

Rückkehr der Inflation – in den USA

Monatliche Investmentstrategie

Inflation: Die USA sind anders

Nach Bidens Wahlsieg hatte die US-Zehnjahresrendite stark zugelegt, aber letzte Woche ist sie wieder unter 1,70% gefallen. Auch Realrenditen und implizite Inflationserwartungen legten zuletzt nicht weiter zu. Die Stabilisierung der Realrenditen legt nahe, dass die milde Rhetorik der Fed die Investoren überzeugt hat. Sie fürchten jetzt keine plötzliche Straffung der Geldpolitik mehr und nehmen es der Notenbank ab, dass sie eine Inflation über dem Zielwert akzeptiert – auch wenn sie den Nominalrenditenanstieg nicht aktiv bremst. Umso überraschender ist die Stabilisierung der Inflationserwartungen.

Seit einiger Zeit spricht immer mehr dafür, dass den USA eine kurzzeitige Überhitzung bevorsteht. Die jüngsten Konjunkturdaten bestätigen die rasche Erholung: Im März war der Arbeitsmarktbericht sehr ermutigend; es wurden 916.000 neue Stellen geschaffen, nach nur 468.000 im Februar (nach der Revision). Natürlich ist die Beschäftigung noch immer deutlich niedriger als vor Corona (um 5,5%), aber zwei Drittel des Stellenabbaus seit März 2020 sind wieder wettgemacht. Noch gibt es in den USA zwar hohe Überkapazitäten, doch dürfte die jüngste Outputlücken-Schätzung des Congressional Budget Office (CBO) zu pessimistisch gewesen sein. Gemessen an der Vergangenheit entspricht die aktuelle Arbeitslosenquote von 6,0% einer Outputlücke von -1,5% im 1. Quartal 2021, während das CBO -2,3% prognostizierte. Wegen der unerwartet guten Ausgangsbasis dürften die neuen Fiskalprogramme die Outputlücke wieder klar über null heben. Das spricht meist, aber nicht immer, für eine höhere Teuerung.

Tatsächlich rechnen Unternehmen und Verbraucher jetzt mit einem stärkeren Preisauftrieb. Die Preiskomponente des ISM-Index für den Dienstleistungssektor ist erneut kräftig gestiegen und lag im März zwei Standardabweichungen über ihrem Langfristdurchschnitt. Dieser Indikator eignet sich gut für die Prognose der Kerninflation auf Sicht von sechs Monaten. Nach dem jüngsten Consumer Sentiment Index der University of Michigan rechnen die Befragten in den kommenden Jahren mit 2,7% Inflation – kaum weniger als im März, als mit 2,8% die höchsten Erwartungen seit fast sechs Jahren angezeigt wurden. Der Indikator eignet sich gut zur Inflationsprognose, ebenfalls mit sechs Monaten Verzögerung: Ein einfaches erweitertes Phillipskurven-Modell mit der offiziellen Arbeitslosenquote und den Inflationserwartungen aus Michigan würde für den September einen Anstieg der US-Kerninflation auf 2% in Aussicht stellen, nach zurzeit 1,3%. Aber das bedeutet noch lange keine Inflationsspirale. Auf Sicht von mehr als sechs Monaten ist die Prognosekraft solcher Modelle gleich null – und niemand weiß, was nach dem Jahresende zu einem noch stärkeren Verbraucherpreisanstieg führen könnte, schließlich sind die Fiskalprogramme dann fast vollständig vorbei. Entscheidend für das Wachstum im kommenden Jahr wird sein, ob das Ende der Konjunkturprogramme oder der Abbau der hohen Haushaltsersparnisse das Wachstum bestimmt. Auch dürfte Bidens Infrastrukturprogramm, das erst noch durch den Kongress gebracht werden muss, die Wirtschaft längst nicht so stark stützen wie die bisherigen Hilfen. Das

Im Überblick

- Außerhalb des Finanzsektors steigen in den USA die Inflationserwartungen. Ein grundlegend neues Inflationsregime nach Corona ist aber unwahrscheinlich – und falls doch, würde es sich auf die USA beschränken.
- Die inflationsbereinigten Erträge von Aktien sind meist höher.
- High Yield dürfte eine höhere Teuerung besser überstehen als andere Anleihen.

könnte erklären, warum die impliziten Inflationserwartungen zuletzt nicht mehr stiegen, nachdem sie zunächst stärker zulegt hatten als die Erwartungen von Unternehmungen und Haushalten.

Natürlich gibt es auch Argumente für eine hohe US-Inflation in der Zeit nach Corona, was dann ganz anders wäre als nach der internationalen Finanzkrise. Biden könnte sich zu einem unerwartet starken Politikwechsel entschließen. Er befürwortet nicht nur eine aktivistische Fiskalpolitik, sondern ist auch ein Freund der Gewerkschaften. Eine strengere Regulierung des US-Arbeitsmarktes könnte einen stärkeren Lohnanstieg bewirken.

Aber all das gilt ausschließlich für die USA. In Europa ist die Fiskalpolitik keineswegs so expansiv, dass der Anstieg der Binnen- nachfrage mehr ist als eine rein technische Erholung nach Corona – und die schwachen Finanzen vieler Unternehmen machen einen starken Lohnanstieg in den nächsten Jahren unwahrscheinlich. Beim Average Inflation Targeting, der Steuerung der Durchschnittsinflation, zögert die Europäische Zentralbank (EZB) noch immer; ein echtes Überschießen der Teuerung scheint sie noch nicht zu akzeptieren. In China wiederum möchte man zu starke Konjunkturprogramme vermeiden und bemüht sich, dem Kreditmengenwachstum Einhalt zu gebieten. Andere wichtige Emerging-Market-Notenbanken – in Brasilien, Russland und der Türkei – müssen ihre Geldpolitik sogar straffen.

Natürlich hätte eine Rückkehr der Inflation in den USA weltweite Folgen. Der US-Dollar ist die weltweite Leitwährung, und der amerikanische Anleihemarkt ist groß. Unerwartet straffe Finanzbedingungen in den USA könnten daher Auswirkungen auf andere Länder haben. Und doch rechnen wir nicht mit einer weltweiten Rückkehr der Inflation. Da die Deglobalisierung bislang noch nicht stattgefunden hat, können amerikanische Verbraucher und Produzenten noch immer viele Waren aus Ländern beziehen, deren Konjunktur noch nicht so weit ist, selbst wenn den USA als einzigem Land eine Überhitzung droht. Das wird die Inflation bremsen. Was das dann für die einzelnen Regionen bedeutet, hängt vom Dollar ab. Sein Wechselkurs bestimmt die Teuerung in vielen Emerging Markets.

Investieren, wenn die Inflation ein wenig steigt

Wenn die US-Inflation etwas zulegt, passend zum höheren Wirtschaftswachstum, dürften die Realerträge von Aktien über denen von Anleihen liegen. Natürlich kann sich dies ändern, wenn die Fed zu einer strafferen Geldpolitik gezwungen ist und die Wachstums-erwartungen abnehmen. Einstweilen aber können sich Aktieninvestoren an der milden Rhetorik der Notenbank erwärmen. Die Anleihenrenditen sind zuletzt gestiegen, aber die Realrenditen liegen noch immer deutlich unter null. Wenn die Inflation also steigt, könnten die Realrenditen von US-Staatsanleihen niedrig, wenn nicht negativ sein.

In den letzten 30 Jahren kam den Realrenditen von US-Staats- und Unternehmensanleihen zugute, dass die Inflation regelmäßig hinter den Erwartungen zurückblieb. Doch in den letzten zehn Jahren sind die Realrenditen von Staatsanleihen gefallen, auch wegen der extrem niedrigen Zinsen seit der internationalen Finanzkrise. Wenn sich die Kerninflation über 2,0% einpendelt, entsprechend dem Ziel der Fed, und die geldpolitischen Hilfen allmählich auslaufen, stellt die aktuelle Zehnjahresrendite von 1,6% nichts Gutes in Aussicht. Wenn die Renditen langsam steigen, fallen die Erträge. Es ist äußerst unwahrscheinlich, dass die Realrenditen von Staatsanleihen wieder auf 3% steigen, den Durchschnitt der letzten 30 Jahre. Selbst der Zehnjahresdurchschnitt von 1,5% scheint schwer zu erreichen.

Die Realrenditen von Investmentgrade- und High-Yield-Anleihen waren zuletzt höher. Dafür haben die höheren Renditen und der hohe Wertzuwachs aufgrund des Quantitative Easing gesorgt. Mit seiner Indexrendite von 4,0% kann der High-Yield-Markt einen Anstieg leichter abfedern als die niedriger verzinslichen höherwertigen Anleihen. Wenn die Zinserwartungen und die Inflation erneut steigen, ist auch die meist kurze Duration von High-Yield-Anleihen gut. Zweifellos werden sie nicht so stark betroffen sein wie zinssensitivere Marktsegmente.

Der letzte, rekordverdächtige US-Aufschwung kam nur durch Corona zum Stillstand. In diesem Jahr des Neustarts und der Erholung könnte die US-Wirtschaft erneut wachsen, zumal niemand eine vorzeitige Straffung der Geld- oder Fiskalpolitik plant. Falls die Inflation nicht deutlich zulegt, werden Aktien weiter vorn liegen. In den letzten 30 Jahren waren die realen Erträge amerikanischer Aktien zweieinhalbmal so hoch wie die von Staatsanleihen und fast doppelt so hoch wie die von Credits. Im letzten Jahrzehnt waren die Unterschiede sogar noch größer. Die Dividendenrenditen sind mit etwa 1,5% beim S&P 500 moderat, doch das Gewinnwachstum dürfte weiter für attraktive Realerträge sorgen, auch wenn die Bewertungen zurzeit hoch erscheinen. Die Gewinnsaison hat zwar gerade erst begonnen, aber ihr Anfang war beeindruckend, vor allem wegen der unerwartet guten Zahlen der großen Wall-Street-Banken. Insgesamt wird für das nächste Jahr ein Gewinnwachstum von 20% erwartet.

Investoren sollten die Inflationsdiskussion und die Zahlen genau im Blick behalten. Die ungünstigste Entwicklung für die USA wäre ein unerwarteter Inflationsanstieg bis ins Jahr 2022 hinein, der die Fed zu einer frühzeitigen Straffung der Geldpolitik zwänge. Straffere Finanzbedingungen würden das Wachstum bremsen, und weniger Wachstum wäre schlecht für Aktien. Doch selbst dann dürften Aktien langfristig den besten Inflationsschutz bieten, es sei denn, wir erleben eine Stagflation wie in den 1970er-Jahren. Aber das ist wirklich ein sehr unwahrscheinliches Extremrisiko. Ebenso ungünstig für Aktien wären aber Deflationssängste, so wie in den ersten Jahren nach der Jahrtausendwende. Auch damit rechnen wir nicht, aber es wäre das einzige Szenario, in dem Anleihen deutlich vor Aktien liegen könnten.

Aktien liegen meist vorn, und auf Sicht von gut einem Jahr wird es in unserem Szenario nicht anders sein. Das gilt auch für Europa, zumal die Inflation die Realrenditen hier weniger stark dämpfen dürfte. Die Anleiherenditen sind dieses Jahr gestiegen, aber die Inflationserwartungen sind es auch. Wenn sie sich bewahrheiten, wird dies die realen Erträge von Anleihen dämpfen. Langfristig werden die Anleiherenditen aber wohl weiter steigen, und irgendwann dürften Anleihen auch wieder höhere Realerträge in Aussicht stellen. Bis dahin rechnen wir aber mit einer Konjunktorentwicklung, bei der Aktien besseren Schutz vor einer höheren Teuerung bieten – trotz der oben erwähnten Inflationsrisiken.

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

Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. April 2021

* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. April 2021

* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik						
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)						
		Aktuell	1. Quartal 2021	2. Quartal 2021	3. Quartal 2021	4. Quartal 2021
USA (Fed)	Datum	0–0,25	26.–27. Jan. 16.–17. März	27.–28. April 15.–16. Juni	27.–28. Juli 21.–22. Sep.	2.–3. Nov. 14.–15. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (00,25)	k.Ä. (0–0,25)
Euroraum (EZB)	Datum	-0,50	21. Jan. 11. März	22. April 10. Juni	22. Juli 9. Sep.	28. Okt. 16. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)	k.Ä. (-0,50)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	20.–21. Jan. 18.–19. März	26.–27. April 17.–18. Juni	15.–16. Juli 21.–22. Sep.	27.–28. Nov. 16.–17. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	0,10	4. Feb. 18. März	6. Mai 24. Juni	5. Aug. 23. Sep.	4. Nov. 16. Dez.
	Leitzins		k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 21. April 2021

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

Unsere Analysen finden Sie auf unserer Webseite: <http://www.axa-im.com/en/insights>



Insights Hub

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

www.axa-im.com/insights

Wichtige Hinweise

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten/Investmentfonds noch eine Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Weder MSCI noch andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte übernehmen eine explizite oder implizite Garantie bzw. Zusicherung für die Richtigkeit der Daten (sowie die auf ihrer Grundlage erhaltenen Ergebnisse) und sind in keiner Weise für die Korrektheit, Genauigkeit, Vollständigkeit, Verkehrsfähigkeit und Eignung der Daten für bestimmte Zwecke verantwortlich. Unabhängig davon haften weder MSCI noch die mit MSCI verbundenen Unternehmen und andere an der Zusammenstellung, Berechnung und Erstellung der MSCI-Daten Beteiligte in keiner Weise für direkte, indirekte besondere, mit Entschädigungszahlungen verbundene sowie andere Schäden und Folgeschäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie zuvor über die Möglichkeit entsprechender Forderungen aufmerksam gemacht wurden. Die MSCI-Daten dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht weitergegeben oder weiterverbreitet werden.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

© AXA Investment Managers 2021. 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