

# Der Dotplot: Auf den Punkt?

## Monatliche Investmentstrategie

### Was will die Fed?

Das Interessanteste am Statement nach der Offenmarktausschusssitzung im Juni ist weniger die neue Medianprognose. Für sehr viel spannender halten wir die Meinungsverschiedenheiten der Ausschussmitglieder. Wie auch immer: Die Märkte hatten den Dotplots schon lange nicht mehr getraut und bezweifelt, dass die Leitzinsen erst 2024 angehoben werden. Die neue Prognose von zwei Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte bereits 2023 scheint realistischer; schon Ende letzten Jahres war sie unser Basisszenario. Dennoch bleibt die Geldpolitik äußerst expansiv: Auch eine frühere Straffung ändert nichts daran, dass die Outputlücke beim ersten Zinsschritt schon seit zwei Jahren geschlossen sein dürfte. Vermutlich war es bereits im 2. Quartal 2021 so weit.

Der Offenmarktausschuss scheint sich aber nicht mehr so einig zu sein. Nach wie vor erwarten fünf Mitglieder keinerlei Zinserhöhungen vor 2024, während sieben (nach nur vier im März) schon im kommenden Jahr damit rechnen. Es geht aber nicht allein um den Zeitpunkt des ersten Zinsschritts. Die größten Falken im Offenmarktausschuss gehen jetzt davon aus, dass die Fed zu mehreren schnellen Zinserhöhungen gezwungen sein wird. Fünf Mitglieder erwarten für 2023 eine Federal Funds Rate über 1,0%. Im März waren es nur zwei. Diese Polarisierung passt dazu, dass sich die Volkswirte über die Inflationsentwicklung zurzeit generell uneins sind, wie wir schon seit Monaten schreiben. Dass die Medianprognose für den ersten Zinsschritt aber noch immer weit in der Zukunft liegt, spricht dafür, dass die meisten Offenmarktausschussmitglieder den Inflationsanstieg weiterhin für vorübergehend halten. Dennoch machen die letzten Zahlen einigen Mitgliedern Sorgen. Sie wollen verhindern, dass die Inflationserwartungen nachhaltig über das Notenbankziel steigen. James Bullard, Präsident der St. Louis Fed, fasst es im CNBC-Interview am 18. Juni so zusammen: „Das sind große Zahlen, und wir müssen handlungsfähig sein.“

Selbst die größten Befürworter einer expansiven Fiskalpolitik bezweifeln, dass Bidens Konjunkturprogramme wirklich nötig sind. Die Notenbank muss zwei Risiken gegeneinander abwägen: Die Konjunkturprogramme können zu einer Überhitzung der Wirtschaft führen, sodass die Inflation zu lange zu hoch bleibt, wenn die Fed nicht gegensteuert. Wenn sie die Geldpolitik aber zu früh strafft, riskiert sie ein plötzliches Ende der fiskalpolitischen Maßnahmen, obwohl die Wirtschaft noch nicht über den Berg ist.

Die neue Steuerung der Durchschnittsinflation führt dazu, dass die Notenbank vor einer Zinsnormalisierung jetzt länger abwartet, ob sich die Wirtschaft überhitzt. Das soll eine zu frühe Straffung verhindern. Die Inflation kann vielleicht über das Ziel hinausschießen, aber der Fiskus würde von niedrigen Zinsen profitieren. Wenn die Zinserhöhungen beginnen, könnten die

### Im Überblick

- Die jüngste Offenmarktausschusssitzung ließ Meinungsverschiedenheiten erkennen. Vielleicht werden die Zinsen schon früher steigen.
- Die Unsicherheit über die künftige Fiskalpolitik macht Konjunkturprognosen nicht einfacher.
- Die Anleiherenditen scheinen gemessen an den mittelfristigen Indikatoren niedrig. Das hat technische Gründe.
- Die positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen dürfte bald vorbei sein.
- Unser positiver Wachstums- und Inflationsausblick für die USA spricht dafür, dass die Zinsen irgendwann steigen.
- Diversifikation bleibt wichtig, weil Umschichtungen zwischen den Assetklassen, die Steigung der Zinsstrukturkurve und die Marktführerschaft bei Aktien in diesem nicht alltäglichen Aufschwung nur schwer prognostizierbar sind.

Staatsfinanzen schon wieder solider sein, sodass massive Ausgabenkürzungen vermieden werden könnten. Allerdings könnten immer mehr Offenmarktausschussmitglieder bedenken, dass die langfristigen Inflationserwartungen bei zu langem Zögern vielleicht deutlich und nachhaltig über den Zielwert steigen. Ob sich am Ende die Falken oder die Tauben durchsetzen, könnte davon abhängen, wie sich die Fiskalpolitik zum Jahresende verhält. Noch herrscht hier große Unsicherheit, weil die demokratische Mehrheit im Senat äußerst knapp ist.

Berücksichtigen müssen wir auch die finanzielle Stabilität. Ein interessanter Nebeneffekt der Fed-Äußerungen zur Monatsmitte war der deutliche Rückgang der Aktienkurse. Wenn selbst der kleinste Hinweis auf eine mögliche Zinserhöhung irgendwann im Jahr 2023 risikobehaftete Papiere aus dem Tritt bringt, denken die Falken vielleicht zweimal nach, bevor sie zu intensiv auf Zinserhöhungen schon im nächsten Jahr drängen. So oder so – zurzeit fühlen wir uns mit unserer Prognose wohl, dass die Zinsen 2023 zweimal angehoben werden.

Kommen wir zum Anleihemarkt. Die Zehnjahresrendite hat auf all das nur wenig reagiert. Allerdings ist die Zinsstrukturkurve sehr viel flacher geworden. Der Anstieg der Fünfjahresrendite zeigt, dass mit einer früheren Straffung der Geldpolitik gerechnet wird. Der Rückgang der sehr langfristigen Renditen – um fast 20 Basispunkte im 30-Jahres-Bereich – zeigt die Erwartung, dass eine weniger milde Fed auf Dauer besser vor Inflation schützt, wenn die Preise zum Ende der Coronakrise Auftrieb erhalten. So plausibel diese Renditeänderungen sein mögen, so überraschend erscheint uns aber das Renditeniveau. Wir halten die Langfristprognose des Offenmarktausschusses für die Federal Funds Rate für ein gutes Proxy für den Gleichgewichtszins. Dessen Median beträgt 2,5%, so viel wie im März. Die 30-Jahres-Renditen liegen zurzeit aber fast 50 Basispunkte unter diesem Gleichgewichtszins, vor allem, wenn man eine Laufzeitprämie berücksichtigt. Das signalisiert einen ausgeprägten und aus unserer Sicht übertriebenen Optimismus für das langfristige nominale BIP-Wachstum.

Auch die Markttechnik ist wichtig. In den letzten zehn Jahren haben wesentlich mehr amerikanische Banken in US-Staatsanleihen investiert. In der zweiten Jahreshälfte 2020 waren sie bei Banken sogar erstmals beliebter als bei Pensionsfonds. Nach den Wochendaten der Fed hat es 2021 noch keine Trendwende gegeben. Dies könnte auch erklären, warum man sich am US-Anleihemarkt keine großen Sorgen macht und die Renditen wieder unter ihr Märzhoch von 1,74% gefallen sind. Dass seit der internationalen Finanzkrise immer mehr US-Banken in Staatsanleihen investieren, hat auch mit dem Regulierungsdruck zu tun. Er hat sie gezwungen, mehr in risikoarme, liquide Titel zu investieren. Zu dieser Flucht in die Sicherheit kam dann noch die „Guthabenschwemme“ aufgrund der Pandemie hinzu. Die Sparquote ist enorm gestiegen.

Wer eher mit einer strafferen US-Geldpolitik rechnet, unterstellt auch, dass der Euro nicht so stark aufwertet und es der EZB damit leichter gemacht wird – zumindest so lange, wie sie ihr Pandemie-Notfallkaufprogramm (PEPP) beibehält. Der EZB-Rat dürfte einen recht ruhigen Sommer haben. Gegen Ende des Jahres dürfte es aber wieder zu Diskussionen kommen. Vermutlich im März 2022 wird man entscheiden müssen, wie es mit dem gewöhnlichen Quantitative Easing weitergeht, wenn das PEPP ausläuft. Wir sind zuversichtlich, dass sich dann eine Mehrheit für mehr Anleihenkäufe findet. Allerdings wären wir sehr überrascht, wenn der Nettoeffekt aus dem Ende des PEPP und den höheren regulären Käufen auf den europäischen Anleihemarkt nicht negativ ist. Die Renditen werden dann wohl etwas steigen.

## **Konjunktur ist nicht alles**

Das Zusammenspiel von Konjunktur und technischen Faktoren am US-Anleihemarkt wird es den Investoren weiterhin nicht leicht machen. Die letzten drei Monate haben gezeigt, dass man auf einer einfachen Prognose der Markttrichtung kaum eine kluge Investmentstrategie aufbauen kann. Wer allein auf die Konjunktur gesetzt hätte, hätte die beeindruckende Anleihenralley und die deutliche Veränderung der Zinsstrukturkurve verpasst. Wir haben bereits auf die Bedeutung technischer Faktoren hingewiesen – und auf die umfangreichen Käufe von US-Staatsanleihen durch US-Banken, deren Einlagen letztes Jahr massiv gestiegen sind. Niemand weiß, wann diese technischen Faktoren nachlassen, sodass die Konjunktur für einen deutlichen Renditeanstieg in den USA sorgen kann. Man muss aber möglichst alle kursrelevanten Faktoren berücksichtigen. In den letzten zehn Jahren wurde immer klarer, wie wichtig die Markttechnik ist, vor allem bei Anleihen.

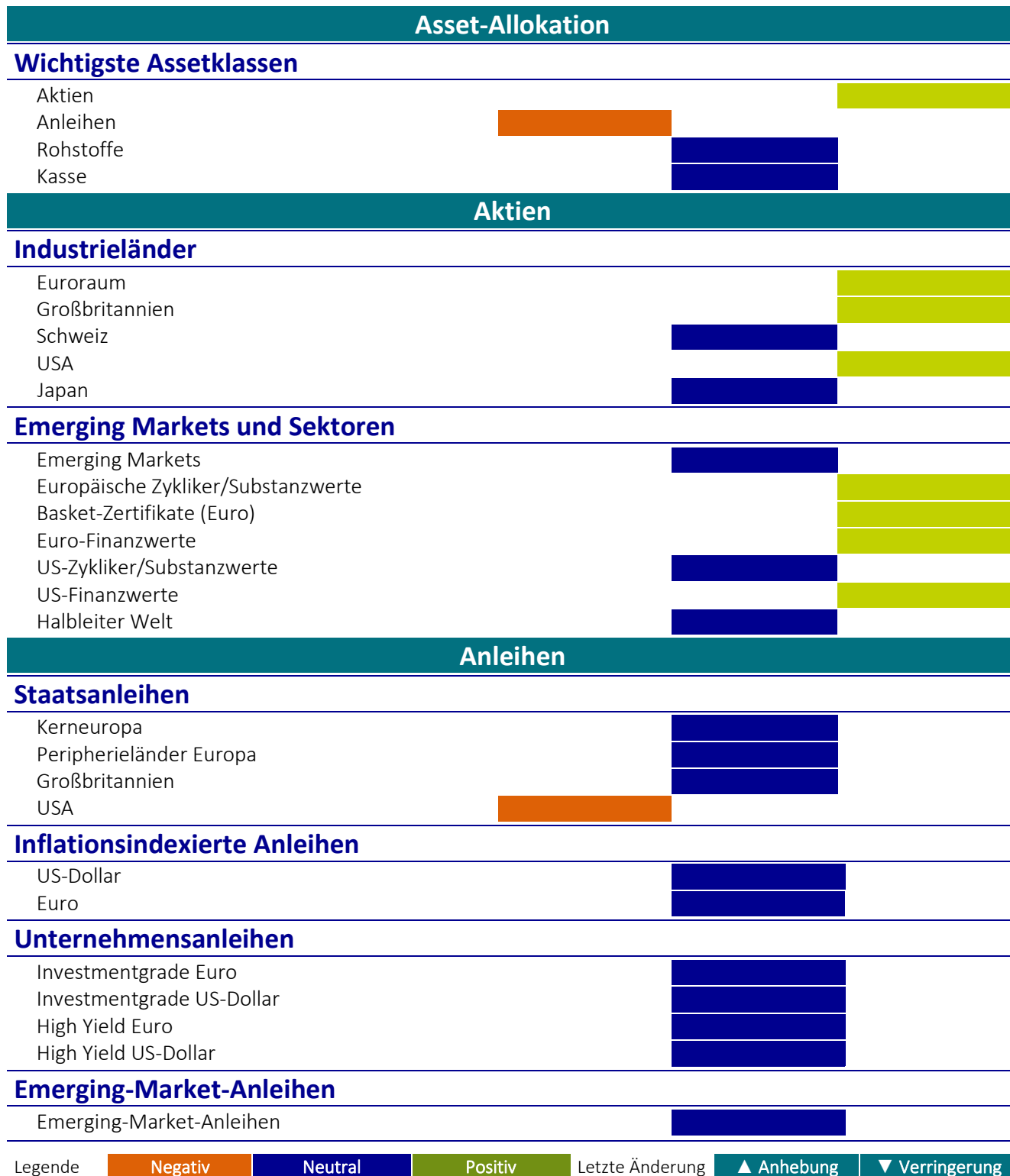
Damit die US-Renditen deutlich steigen, müssen auch die Realrenditen zulegen. Damit ist vor allem dann zu rechnen, wenn die Fed die Geldpolitik strafft. In jedem der drei letzten Zinserhöhungszyklen sind die Realrenditen gestiegen, sodass die Nominalrenditen kurz vor dem Leitzinshoch ihren Höchststand erreichten. In den nächsten zwei bis drei Jahren könnte viel zusammenkommen. Vermutlich wird die Fed aufhören, Staatsanleihen zu kaufen. Auch die Banken könnten weniger Staatsanleihen halten, wenn die Konjunkturprogramme wirken und sie daher wieder mehr Kredite vergeben. Hinzu kommen die Leitzinserhöhungen. All dies dürfte die Renditen steigen lassen. Im letzten Zinserhöhungszyklus hat sich der Benchmarkindex für US-Staatsanleihen während der gesamten Zeit mit steigenden Leitzinsen weitgehend seitwärts bewegt. Das könnte sich wiederholen, schließt aber vorübergehende Verluste nicht aus.

Einen Hinweis auf den Zeitpunkt eines möglichen Renditeanstiegs liefert die jüngste positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. Die Aktienkurse sind gestiegen, aber die Anleiherenditen sind gefallen. Die Vergangenheit zeigt, dass solche positiven Korrelationen nicht von langer Dauer sind. Längerfristig ändert sich nichts an der strukturellen negativen Korrelation zwischen Aktien und risikolosen Renditen. Wenn die Anleiherenditen steigen, könnte es wieder so weit sein – weil sich die Investoren dann der Konjunkturfaktoren bewusst werden und die Aktienkurse weiter vom hohen Wirtschaftswachstum profitieren.

Unser Portfoliomanagementteam hält das Marktumfeld noch immer für günstig für Aktien und Credits. Aber nicht nur Zinsprognosen sind schwierig. Es ist auch nicht leicht vorherzusehen, was die Aktienmärkte beeinflusst. In den letzten Monaten kam es zu deutlichen Marktrotationen zwischen verschiedenen Stilen und Größenklassen. Dieser ungewöhnliche Konjunkturzyklus dürfte weitergehen, und noch ist die Pandemie nicht zu Ende. Es wird alles andere als leichter, große Veränderungen der Marktführerschaft bei Aktien, der Form der Zinsstrukturkurve und der relativen Erträge verschiedener Assetklassen zu prognostizieren. Diversifikation ist daher nach wie vor sehr wichtig, sowohl innerhalb der Assetklassen als auch in einem Multi-Asset-Portfolio. Für den Konjunkturausblick sind wir optimistisch, ebenso wie für die mittelfristige Inflationsentwicklung. Irgendwann werden die Zinsen aber zu steigen beginnen. Schon jetzt hat die Fed die Märkte davor gewarnt.

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

# Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Research, Stand 23. Juni 2021

## Konjunkturprognosen im Überblick

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Juni 2021

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 23. Juni 2021

\* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Zentralbankprognosen

<b>Zentralbankpolitik</b>						
<b>Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)</b>						
		<b>Aktuell</b>	<b>1. Quartal 2021</b>	<b>2. Quartal 2021</b>	<b>3. Quartal 2021</b>	<b>4. Quartal 2021</b>
<b>USA (Fed)</b>	Datum	0–0,25	27.–28. April 15.–16. Juni	27.–28. Juli 21.–22. Sep.	2.–3. Nov. 14.–15. Dez.	25.–26. Jan. 15.–16. Mrz.
	Leitzins		k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)
<b>Euroraum (EZB)</b>	Datum	-0,50	22. April 10. Juni	22. Juli 9 Sep.	28. Okt. 16. Dez.	20. Jan. 10. Mrz.
	Leitzins		k.Ä. (-0.50)	k.Ä. (-0.50)	k.Ä. (-0.50)	k.Ä. (-0.50)
<b>Japan (BoJ)</b>	Datum	-0,10	26.–27. April 17.–18. Juni	15.–16. Juli 21.–22. Sep.	27.–28. Nov. 16.–17. Dez.	Unbestätigt Unbestätigt
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
<b>Großbritannien (BoE)</b>	Datum	0,10	6. Mai 24. Juni	5. Aug. 23. Sep.	4. Nov. 16. Dez.	3. Feb. 7. Mrz.
	Leitzins		k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)	k.Ä. (0,10)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 23. Juni 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](http://www.axa-im.com/insights)

### 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.

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.

Alle Informationen in diesem Dokument basieren auf öffentlichen Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen. 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 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