Investment Managers

Investment Institute *Weltwirtschaft*

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

Landungen – harte und weiche

Im Überblick

- Die Konjunktur scheint sich diesseits und jenseits des Atlantiks auseinanderzuentwickeln. Für die USA wird oft eine weiche Landung erwartet, für Europa weniger. Hier sprechen die weichen Konjunkturdaten für ein schrumpfendes BIP.
- Aber selbst in den USA halten wir es nach wie vor für schwierig, einen BIP-Rückgang zu vermeiden.
- Bei einer schwächeren Konjunktur sorgen Anleihen für laufenden Ertrag und Diversifikation.

Wandeln die USA und Europa noch auf dem gleichen Pfad?

Lange waren die Konjunkturerwartungen für die USA und Europa ähnlich. Auf beiden Seiten des Atlantiks sprach die hartnäckige Inflation für eine straffere Geldpolitik, um den Nachfrageüberschuss abzubauen und den Lohnanstieg zu beenden, auch um den Preis einer leichten Rezession. Aber jetzt wird es komplizierter, gibt es doch in den USA erste Anzeichen für eine niedrigere Teuerung, ohne dass die Realwirtschaft erkennbar an Schwung verliert. Im Euroraum hingegen – wo sich viele Mitgliedsländer, auch Deutschland, schon seit Ende 2022 in der Rezession befinden – sprechen die weichen Daten für einen noch stärkeren Abschwung in den kommenden Monaten, ohne dass die Kerninflation erkennbar zurückginge. Der Markt erwartet für den Euroraum jetzt eine stärkere Straffung der Geldpolitik als für die USA. Eine harte Landung Europas wird damit wahrscheinlicher.

Diese Divergenz könnte damit zu tun haben, dass die Arbeitsmärkte im Euroraum und den USA unterschiedlich funktionieren. In den USA werden Löhne meist individuell ausgehandelt, sodass sie selbst auf kleinste Änderungen der Beschäftigungsmöglichkeiten schnell reagieren. Im Euroraum sind Tarifverträge üblich. Verhandlungsziel ist oft, frühere Kaufkraftverluste infolge einer hohen Teuerung auszugleichen, während der Arbeitsmarktausblick eher sekundär ist. Die Zweitrundeneffekte eines Inflationsschocks könnten im Euroraum daher länger anhalten und einen stärkeren Einbruch des Arbeitsmarkts auslösen, bis die Inflation endlich wieder auf den EZB-Zielwert fällt. Auch wenn die Falken im EZB-Rat zurzeit etwas ruhiger sind, sind es genau diese Entwicklungen, die ihr Denken bestimmen.

Eine Rolle könnte auch die Fiskalpolitik spielen. Die Zeit der großen US-Konjunkturprogramme dürfte zwar vorbei sein, doch spricht 2024 nichts für eine Austeritätspolitik, zumal im Herbst Wahlen anstehen. Dagegen wollen die Euroraum-Länder 2024 alle sparen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, da dann das EU-Defizitkriterium wieder greift. Genau dann, wenn die straffere Geldpolitik ihre volle Wirkung entfaltet, wird eine restriktivere Fiskalpolitik die Nachfrage dämpfen.

Und doch halten wir eine weiche Landung in den USA – also das Ausbleiben selbst einer milden Rezession – nach wie vor nicht für den wahrscheinlichsten Fall. Sicher, in den USA ist die Teuerung deutlich gefallen. Energie wurde billiger und die Lebensmittel- und

Industrieproduktpreise stiegen zuletzt langsamer. Wegen des geringeren Mietanstiegs geht vielleicht auch bald die Dienstleistungspreisinflation zurück. Aber der fehlende letzte Schritt – die Rückführung der Kerninflation vom Juni-Wert von 4,8% auf das 2%-Ziel der Notenbank – könnte ohne einen kräftigen Nachfragerückgang nur schwer zu erreichen sein. Eine weiche Landung, in der die Wirtschaft nicht schrumpft, scheint uns nur schwer mit einem nachhaltigen Inflationsrückgang auf etwa 2% vereinbar zu sein. Aber genau das will die Fed sehen, bevor sie ihre Geldpolitik erkennbar lockert. Zurzeit beträgt der Leitzins etwa das Doppelte des Gleichgewichtszinses. Natürlich gibt es Wunder, aber wir wüssten nicht, welche strukturellen Veränderungen die US-Wirtschaft gegen eine anhaltend restriktive Geldpolitik plötzlich immun machen sollen. Vielleicht hat die Pandemie – etwa aufgrund der hohen Ersparnisse der Haushalte – bewirkt, dass die Geldpolitik erst später wirkt. Wir bezweifeln aber, dass sich am Transmissionsmechanismus etwas Grundlegendes geändert hat und erwarten weiter, dass eine straffere Geldpolitik die Konjunktur wie gewohnt dämpft. Allerdings müssen wir zugeben, dass die Märkte eine weiche Landung jetzt für den wahrscheinlichsten Fall halten.

Bei einer harten Landung ändert sich der Investmentausblick

Angesichts des starken Anstiegs der Kurzfristzinsen ist es nicht ungewöhnlich, dass Aktien Anleihen dieses Jahr hinter sich gelassen haben. In den USA hat die Fed ihren Leitzins in den letzten zwölf Monaten um 350 Basispunkte erhöht. Der S&P 500 Index hat seitdem 11% zugelegt, während der Bloomberg US Aggregate Bond Index um 3% im Minus liegt. Entscheidend für all das war natürlich das starke nominale BIP-Wachstum.

Das Performanceprofil dürfte sich drastisch ändern, wenn die USA und andere Länder nächstes Jahr in die Rezession fallen. Zu Beginn einer Rezession verzeichneten Aktien meist Verluste, während die Fed mit Zinssenkungen begann. Extrem schwach waren Aktien in den letzten 50 Jahren aber nur, wenn die Geldpolitik aufgrund eines fallenden Wirtschaftswachstums gelockert wurde. So war es etwa 1980, 2000 und 2009. Maßgeblich für die Performance ist das Wirtschaftswachstum, wegen seiner Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne.

Konsens ist zurzeit, dass die USA in keine tiefe Rezession fallen. Im Grunde wird meist die berühmte weiche Landung prognostiziert, bei der das Wachstum hinter dem Trend zurückbleibt und die entstehenden Kapazitätsüberschüsse ausreichen, um die Inflation zu dämpfen. Ergänzt wird der Konjunkturkonsens um einen ähnlich optimistischen Gewinnausblick. Für den S&P 500 wird im kommenden Jahr ein 11-prozentiger Anstieg der Gewinne je Aktie erwartet, nach Nullwachstum im Jahr 2023.

Weich oder hart, Anleihen oder Aktien?

Wie es scheint, müssen sich Investoren im kommenden Jahr auf zwei mögliche Szenarien vorbereiten. Das erste ist das oben beschriebenen Konsensszenario. Im zweiten Szenario würde die Wirtschaft so reagieren, wie es bei einem Inflationsschock und einer Straffung der Geldpolitik bislang immer der Fall war: mit einer Rezession. Die Konsequenzen für Anleger wären völlig andere. Bei einer weichen Landung würden Aktien wegen der dann 2024 wieder steigenden Gewinne weiterhin vor Anleihen liegen. Da die Wirtschaft aber zurzeit fast mit Vollauslastung arbeitet – und weiche Landungen meist nicht zu einem drastischen Anstieg der Arbeitslosenquote führen – wäre dann kaum Raum für massive Zinssenkungen, von denen wiederum Anleihen profitieren würden. Die Inflation bliebe für die Notenbanken also ein Thema und eine aktivere Geldpolitik könnte zur Regel werden. Vielleicht steigt die Laufzeitprämie, weil die künftige Zinsentwicklung unsicherer wird und sich der Gleichgewichtszins ändert.

Anleihen wären dann vor allem deshalb interessant, weil sie laufende Erträge bieten – und das auf einem Renditeniveau ähnlich wie jetzt. Je straffer die Geldpolitik in Zukunft bleiben muss, desto weniger könnte der risikolose Zins fallen – und desto unwahrscheinlicher wäre auch ein deutlicher Rückgang der Spreads, die zurzeit etwa dem langfristigen Durchschnitt entsprechen. Mit Anleihen würde man laufenden Ertrag erzielen und zugleich seine Aktienpositionen diversifizieren.

Anders wäre es bei einer Rezession. Eins schrumpfendes BIP bedeutet niedrigere Umsätze, sodass die Unternehmensgewinne unter Druck geraten. Den Firmen würde es schwerer fallen, ihre Gewinnmargen zu halten. Das gilt vor allem für die USA, wo die Bewertungen zurzeit alles abbilden außer schrumpfenden Unternehmensgewinnen. Fallende Aktienkurse schaden der Realwirtschaft, weil weniger investiert wird und sich das Konsumklima verschlechtert. Die Fed würde die Zinsen dann wohl schnell senken, sodass die Anleihenrenditen fielen und die Erträge deutlich über den aktuellen Renditen lägen. Die Aktienrisikoprämie müsste dann schon deutlich steigen, damit sich Investoren in der Hoffnung auf eine Konjunktur- und Gewinnerholung wieder für Aktien begeistern.

Weiter krisenfest

Dieses Negativszenario scheint zurzeit schwer vorstellbar. Weltweit gab es keine offensichtlichen Übertreibungen. Die Unternehmen sind nicht übermäßig verschuldet, aber die Schulden steigen, je länger die Zinsen hoch sind. In den meisten Industrieländern herrscht Personalmangel. Die Zweitquartalsgewinne der Unternehmen waren bislang ordentlich. Vor allem Banken, in deren Ergebnissen sich realwirtschaftliche Probleme oft schon früh zeigen, legen ordentliche Zahlen vor. Wenig spricht dafür, dass sie deutlich mehr Problemkredite erwarten. Und doch gibt es Schwächezeichen: Dem Welt-Einkaufsmanagerindizes zufolge befindet sich das Verarbeitende Gewerbe schon seit einiger Zeit in der Rezession. Die höheren Zinsen dämpfen allmählich die Kaufkraft der Haushalte in Ländern, in denen der Konsum stark auf die Hypothekenzinsen reagiert. Hinzu kommt das enttäuschende Wachstum in China. Das Ende der Lockdowns hat hier nicht den erhofften Nachfrageschub gebracht, was wiederum manchen Euroraum-Ländern geschadet hat. Eine harte Landung der Weltwirtschaft ist daher nicht gänzlich auszuschließen.

Entscheidend werden in den nächsten Monaten die Daten und die geld- und fiskalpolitischen Reaktionen darauf sein. Amerikanische Aktien sind wieder teuer. Ihre Gewinnrendite scheint im Vergleich zur Rendite von Investmentgrade-Unternehmensanleihen niedrig. Abgesehen von Teilen des Technologiesektors ist bei einem breiten Abschwung eher mit fallenden Bewertungen zu rechnen. Am schlechtesten für Aktien wären Abwärtsrevisionen der Gewinnschätzungen für 2024 in Verbindung mit einer Teilkorrektur des diesjährigen Bewertungsanstiegs. Für eine gewisse Entspannung würden dann sicherlich niedrigere Anleihenrenditen sorgen, aber wohl erst nach drastischen Aktienmarktverlusten.

Rechnen wir also mit einer weichen Landung. Wenn die Wirtschaft weiter wächst, können auch die Unternehmensgewinne weiter steigen. Bei einer niedrigeren Inflation lässt zwar das nominale Umsatzwachstum nach, aber auch der Kostendruck, sodass noch immer ordentliche Gewinnmargen möglich sind. Es wäre bemerkenswert, wenn sich die US-Märkte nächstes Jahr so entwickelten, doch besteht nach den Schocks der letzten drei Jahre an der Krisenfestigkeit der Wirtschaft kein Zweifel. Anleihen sind heute oft fairer bewertet als in den letzten Jahren, und die Bewertungen mancher Aktien sprechen für großen Optimismus. Manche Anleger könnten die niedrige implizite Volatilität nutzen, um ihre Aktienportfolios abzusichern. Die Geldmarkterträge bleiben noch einige Zeit hoch, aber die Konjunkturrisiken nehmen zu. Anleger müssen abwägen – zwischen sicheren Geldmarktanlagen und Aktien, deren Bewertungen und Gewinnrisiken keinesfalls klar für Käufe sprechen.

Hier können Sie unsere komplette Juli-Ausgabe der Investmentstrategie (auf Englisch) herunterladen

Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen	2022		2023*		2024*	
	AXA IM	*Konsens*	AXA IM	*Konsens*	AXA IM	*Konsens*
Welt	**3,4**		**2,8**		**2,7**	
Industrieländer	**2,7**		**1,1**		**0,7**	
USA	**2,1**	2,1	**1,4**	1,3	**0,6**	0,5
Euroraum	**3,6**	3,2	**0,4**	0,6	**0,5**	0,9
Deutschland	**1,8**	1,8	**-0,5**	-0,2	**0,3**	1,1
Frankreich	**2,6**	2,6	**0,6**	0,6	**0,5**	0,9
Italien	**3,7**	3,8	**1,2**	1,0	**0,4**	0,8
Spanien	**5,5**	5,5	**2,2**	1,8	**1,0**	1,5
Japan	**1,1**	1,0	**1,3**	1,1	**1,3**	1,0
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	**1,4**	1,2	**0,9**	1,0
Emerging Markets	**3,9**		**3,9**		**3,9**	
Asien	**4,3**		**5,0**		**4,6**	4,0
China	**3,0**	3,0	**5,3**	5,7	**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**		**2,1**		**2,3**	
Brasilien	**2,9**	2,9	**1,9**	1,2	**1,3**	1,6
Mexiko	**3,1**	3,1	**2,3**	1,8	**1,9**	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 24. Juli 2023
** Prognose*

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 24. Juli 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 19.–20. Sep.	31. Okt./1. Nov. 12.–13. Dez.
	Leitzins		+0,25 (5,50)	k.Ä. (5,50)
Euroraum (EZB)	Datum	3,50	27. Juli 14. Sep.	26. Okt. 14 Dez.
	Leitzins		+0,50 (4,00)	k.Ä. (4,00)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	27.–28. Juli 21.–22. Sep.	30.–31. Okt. 18.–19. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10%)	k.Ä. (-0,10%)
Großbritannien (BoE)	Datum	5,00	3. Aug. 21 Sep.	2. Nov. 14. Dez.
	Leitzins		+0,50 (5,50)	k.Ä. (5,50)
Kanada (BoC)	Datum	5,00	6. Sep.	25. Okt. 6. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (5,00)	k.Ä. (5,00)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 24. Juli 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 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