



Konjunktur und Strategie

1. Dezember 2023

Ausblick 2024 (II): Die Notenbanken nehmen den Fuß von der Bremse

Die Anleihemärkte wurden in 2023 maßgeblich von der Inflationsentwicklung und der daraus resultierenden Geldpolitik der Notenbanken beeinflusst. Dies führte zu einer sehr hohen Volatilität der Kurse und Renditen von Anleihen. Ob diese Kursschwankungen anhalten, wann die Notenbanken den Fuß von der Bremse nehmen, wie sich die Anleihemärkte entwickeln, und welche Richtung der Euro gegenüber dem US-Dollar einschlagen wird, lesen Sie heute im zweiten Teil unseres Jahresausblicks. Besuchen Sie auch gerne unseren YouTube-Kanal, auf dem Sie unseren Jahresausblick in Bild und Ton finden.

<https://www.youtube.com/mmwarburgco>

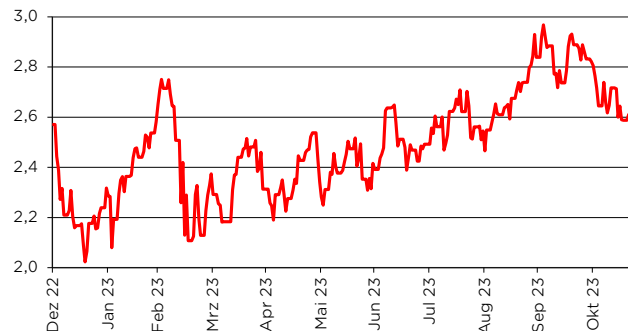


Rückblick auf 2023: Inflation und Geldpolitik sorgen für Volatilität

Die Anleihemärkte wurden im Jahr 2023 maßgeblich von der Inflationsentwicklung und der daraus resultierenden Geldpolitik der Notenbanken beeinflusst. Dies führte zu einer sehr hohen Volatilität für Kurse und Renditen der Anleihen. So bewegten sich beispielsweise die Renditen für 10-jährige Bundesanleihen in einer Schwankungsbreite von fast 100 Basispunkten zwischen zwei Prozent Mitte Januar und knapp drei Prozent Anfang Oktober. Aber auch an einzelnen Tagen gab es Bewegungen von

20 Basispunkten und mehr. Die Ursachen für diese großen Veränderungen sind schnell ausgemacht. Zum einen wurde der Kapitalmarkt mehrfach von der Inflationsentwicklung überrascht und zwar in beide Richtungen. Zum anderen hielten die Notenbanken länger als erwartet an ihren Zinserhöhungszyklen fest.

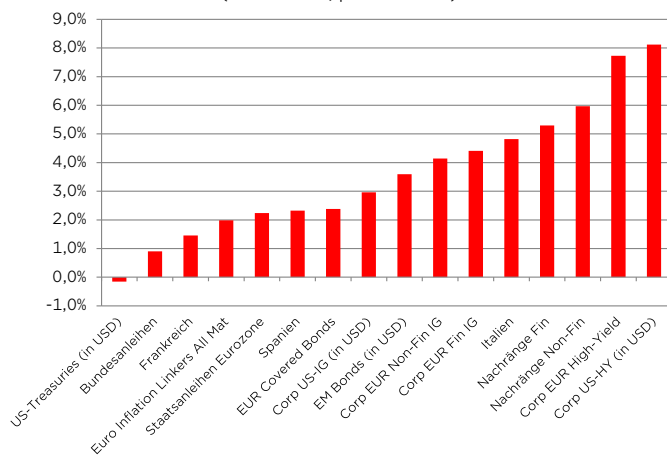
Rendite Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit
(in Prozent)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Die hohe Volatilität wirkte sich auch nachhaltig auf die Wertentwicklung der Rentenmärkte aus. Während in den ersten Monaten des Jahres Staatsanleihen von sinkenden Renditen profitierten und die Performance anführten, drehte sich das Bild im Jahresverlauf. Unternehmensanleihen profitierten von Spreadeinengungen und konnten so den Renditeanstieg bis Mitte Oktober besser kompensieren als Staatsanleihen. Das Ausbleiben einer Rezession dies- und jenseits des Atlantiks führte dazu, dass vor allem risikoreichere Segmente des Rentenmarktes wie Hochzins- und Nachranganleihen die Performance-Tabelle anführten. Insgesamt verzeichneten (fast) alle Segmente des Rentenmarktes nach dem historisch schlechten Vorjahr eine positive Entwicklung.

Performance Rentenmärkte 2023
(ICE Indices, per 21.11.23)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

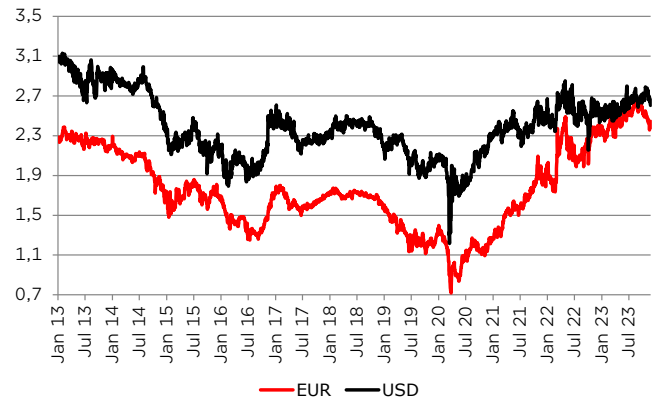
Ausblick 2024: Stabil und stetig

Die konjunkturelle Entwicklung wird im kommenden Jahr wie auch 2023 nicht der entscheidende Faktor für die Entwicklung der Rentenmärkte sein. Wir erwarten sowohl in den USA als auch in Europa ein moderates Wirtschaftswachstum, wobei die USA leicht die Nase vorn haben dürften. Entscheidend ist, dass einerseits keine Rezessionsgefahren drohen und andererseits keine „gute“ Konjunktur zu erwarten ist. Da diese beiden Szenarien nicht auf der Agenda stehen und auch die geopolitischen Risiken beherrschbar bleiben sollten, ist es eher unwahrscheinlich, dass es bei den beiden Haupteinflussfaktoren für die Rentenmärkte Inflation und Geldpolitik zu unerwarteten Ausschlägen kommt. Für 2024 gehen wir deshalb von einer relativ stabilen und stetigen Entwicklung an den Rentenmärkten.

Wir erwarten, dass die Inflation im Laufe des Jahres 2024 weiter sinken wird. Die Frage ist nur, wie stark und wie schnell? Denn davon hängt ab, wann und wie stark die Notenbanken reagieren, den Fuß von der Bremse nehmen und die Leitzinsen wieder senken. Setzt sich der aktuelle Trend der monatlichen Preissteigerungsraten in der nächsten Zeit fort, wird die Inflation sowohl in den USA als auch im Euroraum im Frühjahr 2024 bei gut 2,5 Prozent und im Spätsommer bei rund zwei Prozent liegen. Im Jahresdurchschnitt wird die Zielmarke der Notenbanken von zwei Prozent aber noch übertroffen. Risiken für diese Einschätzung könnten sich aus noch nicht vollständig eingepreisten Zweitrundeneffekten der Lohnentwicklung sowie aus neuen geopolitischen Konflikten ergeben. Dass ein rascher und deutlicher Rückgang der Gesamtinflation noch nicht als ausgemacht gilt, liegt an der hartnäckig hohen Kerninflation und den mittelfristigen Infla-

tionserwartungen, die der EZB-Rat in seine geldpolitischen Überlegungen einbezieht. Letztere sind im Euroraum zwar zurückgegangen, liegen aber derzeit mit rund 2,4 Prozent immer noch über der Zielmarke der EZB.

Mittelfristige Inflationserwartungen
(gemessen am 5y5y-Inflation-Swap; in Prozent)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Vor diesem Hintergrund halten wir die aktuellen Erwartungen der Marktteilnehmer von vier Zinssenkungen in den USA und ebenfalls vier Zinssenkungen in Europa für etwas zu optimistisch. Wir erwarten, dass die US-Notenbank den Leitzins ab Sommer in bis zu drei Schritten um jeweils 25 Basispunkte senken wird. Die Europäische Zentralbank wird später mit den Leitzinssenkungen beginnen und im nächsten Jahr den Leitzins in zwei Schritten um insgesamt 50 Basispunkte senken.

Vor diesem Hintergrund dürfte das Potenzial für sinkende Renditen im kommenden Jahr moderat ausfallen. Allerdings könnte die Volatilität spürbar zurückgehen, da weitgehend Einigkeit darüber herrscht, dass die Geldpolitik restriktiv genug ist und die Notenbanken vorerst im Stand-by-Modus bleiben und die Entwicklung an den Kapitalmärkten und in der Wirtschaft genau beobachten. Wir gehen davon aus, dass sich die Renditen sowohl 10-jähriger Bundesanleihen als auch 10-jähriger US-Treasuries bis zum Sommer relativ stabil seitwärts bewegen werden. Mit Beginn der von uns erwarteten Leitzinssenkungen werden auch die Anleiherenditen sinken. Dieser Effekt wird sich am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve stärker bemerkbar machen als am langen Ende, so dass die derzeit vorherrschende Inversität abnehmen wird. Unsere Jahresendprognose für 10-jährige Bundesanleihen liegt bei 2,1 Prozent, für 10-jährige US-Treasuries bei 3,9 Prozent.

Für die Durationspositionierung der Portfolios bedeutet dies, dass mit dem Abbau bestehender Short-Positionen begonnen werden sollte, indem qualitativ hochwertige Anleihen mit langer Duration gekauft werden. Spätestens

zur Jahresmitte sollte mindestens die Benchmark-Duration erreicht werden, um von fallenden Renditen in der zweiten Jahreshälfte sowohl absolut als auch relativ zu profitieren. Für Anlegerinnen und Anleger erwarten wir mit Staatsanleihen aus der Eurozone und den USA im nächsten Jahr eine positive Performance, die sich im ersten Halbjahr hauptsächlich aus laufenden Erträgen zusammensetzt und im zweiten Halbjahr durch Kursgewinne ergänzt wird.

Staatsanleihen: Qualität mit langen Laufzeiten und Italien als Beimischung

Im Segment der europäischen Staatsanleihen setzen wir vor allem auf lange Laufzeiten mit hoher Qualität. Hier bieten sich neben reinen Staatsanleihen auch supranationale Emittenten wie die EU, die EFSF oder die EIB an. Ebenso interessant sind nationale Förderbanken oder staatliche Finanzierungsvehikel wie die deutsche KfW oder CADES und SAGESS aus Frankreich. Bei diesen Emittenten lässt sich bei annähernd gleicher Qualität ein Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen erzielen. Dieser liegt in Deutschland beim Vergleich KfW 2033 mit Bundesanleihe 2033 bei ca. 50 Basispunkten. In der Durationsteuerung sollten diese Qualitätstitel mit langen Laufzeiten und Renditen sowie laufenden Erträgen von ca. drei Prozent die tragende Rolle spielen. Als Beimischung aus dem Segment der europäischen Staatsanleihen könnte Italien dienen. Hier hat sich das Bild am aktuellen Rand deutlich ins Positive gewandelt. Auch wenn sich die vielfältigen Probleme Italiens wie Immigration, zu schwaches Wirtschaftswachstum und hohe Verschuldung nicht in Luft aufgelöst haben, haben die Anhebung des Ratingausblicks durch Moody's und die neue Verhandlungsposition Italiens gegenüber der EU zum Schuldenabbau zu einer positiven Stimmung geführt. Vor diesem Hintergrund und dem hohen Benchmarkgewicht Italiens sollten italienische Staatsanleihen im Portfoliokontext berücksichtigt werden.

Covered Bonds: Attraktive Renditen, aber Spreads bleiben hoch

Covered Bonds erfreuten sich im laufenden Jahr aufgrund des anhaltend hohen Renditeniveaus und der hohen Swapsreads einer starken Nachfrage. Dies dürfte auch 2024 so bleiben. Allerdings wird das Marktumfeld im kommenden Jahr durchaus herausfordernd sein. Zum einen trifft ein hohes Angebot zu Jahresbeginn weiterhin auf eine Nachfrage ohne EZB, die seit Juli 2023 keine Covered Bonds mehr ankauft. Zum anderen spielt die Krise am Immobilienmarkt zumindest im Sentiment eine

Rolle, die auf Jahressicht eher für Spreadausweitungen als für Spreadeinengungen sorgen dürfte. Bei der Berücksichtigung in der Portfolioallokation als Alternative zu Staatsanleihen sollte neben der hohen Qualität auch die deutlich geringere Liquidität berücksichtigt werden. Im Jahr 2024 werden Covered Bonds dennoch einen positiven Performancebeitrag liefern, da die hohen laufenden Renditen von durchschnittlich über 3,5 Prozent eine mögliche Spreadausweitung kompensieren.

Unternehmensanleihen: Sinkende Inflation, sinkende Leitzinsen – steigende Erträge

Nachdem wir im laufenden Jahr mit neuen Kreditrisiken vorsichtig umgegangen sind, gehen wir in das kommende Jahr mit deutlich mehr Zuversicht in das Segment der Unternehmensanleihen. Vor allem die rückläufige Inflation und die beginnenden Leitzinssenkungen, aber auch das moderate Wirtschaftswachstum sollten zu einer guten Performance von Unternehmensanleihen führen. Auch die gestiegenen Refinanzierungskosten dürften für die meisten Emittenten aus dem Investmentgrade-Bereich aufgrund einer ausgewogenen Laufzeitenstruktur kein Problem darstellen. Zudem dürften die Ausfallraten von sehr niedrigen Niveaus nur moderat ansteigen.

Im Jahr 2024 werden wir den Schwerpunkt unserer Anleihenallokation auf den Bereich der Investment-Grade-Unternehmensanleihen legen. Denn hier ist das Rendite-Risiko-Verhältnis aus unserer Sicht am attraktivsten. Neben einer auch im Vergleich zur DAX-Dividendenrendite von drei Prozent hohen laufenden Rendite von durchschnittlich über vier Prozent sollte eine von uns erwartete Spreadeinengung zu einer positiven Gesamtperformance von fünf bis sechs Prozent führen.

Dabei bevorzugen wir Non-Financials gegenüber Bankanleihen. Denn die Banken müssen die hohen Zinsen und die Krise im Immobiliensektor erst einmal in ihren Kreditbüchern verdauen. In unserer Sektorallokation bleiben wir offensiv und meiden Anleihen aus dem Immobiliensektor. Aufgrund der attraktiven Renditen im Investmentgrade-Bereich bauen wir keine risikoreicheren Positionen im High-Yield- und Nachrangsegment auf, sondern halten unsere Positionen in diesen Segmenten nur als Beimischung.

Alternative Anlageideen: Cat-Bonds und Emerging Markets

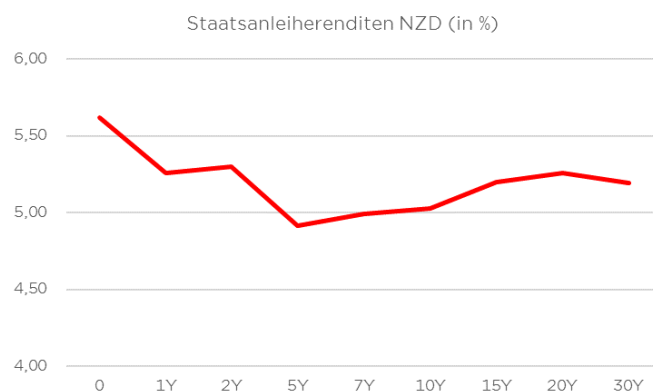
Wie bereits im vergangenen Jahr empfehlen wir auch in diesem Ausblick die Beimischung von Alternativen zu

den klassischen Anleihesegmenten. Dies sind für uns im kommenden Jahr erneut Katastrophenanleihen (Cat-Bonds) sowie Anleihen aus den Emerging Markets. Der Charme von Cat-Bonds liegt vor allem darin, dass sie sich weitgehend unkorreliert zum klassischen Rentenmarkt entwickeln. Im laufenden Jahr profitierten Cat-Bonds von den Preissteigerungen aufgrund der hohen Schadenszahlen im Jahr 2022. So fiel die Wertentwicklung in diesem Segment mit rund 13 Prozent deutlich besser aus als in allen klassischen Anleihesegmenten. Auch für das kommende Jahr erwarten die Experten Wertzuwächse im zweistelligen Prozentbereich. Emerging Markets-Anleihen dürften im kommenden Jahr vor allem von der rückläufigen Inflation, den daraus resultierenden Leitzinssenkungen und dem moderaten Wirtschaftswachstum in diesen Ländern profitieren. Im Bereich der Hartwährungs-Staatsanleihen erwarten wir eine Performance von über sieben Prozent.

Währungen: USD leichte Abwertung; Divergierende Zinspolitik bietet Chancen

Für das Jahr 2024 erwarten wir, dass sich der Zinsvorteil des US-Dollars gegenüber dem Euro verringert. Nachdem die FED die Leitzinsen in den USA deutlich schneller und stärker angehoben hat als ihr europäisches Pendant, gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank auch bei der Lockerung der geldpolitischen Bremse vorangehen wird. Für den US-Dollar rechnen wir im kommenden Jahr deshalb mit einer leichten Abschwächung und erwarten für Ende 2024 einen Wechselkurs von 1,12 gegenüber dem Euro.

Auch 2024 werden sich wieder Chancen bieten, durch steigende Zinsen und Aufwertungen am Devisenmarkt Zusatzerträge zu erzielen. Gute Aussichten sehen wir für die Norwegische Krone. Auch wenn die Krone stark vom Rohölpreis beeinflusst wird, sollte sie im kommenden Jahr von der divergierenden Notenbankpolitik profitieren können. Die Norges Bank sieht sich nach wie vor mit hohen Inflationsraten konfrontiert, die weitere Zinserhöhungen möglich machen bzw. Zinssenkungen zunächst ausschließen.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Auch die neuseeländische Notenbank sieht sich weiterhin mit Inflationsraten deutlich über ihrem Ziel konfrontiert, was Zinssenkungen kurzfristig erschweren und den Neuseeländischen Dollar stützen dürfte. Zudem ist die Währung mit Renditen um fünf Prozent in fast allen Laufzeiten attraktiv verzinst.

Martin Hasse und Nils Essmann

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	30.11.2023	23.11.2023	27.10.2023	29.08.2023	29.11.2022	30.12.2022
	16:20	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	35697	1,2%	10,1%	2,4%	5,4%	7,7%
S&P 500	4557	0,0%	10,7%	1,3%	15,1%	18,7%
Nasdaq	14195	-0,5%	12,3%	1,8%	29,2%	35,6%
Russell 2000	1810	0,8%	10,6%	-4,5%	-1,4%	2,8%
DAX	16213	1,4%	10,4%	1,8%	12,9%	16,4%
MDAX	26161	0,2%	10,0%	-5,4%	3,2%	4,2%
TecDAX	3184	1,5%	12,7%	0,9%	5,2%	9,0%
EuroStoxx 50	4381	0,5%	9,1%	1,3%	11,4%	15,5%
Stoxx 50	3973	0,1%	5,0%	-0,3%	5,5%	8,8%
SMI (Swiss Market Index)	10831	-0,2%	4,9%	-2,5%	-2,2%	0,9%
FTSE 100	7470	-0,2%	2,5%	0,1%	-0,6%	0,2%
Nikkei 225	33487	0,1%	8,1%	3,9%	19,5%	28,3%
Brasilien BOVESPA	126459	-0,1%	11,6%	6,8%	14,0%	15,2%
Russland RTS	1115	-3,0%	3,3%	5,2%	-1,2%	14,9%
Indien BSE 30	66988	1,5%	5,0%	2,9%	6,9%	10,1%
China CSI 300	3496	-1,8%	-1,9%	-7,8%	-9,2%	-9,7%
MSCI Welt	3014	0,2%	10,3%	1,3%	13,2%	15,8%
MSCI Welt SRI	2977	0,5%	11,8%	-6,9%	17,3%	20,4%
MSCI Emerging Markets	983	-0,5%	6,9%	-0,5%	3,2%	2,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	132,71	213	406	20	-867	-22
Bobl-Future	117,44	99	135	170	-285	169
Schatz-Future	105,38	38	25	40	-152	-5
3 Monats Euribor	3,98	7	7	32	199	209
3M Euribor Future, Dez 2023	3,96	-2	-1	5	105	35
3 Monats \$ Labor	5,64	0	-1	-5	88	87
Fed Funds Future, Dez 2023	5,33	-1	-2	-12	63	69
10-jährige US Treasuries	4,34	-9	-49	22	59	51
10-jährige Bunds	2,49	-10	-31	0	57	-8
10-jährige Staatsanl. Japan	0,68	-6	-18	4	42	26
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,90	-11	-24	-6	-16	-71
US Treas 10Y Performance	580,25	1,3%	4,9%	-0,3%	-0,3%	0,1%
Bund 10Y Performance	547,01	1,7%	3,6%	1,4%	-1,4%	4,1%
REX Performance Index	439,55	1,0%	1,5%	1,5%	0,0%	1,6%
IBOXX AA, €	3,55	-22	-44	-18	49	-4
IBOXX BBB, €	4,33	-23	-53	-24	12	-36
ML US High Yield	8,45	-25	-104	-7	-38	-52
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-0,8%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	563,38	0,3%	-4,7%	-4,0%	-7,4%	-7,7%
MG Base Metal Index	380,94	0,2%	2,5%	-0,5%	-4,6%	-8,9%
Rohöl Brent	84,19	3,6%	-6,9%	-1,6%	1,1%	-0,9%
Gold	2034,49	2,2%	2,7%	5,2%	16,0%	12,1%
Silber	25,00	5,8%	9,4%	0,9%	17,4%	5,3%
Aluminium	2170,65	-0,8%	-1,6%	2,0%	-7,4%	-7,6%
Kupfer	8336,50	0,4%	3,8%	-0,9%	3,7%	-0,3%
Eisenerz	130,38	0,4%	10,0%	20,0%	40,3%	17,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	2696	45,3%	72,5%	143,5%	103,2%	78,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0910	0,1%	3,5%	1,0%	5,2%	2,3%
EUR/ GBP	0,8633	-0,8%	-0,9%	0,4%	0,0%	-2,7%
EUR/ JPY	161,87	-0,7%	2,4%	1,8%	12,9%	15,1%
EUR/ CHF	0,9539	-1,1%	0,4%	-0,2%	-3,3%	-3,1%
USD/ CNY	7,1330	-0,2%	-2,6%	-2,1%	-0,4%	3,3%
USD/ JPY	147,25	-1,6%	-1,6%	0,9%	6,2%	12,3%
USD/ GBP	0,7913	-0,8%	-3,9%	-0,4%	-5,0%	-4,8%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.