagen wird Kapital für die Energiewende zur Verfügung gestellt.

Wie bei der KI rechnen wir auch bei Investitionen in die Energiewende nicht mit einer linearen Ertragsentwicklung. Bei entsprechenden politischen Rahmenbedingungen können sie aber rentabel sein – und außerdem das Naturkapital schonen. Vielleicht sind wir aber auch zu langsam. Klimawandel und Artensterben hätten dann so gravierende Folgen, dass uns die Anpassung an eine wärmere Welt mit einer stark geschädigten Umwelt nicht mehr gelingt. Die KI ist aber ebenfalls nicht frei von Risiken. Vielleicht schadet sie, falsch eingesetzt, der Gesellschaft. Entsprechend oft wird eine Regulierung der KI-Forschung gefordert, zusammen mit internationalen Regelwerken, damit die immer zahlreicheren KI-Anwendungen wirklich Nutzen stiften. Wenn wir aber in beiden Bereichen die richtigen Entscheidungen treffen und der Nettoeffekt positiv ist, sind die heutigen Aktienkurse fair. Die hohen Erträge seit Jahresbeginn waren dann keine Übertreibung.

Für Investoren sehen wir kurz- und langfristige Herausforderungen. Kurzfristig müssen wir das richtige Gleichgewicht finden – zwischen Geldmarktanlagen, deren Renditen sehr attraktiv sind (und das umso mehr, wenn die Inflation wie von uns prognostiziert weiter fällt) sowie Aktien und Credits, die unter wachsenden Rezessionsrisiken leiden könnten. Das ist nicht einfach. Langfristig müssen Investoren abschätzen, ob der absehbare Nettonutzen transformativer Technologien die heutigen Kurse rechtfertigt. Die Versuchung ist groß, im Portfolio auf eine „Barbell“ zu setzen, auf Geldmarktanlagen kombiniert mit Titeln, die von Energiewende und KI profitieren. Schließlich rechnen nur wenige mit grundlegenden Marktveränderungen, solange die Notenbanken kein Ende der Zinserhöhungen ausrufen.

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

Wichtige Marktentwicklungen

Unsere 3-Monats-Prognosen wichtiger Märkte

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

WÄHRUNGEN
Symmetrischere Risiken für den Euro, aber nur wenig Aufwertungspotenzial wegen Long-Positionen vieler Anleger und hoher Bewertungen. Short-Positionen im Schweizer Franken könnten das Euro-Risiko absichern. Aussicht auf Erholung des Yen bei einem Ende der Zinserhöhungen in anderen Ländern. Pfund schwer prognostizierbar.

AKTIEN			
	Fallend	Seitwärts	Steigend
USA	●		
Euroraum		●	
Emerging Markets		●	

AKTIEN
Weiter negative Einschätzung der USA, da wir eine Rezession für unvermeidbar halten. Stattdessen Präferenz für Europa und hier insbesondere für Qualitätstitel. Neutrale Positionierung in den Emerging Markets, da sich Konjunkturprogramme und Wachstumsschwäche in China tendenziell ausgleichen.

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

ZINSEN
Nach dem Ende der Bankenturbulenzen deutlich andere Erwartungen zur US-Geldpolitik. Die Bankenkrise erwies sich als nicht systemisch. Die Zinsstrukturkurve spricht für eine Rezession; die Kurse risikobehafteter Titel hingegen für eine weiche oder auch gar keine Landung.

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

CREDIT SPREADS
Im letzten Monat wieder deutlich größeres Interesse an internationalen Credits einschließlich Emerging-Market-Titeln. Das könnte übertrieben sein und zur Vorsicht mahnen. Mean Reversion lässt den Abstand zwischen dem 3- und dem 12-Monats-Zins ebenso steigen wie die Differenz zwischen High-Yield- und Investmentgrade-Renditen. Das spricht für wachsende Rezessionsorgen.

Quelle: AXA IM Core Investment Research, Stand 26. Juni 2023

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. Juni 2023

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 27. Juni 2023

* 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 2023	4. Quartal 2023
USA (Fed)	Datum	5,25	25.–26. Juli	31.–1. Okt./Nov.
	Leitzins		19.–20. Sep.	12.–13. Dez.
			+0,25 (5,50)	k.Ä. (5,50)
Euroraum (EZB)	Datum	3,50	27. Juli	26. Okt.
	Leitzins		14. Sep.	14. Dez.
			+0,50 (4,00)	k.Ä. (4,00)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	27.–28. Juli	30.–31. Okt.
	Leitzins		21.–22. Sep.	18.–19. Dez.
			k.Ä. (-0,10%)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	5,00	3. Aug.	2. Nov.
	Leitzins		21. Sep.	14. Dez.
			+0,25 (5,25)	k.Ä. (5,25)
Kanada (BoC)	Datum	4,75	12. Juli	25. Okt.
	Leitzins		6. Sep.	6. Dez.
			k.Ä. (4,75)	k.Ä. (4,75)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 27. Juni 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