

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



Immer mehr Rezessionszeichen – und was zeigen die Kurse?

Im Überblick

- Abschwung auf beiden Seiten des Atlantiks bestätigt
- Dennoch kein schnelles Umschwenken der Notenbanken
- Aktien und Anleihen jetzt günstiger bewertet
- Bessere Ertragsaussichten durch stabile Zinsen und Anleiherenditen
- Bei Aktien auf Wachstum und Qualität setzen

Starker Abschwung bestätigt

Die USA und Europa sind in der Realität angekommen. Weil die Inflation das Wachstum bremst, zeigen die Einkaufsmanagerindizes jetzt eine Rezession an. Aber sind wir schon so weit, dass die Inflation einfach ausläuft – indem sie die Wirtschaft so sehr schwächt, dass Zweitrundeneffekte ausbleiben? Besonders interessant an den jüngsten PMI-Daten finden wir den „unfreiwilligen Lageraufbau“. Außerdem haben die Lieferengpässe so weit nachgelassen, dass sich die Lieferzeiten im Euroraum so wenig verlängert haben wie zuletzt im Oktober 2020. Vielleicht lässt der Kostendruck jetzt endlich nach. Tatsächlich fiel es den Unternehmen wegen der hohen Nachfrage bislang leicht, höhere Preise an ihre Kunden weiterzugeben. Wer aber jetzt noch unfreiwillige Lagerbestände abbauen will, muss allmählich vielleicht doch die Preise senken.

In den USA schwächt sich der Arbeitsmarkt merklich ab. Die *Erstanträge* auf Arbeitslosengeld steigen weiter und sind jetzt wesentlich höher als 2019. Die *Folgeanträge* fallen nicht mehr, was bedeutet, dass man nach einem Arbeitsplatzverlust jetzt nicht mehr so leicht eine neue Stelle findet. Der Personalmangel dürfte daher nachlassen, und die Löhne werden wohl nicht mehr so stark steigen. Das wiederum ist Voraussetzung für einen echten Rückgang der Kerninflation. Im Vergangenheitsvergleich sind die Arbeitslosengeldanträge ohnehin nicht besonders hoch. Die Fed möchte wohl noch eine weitere Verschlechterung, um die Normalisierung der Geldpolitik guten Gewissens beenden zu können. Schließlich lagen die jüngsten Inflationszahlen deutlich über den Erwartungen, und die Konjunktur lässt bislang nur wenig nach. Die Fed wird ihre Geldpolitik daher wohl nicht zu schnell lockern.

Nicht anders ist es im Euroraum. Nachdem die EZB die Leitzinsen anders als angekündigt im Juli um 50 Basispunkte erhöht hat, steht fest, dass sie die Geldpolitik weiter normalisieren will. Wenn das reale Wirtschaftswachstum jetzt nachlässt, könnte das aber den Tauben in der EZB in die Hände spielen. Trotzdem rechnen wir auch für den September mit einem Zinsschritt von 50 Basis-

punkten. Generell werden die Finanzbedingungen straffer: Nach der EZB-Kreditgeschäftssumfrage (Bank Lending Survey) verschärfen die Banken ihre Kreditbedingungen für Unternehmen und Haushalte. Das dürfte die Konjunktur in den nächsten Quartalen weiter schwächen.

Zwar lässt das Wachstum überall nach, doch sind die Konjunkturrisiken im Euroraum besonders groß. Das erklärt auch die jüngste Euroschwäche. Bisher ist Europa zwar dem schlimmsten denkbaren Szenario entgangen, nämlich, dass Russland den Gashahn ganz zudreht. Nach einer zehntägigen „Wartungsphase“ wurden die Lieferungen wieder aufgenommen. Dennoch übt Moskau weiter Druck aus. Russland warnt vor neuen Störungen und weigert sich, die volle Kapazität von Nord Stream 1 zu nutzen. Das sorgt weiter für Irritationen und dürfte dem Geschäftsklima im Euroraum wenig zuträglich sein.

Nicht zu vergessen ist auch die Rückkehr des Fragmentierungsrisikos. Das neue Antifragmentierungsprogramm der EZB, das sogenannte Transmissionsschutzinstrument oder TPI, reicht sicher aus, um die übrigen Peripherieländer vor einer italienischen Staatsanleihenkrise zu schützen. Die Krise selbst dürfte es aber kaum verhindern können. Selbst die maßvollen Bedingungen des TPI verlangen die Einhaltung bestimmter Vereinbarungen mit der EU, woran Draghis Koalitionsregierung letztlich gescheitert ist. Italien ist jetzt auf sich allein gestellt. Ob sich die Spreads noch stärker ausweiten, hängt davon ab, inwieweit die voraussichtlichen Gewinner der vorgezogenen Wahlen am 25. September ihre Programme anpassen. Aktuelle Umfragen zufolge wird Giorgia Meloni, Vorsitzende der Fratelli d'Italia, die Wahlen als Anführerin einer Rechtskoalition gewinnen. Ihre euroskeptische Rhetorik hat sie zwar gemäßigt, aber in Steuer- und Strukturfragen gibt sie sich noch immer radikal.

Höhere Markterträge erfordern noch günstigere Bewertungen

Aufgrund der Entwicklung wichtiger Anleihen- und Aktienmärkte in diesem Jahr könnte man meinen, dass ein Abschwung oder gar eine Rezession bereits vollständig in den Kursen berücksichtigt ist. Das wäre zweifellos plausibel, wären die Risikoprämien während des Quantitative Easing nicht so stark gefallen. In der Pandemie stiegen die Bewertungen auf neue Rekorde, da die Notenbanken die Märkte mit Liquidität überschütteten und die Zinsen immer weiter senkten – und zugleich die Fiskalpolitik für mehr Nachfrage sorgte. Ein Großteil der jüngsten Bewertungskorrektur ist einfach nur die natürliche Reaktion auf das Ende dieser Maßnahmen. Die übertriebenen Kurs-Gewinn-Verhältnisse mancher Aktien und die Negativzinsen vieler Anleihen zeigten am deutlichsten, wie sehr sich die Kurse von der Realität entfernt hatten. Weil eine neue Geldpolitik nötig war, sind die Renditen nahezu aller Assetklassen seit letztem Jahr gestiegen – und wegen der größeren Unsicherheit haben auch die Risikoprämien zugelegt.

Wir haben den Eindruck, dass der Rückgang der Bewertungen am Markt für ausreichend gehalten wird. Die Straffung der Geldpolitik hat die Staatsanleiherenditen zunächst steigen lassen, am Spot- wie am Terminmarkt. Noch ist das Inflationsmaximum zwar nicht erreicht, aber die Leitzinserwartungen steigen nicht mehr. Diesen Monat gingen sie gegenüber dem Höchststand von Mitte Juni sogar wieder leicht zurück – in den USA, im Euroraum und in Großbritannien. Über alle Laufzeiten sind die Renditen gefallen, und im Juli dürfte man mit Anleihen wieder etwas verdienen. Diese Stabilisierung der Zinsen ist Voraussetzung dafür, dass sich auch andere Assetklassen wieder besser entwickeln.

Die Zinserwartungen sind deshalb nicht weiter gestiegen, weil die Investoren glauben, dass die Notenbanken mit ihrer strafferen Geldpolitik die Inflation in den Griff bekommen. Erwartet wird aber lediglich ein allmählicher Inflationsrückgang im Laufe des nächsten Jahres. Inflationsindexierte Anleihen bleiben daher interessant, auch wenn sich an der Break-even-Inflation wohl kaum etwas ändern wird. Der Ausblick für die übrigen Anleihenmärkte hängt davon ab, ob man den Unternehmen auch bei einer schwierigeren Wirtschaftslage Cashflows und solide Finanzen zutraut. Die Bewertungen lassen zurzeit aber keinen Zweifel daran: Bei den derzeitigen Unternehmensanleiherenditen und Spreads dürften die nächsten zwölf Monate Erträge liefern.

Interessant sind in diesem Zusammenhang High-Yield-Anleihen. Wenn sich die Vergangenheit wiederholt, sprechen die aktuellen Renditen und Spreads für hohe Erträge. In vier früheren Baissen waren die Spreads zwar noch deutlich höher als jetzt – zu Beginn der Pandemie, während der Energiekrise 2015, in der internationalen Finanzkrise und nach dem Platzen der Dotcom-Blase –, doch wird man die aktuelle Lage kaum als ähnlich schlecht bezeichnen können. Auch gibt es zurzeit keinen wirklichen Krisensektor: 2016 entfielen 15% des amerikanischen High-Yield-Marktes auf Energietitel, deren Spreads auf fast 2.000 Basispunkte stiegen. Heute, wo Anleihen so billig sind, kein Sektor besonders schlecht dasteht und die Ausfallquoten wohl nur auf niedrige einstellige Werte steigen, scheint der Markt attraktiv. Wenn die Zinserwartungen nicht weiter steigen, kann das für die Erträge im neuen Jahr nur gut sein – zumal Anleihen unabhängig vom aktuellen Kurs zu pari zurückgezahlt werden.

Die Bewertungen amerikanischer und europäischer Credits haben sich 2022 sowohl absolut als auch relativ verbessert, denn Renditen wie Spreads sind gestiegen. Dennoch bleiben Risikofaktoren – höhere Kurzfristzinsen, höhere Finanzierungskosten und eine schwächere Konjunktur. Ob Investmentgrade oder High Yield – Qualitätstitel stellen beeindruckende Erträge in Aussicht. Beim jüngsten Maximum war die laufende Rendite europäischer Investmentgrade-Anleihen mit einem A-Rating so hoch wie die Rendite von High-Yield-Anleihen im Dezember 2021. Heute bekommt man am Credit-Markt mehr Rendite für weniger Risiko. Für Strategien, die auf laufenden Ertrag setzen, kann das nur gut sein. Europäische Pensionsfonds und andere Investoren mit planbaren Zahlungsverpflichtungen werden sich darüber freuen.

Uneinheitlichere Entwicklung am Aktienmarkt

Auch Aktien scheinen attraktiv, doch gibt es hier mehr Unterschiede. Zum einen sind die einzelnen Märkte sehr verschieden. Nach den Konsensprognosen für die Gewinne je Aktie in den nächsten zwölf Monaten sind US-Titel wesentlich teurer als Papiere aus Europa, Großbritannien, Japan und dem übrigen Asien. Hinzu kommt der starke US-Dollar. Bewertungsorientierte Investoren könnten nicht amerikanische Titel bevorzugen, da sie günstiger sind und der Dollar im neuen Jahr wieder abwerten könnte.

Doch selbst amerikanische Aktien erscheinen jetzt attraktiver bewertet, und die „Bewertungslücke“ zwischen den USA und den übrigen Märkten ist jetzt wieder so hoch wie vor Corona. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis entspricht etwa seinem mittelfristigen Durchschnitt, und nach der jüngsten Anleihenmarktrallye hat sich die Renditedifferenz wieder zugunsten von Aktien verändert. Im letzten Jahr gab es allerdings große Performanceunterschiede zwischen Wachstums- und Substanzwerten, also zwischen „Growth“ und „Value“. Die steigenden Anleiherenditen ließen die Bewertungen von Wachstumsaktien fallen, da ihre Duration länger ist. Value-Aktien und konjunktursensitivere Titel profitierten nach dem Ende der Pandemie hingegen vom starken Anstieg der Unternehmensgewinne. Tatsächlich legten sie 2021 fast überall zu. Die Gewinne je Aktie stiegen daher insgesamt auf neue Rekordhochs.

Wenn das Gewinnwachstum jetzt nachlässt, könnten konjunktursensitivere Marktsegmente unter Druck geraten. Schon jetzt wurden die Gewinnerwartungen für dieses und nächstes Jahr leicht nach unten korrigiert. In den USA war das Gewinnwachstum in den letzten Jahren stärker. Die Gewinne waren auch nicht so konjunkturabhängig, weil Technologieaktien hier einen größeren Anteil haben. In den USA haben sich aber auch Sektoren wie Energie und Grundstoffe sowie generell Industrierwerte gut entwickelt. Ihre Gewinne sind stark gestiegen, doch könnten die Aktien stärker unter einem Gewinnrückgang leiden als etwa Titel aus den Sektoren Informationstechnologie, Gesundheit und zum Teil auch Verbraucherdienstleistungen. Hier sind die Bewertungen gefallen, und generell sind diese Aktien bei einem schwächeren Gewinnwachstum stabiler. Da sich der Gewinnausblick in Europa rasch verschlechtert, könnten die Unternehmensgewinne hier stärker unter Druck geraten als in den USA.

Die Bewertungen sind nicht alles, aber sie sind in den letzten Monaten deutlich zurückgegangen. Der positivere Zinsausblick könnte sich als zu optimistisch erweisen, wenn die Inflation überraschend hoch bleibt. Einstweilen sind stabile Zinserwartungen aber gut für Credits und Teile des Aktienmarktes. Bei Aktien kommt es jetzt auf den Gewinnausblick an. Bislang entsprachen die Unternehmensgewinne im 2. Quartal den Erwartungen. Für wirklich hohe Erträge könnte es trotzdem noch zu früh sein: Von den beiden wichtigen Performancefaktoren für Aktien ist einer aber jetzt neutral, während es bei dem anderen auf die Branche und die Einzelwerte ankommt. Firmen, die in den nächsten Quartalen ordentliche Zahlen vorlegen, dürften sich aber über eine überdurchschnittliche Performance ihrer Aktien freuen können.

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

Unsere Sicht auf Assetklassen

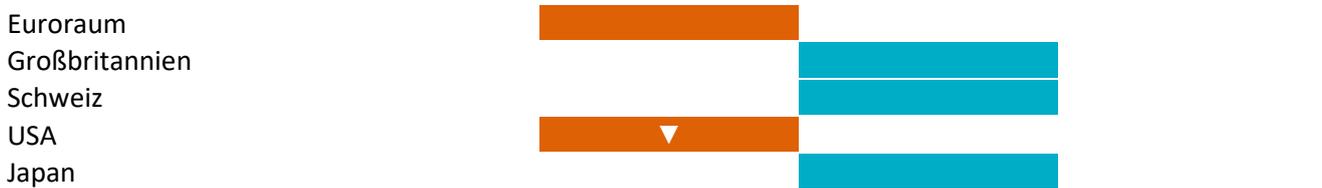
Asset-Allokation

Wichtigste Assetklassen



Aktien

Industrielländer



Emerging Markets und Sektoren



Anleihen

Staatsanleihen



Inflationsindexierte Anleihen



Unternehmensanleihen



Emerging-Market-Anleihen



Legende Negativ Neutral Positiv Letzte Änderung ▲ Anhebung ▼ Verringerung

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 25. Juli 2022

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 25. Juli 2022

* Prognose

Jahresprognosen Inflation (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
Industrieländer	0,7	3,2		7,1		3,6	
USA	1,2	4,7	4,6	8,4	7,7	4,5	3,6
Euroraum	0,3	2,6	2,5	7,6	7,2	3,5	3,2
China	2,5	0,9	0,9	2,1	2,2	2,3	2,3
Japan	0,0	-0,2	-0,2	2,2	1,9	1,0	1,2
Großbritannien	0,9	2,6	2,5	8,7	8,5	4,8	5,2
Schweiz	-0,7	0,5	0,5	2,0	2,3	1,0	1,2
Kanada	0,7	3,4	3,4	7,0	6,3	3,4	3,1

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 25. Juli 2022

* 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 2022	4. Quartal 2022	1. Quartal 2023	2. Quartal 2023
USA (Fed)	Datum		26.–27. Juli	1.–2. Nov.	31.–1. Jan./Feb.	2.–3. Mai
	Leitzins	1,50–1,75	20.–21. Sep.	13.–14. Dez.	21.–22. März	13.–14. Juni
			+1,25 (2,75–3,00)	+0,25 (3,00–3,25)	k.Ä. (3,00–3,25)	k.Ä. (3,00–3,25)
Euroraum (EZB)	Datum		21. Juli	27. Okt.	2. Feb.	4. Mai
	Leitzins	-0,50	8. Sep.	15. Dez.	16. März	15. Juni
			+1,00 (0,50)	+0,75 (1,25)	k.Ä. (1,25)	k.Ä. (1,25)
Japan (BoJ)	Datum		20.–21. Juli	27.–28. Okt.	Jan.	Mai
	Leitzins	-0,10	21.–22. Sep.	19.–20. Dez.	März	Juni
			k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum		4. Aug.	3. Nov.	Feb.	Mai
	Leitzins	1,00	15. Sep.	15. Dez.	März	Juni
			+0,75 (2,00)	+0,25 (2,25)	k.Ä. (2,25)	k.Ä. (2,25)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 25. Juli 2022

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 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