



Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Ansichtssache

Zur Jahresmitte droht ein Regimewechsel an den Finanzmärkten

26. Februar 2024

www.bantleon.com

Das Jahr 2024 hat bislang viel Positives für Risikoassets parat gehalten. Die Konjunkturdaten überraschten mehrheitlich positiv. Allen voran ist die US-Wirtschaft mit Schwung ins neue Jahr gestartet. Gleichzeitig bleibt der globale Disinflationstrend intakt, auch wenn die Januar-Inflationsdaten in den USA und der Eurozone etwas höher ausfielen als erwartet. Alles in allem kommt das aktuelle Umfeld bereits dem nahe, was gemeinhin als Goldilocks bezeichnet wird. Ein solcher Rahmen, der durch maßvolles Wachstum und Inflation gekennzeichnet ist, lässt einerseits die Kassen der Unternehmen klingeln und eröffnet andererseits den Notenbanken den Spielraum, die Leitzinsen zu senken – beides spielt Aktien in die Karten.

Der aktuell konstruktive Rahmen für Aktien dürfte noch einige Wochen anhalten. Neben dem fundamentalen spricht dafür auch das freundliche technische Umfeld. Die globalen Aktienmärkte sollten deshalb neue Rekorde ins Visier nehmen, der DAX auf 17.700 Punkte und der S&P500 auf 5.200 Punkte zusteuern. Auch bei den Staatsanleihenrenditen ist ein nochmaliges Zucken nach oben, welches die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen sogar über 2,50% schieben könnte, nicht auszuschließen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Februar-Inflationsdaten wieder freundlicher ausfallen und somit die Bondmärkte von dieser Seite gestützt werden. In Anbetracht dessen ist kurzfristig eine volatile Seitwärtsbewegung bei Staatsanleihen das wahrscheinlichste Szenario.

Das nahezu optimale Umfeld für Risikoassets wird aber nicht das ganze Jahr über anhalten. Spätestens im Sommer dürfte es zu einem Regimewechsel kommen – doch in welche Richtung? Zweifellos hat die US-Wirtschaft die scharfe geldpolitische Restriktion der vergangenen zwei Jahre besser weggesteckt als erwartet. Eine Rezession scheint aus heutiger Sicht abgewendet. Dennoch bleibt es wahrscheinlich, dass sich die US-Konjunktur im Jahresverlauf abkühlt. Einerseits sind die geldpolitischen Bremseffekte weiterhin wirksam, andererseits verlieren die Fiskalimpulse aus den Jahren 2020/2021 immer mehr an Kraft. Unser Basisszenario ist daher, dass die US-Wachstumsraten im 2. Halbjahr unter die Potenzialrate fallen.

Kommt es zu einer konjunkturellen Abkühlung in den USA, wird darunter auch die Eurozone leiden. Die wirtschaftliche Belebung dürfte noch blutleerer ausfallen als ohnehin erwartet. Gleichzeitig wird es den Unternehmen in Anbetracht der lahmenden Weltwirtschaft schwerfallen, höhere Preise durchzusetzen. Der Disinflationstrend bekommt von dieser Seite einen weiteren Schub.

In einem solchen Umfeld, das durch eine schwache Konjunktur und rückläufige Teuerungsraten geprägt ist, können die Notenbanken die Leitzinsen auf ein neutrales Niveau zurückfahren – wohl aber nicht viel tiefer. Das Potenzial für Leitzinssenkungen liegt in diesem Fall in den USA bei min-

destens 200 Basispunkten und in der Eurozone bei 150 Basispunkten. Das ist mehr, als derzeit an den Geldterminmärkten eingepreist ist (jeweils rund 90 bis 100 Basispunkte in den USA und der Eurozone). Entsprechend haben die Renditen von Staatsanleihen noch Luft nach unten. Allerdings ist das Ausmaß begrenzt, wenn es zu keinem scharfen Einbruch der Weltwirtschaft kommt. Mithin sehen wir die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen zum Jahresende rund 40 bis 50 Basispunkte tiefer als aktuell und damit leicht unter der 2,00%-Marke. 10-jährige US-Treasuries dürften etwa 80 Basispunkte niedriger rentieren, was einem Renditeniveau von rund 3,50% entspricht.

Bezogen auf die Aktienmärkte ist unser Basisszenario – Abschwächung der Weltwirtschaft, aber keine Rezession – sicherlich kein Schreckensszenario. Dennoch werden die Analysten nicht umhinkommen, ihre zum Teil sportlichen Gewinnschätzungen (S&P500: rund 10% für 2024 und 2025, DAX: 5% bis 10%) nach unten zu korrigieren. Hinzu kommen die ambitionierten Bewertungen bei Technologie-Aktien (KGV > 30), die euphorische beziehungsweise sorglose Stimmung und die mittlerweile einseitige Positionierung, die sich in einem starken Übergewicht bei Aktien spiegelt. Deshalb erscheint ein moderater Rücksetzer an den globalen Aktienmärkten im 2. Halbjahr plausibel.

Parallel zu Aktien haben zuletzt auch andere Risikoassets zu einem Höhenflug angesetzt. So sind etwa die Risikoaufschläge von High-Yields gegenüber Staatsanleihen in den USA und der Eurozone erstmals seit Anfang 2022 wieder erkennbar unter 400 Basispunkte abgesackt. Dieser Trend kann im Einklang mit der Aktienhausse noch einige Wochen anhalten. Im weiteren Jahresverlauf sollte jedoch die weltwirtschaftliche Verunsicherung eine Gegenbewegung einleiten. Aber auch hier gilt: Bleibt die US-Rezession aus, werden sich die Rückschläge speziell bei den konservativen Anleihensegmenten in Grenzen halten. So sollten etwa Investment-Grade-Unternehmensanleihen moderate Spreadausweitungen problemlos über die Coupons abfedern können.

Dem beschriebenen Basisszenario steht ein gewichtiges Risikoszenario gegenüber. Die US-Wirtschaft hat sich bislang widerstandsfähiger gezeigt als gedacht. Es ist daher nicht auszuschließen, dass die restriktiven monetären Impulse letztendlich wirkungslos verpuffen und somit die US-Wirtschaft das gesamte Jahr über mit 2% bis 3% expandiert. Im Einklang damit dürfte der Arbeitsmarkt eng und der Lohndruck hoch bleiben. Somit besteht die Gefahr, dass die US-Inflationsraten wieder nach oben drehen, noch bevor sie die 2%-Marke erreicht haben.

Für die Fed gäbe es dann kaum einen Grund, die Geldpolitik zu lockern. Die Leitzinsen dürften mithin bestenfalls homöopathisch gesenkt werden (25 bis 75 Basispunkte). In der Folge würden an den Geldterminmärkten weitere Leitzinssenkungen ausgepreist, womit steigende Staatsanleihenrenditen verbunden wären. In unserem Risikoszenario gehen wir daher davon aus, dass die Rendite-Hochs aus dem Jahr 2023 – 3,03% bei 10-jährigen Bundesanleihen, 5,02% bei US-Treasuries – nochmals getestet werden.

Die Konsequenzen unseres Risikoszenarios für Aktien wären ambivalenter Natur. Die anhaltend robuste Konjunktur würde zwar stützend wirken, im Gegenzug wären aber die steigenden Renditen ein Belastungsfaktor. Angesichts der beschriebenen Fragilität (hohe Bewertungen, ausgereiztes Sentiment, einseitige Positionierung) ist somit auch in diesem Szenario ein moderater Rücksetzer an den globalen Aktienmärkten sehr wahrscheinlich. Investment-Grade-Unternehmensanleihen dürften sich hingegen auch in diesem Umfeld gut behaupten. Sie würden zwar ebenfalls unter den

steigenden Renditen leiden, wären aber aufgrund ihrer höheren Coupons dagegen besser geschützt als Staatsanleihen. Die eigentlichen Gewinner des Risikoszenarios wären Rohstoffe und inflationsindexierte Staatsanleihen, die von der anhaltend brummenden Weltwirtschaft und den damit verbundenen Inflationsgefahren profitieren würden. Auch für zahlreiche Schwellenländer wäre dies ein konstruktives Umfeld.

Fazit: Aktien sollten nach einem fulminanten Auftakt im Jahresverlauf unter Druck geraten, was sowohl unser Basis- als auch unser Risikoszenario nahelegt. Gegenwind droht von einer Wachstumsabkühlung oder wieder aufkommenden Inflationsängsten. Für Staatsanleihen ist der Ausblick vielschichtiger. Schwächt sich die Weltwirtschaft ab, ist auch wegen weiter abnehmender Teuerungsraten von sinkenden Renditen auszugehen. Im Risikoszenario eines inflationären Booms dürfte aber das genaue Gegenteil eintreten. Alles in allem ist die Gefahr groß, dieses Jahr auf dem falschen Fuß erwischt zu werden. Speziell bei Staatsanleihen sind somit eine genaue Beobachtung des konjunkturellen Trends und höchste Flexibilität in der Ausrichtung erforderlich.

Kontakt:

Dominik Runkel

Telefon +49 511 288 798 33

dominik.runkel@bantleon.com

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON GmbH der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.