



Marktausblick und Anlagestrategie

Szenario-Analyse für das erste Halbjahr 2024

Nachdem noch im Oktober die Renditen 10-jähriger US-Treasuries auf ein Niveau von 5 % geklettert waren – ein Level, das zuletzt vor der Finanzkrise beobachtet wurde – sorgten überraschend positive Inflationsdaten aus den USA und der Eurozone für eine der größten Anleihen- und Aktienrallyes auf 1-Monatsfrist. Tatsächlich öffnete die Fed im Dezember die Tür für Leitzinssenkungen – ein erster Zinsschritt im März 2024 scheint in greifbare Nähe gerückt. Die Mitte Dezember von den Märkten eingepreisten Zinssenkungen von 150 BP im Verlauf des Jahres 2024 erscheinen allerdings sehr ambitioniert. In der Eurozone sollte der erste Zinsschritt noch länger auf sich warten lassen. Aufgrund von Basiseffekten dürfte sich in der Eurozone der starke Inflationsrückgang der letzten Monate nicht fortsetzen und die EZB wird die Trends von Löhnen und Gewinnmargen genauer analysieren wollen. Der Euro sollte von etwas späteren Leitzinssenkungen profitieren können und auch der schwer abgestrafte Yen sollte sich durch die erste Zinsanhebung der japanischen Notenbank seit Jahrzehnten etwas erholen können.

Interessante Perspektiven für Emerging Markets-Anleihen

Im Rentenbereich konnten langlaufende Staatsanleihen zuletzt stark aufholen, nachdem im bisherigen Jahresverlauf Spread-Produkte mit kürzeren Laufzeiten (insbesondere High Yield, aber auch Corporates und Emerging Markets-Anleihen) voran lagen. Mit dem Beginn eines neuen Zinssenkungszyklus in den USA und Europa im Verlauf des Jahres 2024 sollte sich die Invertierung der Zinsstrukturkurve allmählich auflösen, was eine Outperformance kurzer und mittlerer Laufzeiten erwarten lässt. Bei den Kreditaufschlägen sollte es mit der saisonal stark erhöhten Emissionstätigkeit zu Jahresbeginn Chancen auf etwas

attraktivere Einstiegsniveaus als aktuell geben – insgesamt erwarten wir keine großen Änderungen bei den Spread-Levels. Am ehesten könnte das stark gestiegene Zinsniveau und verhaltene Wachstum bei Schuldnern unterhalb des Investment Grade-Bereiches für Probleme sorgen. Unserer Ansicht nach stellen Emerging Markets-Anleihen in Lokalwährung hier eine attraktive Alternative dar, die sich vor dem Hintergrund rapider Leitzinsanhebungen der globalen Zentralbanken und eines starken US-Dollars sehr gut behaupten konnten und nun Spielraum für Zinssenkungen erhalten sollten, ohne starke Währungsverluste zu riskieren.

Weniger dynamische Gewinne der Aktienmärkte erwartet

Die Aktienmärkte sollten 2024 zulegen können, allerdings erwarten wir aufgrund der fulminanten Performance im November/Dezember 2023 in der ersten Jahreshälfte 2024 eine saisonal unterdurchschnittliche Entwicklung. Relativ zu Anleihen ist die Bewertung der Aktien weniger attraktiv geworden und die relativ verhaltenen Wirtschaftsaussichten und hohen Lohnsteigerungen sprechen gegen eine überdurchschnittlich positive Geschäftsentwicklung. In regionaler Hinsicht dürften einmal mehr die USA am besten abschneiden, während uns die Perspektiven für China – von temporären Rallyes aufgrund staatlicher Interventionen abgesehen – am unattraktivsten erscheinen. Europa weist sehr moderate Bewertungen auf und könnte aufgrund einer besser als erwarteten Wirtschaftsentwicklung ebenfalls eine solide Performance erzielen.

Szenario-Analyse für das erste Halbjahr 2024

1

Stagflation

- Kerninflationen sinken weiter ab, verharren jedoch über den Zentralbankzielen
- Schwaches Wachstum getragen von robustem Post-Covid-Arbeitsmarkt und Konsumnachfrage
- Staatliche Nachfrage und Investitionen stabil
- Positive Realzinsen bieten Alternative zu Aktien

2

Liquiditätsschock

- Abbau der aufgeblähten Zentralbankbilanzen zieht überschüssige Liquidität aus dem Finanzsystem
- Banken schränken die Kreditvergabe ein
- Restriktive Geldpolitik führt zu Friktionen bei Refinanzierung schwacher Schuldner

3

Inflation 2.0

- Überraschend feste Konjunktur gepaart mit engem Arbeitsmarkt erzeugt Inflationsdruck
- Notenbanken werden gezwungen, Zinsen anzuheben und signalisieren langfristig hohes Zinsniveau
- Zinsanstieg belastet Investitionsnachfrage
- Hohe Neuverschuldung und Zinsbelastung löst Debatte um Schuldenfähigkeit (v. a. USA) aus

4

Goldilocks

- Fortschreitende Disinflation bei Gütern und Dienstleistungen ermöglicht raschere Zinssenkungen
- Vollbeschäftigung und wirtschaftliche Stabilität halten Gewinnmargen und Investitionen auf hohen Niveaus

Die Szenario-Analyse umfasst alle in der Abbildung dargestellten Szenarien und bewertet die Entwicklung der Assetklassen unserer Multi Asset-Portfolios in jedem spezifischen Szenario.



Stagflation

Das Szenario der globalen „Stagflation“ steht für eine Fortsetzung der aktuellen makroökonomischen Trends und geht von einer leicht sinkenden Inflationsdynamik in den USA aus, wobei das Notenbankziel noch nicht erreicht wird. In der Eurozone könnten Basiseffekte vorerst weitere Inflationsrückgänge verhindern – der Trend zu allmählich sinkenden Preissteigerungsraten bleibt allerdings intakt. Die Fed kommt somit in die Lage, das reale Leitzinsniveau nicht weiter zu erhöhen, indem die Leitzinsen an die gesunkene Inflation angepasst werden. In der Eurozone dürfte ein erster Schritt erst kurz vor Jahresmitte erfolgen. Das reale Wachstum bleibt in diesem Szenario niedrig, die verarbeitende Industrie kommt nicht nachhaltig aus ihrer Schwächephase und die Arbeitsmärkte bleiben weitgehend voll ausgelastet. Die Gewinnmargen der Unternehmen kommen in diesem Szenario zwar unter Druck, sinken aber im Durchschnitt nicht unter die Pre-Covid-Werte. Das Szenario ist demnach gekennzeichnet von einstelligen Erträgen auf den Aktienmärkten und positiven Erträgen auf den Rentenmärkten, die aber nicht wesentlich über den Geldmarkterträgen liegen dürften. Unternehmensanleihen performen etwas besser als Staatsanleihen. Der Zinsspread zwischen den USA und Europa dürfte sich verringern, was in Gewinnen des Euro resultieren sollte.

Liquiditätsschock

Im Szenario des „Liquiditätsschocks“ führt die aktuelle geldpolitische Straffung durch die OECD-Notenbanken zu größeren Problemen bei der Refinanzierung schwacher Schuldner. Im Fokus stehen vor allem der bereits jetzt sehr schwache Immobiliensektor und der Sektor der verarbeitenden Industrie, aber auch das Abschmelzen der aufgeblähten Zentralbankbilanzen könnte bei schwächeren Finanzinstituten zu Verwerfungen führen. Sollte die bereits auf Jahressicht schrumpfende Kreditvergabe stark eingeschränkt werden, würde dies entsprechende Konsequenzen für die Realwirtschaft haben. Der daraus resultierende Nachfrageausfall im privaten Konsum führt dann unweigerlich zu einer Rezession und stark steigenden Arbeitslosenraten. Auch die Unternehmensgewinne brechen deutlich ein und die Notenbanken müssen rasch Zinssenkungen einleiten. In diesem Szenario erwarten wir einen deutlichen Rückgang der Aktienmärkte und der Rohstoffpreise. Staatsanleihen könnten in einem solchen Szenario annähernd zweistellige Renditen erreichen. Sofern nicht die USA im Epizentrum der Turbulenzen liegen, sollte der US-Dollar profitieren. Unternehmensanleihen performen knapp positiv und auch die Total Return Indizes von Emerging Markets-Anleihen sollten sich sowohl in Hartwährung als auch in Lokalwährung wertstabil entwickeln.

Inflation 2.0

Nachdem sich bereits 2023 die US-Wirtschaft als wesentlich resilienter als erwartet erwiesen hat, ist auch 2024 eine höher als erwartete Wirtschaftsdynamik insbesondere in den USA nicht auszuschließen. Sollte sich dadurch die von der Fed erwartete leichte Abkühlung am Arbeitsmarkt nicht materialisieren, der Lohndruck in der US-Wirtschaft zunehmen und die Märkte von längerfristig erhöhten Inflationsniveaus ausgehen, müsste die Fed von den bereits signalisierten Zinssenkungen Abstand nehmen und die Leitzinsen zumindest unverändert belassen. Ein von den Auslösern her unterschiedliches, aber in den Konsequenzen für die Märkte ähnliches SubszENARIO würde sich ergeben, falls es zu einem nachhaltigen Hinterfragen der US-Budgetpolitik durch die Märkte kommt. Schwierigkeiten bei der Finanzierung des nach wie vor sehr hohen US-Budgetdefizits würden vor allem die Renditen für längere Laufzeiten nach oben treiben. Trotz der erhöhten Renditelevels wären leichte absolute Verluste bei den meisten Anleihekategorien die Folge, da sich auch die Spreads in einem solchen Szenario etwas ausweiten dürften. Aktien und Rohstoffe würden ebenfalls aufgrund der stärkeren Abdiskontierung zukünftiger Gewinne Kursverluste erleiden. Nur der US-Dollar würde aufgrund des durch die höheren Renditen angezogenen Kapitals aufwerten.

Goldilocks

Neben diesen beiden Risikoszenarien ist für das erste Halbjahr 2024 aber auch ein deutlich optimistischeres Szenario aus unserer Sicht relevant. Die schwache Entwicklung der verarbeitenden Industrie, gepaart mit Überkapazitäten in China könnte trotz stark ausgelasteter Arbeitsmärkte zu einem überraschend starken Rückgang der Inflationsraten über niedrigere Rohstoff- und Güterpreise führen. Mit dem rascher als erwarteten Inflationsrückgang könnten die Notenbanken die Zinsen noch stärker als erwartet senken bzw. Zinssenkungen ankündigen und wären nicht mehr gezwungen, die realwirtschaftliche Aktivität zu bremsen, um die Inflationsziele zu erreichen. Zinsschritte vor März sind dennoch unwahrscheinlich, allerdings würde die Aussicht auf rascher sinkende Zinsen die Märkte enorm befeuern. Auf Jahressicht sollten in diesem Szenario 20 bis 30 % Aktienerträge und überdurchschnittliche Erträge bei den Anleihen winken. Nur der US-Dollar dürfte in diesem Szenario aufgrund des rasch schwindenden Zinsvorteils und dem positiven Risikosentiment an Wert einbüßen.



Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Portfoliogewichtung

Die Abbildung zeigt die erwarteten Wahrscheinlichkeiten der zuvor beschriebenen Szenarien unter deren Berücksichtigung es nun möglich ist, für jede Assetklasse Ertragserwartungen zu definieren und in Verbindung mit der aktuellen Kovarianz der Erträge der Assetklassen eine mathematische Portfolio-Optimierung durchzuführen. Dem dafür eingesetzten Black-Litterman-Ansatz liegt ein langfristiges Anker- oder Benchmark-Portfolio zu Grunde, welches das Aktienexposure mit insgesamt 30 % gewichtet. Euro-Staatsanleihen haben ein deutlich größeres Gewicht von 50 %, nicht in Euro denominierte Staatsanleihen und Unternehmensanleihen kommen zusammen auf 14 % und Rohstoffe sind mit 6 % gewichtet.

Stagflation

1

53 %

Liquiditätsschock

2

18 %

Inflation 2.0

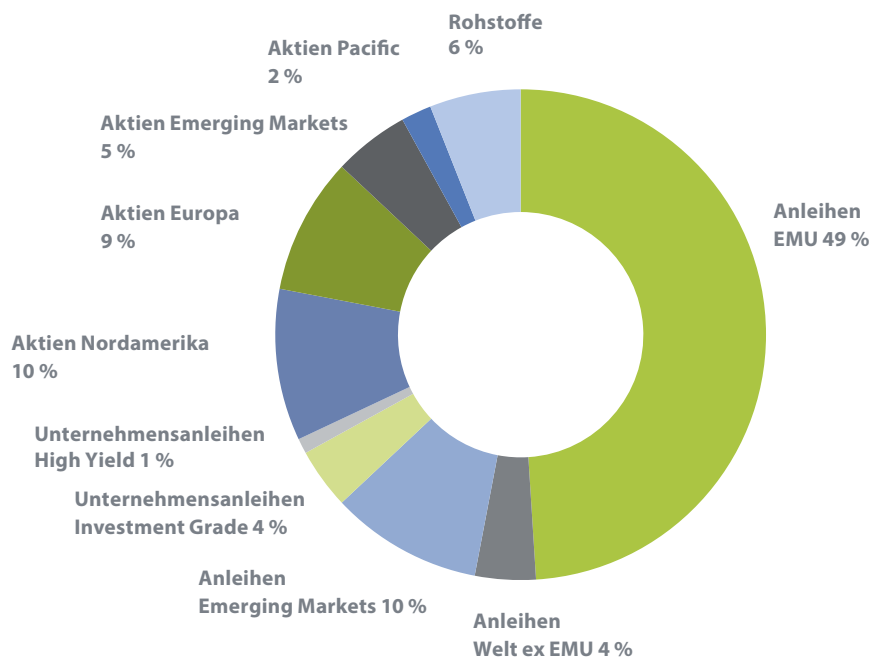
3

13 %

Goldilocks

4

16 %



Strategisches Total Return Portfolio für das erste Halbjahr 2024

Anleihen moderat übergewichten – Fokus auf Staatsanleihen und Emerging Markets-Anleihen

Höhere Ertragserwartungen für Staatsanleihen schlagen sich im optimierten Portfolio in einer Erhöhung der Gewichtung dieser Assetklasse von 49 % nieder. Gegenüber dem Ankerportfolio ist sie damit nur noch minimal untergewichtet und auch das Durationsrisiko ist aus strategischer Perspektive in etwa neutral zu gestalten. Insgesamt ergibt sich eine leichte Übergewichtung für Anleihen, wobei Emerging Markets-Anleihen mit einem Gewicht von 10 % nach den EMU-Staatsanleihen die zweithöchste Gewichtung bei den Anleihekategorien aufweisen. Rohstoffe weisen eine neutrale Gewichtung von 6 % auf.

Aufgrund der leichten Verschlechterung der erwarteten Aktienerträge relativ zu den Anleihekategorien rutschen die Aktien mit

einer Gewichtung von insgesamt 26 % in eine leichte Untergewichtungspositionierung ab. Innerhalb der Aktienquote weisen Nordamerika (10 %) und Europa (9 %) die höchsten Gewichtungen auf. Emerging Markets-Aktien werden mit 5 % gewichtet. Innerhalb des durch China dominierten Index sollten allerdings regionale Schwerpunkte mit einer strategischen Untergewichtung von China gesetzt werden. Die wahrscheinlichkeitsgewichtete Ertragserwartung für dieses strategische Total Return Portfolio für das erste Halbjahr 2024 liegt aktuell bei +6,5 % p.a.

MAG. FRANZ SCHARDAX, MSC

Asset Management

CIO, Executive und Prokurist bei IQAM Invest