

# 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



## Ungleicher Inflationsrückgang, unterschiedliche Geldpolitik

### Im Überblick

- In den USA geht die Inflation zurück, auch wenn die Kernrate weniger stark fällt – denn Arbeitskräfte bleiben knapp.
- Im Euroraum spricht wenig für eine fallende Kerninflation. Die EZB wird ihre Geldpolitik daher wohl noch länger straffen müssen.
- Damit dürfte sich die Geldpolitik in den nächsten Monaten auseinanderentwickeln, was den Euro stärkt.
- Die Lage im Bankensektor hat sich zwar beruhigt, aber die Risikoprämien bleiben hoch.
- Aus mehreren Gründen sind die Marktrisiken nicht weiter gestiegen. Wegen der schwierigen Gesamtlage bleiben wir aber einstweilen defensiv positioniert.

### In den USA mehr Anzeichen für Disinflation als in Europa

Offensichtlich gelingt es den USA, die Inflation etwas einzudämmen, auch wenn es für Zinssenkungen wohl noch zu früh ist. Der Euroraum scheint aber noch nicht so weit. Damit dürfte sich die Geldpolitik in den nächsten Monaten auseinanderentwickeln, sodass der Euro aufwertet.

Alles in allem ist die Kerninflation in den USA noch immer zu hoch und geht auch nur leicht zurück. Manche für die Fed wichtigen Indikatoren sind aber ermutigend: So liegt der annualisierte Dreimonatsdurchschnitt der Dienstleistungsinflation (ohne Mieten) nur noch knapp über 2%. Auch die Produzentenpreise (ohne Energie) steigen längst nicht mehr so stark, was mittelfristig für eine niedrigere Verbraucherpreisinflation spricht. Dennoch müssen wir vorsichtig sein: Arbeitskräfte sind noch immer äußerst knapp, und die Löhne können wieder stärker steigen als zuletzt. Selbst Kleinunternehmen, die den Abschwung bereits spüren, wollen wegen des Arbeitskräftemangels weiter Leute einstellen.

Und doch dürfte die Fed nach einer weiteren Zinserhöhung um 25 Basispunkte im Mai erst einmal eine Pause einlegen – wegen der aus ihrer Sicht günstigeren Inflationsindikatoren und der nach der Bankenkrise wohl strafferen Kreditbedingungen. Zwar ist die Finanzstabilität zunächst nicht mehr in Gefahr, doch wurden in gerade einmal sechs Wochen sehr viele Bankguthaben aufgelöst.

Wie auch immer: Schon jetzt ist der Leitzins doppelt so hoch wie der langfristige Gleichgewichtszins der Fed. Die straffe Geldpolitik hatte auch schon große Auswirkungen auf die Wirtschaft. Die Fed kann sich recht sicher sein, dass das zusammen mit den Zweitrundeneffekten reicht, damit die Inflation bis Ende nächsten Jahres wieder auf ihren Zielwert fällt. Dennoch sind wir skeptisch, ob die Märkte mit ihren Zinssenkungserwartungen für die zweite Jahreshälfte 2023 wirklich richtig liegen. 2022 lief der Offenmarktausschuss der Inflation hinterher. 2023 wird er die Zinsen kaum zu früh senken wollen.

Ganz anders sieht es in Europa aus. Im Euroraum muss man schon mit der Lupe suchen, um irgendwo einen Inflationsrückgang auszumachen. Die Kernrate ist im März alles in allem weiter gestiegen. Nach den Trimmed-Mean-Indizes könnte das Maximum zwar hinter uns liegen, aber die „Supercore-Inflation“, also der Anstieg besonders konjunktursensitiver Preise, legt weiter zu. Wichtigen Indikatoren wie den Einkaufsmanagerindizes (PMIs) zufolge hält sich die Realwirtschaft gut, was die Nachfrage und damit auch die Preise weiter treiben könnte. Angesichts der fallenden Kaufkraft ist das überraschend, zumal einzelne länderspezifische Indikatoren – vor allem in Frankreich – zur Vorsicht mahnen. Und doch steht fest, dass sich der Euroraum nicht in der Rezession befindet. Noch nicht.

Nach den Kreditstatistiken beginnt die straffere Geldpolitik zu wirken, doch über die Auswirkungen der Bankenkrise auf die Kreditvergabe können wir nur spekulieren. Das Risiko eines starken Lohnanstiegs ist hingegen sehr konkret. Insgesamt steigen die Löhne bisher zwar moderat, doch waren einzelne Tarifabschlüsse – etwa im deutschen Öffentlichen Dienst – äußerst großzügig. Schon bald könnten daher nicht mehr die Unternehmensgewinne, sondern die Löhne die Preise treiben. Die These, dass die Geldpolitik noch immer nicht straff genug ist und die Zinsen noch mehr als einmal erhöht werden müssen, ist im Euroraum jedenfalls wesentlich plausibler als in den USA. Am Markt ist man sich dessen bewusst, sodass der Euro aufgewertet hat. Das dämpft zwar den Inflationsimport, allerdings erst mit starker Verzögerung. Vor dem Spätsommer rechnen wir deshalb nicht mit einer deutlich niedrigeren Kernrate. Den Falken im EZB-Rat kann das nur recht sein.

## Die Einschlüge kommen näher

An den Märkten rechnet man mit Schlimmerem. Nach den Bankenturbulenzen hat man Angst vor einer Rezession. Trotz einzelner schlechter Nachrichten hat sich die Lage seit Mitte März aber wieder beruhigt; eine echte Krise scheint erst einmal abgewendet. Als britische Pensionsfonds im September 2022 in großem Stil Staatsanleihen verkaufen mussten, reichten die staatlichen Maßnahmen aus, um eine Systemkrise mit Dominoeffekten zu verhindern. Gestiegen sind aber die Risikoprämien.

Gemessen an den CDS-Spreads haben erstrangige europäische Finanzanleihen ihre Mindererträge gegenüber anderen Anleihen zwar wieder wettgemacht, aber nachrangige Finanzanleihen liegen gegenüber erstrangigen noch immer zurück. Und der europäische Benchmarkindex für AT1-Anleihen hat seine Verluste von Mitte März erst zur Hälfte wieder aufgeholt. In den USA ist die Differenz der CDS-Spreads von Finanzanleihen und anderen Anleihen noch immer weiter als Anfang März, und man rechnet auch mit einem deutlich niedrigeren Leitzinsmaximum als vor anderthalb Monaten. Am 8. März erwartete man einen Anstieg der Federal Funds Rate auf 5,7%. Jetzt hält man gut 5% für wahrscheinlich.

Mehrere Faktoren scheinen aber weiter für eine gewisse Risikobereitschaft zu sorgen. Die Konjunkturindikatoren geben zwar nach, brechen aber nicht ein. Die Bewertungen risikoreicherer Titel schreien zwar nicht nach einem Kauf, sie sind aber alles in allem auch nicht extrem hoch. Die Märkte scheinen nicht überkauft, und die Anleger übertreiben es eher nicht. Auch die Liquidität hat seit Jahresbeginn geholfen. Dennoch halten wir angesichts der schwierigen Gesamtlage eine defensive Positionierung weiterhin für angebracht.

Erfreulich sind einmal mehr die überraschend stabilen Quartalszahlen der Unternehmen. Außerhalb des Finanzsektors liegen zwar noch nicht viele Quartalsberichte vor, doch haben die Ergebnisse der US-Banken die Märkte durchaus beruhigt. Das Reise- und Freizeitgeschäft dürfte sich bis in den Sommer hinein erholen, und andere Branchen rechnen mit einem besseren Geschäft in der zweiten Jahreshälfte. Faktorkosten und Lieferketten machen immer weniger Probleme, und die überraschend guten chinesischen Konjunkturzahlen sprechen für eine wieder stärkere Weltwirtschaft. Die Überraschungsindizes (Economic Surprise Indicators) für China und die Emerging Markets sind positiv und legen weiter zu; in China hat der Index sogar ein Allzeithoch erreicht. Unterdessen bleiben die Anleger sehr zurückhaltend, auch weil sie eine Rezession fürchten. Für antizyklische Investoren kann das nur gut sein.

Weniger erfreulich ist, dass die Finanzbedingungen noch immer straffer sind als vor den Bankenturbulenzen und dass manche Frühindikatoren auf Rot stehen. Der amerikanische Frühindikatorindex ist um fast 8% z.Vj. gefallen, was meist eine Rezession zur Folge hat, und die Fed bleibt bei ihrer scharfen Rhetorik, auch wenn der Markt für die zweite Jahreshälfte Zinssenkungen erwartet. Hinzu kommt der eskalierende Streit um die Schuldenobergrenze, der die amerikanischen CDS-Spreads bereits steigen ließ. Im Einjahresbereich liegen sie jetzt über 100 Basispunkten, und mit 76 Basispunkten Abstand zwischen dem Ein- und dem Fünfjahreszins ist die US-Zinsstrukturkurve in diesem Bereich invers wie nie. Hinzu kommen der beginnende Preiskrieg am Elektroautomarkt und

die zurückhaltenden Prognosen von Technologieunternehmen, weil Käufe hinausgezögert und IT-Investitionen verschoben werden. Auch der extrem starke Gegensatz zwischen der hohen Zinsvolatilität und der geringen Aktienmarktvolatilität irritiert.

China ist der einzige Aktienmarkt, an dem sowohl Konjunktur als auch Inflation positiv überraschen. Deshalb und wegen der steigenden Kreditvergabe stellen chinesische Papiere Mehrertrag in Aussicht. In den Industrieländern und vor allem in den USA steigen die Unternehmensgewinne trotz erfreulicher Umsätze hingegen nicht mehr so schnell, auch weil die höheren Löhne die Margen dämpfen und sich daran einstweilen wohl nicht viel ändert. Die 2023er-Gewinnprognosen könnten weiter gesenkt werden, da man bislang vor allem bei Zyklikern mit steigenden Gewinnen rechnete, sie aber besonders unter einer Rezession leiden. Die Gewinne könnten insgesamt um mehr als die jetzt erwarteten 5% schrumpfen, was Kursverluste auslösen könnte. Zwar bleiben die Anleger weiter konservativ und zurückhaltend, doch schichten viele Anleger mit hohen Kassenquoten kontinuierlich in Aktien um (und sichern ihre Portfolios ab). Dazu passt der ausgeprägte „Volatility Smile“. Die tatsächliche Volatilität hält sich aber in Grenzen, was die Portfolioabsicherung einfacher macht. Ein weiterer Lichtblick ist die wieder negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, sodass man mit Anleihen wieder diversifizieren kann. Das erleichtert den Schutz vor Verlustrisiken.

Unternehmensanleihen haben die Bankenturbulenzen so gut überstanden, dass sie noch immer im Plus liegen. Die Spreads sind jetzt zwar weiter als Anfang März, doch wurde der Anstieg durch den Rückgang der Staatsanleihenrenditen mehr als ausgeglichen. Die Unternehmensanleihenrenditen sind also gefallen, was gut für die Erträge war. Auch im Vergangenheitsvergleich sind die Renditen noch immer sehr attraktiv, doch haben sich Bank- und Industrianleihen stark auseinanderentwickelt. Insgesamt haben sich die Investmentgrade-Spreads um etwa 10 bis 15 Basispunkte ausgeweitet, aber die Spreads von Bankanleihen sind um 20 bis 35 Basispunkte und die von anderen Unternehmensanleihen nur um 5 bis 6 Basispunkte gestiegen. Derart stabile Spreads haben aber auch eine Kehrseite: Sie reichen nicht, um die drohenden Rezessionsrisiken auszugleichen. Mit durchschnittlich 135 Basispunkten sind die amerikanischen Investmentgrade-Spreads jetzt weniger als halb so hoch wie sonst bei einem Wirtschaftswachstum nahe null. Auch im Euroraum sind die Investmentgrade-Spreads mit 155 Basispunkten niedrig, und sie sind noch ein gutes Stück von den 200 bis 250 Basispunkten entfernt, die hier gemeinhin mit Nullwachstum einhergehen. Mit Mean Reversion ist nicht zu rechnen. Alles in allem spricht viel für eine Seitwärtsbewegung der Spreads in den nächsten drei Monaten und einen leichten Anstieg in den nächsten zwölf.

**[Hier können Sie unsere komplette April-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 könnte weiter abwerten, da eine mögliche harte Landung weitere Zinserhöhungen unwahrscheinlicher macht. Mehr Potenzial hat der Euro, ebenso wie in der zweiten Jahreshälfte auch der Yen. Wenn die Bank of England die Zinsen nicht wie erwartet erhöht, könnte das britische Pfund nachgeben.

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

**AKTIEN**

Entscheidend sind 2023 die Gewinnerwartungen. Der gute Jahresbeginn könnte zu Sorglosigkeit führen, weil die Geldpolitik straff bleibt und die Konjunktur unsicher ist. Die Gewinnmargen stehen unter Druck, vor allem wegen des starken Lohnanstiegs. Die Erholung Chinas hilft den Emerging Markets.

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

**ZINSEN**

Die Zinsen bleiben volatil. Die Leitzinserwartungen der Märkte könnten zu niedrig sein, sodass eine Korrektur am Anleihenmarkt nicht auszuschließen ist. Weitere Bankenprobleme sind eher ein Thema für die USA, sodass die Euroraum-Renditen eher wieder steigen könnten.

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

**CREDIT SPREADS**

Die Spreads blieben trotz der Bankenturbulenzen im März recht stabil und bilden die Rezessionsrisiken erneut nur unzureichend ab. Daran ändern auch die guten Unternehmensfinanzen nichts. Das wenig attraktive Risiko-Ertrags-Profil mahnt zur Vorsicht, doch sind die Renditen insgesamt noch immer interessant.

Quelle: AXA IM Core Investment Research, Stand 24. April 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>2,7</b>		<b>2,7</b>	
<b>Industrieländer</b>	<b>2,7</b>		<b>1,0</b>		<b>0,7</b>	
USA	2,1	2,1	1,0	1,0	0,3	0,9
Euroraum	3,6	3,2	0,7	0,6	0,6	1,1
Deutschland	1,8	1,8	0,2	0,0	0,6	1,3
Frankreich	2,6	2,6	0,6	0,5	0,6	1,1
Italien	3,7	3,8	0,6	0,6	0,5	1,1
Spanien	5,5	5,5	1,3	1,3	0,9	1,8
Japan	1,1	1,0	1,7	1,0	1,3	1,1
Großbritannien	4,0	4,0	0,0	-0,5	0,5	0,7
Schweiz	2,1	2,1	0,6	0,7	1,3	1,6
Kanada	3,4	3,4	1,2	0,6	0,9	1,4
<b>Emerging Markets</b>	<b>3,9</b>		<b>3,8</b>		<b>3,8</b>	
<b>Asien</b>	<b>4,3</b>		<b>5,0</b>		<b>4,6</b>	
China	3,0	3,0	5,3	5,3	5,0	5,2
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	3,0	1,0	1,0	1,5	1,7
Mexiko	3,1	3,0	1,2	1,3	1,8	1,9
<b>Europa</b>	<b>0,9</b>		<b>0,9</b>		<b>1,8</b>	
Russland	-2,1		1,7		1,3	1,3
Polen	4,9	4,9	0,1	0,8	2,4	3,0
Türkei	5,6	5,1	0,5	2,1	1,4	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 26. April 2023

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 26. April 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	5,00	2.–3. Mai	25.–26. Juli	31. Okt.–1. Nov.
	Leitzins		13.–14. Juni	19.–20. Sep.	12.–13. Dez.
			+0,25 (5,25)	k.Ä. (5,25)	k.Ä. (5,25)
Euroraum (EZB)	Datum	3,00	4. Mai	27. Juli	26. Okt.
	Leitzins		15. Juni	14. Sep.	14. Dez.
			+0,5 (3,5)	+0,25 (3,75)	k.Ä. (3,75)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	27.–28. April	27.–28. Juli	30.–31. Okt.
	Leitzins		15.–16. Juni	21.–22. Sep.	18.–19. Dez.
			k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	4,25	11. Mai	3. Aug.	2. Nov.
	Leitzins		22. Juni	21. Sep.	14. Dez.
			+0,25 (4,50)	k.Ä. (4,50)	-0,25 (4,25)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 24. April 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