



Marktausblick und Anlagestrategie

Szenario-Update für das zweite Halbjahr 2024

Vor dem Hintergrund der weiterhin starken US-Wirtschaft sorgten überraschend hohe US-Inflationsdaten zu Jahresbeginn für eine massive Korrektur bei den allzu optimistischen Zinssenkungserwartungen. Gegen Ende des ersten Halbjahres rechnet der Markt nun mit wesentlich realistischeren ein bis zwei Zinsschritten. Die EZB läutete im Juni den Zinssenkungszyklus mit einem ersten 25 BP-Schritt ein, allerdings machten die Ratsmitglieder deutlich, dass frühestens im September ein weiterer Schritt folgen könnte. Die relativ stärkere Korrektur bei den Zinserwartungen sorgte für einen stärkeren US-Dollar. Zuletzt profitierte der US-Dollar außerdem von der Verunsicherung aufgrund der vorgezogenen Parlamentswahlen in Frankreich. Der Yen verzeichnete dagegen trotz der Beendigung der Negativzins-Ära in Japan weitere Verluste und veranlasste die japanischen Behörden sogar zu Deviseninterventionen zugunsten des Yen. Mit einer Beruhigung der Situation in Frankreich sollte der US-Dollar im weiteren Jahresverlauf zum Euro tendenziell etwas an Wert einbüßen.

Euro-Anleihen nach der Korrektur im ersten Halbjahr wieder attraktiv

Im Rentenbereich lagen im bisherigen Jahresverlauf Spread-Produkte mit kürzeren Laufzeiten voran, bevor mit der angespannten Situation in Frankreich die Top-Qualitäten einen Teil der Verluste aufholen konnten. Mit dem Sieg von politischen Kräften in Frankreich, die keinen Wert auf Fiskalkonsolidierung legen, erscheint eine rasche Rückkehr der Eurozone-Spreads zu den Ausgangsniveaus unwahrscheinlich. Allerdings besteht eine gute Chance, dass das warnende britische Beispiel und die

Institutionen der Eurozone die neue französische Regierung von fiskalpolitischen Abenteuern abhalten, sodass es im Verlauf des zweiten Halbjahres zu einer Stabilisierung kommen sollte. Damit besteht auch für Spread-Produkte wieder Potenzial für leichte Einengungen vom aktuellen Niveau aus. Unternehmensanleihen – mit Ausnahme von französischen Emittenten und Banken – haben zwar relativ wenig auf die Turbulenzen in Frankreich reagiert, aber sollten die saisonal typische Einengungstendenz im Sommer zeigen. Im hochqualitativen Bereich stellen Covered Bonds unserer Ansicht nach weiterhin eine attraktive Alternative zu Staatsanleihen dar. Emerging Markets-Anleihen in Lokalwährung, insbesondere LATAM, litten zuletzt unter politischer Unsicherheit und den anhaltend hohen US-Dollar-Zinsen. Mit der Aussicht auf US-Leitzinssenkungen sollten sich auch die Aussichten für diese Assetklasse verbessern.

Aktienrallye sollte sich fortsetzen

Nach der relativ verhaltenen Gewinndynamik 2023/24 verbessern sich die Aussichten für die Unternehmensgewinne in den USA und Europa mit stabilem Wachstum und sinkender Inflation. Trotz der starken Gewinne in der ersten Jahreshälfte sollten die Aktienkurse also auch in der zweiten Jahreshälfte weiter zulegen können. Historisch betrachtet dominiert bei US-Aktien im Vorfeld der Präsidentenwahlen Unsicherheit – die temporär unterdurchschnittliche Entwicklung wird allerdings in den meisten Fällen durch umso kräftigere Rallyes nach der Wahlentscheidung bis zum Jahresende aufgeholt. Somit könnten im Vorfeld der US-Wahlen europäische Aktien, die aufgrund der Situation in Frankreich eine sehr markante Underperformance relativ zu den USA verzeichnet haben, aufholen.

Szenario-Analyse für das zweite Halbjahr 2024

1

Zwei Geschwindigkeiten

- Starkes US-Wachstum konvergiert mit konjunktureller Erholung der restlichen entwickelten Welt
- Kerninflationen sinken im zweiten Halbjahr weiter ab und ermöglichen Zinssenkungszyklus in Europa und USA
- Staatliche Nachfrage und Investitionen stabil
- Unternehmen verzeichnen solides Gewinnwachstum

2

Tribut der Zinsen

- Arbeitsmarkt und konjunkturelle Dynamik trüben sich ein
- Hohes Zinsniveau führt zu Friktionen bei Refinanzierung schwacher Schuldner
- Banken schränken die Kreditvergabe ein
- Zentralbanken reagieren mit geldpolitischer Lockerung

3

Inflation 2.0

- Feste Konjunktur, enger Arbeitsmarkt, Dekarbonisierung & Nearshoring erzeugen Inflationsdruck
- Zinssenkungen werden ausgepreist, Notenbanken evaluieren weitere Zinsanhebungen und signalisieren langfristig hohes Zinsniveau
- Hohe Neuverschuldung und Zinsbelastung löst Debatte um Schuldenfähigkeit (v. a. USA) aus

4

Back to „normal“

- Disinflation verbreitet sich – neben Rohstoffen und Gütern – auch auf den Dienstleistungssektor
- Notenbanken zufrieden mit Entwicklungen in Richtung langfristiger Ziele, Markt preist zügigen Zinssenkungszyklus ein
- Vollbeschäftigung und wirtschaftliche Stabilität halten Gewinnmargen und Investitionen auf hohem Niveau

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



Zwei Geschwindigkeiten

Das Szenario der „Zwei Geschwindigkeiten“ beinhaltet eine leichte Konvergenz der Wachstumsraten zwischen den USA und dem Rest der Industrieländer. In den USA sollte es von hohem Niveau aus zu einer leichten konjunkturellen Abkühlung und Entspannung am Arbeitsmarkt kommen, während das Wachstum in Europa sich ein wenig erhöhen sollte. Bei der Inflation wird von einer leichten Verlangsamung ausgegangen, die den Zentralbanken in den USA und der Eurozone ein bis zwei Zinssenkungen ermöglichen sollte. Für Anleihen werden leichte Gewinne über Geldmarkt erwartet – insbesondere bei kurzen und mittleren Laufzeiten. Stabiles Wachstum in Kombination mit weniger Gegenwind durch steigende Renditen (wie im ersten Halbjahr 2024) bedeutet ein positives Aktienumfeld. In Kombination mit steigenden Gewinnen könnten somit hohe einstellige Kursgewinne bzw. niedrige zweistellige Erträge im zweiten Halbjahr möglich sein. Die Kreditaufschläge – insbesondere saisonal im Sommer – sollten sich daher ebenfalls noch leicht einengen können. Beim US-Dollar sollte es zu einer leichten Abschwächung kommen.

Tribut der Zinsen

Im Szenario „Tribut der Zinsen“ führt die 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. Der daraus resultierende Stellenabbau könnte zu einer Beschleunigung des zuletzt verzeichneten leichten Anstiegs der US-Arbeitslosenquote führen und somit in eine Rezession münden. 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 auf Sicht des zweiten Halbjahres relativ wertstabil entwickeln.

Inflation 2.0

Nachdem sich bereits im ersten Halbjahr 2024 die US-Wirtschaft als wesentlich resilienter als erwartet erwiesen hat, ist auch in der zweiten Jahreshälfte 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 und 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 Sub-Szenario 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. Das Risiko dieses Sub-Szenarios dürfte nach den US-Wahlen steigen, falls keine Aussicht auf eine glaubwürdige Budgetkonsolidierung besteht. 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.

Back to „Normal“

Neben diesen beiden Risikoszenarien ist für das zweite Halbjahr 2024 aber auch ein deutlich optimistischeres Szenario aus unserer Sicht relevant. Aufgrund der weniger stark ausgelasteten Arbeitsmärkte kommt es nach den Güterpreisen auch zu einem stärker als erwarteten Rückgang der Preisdynamik bei den Dienstleistungspreisen. Fed und EZB könnten die Leitzinsen zwei bis dreimal senken und einen beschleunigten Zinssenkungszyklus für 2025 in Aussicht stellen, da die Notwendigkeit für eine restriktive Geldpolitik stark abnimmt. Die Aussicht auf rascher sinkende Zinsen, bei stabilem bzw. nicht nennenswert niedrigerem Wachstum, dürfte die Märkte enorm befeuern. Anleihen sollten deutlich höhere Erträge als Geldmarktinvestments abwerfen und bei Aktien sollten zweistellige Erträge erzielbar sein. 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.

Zwei
Geschwindigkeiten

1

52%

Tribut der
Zinsen

2

15%

Inflation 2.0

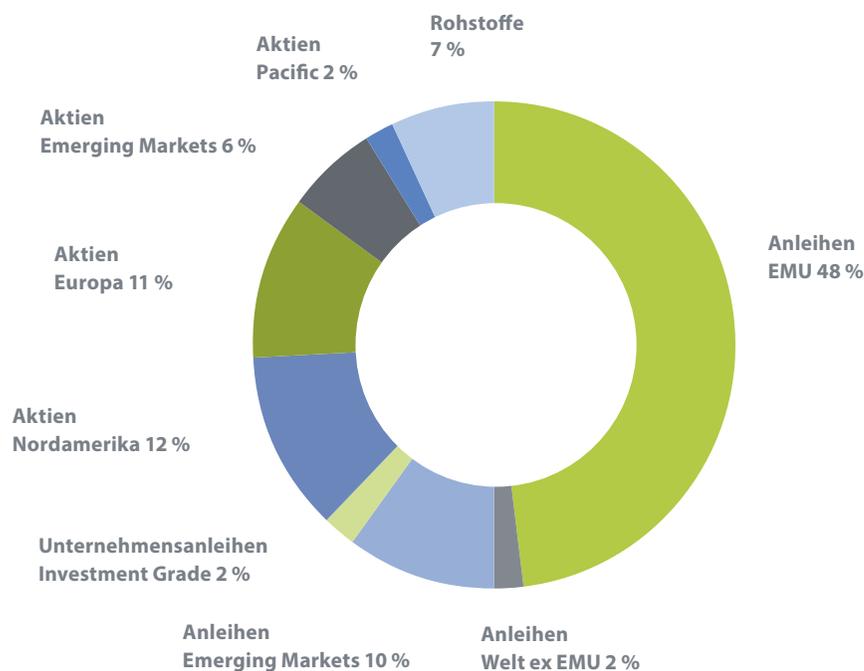
3

13%

Back to „normal“

4

20%



Strategisches Total Return Portfolio für das zweite Halbjahr 2024

Aktien (Fokus auf Europa) moderat übergewichtet

Deutlich höhere Ertragserwartungen für Aktien schlagen sich im optimierten Portfolio in einer Erhöhung der Aktienquote von 26 % auf 31 % im Vergleich zur ersten Jahreshälfte nieder. Gegenüber dem Ankerportfolio ist die Aktienquote damit leicht übergewichtet. Die Erhöhung der Aktienquote erfolgt regional relativ proportional, wobei Europa mit einem absoluten Gewicht von 11 % vergleichsweise stark gewichtet wird. Mit 12 % weisen die USA das absolut höchste Gewicht auf. Emerging Markets-Aktien sind im Portfolio mit 6 % vertreten. Neben den Aktien wird auch die Rohstoffgewichtung leicht auf 7 % erhöht, womit die Gewichtung der Assetklasse ebenfalls leicht über den langfristigen strategischen Gewichten liegt.

Umgekehrt liegt die Quote für EMU-Staatsanleihen mit 48 % leicht unter der langfristigen strategischen Gewichtung. Trotz

der grundsätzlich konstruktiven Aussichten auch für Unternehmensanleihen werden Investment Grade- (2 %) und High Yield- (0%) Unternehmensanleihen derzeit aufgrund der Korrelation mit Aktien kaum gewichtet, da die Verbesserung der Ertragserwartungen bei den Aktien ausgeprägter war. Die Gewichtung von Staatsanleihen in Fremdwährung sinkt deutlich auf 2 % des Portfolios aufgrund der verhaltenen Aussichten für eine weitere US-Dollar-Aufwertung.

Die wahrscheinlichkeitsgewichtete Ertragserwartung für dieses strategische Total Return Portfolio für das zweite Halbjahr 2024 liegt aktuell bei +7,9 % p.a..

MAG. FRANZ SCHARDAX, MSC

Asset Management

CIO, Executive und Prokurist bei IQAM Invest