

# 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



## Higher for longer

### Im Überblick

- Die großen westlichen Notenbanken sagen, dass der Zinsgipfel (bald) erreicht sei. Aber wie lange muss die Geldpolitik restriktiv bleiben, um die Inflation vollständig einzudämmen?
- „Higher for longer“ schadet der Konjunktur weniger als immer neue Zinserhöhungen. Frei von Risiken ist das Konzept aber nicht: Ob die Geldpolitik schon zu restriktiv ist, weiß man oft erst später.
- Die Geldpolitik macht es Investoren nicht leicht, weil auch die Geldmarktzinsen erst einmal hoch bleiben. Das verhindert oft Mehrerträge risikoreicherer Titel.
- Weil die Anleihenrenditen aber ebenfalls auf Mehrjahreshochs gestiegen sind, versprechen Festzinstitel in den nächsten Jahren Erträge über der Inflationsrate.

### Verbale Einigkeit

Ob sie die Zinsen im September erhöht haben oder nicht – Federal Reserve (Fed), Europäische Zentralbank (EZB) und Bank of England (BoE) wählen mittlerweile die gleichen Worte. Alle drei Notenbanken sprechen davon, dass sie das Leitzinsmaximum erreicht haben oder nicht mehr weit davon entfernt sind. Weitere Zinsschritte wollen sie zwar nicht ausschließen, scheinen aber zuversichtlich, dass die bisherigen Erhöhungen irgendwann wirken und die Inflation rechtzeitig zum Zielwert zurückkehrt. Vor allem aber soll verhindert werden, dass die Märkte in den nächsten Monaten an zu frühe Zinssenkungen glauben. Schließlich wünschen sich die Notenbanken weiterhin straffe Finanzbedingungen, einschließlich hoher Langfristzinsen. Vermutlich halten sie das für nötig, damit die Inflation wirklich fällt.

Huw Pill, Chefvolkswirt der BoE, umschreibt „Higher for longer“ mit einem Bild aus der Geografie: „Weniger Matterhorn, mehr Tafelberg.“ Der Verzicht auf eine Reihe weiterer Zinserhöhungen, weil die Geldpolitik schon restriktiv ist, dürfte eine plötzliche Rezession unwahrscheinlicher machen – auf die die Notenbanken dann mit ähnlich starken Zinssenkungen reagieren müssten. Das wäre etwa der Fall, wenn die Inflation bei einer schrumpfenden Wirtschaft schließlich unter dem Notenbankziel läge.

Eine stabilere Konjunktur hat auf Dauer viele Vorteile. Selbst wenn die Geldpolitik bei einer tiefen Rezession sofort gelockert wird, können Konjunkturschwankungen das Trendwachstum dämpfen. Wenn die Arbeitslosigkeit vorübergehend steigt, kann das Verluste an Humankapital zur Folge haben, weil

gut ausgebildete Menschen den Arbeitsmarkt verlassen. Außerdem könnte der Kapitalstock schrumpfen, weil Unternehmen ihre Investitionen zu stark kürzen. Darüber hinaus kann eine weiche Landung der Glaubwürdigkeit der Notenbanken nur guttun, würde

sie doch beweisen, dass sie zum Finetuning fähig sind. Der Tafelberg-Ansatz beruht auf der Erkenntnis, dass die Geldpolitik manchmal erst mit großer Verzögerung wirkt. Zinserhöhungen sollte man daher beenden, bevor alle Inflationsindikatoren auf Grün schalten.

Allerdings könnte es für die Notenbanken schwer zu erkennen sein, ob sie den schwierigen Aufstieg aufs Matterhorn vielleicht schon ungewollt begonnen haben. Wegen der Wirkungsverzögerungen weiß man erst später, ob die Geldpolitik bereits zu stark gestraft wurde. Selbst die Stabilität der US-Wirtschaft schließt nicht aus, dass alles auf eine harte Landung hinausläuft. Wir können nur Wahrscheinlichkeitsaussagen treffen: Mit der letzten Zinserhöhung im Juli hat die Fed die Straffung mit einer höheren Wahrscheinlichkeit früh genug beendet als die EZB – denn in den USA ist die Realwirtschaft noch immer sehr stark, während dem Euroraum schon sehr bald eine Rezession drohen könnte. Es ist aber verständlich, dass die EZB dieses Risiko eingeht, da im Euroraum weniger auf eine nachlassende Inflation hindeutet als in den USA. In diesem Punkt unterscheiden sich die beiden Volkswirtschaften trotz gleicher Notenbankrhetorik: In den letzten Monaten ist die Kerninflation in den USA deutlicher gefallen, während sich der Rückgang im Euroraum sehr in Grenzen hält. Allerdings gibt die Konjunktur hier wesentlich schneller nach. Vielleicht lässt sich dieses Paradoxon mit Unterschieden der Arbeitsmärkte erklären: Weil in Europa Tarifverträge üblich sind, werden die Löhne hier nach einer Hochinflationsphase meist noch länger angehoben als in den USA.

Aber auch in den USA darf man nicht zu sorglos werden. Die Dienstleistungspreis-inflation (ohne Mieten) – auf die die Fed besonders achtet, weil sie meist am stärksten auf die Binnenkonjunktur reagiert – könnte bei gut 3% z.Vj. eine Widerstandslinie erreicht haben. In nächster Zeit dürften der rückläufige Mietanstieg und die fallende (und mittlerweile kaum noch vorhandene) Güterpreis-inflation dies zwar ausgleichen, sodass die Teuerung insgesamt weiter in Richtung 2% fällt. Dennoch darf man den seit dem Sommer wieder stärkeren Anstieg der Dienstleistungspreise zum Vorquartal keineswegs aus dem Blick verlieren.

Alles in allem könnten die Notenbanken die Zinsen jetzt stark genug erhöht haben, doch sollte man frühestens Mitte nächsten Jahres mit einer Lockerung der Geldpolitik rechnen.

## **Ohne Katalysatoren kein Mehrertrag gegenüber dem Geldmarkt**

Die Industrieländer-Notenbanken haben so oft von „Higher for longer“ gesprochen, dass sich die Markterwartungen daran angeglichen haben. Zurzeit gehen die Investoren davon aus, dass die Fed ihren Leitzins erst etwa elf Monate nach dem letzten Zinsschritt – auf 5,5% – erstmals wieder um 25 Basispunkte verringern wird. Das ist eine lange Zeit. Nur selten wurden die Leitzinsen nach der letzten Erhöhung so lange nicht gesenkt. Zuletzt war dies 2006 und 2007 der Fall, als man 15 Monate gewartet hat. Für den Euroraum rechnet der Markt damit, dass die Leitzinsen neun Monate lang unverändert bleiben. Allerdings könnten sich die impliziten Erwartungen hier noch stärker ändern.

„Higher for longer“ ist eine der beiden Optionen, mit denen Notenbanken auf eine hartnäckig hohe Inflation reagieren können. Die andere sind weitere Zinserhöhungen. So oder so muss die Geldpolitik aber so lange straff bleiben, bis die Inflation deutlich gefallen ist. Investoren wird es daher weiterhin schwerfallen, mehr zu verdienen als am Geldmarkt. Vielleicht verschlechtern sich die Fundamentaldaten von Aktien und Unternehmensanleihen auch immer mehr. Je länger Leit- und Marktzinsen hoch sind, desto stärker steigen die Kreditkosten und desto mehr Fremdkapital muss zu höheren Zinsen refinanziert werden.

Wegen der Steigung der Zinsstrukturkurven dürfte es kurzfristig schwierig sein, mit Staatsanleihen mehr zu verdienen als am Geldmarkt – es sei denn, die Märkte revidieren ihre Einschätzung der Geldpolitik. Die Renditen liegen zwar schon auf Mehrjahreshochs, aber das Mantra des „Higher for longer“ und die Vermutung, dass der Gleichgewichtszins vielleicht höher ist als bislang angenommen, ließen sie zuletzt immer weiter steigen. Wer dieses Jahr in länger laufende Anleihen investiert hat, hat meist nichts verdient.

Durch die höheren Renditen hat sich aber das Risiko-Ertrags-Profil von Anleihen verbessert. An den Hauptmärkten würde ein Renditerückgang um 100 Basispunkte auf Sicht von einem Jahr einen Gesamtertrag (Rendite plus Wertzuwachs) ermöglichen, der deutlich über dem Verlust bei einem gleich starken Renditeanstieg läge. Und für Investoren, denen die Kursentwicklung nicht so wichtig ist, sind lang laufende Anleihen selbst dann attraktiv, wenn sie in einem Jahr mit einem allmählichen Rückgang der Geldmarktzinsen rechnen. Für hochwertige Investmentgrade-Anleihen gilt all dies wegen ihrer höheren Renditen erst recht. In den USA und Europa bieten Investmentgrade-Titel mit einem A-Rating Spreads von 120 bis 150 Basispunkten.

Für Investoren, die mehr auf die Performance achten, könnten Kurzläufer mit einem gewissen Spread vielleicht eine Alternative zum Geldmarkt sein. Bereits im Sommer boten kurz laufende Unternehmensanleihen, High Yield und Assetklassen wie Leveraged

Loans Erträge etwas über dem Geldmarkt. Bei einer weichen Landung der Konjunktur, bei der sich die Kreditqualität nur wenig verschlechtert, dürfte das erst recht der Fall sein.

Schwieriger ist der Aktienmarktausblick. Außerhalb der USA sind manche Märkte attraktiv bewertet. So sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in Großbritannien, dem Euroraum und Asien günstiger als bei wichtigen US-Aktienmarktindizes, und auch die Dividendenrenditen sind höher. Japan war dieses Jahr sehr in Mode; der Nikkei 225 hat um über 25% zugelegt. Hier gibt es eine interessante Entwicklung: Endlich sehen wir auch in Japan etwas Inflation, sodass die Unternehmen mehr Preismacht bekommen. Außerdem beginnt der Staat allmählich, etwas gegen strukturelle Marktschwächen wie Überkreuzbeteiligungen zu tun, und auch die weltpolitische Entwicklung nützt Japan. Man denke an die Diversifikation der Halbleiterproduktion weg von Taiwan. Japanische Unternehmen nutzen auch bewährte Produktionsprozesse für neue Technologien wie Elektroautos und Batteriespeicher.

## Wo ist das Wachstum?

Aktienmärkte brauchen Katalysatoren. Der US-Markt profitierte von der Veröffentlichung von ChatGPT. Sie löste hohe Mittelzuflüsse in Titel aus, die mit KI in Verbindung gebracht wurden. Die erste Euphorie hat aber jetzt nachgelassen, da Bewertungen und Gewinnerwartungen kräftig gestiegen sind. Die Konsensprognose für das amerikanische Gewinnwachstum beträgt jetzt etwa 12% im nächsten Jahr, nach einem Rückgang in diesem. 12% sind sehr viel, wenn man bedenkt, dass das US-Wirtschaftswachstum trotz allem vielleicht unter dem Langfristtrend liegt. So oder so ist aber vieles in den amerikanischen Aktienkursen bereits berücksichtigt.

Die Nachrichten aus China sind noch nicht sehr viel besser geworden, doch könnten sich chinesische Aktien bei einem positiveren Konjunkturausblick kräftig erholen. Zuletzt bewegten sie sich seitwärts, mit einem Gesamtertrag von nur 4% bis 5% seit Jahresbeginn. Eine bessere Performance setzt vielleicht weitere Konjunkturmaßnahmen voraus, die das Wachstum stärken – und nachlassende Spannungen zwischen Peking und dem Westen. Das könnte aber viel verlangt sein in einem Jahr, in dem in den USA gewählt wird. Dennoch zählt China zu den wenigen großen Aktienmärkten mit der Aussicht auf eine starke Erholung, sobald die Konjunktur wieder optimistischer eingeschätzt wird.

Für Europa gilt das aber wohl nicht. Hier ist das Wachstum schwach. Die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und den Dienstleistungssektor liegen klar unter 50, was für eine schrumpfende Wirtschaft spricht. Die EZB hat zugegeben, dass das Wachstum nachgelassen hat. Sie wird aber trotzdem nicht von ihrem Kampf gegen die Inflation ablassen, so lange die Teuerung nicht deutlich fällt. An den wichtigsten europäischen Märkten sind die Gewinne seit Anfang dieses Jahres zwar wieder etwas stärker gestiegen, doch ließ das Gewinnwachstum zuletzt erneut nach. Ohne Zinssenkungen, einen deutlich schwächeren Euro oder eine höhere chinesische Nachfrage nach Autos und Konsumgütern gibt es wenig, was europäische Aktien voranbringen könnte.

Die Märkte geben Anlegern zurzeit nur wenig Anlass, aus dem Geldmarkt auszusteigen und höhere Risiken einzugehen. Interessanterweise sind Aktien nicht sehr volatil, und die Kreditrisikoprämien befinden sich den CDS-Indizes zufolge auf dem niedrigsten Stand seit Jahresbeginn. Außerdem ist die Zinsvolatilität seit dem Frühjahr gefallen. Die Volatilität ist gering, die Zinsen sind hoch, die Anleihenrenditen sind so attraktiv wie seit 15 Jahren nicht mehr, und die Weltwirtschaft befindet sich nicht in der Rezession. Man könnte sich Schlimmeres vorstellen. Sicher wird es noch dauern, bis niedrigere Zinsen für höhere Erträge sorgen. Das Marktumfeld verlangt daher geradezu danach, auf laufenden Ertrag zu setzen und zu diversifizieren.

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

## Konjunkturprognosen im Überblick

Jahresprognosen	2022		2023*		2024*	
	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens	AXA IM	Konsens
<b>Welt</b>	<b>3,5</b>		<b>2,9</b>		<b>2,7</b>	
<b>Industrielländer</b>	<b>2,7</b>		<b>1,4</b>		<b>0,8</b>	
USA	2,1	2,1	1,9	1,9	1,1	0,6
Euroraum	3,6	3,2	0,5	0,6	0,3	0,8
Deutschland	1,8	1,8	-0,3	-0,3	0,3	0,9
Frankreich	2,5	2,5	0,7	0,7	0,3	0,9
Italien	3,7	3,7	0,7	1,0	0,1	0,7
Spanien	5,5	5,5	2,2	2,1	0,6	1,4
Japan	1,0	1,0	1,9	1,4	0,9	1,0
Großbritannien	4,1	4,1	0,5	0,2	0,2	0,4
Schweiz	2,1	2,1	0,7	0,7	1,0	1,4
Kanada	3,4	3,4	1,4	1,5	0,9	0,8
<b>Emerging Markets</b>	<b>4,0</b>		<b>3,9</b>		<b>3,8</b>	
<b>Asien</b>	<b>4,4</b>		<b>5,0</b>		<b>4,4</b>	<b>4,0</b>
China	3,0	3,0	5,0	5,3	4,5	4,7
Südkorea	2,6	2,6	1,4	1,2	2,4	2,1
Sonstiges Asien	6,3		5,4		4,4	
<b>Lateinamerika</b>	<b>3,9</b>		<b>2,2</b>		<b>2,3</b>	
Brasilien	2,9	2,9	2,9	2,2	1,1	1,5
Mexiko	3,0	3,0	2,5	2,7	1,9	1,7
<b>Europa</b>	<b>0,9</b>		<b>1,3</b>		<b>2,4</b>	
Russland	-2,1		1,5		1,3	1,2
Polen	5,1	4,9	0,0	0,9	3,5	2,7
Türkei	5,6	5,6	2,1	2,6	3,1	2,0
<b>Sonstige Emerging Markets</b>	<b>4,8</b>		<b>2,8</b>		<b>3,8</b>	

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 26. September 2023

\* Prognose

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

Quellen: Datastream, IWF und AXA IM Macro Research, Stand 26. September 2023

\* Prognose

Diese Prognosen sind kein verlässlicher Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.

## Zentralbankprognosen

Zentralbankpolitik				
Sitzungen und erwartete Änderungen (Zinsen in Bp./QE in Mrd.)				
		Aktuell	4. Quartal 2023	1. Quartal 2024
USA (Fed)	Datum	5,50	31. Okt.–1. Nov.	30.–31. Jan.
	Leitzins		k.Ä. (5,50)	k.Ä. (5,50)
Euroraum (EZB)	Datum	4,00	26. Okt. 14. Dez.	25. Jan. 7. März
	Leitzins		k.Ä. (4,00)	k.Ä. (4,00)
Japan (BoJ)	Datum	-0,10	30.–31. Okt. 18.–19. Dez.	22.–23. Jan. 18.–19. März
	Leitzins		k.Ä. (-0,10)	k.Ä. (-0,10)
Großbritannien (BoE)	Datum	5,25	2. Nov. 14. Dez.	1. Feb. 21. März
	Leitzins		k.Ä. (5,25)	k.Ä. (5,25)
Kanada (BoC)	Datum	5,00	25. Okt. 6. Dez.	24. Jan. 6. März
	Leitzins		0,25 (5,25)	k.Ä. (5,25)

Quelle: AXA IM Macro Research, Stand 26. September 2023

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 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