

Politische Risiken stören Jahresendrallye-Hoffnung

Von Bernhard Grünäugl, Leiter Investment Strategy & ESG, BayernInvest

Die Wachstums- und Inflationsaussichten sprechen für weiter rückläufige Renditen am Rentenmarkt. Während sich für den US-Bundeshaushalt aber erneut nur eine temporäre Lösung abzeichnet und der stark gefallene Ölpreis wenig geopolitische Risikoprämie enthält, bleiben die Nervosität an den Märkten und damit die täglichen Renditeschwankungen vorerst hoch. Das belastet alle Anlageklassen. Per Saldo sollte der Jahresausklang aber versöhnlich ausfallen – und sowohl Renten- als auch Credit- und Aktienmärkte dürften sich trotz des fundamentalen Gegenwinds positiv entwickeln – zumindest, wenn größere politische Störfelder ausbleiben.

„Welche Überraschungen bringt 2024? Könnte die US-Notenbank womöglich der prekären Liquidität der US-Staatsanleihen Rechnung tragen und den Bilanzabbau vorzeitig beenden?“

Bernhard Grünäugl
Leiter Investment Strategy & ESG



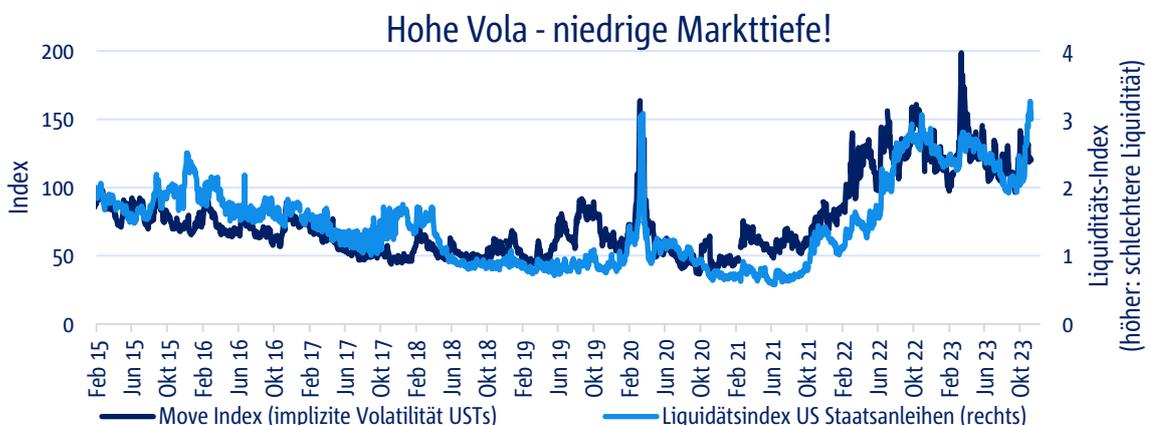
Inhalt

- Geldpolitische Straffungen beginnen, Wirkung zu zeigen
- Bilanzabbau und Mindestreservequote als neue Spielwiese zur geldpolitischen Straffung?
- Gute Voraussetzungen für fallende Renditen
- Unternehmensberichte im 3. Quartal enttäuschend

Kernaussagen

- In der Eurozone stehen die Zeichen weiter auf Rezession. Die Inflation verliert zudem weiter an Schwung. Auch in den USA lässt die Konjunktur nach. Das 4. Quartal wird erheblich schwächer ausfallen als das abgelaufene Quartal. Fallende Inflationserwartungen zeigen an, dass EZB und auch die Konsensprognosen der Volkswirte für 2024 zu hoch angesetzt sind. Der Disinflationstrend setzt sich fort.
- Im US-Haushaltsstreit zeichnet sich nur eine erneute temporäre Verschiebung der nahenden Frist eines Regierungsstillstands ab. Die politische Unsicherheit lastet auf den Märkten. Eine weitere Verschlechterung der US-Bonitätseinschätzung droht durch die Ratingagentur Moody's. Dennoch sprechen die Aussichten für eine fallende „Term Premium“ bei US-Staatsanleihen.
- Statt zusätzlicher restriktiver Maßnahmen – wie bspw. ein beschleunigter Bilanzabbau der EZB oder eine Anhebung der Mindestreservequote – könnten Fed, EZB und Co. 2024 mit einem Ende der Liquiditätsverknappung überraschen. Denn die prekäre Liquidität im US-Staatsanleihemarkt schürt unnötige Risiken. Fundamental stehen die Zeichen daher klar auf fallenden Renditen.
- Die Berichtssaison im 3. Quartal verlief enttäuschend. Europäische Unternehmen bekommen viel fundamentalen Gegenwind. Die Gewinne sinken, die Analystenerwartungen wurden auf ganzer Linie verfehlt. In den USA stagnierten die Unternehmensgewinne. Doch auch dort dominiert in der Unternehmensberichterstattung die Sorge vor Nachfrageschwäche.
- Aber: Aktuell treibt die Renditeentwicklung – insbesondere die Entwicklung der US-Realrendite – alle Anlageklassen. Die Korrelationen sind hoch. Entsprechend sollten fallende US-Renditen in das Jahresende hinein, trotz bestehender Makro- und Politikrisiken, für positive Erträge auch bei Aktien und Credits sorgen.

■ Hohe Rentenmarkt-Volatilität eng mit geringer Liquidität der US-Staatsanleihen verknüpft! Fed-Bilanzabbau als Finanzmarktrisikotreiber?



Quelle: Bloomberg, BayernInvest; Stand: 12. November 2023

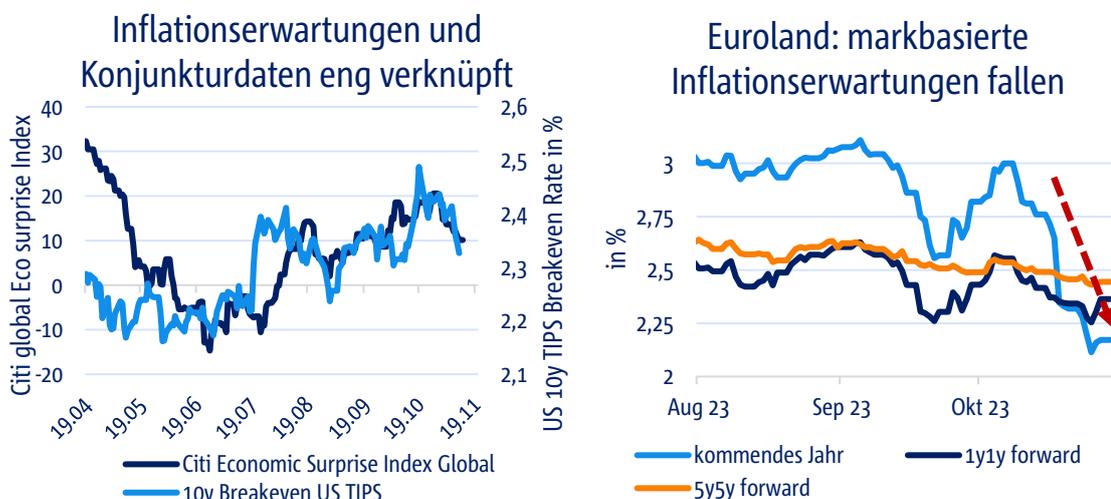
Geldpolitische Straffungen beginnen, Wirkung zu zeigen

Die **Wirtschaft der Eurozone** ist im 3. Quartal 2023 leicht geschrumpft. Die verfügbaren Frühindikatoren deuten darauf hin, dass das 4. Quartal nicht viel besser ausfallen wird. In den **USA** hingegen sind es die Zeichen des Arbeitsmarkts, die nach dem überaus positiv ausgefallenen 3. Quartal eine Abschwächung der Konjunktur zum Jahresende hin anzeigen. Der Beschäftigungsaufbau hat sich zuletzt verlangsamt und die Arbeitslosenquote steigt. Die sogenannte Sahn-Regel, die auf Basis der Entwicklung der Arbeitslosenquote eine einsetzende Rezession in den USA anzeigen soll, steht kurz davor anzuschlagen.

Fed und EZB wird es freuen. Beide **Zentralbanken** dürften vorerst an ihrer „Wait and See“-Politik festhalten. Dass die Inflationsraten insbesondere im Euroraum zuletzt schneller als erwartet gefallen sind und der **Disinflationstrend** sich angesichts von nachlassendem Lohndruck und konjunkturellem Ausblick auch 2024 fortsetzen dürfte, wird von den Währungshütern derzeit noch dankbar zur Kenntnis genommen. Allerdings setzt sich auch das Katz-und-Maus-Spiel zwischen Kapitalmärkten und Notenbanken vorerst fort. Steigende Renditen bedingen strengere Finanzierungsbedingungen und im Umkehrschluss weniger Handlungsbedarf der Notenbanken. Wird dies anerkannt, wie jüngst von Jerome Powell und Christine Lagarde, sinken die Renditen (wie zuletzt) und erhöhen damit in der Folge wieder das Ungemach für die Notenbanken.

Der Blick auf marktbasierete **Inflationserwartungen** offenbart aber die Risiken dieses Vorgehens. Die Entwicklung der Inflationsswaps deutet an, dass die EZB-Inflationsprognosen insbesondere für 2024 erheblich zu hoch angesetzt sind. Die heutige Erwartung an die Inflation für das kommende Jahr liegt nur noch bei 2,2%. Tendenz stark fallend! Die EZB und die meisten Volkswirte rechnen aktuell noch mit etwa 3%. Bis Mitte Oktober war dies auch noch bei den Inflationsswaps eingepreist. Seitdem hat sich aber einiges getan.

■ Makro-Daten enttäuschen, während Inflationserwartungen einbrechen



Natürlich spielt hier der trotz Fördermengenkürzungen seitens der OPEC+-Staaten und trotz des Nahost-Kriegs seit September um 15% stark gefallene **Ölpreis** eine nicht unwesentliche Rolle. Aber es schwingt zunehmend das Gefühl mit, dass die verzögerte Wirkung der geldpolitischen Straffung mittlerweile einsetzt und eine intelligent agierende Notenbank frühzeitig einer drohenden zu langen und zu starken Straffung entgegenwirken sollte.

Denn auch die Gründe, die den Ölpreisrückgang treiben – wie die fallende implizite Ölnachfrage in den USA, die auf eine amerikanische Rekord-Ölproduktion sowie eine anhaltend schwache chinesische Wirtschaft trifft – sind vom konjunkturellen Moll geprägt. Und nicht zuletzt haben auch die Euro-Inflationsdaten in den letzten beiden Monaten in der Breite nach unten überrascht.

Bilanzabbau und Mindestreservequote als Instrumente der geldpolitischen Straffung – aber den Falken läuft die Zeit davon

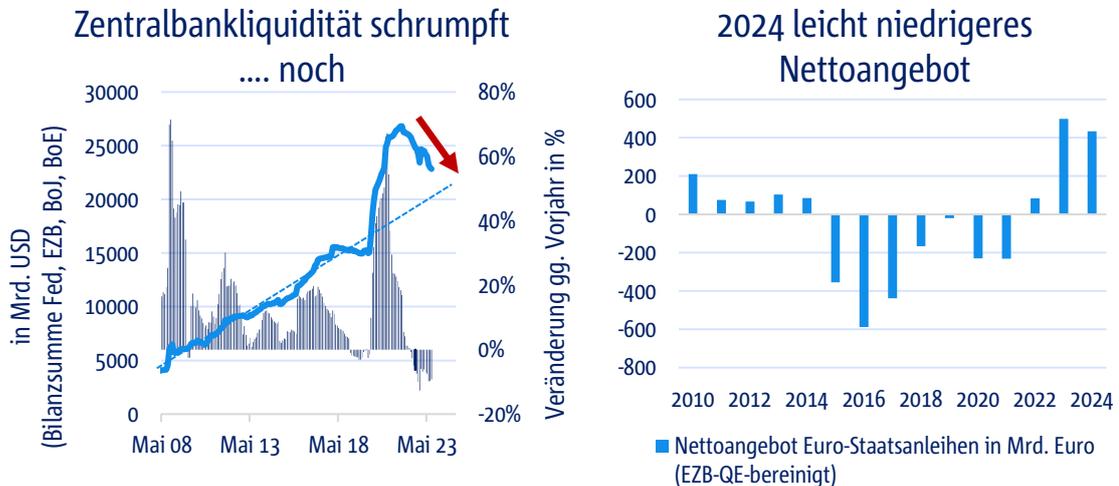
Noch immer sprechen sich jedoch einzelne EZB-Vertreter für weitere geldpolitische Straffungsschritte aus. Da Zinsanhebungen auf dem aktuellen Niveau nicht mehr mehrheitsfähig sind, wird versucht, die Diskussion auf einen beschleunigten Bilanzabbau oder eine Anhebung der Mindestreservequote für Banken zu verlagern.

Eine **Anhebung der Mindestreservequote für Banken, die aktuell bei 1% liegt**, hätte unmittelbar auch weitere adverse konjunkturelle Folgen. Ein solcher Schritt würde die Kreditvergabetätigkeit der Banken weiter verlangsamen und die im Umlauf befindliche Geldmenge reduzieren. Ein **beschleunigter Bilanzabbau**, wie er mit einem vorgezogenen Ende der PEPP-Reinvestitionen verfolgt werden soll, würde hingegen geldpolitische Impulse für den Kapitalmarkt bewirken. Insbesondere am langen Ende der Zinsstrukturkurve wären aufgrund der dann wegfallenden EZB-Reinvestitionen Effekte zu erwarten, wobei diese in Italien und den Ländern, die derzeit stark profitieren, am stärksten ausgeprägt sein sollten.

Ob es tatsächlich zu einer Anhebung der Mindestreservequote oder zu einem beschleunigten Bilanzabbau kommt, ist aber fraglich. Aktuell scheinen die geldpolitischen Falken im EZB-Rat eher einen rhetorischen Rückzugskampf zu vollziehen. Denn die makroökonomischen Entwicklungen spielen klar den Tauben in die Hände.

Ganz im Gegensatz zum diskutierten beschleunigten Bilanzabbau der EZB könnte ein aktuell am Kapitalmarkt noch recht wenig beachtetes Thema – nämlich die **prekäre Liquidität bei US-Staatsanleihen** – im kommenden Jahr zu einem Umdenken der US-Notenbank führen. Denn der dortige Bilanzabbau trägt zur geringen Markttiefe und den daraus resultierenden großen, erratischen Renditebewegungen bei.

■ Bilanzabbau der Notenbanken und hohes Staatsanleiheangebot – 2024 könnte sich von 2023 stärker unterscheiden als derzeit erwartet



Quelle: Bloomberg, BayernInvest; Stand: 12. November 2023

Die Fed könnte sich daher 2024 berufen fühlen, den Bilanzabbau vorzeitig zu beenden – was mit ersten Zinssenkungen auch geldpolitisch besser vereinbar wäre, als zeitgleich konterkarierende geldpolitische Wege, also Leitzinssenkungen auf der einen Seite und Quantitatives Tightening (QT) auf der anderen Seite, zu beschreiten. Sollte dies tatsächlich der Fall sein, dürfte ein Ende des QT-Programms aber auch positiv auf die euroländischen Rentenmärkte ausstrahlen.

Auch hierzulande könnte die zukünftig angestrebte Bilanzgröße der EZB 2024 aber verstärkt Gegenstand von Diskussionen werden. EZB-Chefvolkswirt Philipp Lane hat erst vergangene Woche darauf hingewiesen, dass die Bilanz der EZB auch in einem neuen Normalzustand (der volumensmäßig geringer ist als die aktuelle Bilanzsumme) deutlich größer als in der Vergangenheit bleibt – womöglich ein erster Hinweis, dass der Bilanzabbau nicht beschleunigt, sondern eher verlangsamt werden sollte?

Gute Voraussetzungen für fallende Renditen

Fundamental spricht aber noch ein weiterer Punkt für rückläufige Renditen im kommenden Jahr 2024. Anders als in den USA liegen im Euroraum die nationalen **Haushaltspläne** für 2024 vor. Demnach planen die EWU-Länder mit geringeren Fiskaldefiziten, was sich im – verglichen mit 2023 – um etwa 15% niedrigeren prognostizierten Netto-Finanzierungsbedarf der Länder widerspiegelt.

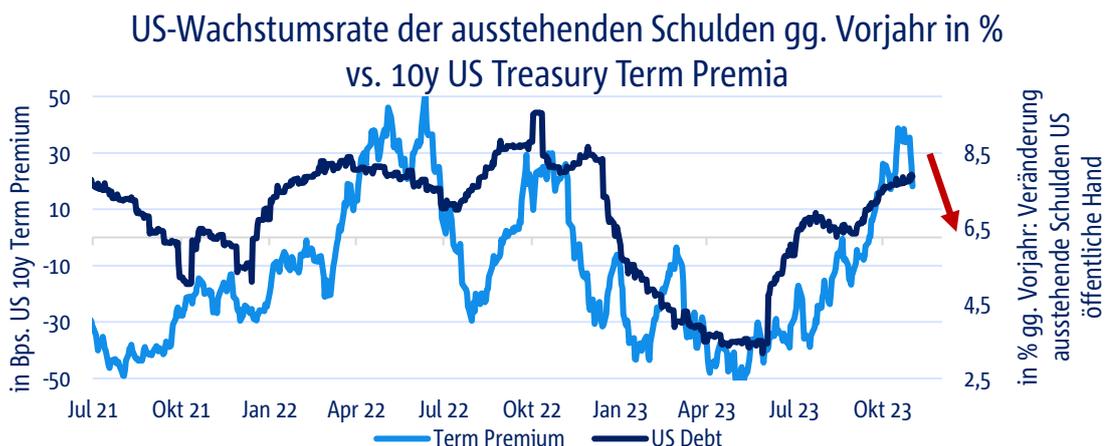
Dabei ist auch in der Währungsunion die Reform der bis Ende 2023 ausgesetzten Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts noch nicht abgeschlossen. In den letzten Verhandlungsrunden mussten sich die Befürworter einer weiterhin lockeren Fiskalpolitik allerdings offenbar auf die Befürworter einer eher am alten Regelwerk orientierten Ausgestaltung der Defizit- und Schuldenabbau-Vorgaben zubewegen. Bis

Jahresende sollen die finalen Regeln stehen. Und aktuell sieht es so aus, als stünden die Zeichen im Euroland eher wieder auf niedrigeren Haushaltsdefiziten. Bei gestiegenen Zinszahlungen bedeuten die geplanten Defizitzahlen und die womöglich in Zukunft wieder strengeren EU-Vorgaben aber nichts anderes, als dass der sogenannte Fiskalimpuls 2024 und 2025 negativ ausfallen wird. Die Konjunktur wird also durch die öffentliche Hand gedämpft, und das zusätzlich zu den bestehenden Belastungsfaktoren.

Die gestiegenen Zinsniveaus und die sich zunehmend verhärtende Erwartung, dass der **Zinsgipfel** erreicht ist, sorgen c.p. für zusätzliche Nachfrage nach zinstragenden Papieren. Das Angebot ist indes geringer als im Vorjahr – gute Voraussetzungen für fallende Renditen also.

Doch selbst für die USA gilt: Der dort für den Renditeanstieg im 3. Quartal maßgebliche Grund, nämlich der Anstieg der US-„Term Premium“, wird 2024 eher Rücken- denn Gegenwind liefern.

■ Die US-Laufzeitenprämie dürfte bald wieder sinken!



Quelle: Bloomberg, BayernInvest; Stand: 12. November 2023

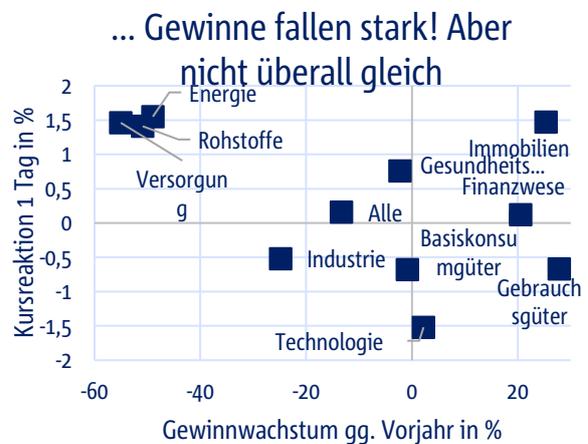
Zur Erinnerung: Vergleicht man die Entwicklung der „Term Premium“ für 10-jährige US-Staatsanleihen mit der Veränderung der ausstehenden US-Schulden, wird sichtbar, was hier der Treiber ist.

Die Märkte mussten zuletzt die ausufernde Kreditaufnahme der US-Regierung in einem Umfeld absorbieren, in dem die Fed ihre Bilanz verkürzt und China seine hohen Bestände an US-Staatsanleihen tendenziell abbaut. Auch der anhaltende Streit über den US-Bundshaushalt trug, wie der Nahost-Konflikt, nicht gerade zur Beruhigung bei. Vor diesem unsicheren Hintergrund überrascht es nicht, dass Investoren bei einer längeren Kapitalbindung derzeit eine deutlich höhere Kompensation verlangen. Dies ist auch messbar. Denn bei länger laufenden Staatsanleihen höchster Bonität lässt sich die Rendite grundsätzlich in zwei Komponenten zerlegen: Auf der einen Seite steht der erwartete Pfad für

rollierende kurzfristige Anlagen – vereinfacht gesprochen die Erwartung, welche Leitzinsen über den Horizont der langfristigen Anlage bestehen werden. Die zweite Komponente, die sogenannte „Term Premium“, kann als **Risikoprämie** betrachtet werden, die die Anleger für Unsicherheit kompensieren soll. Tatsächlich steckt die höhere „Term Premium“ auch hinter dem aktuellen Renditeaufschlag für US-Treasuries. Während sich die Erwartungen hinsichtlich langfristiger Notenbank-Zinsen gar nicht so sehr verändert haben, sind es derzeit vor allem die politischen Risiken, die die Anleihemärkte in Bewegung halten. In das gleiche Horn stoßen die wieder anziehenden Credit Default Swaps (CDS)-Notierungen auf US-Schulden und die Warnung der Ratingagentur Moody's, die US-Bonität herabzustufen.

Während sich derzeit erneut nur eine temporäre Vereinbarung im US-Kongress abzeichnet, um den Ende der Woche drohenden Regierungsstillstand abzuwenden – im Gespräch sind Zwischenfinanzierungen bis Januar/Februar 2024 –, ist womöglich für die Märkte entscheidender, dass das US-Haushaltsdefizit in den kommenden Jahren nicht weiter ansteigt. Ein konstantes Haushaltsdefizit (in % des BIP) bedeutet, dass die ausstehenden Schulden in etwa mit der Wachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts wachsen werden. Dies dürfte bei zu erwartenden 2-3% Inflation und 1-2% Wachstum also deutlich unterhalb der aktuellen Veränderungsraten liegen und somit auch eine mittelfristig fallende Term Premium anzeigen.

■ Q3 Berichtssaison verläuft in Europa enttäuschend!



Quelle: Bloomberg, BayernInvest; Stand: 12. November 2023

Von daher gilt, dass sowohl die makroökonomischen Aussichten hinsichtlich niedrigerer Wachstumsraten und rückläufiger Inflationsraten als auch eher technische Argumente, wie das Nachfrage-Angebots-Verhältnis am Staatsanleihemarkt, für rückläufige Renditen sprechen.

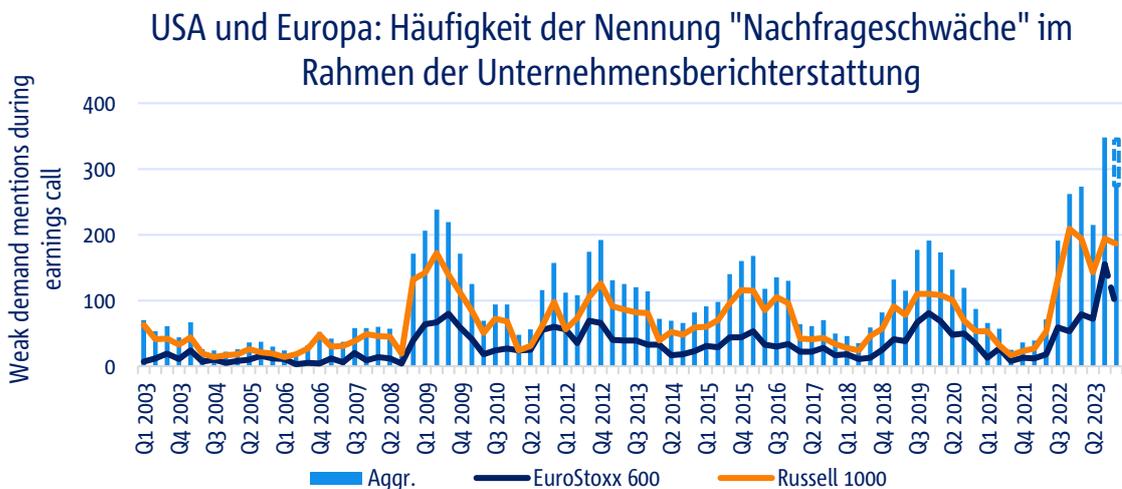
Im aktuellen Marktumfeld bedingen fallende Renditen aber auch gute Aussichten für Aktien und Credits. **Denn die Korrelationen zwischen den Anlageklassen bleiben hoch.**

Unternehmensberichte im 3. Quartal enttäuschend

Das fundamentale Umfeld für Unternehmen ist jedoch ohne Frage aktuell alles andere als leicht. Das bestätigt auch ein Blick auf die zu Ende gehende Berichtssaison. Die Erwartungen hinsichtlich des Umsatz- und Gewinnwachstums der Unternehmen wurden vielfach enttäuscht und die betroffenen Firmen vom Kapitalmarkt abgestraft. Insbesondere in Europa waren die Analystenerwartungen im Vorfeld zu optimistisch. In den USA scheinen die dortigen CFOs eine bessere Kapitalmarkt-Guidance gegeben zu haben. Denn die tatsächlichen Gewinnsteigerungen zum Vorjahr liegen in den USA auch nur nahe der Nulllinie. Das ist zwar erheblich besser als in Europa, wo die Gewinne stark gesunken sind, aber in Euphorie muss dennoch nicht verfallen werden. Zumal hinzu kommt, dass der Ausblick schwierig bleibt.

Im Rahmen der **Unternehmensberichterstattung** fällt nämlich auf, dass häufig auf schwache Kundennachfrage verwiesen wird, was insbesondere in den USA nur schwer mit den positiven BIP-Wachstumsraten aus dem abgelaufenen Quartal vereinbar ist – sondern eher die Aussichten auf die nächsten Quartale widerspiegelt.

■ Schwache Nachfrage ist ein Thema, das die Unternehmen umtreibt



Quelle: Bloomberg, BayernInvest; Stand: 12. November 2023

Wir gehen daher auch davon aus, dass auch im kommenden Jahr die Unternehmen – insbesondere in zyklischen Sektoren – ihre Gewinne kaum werden steigern können. In Branchen, die von besonders hoher Arbeitsintensität geprägt sind, werden sich die Lohnabschlüsse negativ in den Margen der Unternehmen bemerkbar machen. Dass die Lohnsteigerungen – die aktuell ja bereits nachlassen und auch im kommenden Jahr zunehmend weniger Lohndruck bestehen sollte – an die Endkunden weitergereicht werden können, ist letztlich auch eine Funktion der Nachfrage. Und hier zeichnet sich ab, dass es Unternehmen schwerer fällt, Preisanhebungen durchzusetzen, während insbesondere im

(Güter) produzierenden Gewerbe verstärkt die Preise gesenkt werden, um die Nachfrage anzukurbeln. Bestes Beispiel ist die Automobilindustrie, wo Neuwagenkäufer aktuell mit steigenden Rabatten auf die Listenpreise geködert werden sollen. **Gut für die Inflationsaussichten, aber schlecht für die Bilanz.**

Mittlerweile haben auch die Ratingagenturen erkannt, dass sich die Unternehmen fundamentalem Gegenwind ausgesetzt sehen. Im Euroraum hat sich der sogenannte Rating-Drift eingetrübt. Es ist in den nächsten Quartalen mit mehr Herab- als Heraufstufungen zu rechnen.

Dennoch sind die Performance-Aussichten für Aktien und Credits weniger schlecht, als es das fundamental eingetrübte Bild suggeriert. Denn mit der Hoffnung auf eine weniger restriktive Geldpolitik sind auch Hoffnungen auf etwas bessere konjunkturelle Bedingungen im Jahr 2025 verknüpft.

Fazit – unsere Anlageempfehlung für global agierende und Euro-Investoren

	BI Asset Allokation-Empfehlung Global				
	--	-	neutral	+	++
Risikoload					
Liquidität					
Anleihen					
Rates Duration					
Staatsanleihen USA					
Staatsanleihen Euroraum					
Inflationsgeschützte Anleihen					
Pfandbriefe					
Credit Beta					
Unternehmensanleihen IG					
High Yield Anleihen					
Nachrang Anleihen					
Anleihen Schwellenländer					
Aktien					
Aktien USA					
Aktien Euroraum					
Aktien Schwellenländer					
Alternative Investments					
Gold					
Infrastruktur					
Sonstige AI					
FX					
USD/EUR					

	BI Asset Allokation-Empfehlung Euro				
	--	-	neutral	+	++
Risikoload					
Liquidität					
Anleihen					
Rates Duration					
EUR Sovereign					
EUR Inflation Linked					
Pfandbriefe					
Credit Beta					
EUR Credit IG					
EUR High Yield					
EUR Nachrang					
Aktien Euroland					
Alternatives (inkl. neue Produkte)					
Infrastruktur					
Comdy / Gold EUR hdgd					
Sonstige AI					

--	-	neutral	+	++
Starke Untergewichtung	Untergewichtung	Neutrale Position	Übergewichtung	Starke Übergewichtung

Quelle: BayernInvest; Stand: 12. November 2023

Diese Unterlage wurde auf Grundlage von nach Ansicht der BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft (BI) als zuverlässig und genau geltenden Quellen erstellt, ohne dass die BI eine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Quellen übernimmt. Aus der in dieser Präsentation gemachten Angaben kann keine verbindliche Aussage über künftige Wertentwicklungen gemacht werden. Die Unterlage wurde von der BI nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, ohne dass eine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit übernommen wird. Sie soll lediglich als allgemeine Information dienen und gibt das Meinungsbild der BI wieder. Die geäußerten Ansichten können je nach Markt- und anderen Bedingungen jederzeit Veränderungen unterliegen. Die BI übernimmt keine Gewähr dafür, dass sich Länder, Märkte oder Branchen wie erwartet entwickeln. Investitionen enthalten Risiken, bspw. politische und währungsbedingte Risiken. Die Rendite und der Wert der zugrunde liegenden Anlagen können sinken oder steigen und können zu einem vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Die BayernInvest haftet nicht für den Eintritt einer bestimmten Performance der Anlage. Soweit die Präsentation eine Angabe einer Performance eines von der BI verwalteten Fonds enthält, ist die Performance nach BVI-Methode berechnet. Bei Bruttoperformance werden die auf Fondsebene anfallenden Kosten (z.B. Verwaltungsvergütung, Prüfungskosten, Trading Kosten etc.) nicht, bei Nettoperformance werden die auf Fondsebene anfallenden Kosten berücksichtigt. Die auf Kundenebene anfallenden Kosten (Ausgabeaufschlag, Depotkosten etc.) sind in der angegebenen Performance nicht berücksichtigt. Bei einer Anlage in Publikumsinvestmentvermögen sind die im Verkaufsprospekt beschriebenen Regelungen maßgeblich. Die Haftung der BI beschränkt sich auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit. Im Falle der Verletzung von Kardinalpflichten haftet die BayernInvest auch für einfache Fahrlässigkeit. In diesen Fällen ist die Haftung jedoch auf den typischen und vorhersehbaren Schaden beschränkt. Die Haftungsbeschränkung gilt neben dem Empfänger dieses Dokuments auch gegenüber Dritten, die dieses Dokument möglicherweise prüfen oder Informationen hieraus verwenden. Die Beschränkung der Haftung bezieht sich auf sämtliche Verluste sowie unmittelbare Schäden und Folgeschäden. Die Präsentation beinhaltet weder eine persönliche anleger- und objektgerechte, bzw. steuerliche oder rechtliche Beratung. Diese Präsentation richtet sich an „Professionelle Kunden“ und „Geeignete Gegenparteien“, nicht aber an „Privatkunden“ im Sinne des § 67 WpHG. Es wird darauf hingewiesen, dass diese Präsentation infolgedessen nicht die Vorgaben der BaFin im Hinblick auf Informationen durch Kapitalverwaltungs- und Wertpapierhandelsgesellschaften gegenüber Privatkunden erfüllt.