

# Inflationsangst

## Monatliche Investmentstrategie

### Nur das Wesentliche zählt

Die US-Inflation im April war ein Schock. Sowohl der Gesamtwert als auch die Kernrate waren überraschend hoch. Jetzt passiert das, was wir erwartet hatten: Die Verbraucherpreise steigen deutlich, aber zumindest in den nächsten Monaten wird es sehr schwierig sein, zwischen Wichtigem und Unwichtigem zu unterscheiden. Noch gibt es keinen Beweis dafür, dass die Inflation in den USA wirklich nachhaltig zulegt. Und doch scheint klar, dass man bei einer sorgfältigen Analyse aller Informationen zu dem Schluss kommt, dass ein Anstieg wahrscheinlicher geworden ist.

Beginnen wir mit dem Unwichtigen, dem Noise: Ein wesentlicher Teil des Anstiegs der Kerninflation lässt sich mit einigen Gütergruppen erklären, die weniger als 5% des Index ausmachen. Engpässe sorgen für – bisweilen deutlich – höhere Preise, etwa im Automobilssektor. Angebotsknappheiten wie der weltweite Halbleitermangel sind aber nicht die Folge einer Überhitzung, zumindest noch nicht. Die Falken verweisen auf die steigenden Löhne, vielleicht eine Folge von Arbeitskräftemangel. Und doch gibt es viel Noise. Im April sind die durchschnittlichen Stundenlöhne zwar um 0,7% gestiegen, aber auch hier waren die Unterschiede zwischen den Branchen groß. In der Freizeitbranche und dem Gastgewerbe wurden 331.000 Stellen wieder besetzt. Allerdings ist auch der Anteil der Führungskräfte gestiegen, also der besser bezahlten Mitarbeiter.

Und doch könnte die höhere Teuerung dauerhaft werden, wenn sich die Erwartungen ändern. Deshalb halten wir die Umfragen zu den Inflationserwartungen für so wichtig. Sie sagen zwar nicht viel über den Preisauftrieb in mehr als einem halben Jahr aus, geben aber doch gute Hinweise auf kurzfristige Tendenzen, wenn man vom Noise abstrahiert. Die Botschaft ist klar: Die Inflationsängste nehmen zu. Nach der Umfrage der Universität Michigan sind die Fünfjahres-Inflationserwartungen im Mai auf 3,1% gestiegen, den höchsten Wert seit 2011.

Der Offenmarktausschuss der Fed um seinen Vorsitzenden Jerome Powell schien sich einig, dass man erst einmal abwarten muss. Dafür gibt es auch gute Gründe, vor allem die Möglichkeit einer Konjunkturdelle, wenn Bidens Nothilfen auslaufen. Das gilt erst recht, wenn das Investitionsprogramm, über das mit den Republikanern verhandelt wird, unerwartet klein ausfällt. Bis dahin könnten aber die Löhne nicht nur wegen des Neustarts der Wirtschaft, sondern strukturell steigen – und eine Kostendruckinflation auslösen. Hinzu kommen Gesetzesinitiativen wie der PRO Act (Protecting the Right to Organize Act). Sind sie erfolgreich, würde die Macht der Gewerkschaften in der amerikanischen Privatwirtschaft wachsen. Auch gibt es Vorschläge für einen Mindestlohn, die der Senat noch blockiert. Dann könnten die milde Haltung der Fed und die großzügige Fiskalpolitik bei den Haushalten Ängste schüren und die Inflationserwartungen weiter steigen lassen. Die Fed dürfte sich davon zwar nicht beirren lassen, könnte aber dennoch in diesem Sommer stark unter Druck geraten, wenn sich der Preisauftrieb beschleunigt. Und die Renditen dürften dann ebenfalls zulegen.

### Im Überblick

- Zwar gibt es noch keinen Beweis, aber ein nachhaltiger Anstieg der US-Inflation wird wahrscheinlicher.
- Selbst wenn die Verbraucherpreise auch in Europa vorübergehend stärker zulegen, ist eine strukturell höhere Teuerung hier weniger wahrscheinlich. Dennoch wird sich die EZB mit den Folgen der US-Inflation für europäische Anleihen befassen müssen.
- Entscheidend für die weitere Preisentwicklung wird aber die Coronalage sein. Die jüngsten Daten waren uneinheitlich.
- Auch der Rohstoffpreisanstieg im Zuge des Aufschwungs fördert die Inflations Sorgen.
- Bei steigenden Rohstoffpreisen legen Aktien und kurz laufende High-Yield-Anleihen meist zu.

Im Euroraum ist der Neustart der Wirtschaft noch nicht so weit wie in den USA. Da auch die Fiskalpolitik weniger expansiv ist, ist ein drastischer Inflationsanstieg hier sehr viel unwahrscheinlicher. Allerdings könnten auch hier Basiseffekte und Engpässe ähnlich wie in den USA zu einer vorübergehend höheren Teuerung führen. Doch selbst vor Corona hatte die Europäische Zentralbank nicht damit gerechnet, dass die Inflation bis zum Ende des Prognosezeitraums auf ihren Zielwert steigt. Das Ausgangsniveau ist in Europa also sehr viel niedriger als in den USA. Das stärkt jene Mitglieder des EZB-Rats, die ein gewisses Überschießen der Inflation durchaus akzeptieren würden, damit sich die Erwartungen wieder dem offiziellen Notenbankziel nähern. Klarer sehen werden wir aber wohl erst, wenn die EZB die Überprüfung ihrer Strategie abgeschlossen hat, also frühestens im September. In den nächsten Monaten geht es vor allem darum, ein noch stärkeres Übergreifen der Entwicklungen in den USA auf den europäischen Anleihenmarkt zu verhindern. Noch ist unklar, ob die EZB dazu ihr Pandemie-Notfallkaufprogramm (PEPP) aufstockt. Unseres Wissens rechnet aber zumindest ein führender Broker zurzeit mit dem Gegenteil – einer Senkung der Anleihenkäufe ab der Junisitzung. Wir hielten dies für riskant, würde es doch die erforderliche Entkopplung von den USA erschweren und vielleicht auch den Euro aufwerten lassen.

Die Meinungen zur Inflationsentwicklung könnten auseinanderdriften, wenn der Neustart der Wirtschaft langsamer kommt als erwartet. In Europa machen die Impfungen weitere Fortschritte. Wir können aber nicht ausschließen, dass es am Ende zu den gleichen Problemen kommt wie in den USA, wo sich ein harter Kern an Impfgegnern verweigert. Es kommt daher immer wieder zu kleineren Ausbrüchen, die zu neuen Lockdowns zwingen. Japan hat gerade in drei weiteren Präfekturen den Notstand verhängt, und in Singapur wurden wieder strenge Kontaktbeschränkungen eingeführt. In Großbritannien bereitet Premierminister Johnson das Land darauf vor, dass sich die Öffnungen aufgrund der zunehmenden Verbreitung der indischen Mutation im englischen Nordwesten verzögern könnten. Der Neustart der Weltwirtschaft ist nicht ohne Hindernisse.

## **Steigende Rohstoffpreise durch Angebotsengpässe**

Auch die Rohstoffpreisentwicklung trägt zur Inflationsangst bei. Viele Rohstoffe – aus Energie, Industrie und Landwirtschaft – sind dieses Jahr deutlich teurer geworden. Dadurch stiegen auch die Kosten der Industrie, was sich in steigenden Produzentenpreisen und den Preiskomponenten der Einkaufsmanagerindizes zeigt. Viele Unternehmen weisen in ihren aktuellen Quartalsberichten auf höhere Inputkosten hin. Viel spricht dafür, dass sie nicht an die Verbraucher weitergegeben werden. Dennoch müssen Investoren und Notenbanken wachsam bleiben.

Generell gilt, dass bei einer Konjunkturerholung oft auch die Rohstoffpreise steigen, vor allem nach einem so plötzlichen Einbruch wie letztes Jahr. Die Nachfrage hat sich in den letzten Monaten schneller erholt als in einem gewöhnlichen Konjunkturzyklus, und das Angebot war weltweit knapper. Üblicherweise lässt die Rohstoffpreis-inflation allmählich nach, wenn das Angebot auf die höhere Nachfrage reagiert. Trotzdem kann der Preisdruck zu Beginn des Zyklus die Verbraucherpreise steigen lassen. Auch können die Produzentenpreise entlang der Wertschöpfungskette zulegen. So sind die Frachtkosten stark gestiegen, weil viele Container letztes Jahr eingemottet worden waren. Als sich der Außenhandel erholte, waren sie nicht schnell genug verfügbar.

Die Gesamterträge von Aktien und die Mehrerträge von Credits sind meist positiv mit steigenden Rohstoffpreisen korreliert. Dies liegt daran, dass ein rascher Anstieg der Endnachfrage die Unternehmensgewinne stärkt und es den Unternehmen dann leichter fällt, die höheren Kosten aufzufangen. So lange keine Vollbeschäftigung herrscht, sollten sich Investoren keine zu großen Sorgen wegen fallender Gewinnmargen machen. In manchen Sektoren werden aber nicht allein steigende Rohstoffpreise, sondern auch Knappheiten zu einem Problem. Der Halbleitermangel ist wohl bekannt; er betrifft zahlreiche Sektoren wie Automobilindustrie und Technologie. In den USA hat der boomende Bausektor mit Knappheiten an Grundstoffen (und höheren Preisen) zu kämpfen, etwa von Holz. Die Performance von Technologieaktien ist seit der Berichtssaison für das 1. Quartal enttäuschend. Die Investoren fürchten, dass auch die Hardwareproduktion gestört wird und der Absatz dadurch fällt.

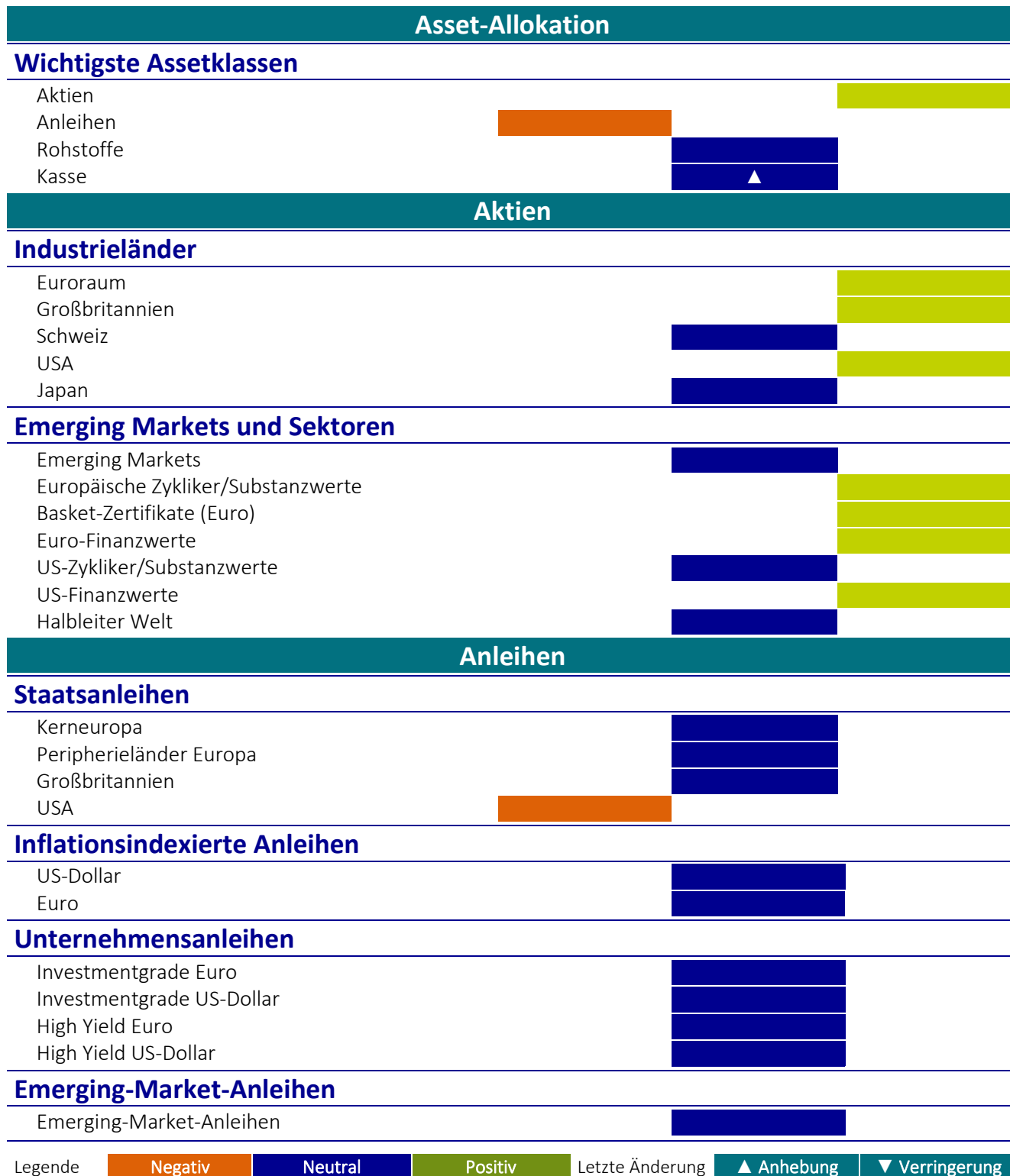
Neben der Konjunktur sorgt auch der Wunsch nach mehr Nachhaltigkeit für eine hohe Nachfrage nach Metallen wie Kupfer, Kobalt und Lithium. Das zeigt uns einmal mehr, dass Dekarbonisierung nicht mit dem Verzicht auf Ressourcenausbeutung gleichzusetzen ist – ein wichtiger Punkt für ESG-orientierte Investoren. Generell sind die Aktienkurse und die Währungen rohstofffördernder Länder stark gestiegen. Dies könnte sich fortsetzen, wenn die Weltwirtschaft weitere Fortschritt macht.

Mit dem Neustart der Wirtschaft steigen entlang der gesamten Lieferkette die Preise. Noch stehen wir aber am Anfang, und noch wissen wir nicht, ob die Teuerung mittelfristig höher sein wird. Einstweilen entwickeln sich konjunktursensitive Aktien sowie hochverzinsliche und kurz laufende Anleihen überdurchschnittlich. Credits machen uns, auch wegen ihrer sehr engen Spreads, weiterhin gewisse Sorgen.

Das größte Risiko für die Märkte ist, auch wegen der aktuellen Bewertungen, dass die Notenbanken mit jedem Inflationsanstieg mehr mit einer strukturell höheren Teuerung rechnen. Da sie die Inflation als „vorübergehend“ bezeichnen, riskieren sie ihre Glaubwürdigkeit, wenn der Preisanstieg zu höheren Inflationserwartungen führt und sich damit verfestigt. Da die US-Zehnjahresrendite vor einigen Wochen bereits einmal auf 1,78% gestiegen war, haben die Anleihenrenditen noch Luft nach oben. In den kommenden Monaten ist durchaus mit einer weiteren Versteilung der Zinsstrukturkurve zu rechnen, und vielleicht wird man auch frühzeitige Zinserhöhungen erwarten. Für viele Anleihen- und Aktieninvestoren bleibt eine kurze Duration daher ein wichtiges Thema.

***Hier können Sie die komplette Mai-Ausgabe  
der Investmentstrategie (auf Englisch) herunterladen.***

# Unsere Sicht auf Anlageklassen



Quelle: AXA IM Research, Stand 21. Mai 2021

## Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen BIP (%)	2020	2021*		2022*	
		AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Welt</b>	-3,7	5,6		4,3	
<b>Industrieländer</b>	-5,3	5,3		4,1	
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	2,7	2,8	2,9	2,3
Großbritannien	-10,0	6,4	4,6	5,9	5,8
Schweiz	-3,0	3,4	3,2	2,9	2,9
<b>Emerging Markets</b>	-2,7	5,7		4,5	
<b>Asien</b>	-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	
<b>Lateinamerika</b>	-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
<b>Europa</b>	-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
<b>Sonstige Emerging Markets</b>	-3,7	3,3		4,1	

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

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 21. Mai 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	26.–27. Jan. 16.–17. März	27.–28. Apr. 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. (0–0,25)	k.Ä. (0–0,25)
<b>Euroraum (EZB)</b>	Datum	-0,50	21. Jan. 11. März	22. Apr. 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)
<b>Japan (BoJ)</b>	Datum	-0,10	20.–21. Jan. 18.–19. März	26.–27. Apr. 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)
<b>Großbritannien (BoE)</b>	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. Mai 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 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