

1/24

Q

Happy Ending! Happy Beginning?



ARAMEA
ASSET MANAGEMENT

Aramea Quarterly Q1/24

Nur für institutionelle Investoren
Bitte beachten Sie die Hinweise auf der letzten Seite



Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

man könnte durchaus den Eindruck gewinnen, unter Analysten und Volkswirten gäbe es einen Wettbewerb dahingehend, wer als erster seinen Jahresausblick für das jeweilige Folgejahr veröffentlicht. Ich weiß nicht, wie es Ihnen geht, aber ich bekomme die ersten Jahresausblicke mittlerweile bereits Anfang November. Sicher ist es so, dass – je näher das Jahresende rückt – sich der Blick der Anleger auf das nächste Jahr richtet. Und das völlig zurecht. Nun ist es aber bekanntlich auch so, dass ein oder zwei Monate am Finanzmarkt eine sehr lange Zeit sein können. Die Monate November und Dezember des nun zu Ende gehenden Jahres haben dies erneut eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Mitunter kann ein Jahresausblick bereits zu Beginn des Jahres veraltet wirken. Insofern lesen Sie meinen Jahresausblick, der auch zum Jahreswechsel traditionell im Gewand des „Q“ daherkommt, stets erst kurz vor Weihnachten.

Hätte ich meinen (Kapitalmarkt-)Ausblick ebenfalls Anfang November veröffentlicht, wäre der Grundtenor womöglich optimistischer ausgefallen. Aber auch nach der starken Rally der letzten Wochen und dem „Happy Ending“ im Kapitalmarktjahr 2023 bin ich für 2024 weiterhin grundsätzlich zuversichtlich gestimmt. Dies liegt zuvorderst an der konstruktiven Erwartung für die internationalen Rentenmärkte, die aus Sicht des Euro-Anlegers einen positiven Ertrag von mehr als fünf Prozent liefern und somit das Jahr 2023 in Sachen Performance toppen dürften. An den Aktienmärkten werden die Bäume im Jahr 2024 wohl nicht in den Himmel wachsen – die starke Entwicklung aus diesem Jahr wird sich kaum wiederholen lassen. Allerdings spricht aus meiner Sicht vor allem die Aussicht auf fallende Leitzinsen in den USA und der Eurozone für Rückenwind – nicht nur für die Renten- sondern eben auch für die Aktienmärkte. Historisch betrachtet sind US-Wahljahre zudem häufig erfreuliche Aktienmarktjahre gewesen – vor allem dann, wenn ein Republikaner das Rennen macht (ich rechne Stand heute mit einem Wahlsieg Trumps). Eine Wertentwicklung um die 10% erachte ich für den breiten Aktienmarkt als realistisch (ebenfalls aus EUR-Sicht). Ich rechne aufgrund zunächst weiter stark zinsgetriebener Märkte zumindest zu Beginn des Jahres 2024 mit einer anhaltend positiven Korrelation zwischen Aktien und Renten. Anders als im Jahr 2022 dürften beide Assetklassen somit einen positiven Beitrag zur Gesamtperformance der Portfolien beitragen. Angesichts der jüngsten übertriebenen Zinssenkungseuphorie ist jedoch kurzfristig mit etwas Enttäuschung zu rechnen.

Viel Spaß bei der Lektüre, ein entspanntes Weihnachtsfest und einen guten Start ins neue Jahr wünscht Ihnen Ihr

Felix Herrmann, CFA

Chefvolkswirt Aramea Asset Management AG

Hamburg, den 18.12.2023

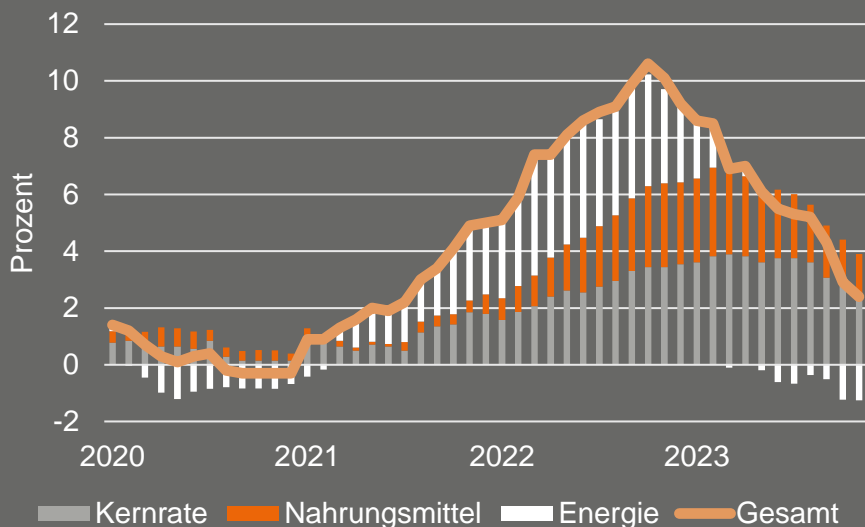


„Die Steuerung der Geldpolitik wird ab dem Jahresende und auf dem Weg ins nächste Jahr eine noch größere Herausforderung sein.“

Japans Zentralbankchef Kazuo Ueda im Dezember 2023 in einer Rede vor dem japanischen Parlament. Die Märkte interpretierten seine Aussagen als ein Indiz dafür, dass die Bank of Japan kurz vor dem Ende ihrer ultra-lockeren Geldpolitik steht.

Wann geht es konjunkturell wieder aufwärts?

Zerlegung der Inflationsrate in der Eurozone



Quelle: Bloomberg

1. Die restriktive Geldpolitik entfaltet immer sichtbarer ihre Wirkung.
2. Wachstumsverlangsamung in den USA und der Eurozone voraus – eine Rezession jenseits des Atlantiks dürfte ausbleiben, was dem fortgesetzt robusten Arbeitsmarkt zu verdanken ist. Im Anschluss dürfte eine eher schwache Erholung folgen.
3. Die Inflation fällt in den letzten Monaten erstaunlich stark. Allerdings bleibt vor allem in der Eurozone das Lohnwachstum zu hoch und treibt so den binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck.

Das Jahr 2023 war wider Erwarten noch nicht das Jahr, in dem sich der „Zinsschmerz“ so richtig bemerkbar machte wurde. Dies galt insbesondere für die USA. Der Eurozone erging es zwar schon schlechter, jedoch blieb auch in der Währungsunion eine wirklich schmerzhaft Rezession bislang aus. Im kommenden Jahr werden auch die USA den Zinsdämpfer stärker zu spüren bekommen. Da zudem die US-Fiskalpolitik im Gegensatz zu 2023 bremsen dürfte, erwarte ich dort eine Abkühlung bis Ende Q2. In der Eurozone wird das konjunkturelle Tal früher erreicht. Was danach folgt, ist kein starker Rebound.

Hört man sich derzeit unter Ökonomen um, kommt einem wenig Erbauliches zu Ohren. Als erstaunlich gilt zwar, dass sich die Konjunktur in 2023 trotz der rasanten Zinsanhebungen so gut geschlagen hat. Pandemiebedingte Aufhol- bzw. Normalisierungseffekte werden neben einer ungewöhnlich expansiven Fiskalpolitik für die positive Wachstumsüberraschung angeführt.

Hohe Realzinsen in der westlichen Welt üben jedoch nach und nach einen immer stärker bremsenden Effekt auf die Realwirtschaft aus und gerade in Bezug auf die USA ist man sich scheinbar einig, dass in den kommenden Monaten eine deutliche Abkühlung inklusive schwächelnder Arbeitsmärkte droht. Ich halte eine US-Rezession im kommenden Jahr nach wie vor für unwahrscheinlich. Dennoch wird insbesondere ein weniger ausgabenfreudiger Verbraucher das Wachstum in den USA dämpfen. Auch die Fiskalpolitik wird immer mehr zu einem Klotz am Bein des US-Wachstums. Im weiteren Jahresverlauf dürften dann jedoch niedrigere Zinsen und somit lockerere Refinanzierungsbedingungen das US-Wachstum stützen.

Die Eurozone befindet sich derweil bereits tief in einer Stagnationsphase. Seit Q4 2022 liegt das Wachstum quasi bei 0%, wobei Deutschland bekanntermaßen in dieser Zeit das Wachstumsschlusslicht bildet. Im ersten Quartal ist allerdings mit einem Tiefpunkt zu rechnen, wengleich die Erholung, die darauf folgt, alles andere als kraftvoll ausfallen dürfte. Mit dem Ende des

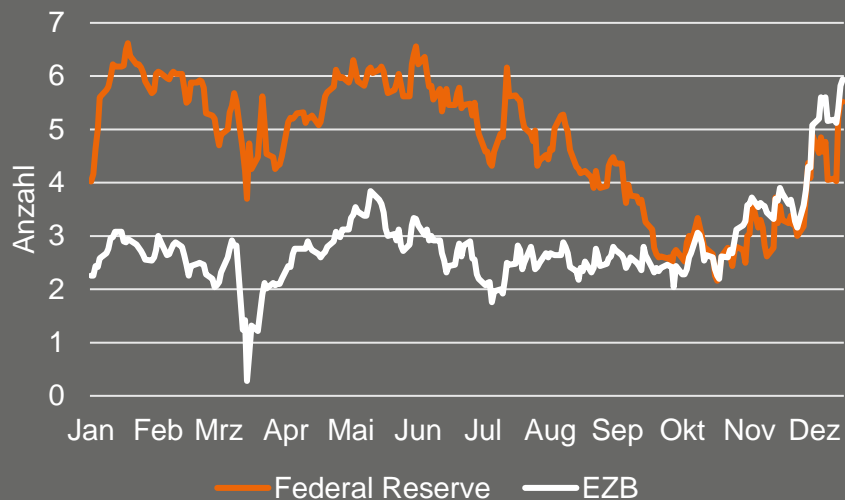
Kreditzklus gehen die Investitionen der Unternehmen deutlich zurück. Auch die Exporte werden aufgrund eines weiter strauhelnden Chinas kaum positive Impulse liefern können. Eine Wende hin zum Besseren wird sich im zweiten Quartal aber wohl deshalb ergeben, da die Reallöhne bei weiterhin niedrigen Inflationsraten wieder steigen sollten und der private Verbrauch so zu einer Stütze wird. Auch die Effekte des EU-Wiederaufbaufonds werden in 2024 stärker spüren sein. Hinzu kommen Effekte, die sich aus bald wieder wachsenden Lagerbeständen ergeben dürften.

Apropos China: Das Ausbleiben neuer ernsthafter fiskalischer Anreize deutet auf einen weiteren Verlust der Wachstumsdynamik hin. Auch die Korrektur im Immobilien- und Bausektor wird sich wahrscheinlich fortsetzen. Die dortigen Probleme sind vor allem struktureller Natur.

Der Inflationsrückgang, den wir bislang in der westlichen Welt beobachten konnten, war zuvorderst angebotsseitig bedingt. Soll heißen: weniger Lieferkettenprobleme und niedrigere Energie- und Nahrungsmittelpreise. In 2024 wird wohl auch die Nachfrage den Disinflationstrend befeuern. Gleiches gilt für Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe in China, die sich bereits in fallenden Importpreisen niederschlagen. Diese Entwicklung darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass der unterliegende binnenwirtschaftliche Inflationsdruck in den nächsten Jahren hoch bleiben wird.

Welcher Grad der geldpolitischen Lockerung ist im Jahr 2024 realistisch?

Anzahl der gepreisten Zinssenkungen in 2024*



*Auf Basis der Fed Fund bzw. Euribor-Futures; Quelle: Bloomberg

1. Die ersten Leitzinssenkungen von Fed und EZB werden früher erfolgen als noch vor drei Monaten gedacht. Allerdings vermutlich nicht so früh, wie es der Markt gegenwärtig erwartet.
2. Während die Fed bereits offiziell über Zinssenkungen diskutiert, ist die EZB mit ihrer eigenen Reisegeschwindigkeit unterwegs und wird wohl etwas später als die Fed mit Zinssenkungen beginnen.
3. Die Bank of Japan wird in 2024 den ersten Zinsanhebungsschritt seit 2007 liefern und damit die Statik der internationalen Rentenmärkte ändern.

2024 wird das Jahr der Zinssenkungen. Ob diese jedoch so zeitnah erfolgen, wie es die Märkte derzeit hoffen, ist fraglich, da sich die Zentralbanken selbst eine „Better-safethan-sorry“-Phase zugestehen werden, um sicher zu gehen, dass das Inflationsgespenst tatsächlich verschwunden ist. Das gilt wohl vor allem für die EZB. Dennoch werden sich die Zentralbanken den Realitäten nicht mehr lange versperren: Der bisherige Disinflationstrend dürfte vom einen oder anderen Zentralbanker unterschätzt worden sein. Ich rechne nun mit einer deutlich früheren ersten Zinssenkung von Fed (Q2 2024) und EZB (Q3 2024).

Die Inflationsdaten für November fielen überraschend schwach aus – in den USA sowie in der Eurozone – und auch die Kernkomponenten der Inflation wiesen einen überraschend deutlichen disinflationären Trend auf, was darauf hindeutet, dass die schwache Wirtschaft bereits Auswirkungen auf die Preisgestaltung der Unternehmen hat. Es wäre sicherlich ein Fehler, den Inflationsrückgang der letzten Monate zu extrapolieren, da die Inflation strukturell erhöht bleiben dürfte (knappe Arbeitsmärkte, mehr Lohndruck). Zudem möchten die Notenbanken sicherlich den Fehler der Fed aus den 1990er Jahren vermeiden, als sie erste zaghafte Zinssenkungen beschloss, diese dann aber wenige Monate später wieder korrigieren musste, weil die Inflation doch wieder zu klettern begann. Den Erfolg bei der Inflationsbekämpfung aufs Spiel zu setzen, wäre der Worst Case.

Und dennoch: Nach den viel zitierten „long and variable Lags“ fängt die Geldpolitik nun an zu wirken – und das offenbar etwas stärker als erwartet. Insofern eröffnet sich der Spielraum für Senkungen im kommenden Jahr – auch, weil die Konjunktur schon längst in einer Verfassung ist, die erste Senkungen zulässt.

Die Märkte preisen nach dem Kommunikationsschwenk auf der Fed-Sitzung im Dezember („wir senken nicht erst, wenn die Inflation 2% erreicht hat“ und „wir sind uns der Risiken bewusst, die entstehen, wenn die Zinsen zu lange hoch bleiben“) die erste US-Leitzinssenkung bereits für den März.

Gleiches gilt für die EZB. In Summe erwartet der Markt für das Jahr 2024 in beiden Währungsräumen aktuell sechs Senkungsschritte à 25 Basispunkten.

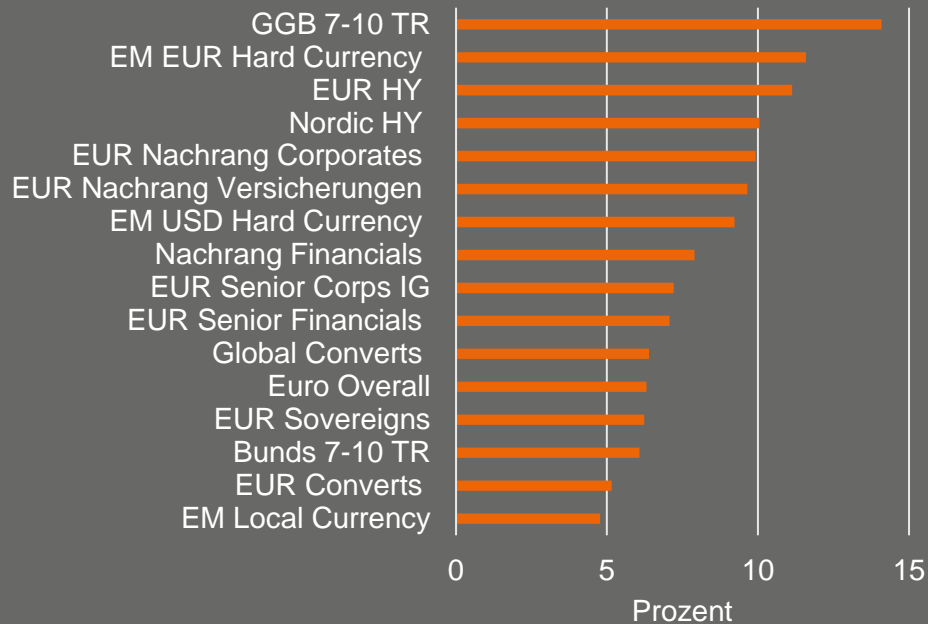
Die Dezember-Sitzung der EZB hat allerdings deutlich gemacht, dass man sich an einem anderen Punkt in Sachen Inflationsbekämpfung sieht als die Fed und insbesondere die Sorgen vor dem hohen Lohndruck in der Eurozone im EZB-Turm recht ausgeprägt sind, weshalb Diskussionen über Zinssenkungen in Frankfurt anders als in Washington noch nicht Gegenstand der Sitzungen waren, was wiederum den Schluss nahelegt, dass die Fed die Zinsen im Zyklus wie so oft früher senkt als die EZB.

Ich ziehe die erwarteten Zeitpunkte der ersten Senkungen um jeweils ein Quartal nach vorne und rechne nun mit einer ersten Zinssenkung der Fed im zweiten und im Falle der EZB im dritten Quartal des kommenden Jahres. Die dann beginnenden Leitzinssenkungszyklen könnten zumindest bis zu den jeweils neutralen Leitzinsniveaus recht aggressiv ausfallen.

Anders als in der Eurozone und den USA wird 2024 in Japan vermutlich das Jahr der ersten Zinsanhebung seit 2007. Das Ende der ultra-lockeren Geldpolitik wird notwendig, weil die Inflation in Japan seit mehr als einem Jahr über der Marke von 3% notiert. Für den Rest der Welt könnte dies von durchaus großer Bedeutung sein, da viele Japaner wieder attraktivere Anlagebedingungen im eigenen Land vorfinden.

Welche Segmente des Rentenmarktes können 2024 liefern?

2023: Jahresperformance EUR Rentenmarkt



Quelle: Bloomberg

1. „Bonds are back“: Rentenmärkte mit starker Performance in 2023.
2. Aussicht auf Zinssenkungen befeuert bereits 2023 eine Rally, dürfte die Märkte aber auch 2024 weiter tragen und zu einer Normalisierung der Zinskurven beitragen.
3. Viel neues Angebot dürfte den Zinsrückgang beschränken. Vor allem in den USA.

Die letzten Wochen lieferten einen Vorgeschmack auf das, was an den Rentenmärkten passieren kann, wenn eine regelrechte Euphorie rund um mögliche Leitzinssenkungen in der näheren Zukunft entsteht. Innerhalb weniger Tage fielen die Bundrenditen je nach Laufzeit um mehr als 50 Basispunkte. Der Markt hat im Zuge dessen das „Higher-for-Longer“-Szenario jedoch womöglich etwas zu früh zu den Akten gelegt. Grundsätzlich dürfte das Rentenmarktjahr 2024 dennoch als ein erfreuliches in die Finanzmarktgeschichte eingehen.

Im Rentenmarktjahr 2023 galt: Je riskanter die Assetklasse, desto besser die Performance. Ein ähnliches Muster wie im vergangenen erwarte ich auch für das neue Jahr – wenngleich unter etwas anderen Vorzeichen.

Anleihemärkte neigen nicht selten zu Euphorie, wenn sich Zentralbanken auf Zinssenkungen vorbereiten. Der Normalfall waren in der Vergangenheit vor allem stark fallende Zinsen am kurzen Ende der Zinskurven – eine zunehmende Kurvensteilheit war in aller Regel die Folge. In den letzten Wochen gab jedoch nicht nur das kurze, sondern auch das lange Ende stark nach. Bei Bundesanleihen sogar stärker als das kurze Ende der Kurve. Diese Entwicklung erscheint aus meiner Sicht etwas fehlgeleitet zu sein, da die langen Zinsen somit selbst im Falle eines tatsächlich rasch beginnenden sowie durchaus umfangreichen Senkungszyklus bereits recht gering anmuten. Schließlich liegt das zehnjährige Bundrenditeniveau nun fast 200 Basispunkte unterhalb des Leitzinses in der Eurozone. Insbesondere die nach wie vor zu niedrige Laufzeitprämie mahnt fortgesetzt zu Vorsicht beim Eingehen von Durationsrisiken. Aber auch die strukturell höhere Inflation, die ich erwarte, spricht dafür, dass das faire zehnjährige Zinsniveau bei Bundesanleihen höher liegen sollte als es aktuell der Fall ist. „Higher for longer“ lebt also durchaus.

Somit erwarte ich für die kommenden Monaten eine bullische Versteilerung sowohl

der Bund- als auch der US-Staatsanleihekurve.

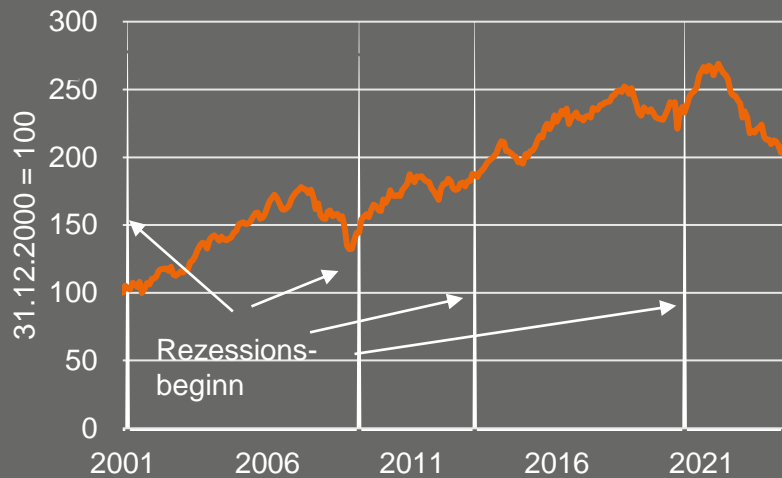
Bei US-Staatsanleihen spricht zudem das im kommenden Jahr stark steigende Volumen der vom Markt zu absorbierenden Netto-Neuemissionen bei US-Treasuries gegen einen fortgesetzten Renditerückgang am langen Ende (mehr zu dem Thema im Abschnitt „Gut zu wissen“).

EUR-Credits preisen derweil ein, dass die Eurozone in keine schwere Rezession im kommenden Jahr abgleiten wird. Die Spreadniveaus sind bereits ausgesprochen eng, wenngleich immer noch deutlich weiter als vor der Coronakrise bzw. dem Ukrainekrieg. Entsprechend kann man durchaus von einer fairen Bewertung sprechen und darf gleichzeitig auf weitere (moderate) Spreadeinengungen hoffen, wenn der breite Rentenmarkt von der oben zitierten Leitzinseuphorie angesteckt wird. Für eine Outperformance riskanterer Segmente des Rentenmarkts genügt aber bekanntlich bereits ein konstantes Spreadniveau.

Vorsichtiger sind wir im kommenden Jahr allerdings im Bereich der Hochzinsanleihen, die einerseits unter der aktuellen Konjunkturschwäche aber auch unter der sich abzeichnenden „Maturity Wall“ (die zwar erst 2025 und 2026 so richtig steil wird, aber bereits in 2024 steigende Refinanzierungsvolumina zur Folge haben dürfte) leiden könnte. Als weitaus attraktiver erachten wir daher EUR-Nachrangsanleihen, die nur von bonitätsstarken Emittenten begeben werden können.

Muss man auch im Jahr 2024 zum „Indexhugger“ werden?

MSCI Europe Small Cap versus MSCI Europe



Quelle: Bloomberg

1. 2023 war das Jahr der „Mega Large Caps“. Dieser Trend dürfte sich vorerst fortsetzen.
2. Europäische Aktien deutlich günstiger als US-Werte. Vor allem Versorger, Telekommunikationswerte und Banken sind aus meiner Sicht attraktiv.
3. In der zweiten Jahreshälfte könnte ein Comeback der Nebenwerte erfolgen, die historisch oft von einer konjunkturellen Aufhellung profitieren konnten.

Die letzten Wochen haben das Aktienmarktjahr 2023 letztlich doch noch zu einem überdurchschnittlichen werden lassen – was jedoch zumindest theoretisch das Potenzial der Aktienmärkte für 2024 etwas reduziert. Eine weiche Landung der US-Wirtschaft sowie die zumindest in Europa berechnete Hoffnung auf Bewertungszuwächse sollten im kommenden Jahr Gesamterträge von knapp über 10% am Aktienmarkt möglich machen. Eine stärkere Differenzierung des Aktienportfolios nach Sektoren und Faktoren ist jedoch das Gebot der Stunde.

Aktienfondsmanager hatten im Jahr 2023 kein leichtes Spiel, denn letztlich konnten im Falle der USA vor allem sieben Aktien den Markt klar outperformen – in Europa waren es ebenfalls die (zumindest für europäische Verhältnisse) „Mega Large Caps“ aus dem Euro Stoxx 50, die besser abschnitten als der Rest. Habe ich 2023 als Portfolio-manager nicht von Anfang an auf diese Titel gesetzt, so verschwand meine Benchmark rasch in weiter Ferne. Die Outperformance dieser großen Werte stand stellvertretend für eine Outperformance von Qualitätswerten – also Unternehmen mit soliden Bilanzen und weiteren wichtigen Merkmalen wie etwa hoher Preissetzungsmacht (was zuletzt besonders wichtig war). War 2022 noch das Jahr der Value-Titel, so lag in diesem Jahr der Fokus klar auf Werten, die in einem Umfeld aus stark gestiegenen Kosten weiter in der Lage waren, diese an Kunden weiterzureichen. Und das waren nun einmal zuvorderst eben jene Mega Large Caps.

Im Jahr 2024 sollte sich diese Outperformance zunächst fortsetzen. Insbesondere solange der konjunkturelle Wind von vorne weht. Der Blick auf die Resistenz von Margen wird zunächst entscheidend sein. Mit weiter fallenden Inflationsraten (und somit auch nachlassendem Kostendruck) sowie einer Erholung der Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte (im Anschluss an eine weiche Landung im ersten Halbjahr) könnte es dann jedoch zu einer Wachablösung kommen.

Historisch betrachtet haben Aktien von kleinen und mittleren Unternehmen in

wirtschaftlichen Abschwungsphasen oft kein Land gesehen. Dies änderte sich jedoch recht verlässlich immer dann, wenn die Wirtschaft das konjunkturelle Tal bzw. den Beginn der Rezession erreichte. Insofern rechne ich im Jahresverlauf durchaus mit einem Comeback von Nebenwerten.

Regional betrachtet sind US-Aktien auf den ersten Blick weiterhin recht teuer. Lässt man jedoch die „Magnificent 7“ außen vor, relativiert sich die vermeintlich teure Bewertung. Der US-Markt ist zudem unter dem Strich zinsensitiver als der europäische, was für sich genommen für eine Outperformance in 2024 spricht. Europäische Aktien sind hingegen deutlich günstiger bewertet als US-Werte (wohingegen deutlich günstiger bewertet als US-Werte (wohingemerkt nach Bereinigung um den strukturellen Bewertungsunterschied zwischen beiden Währungsräumen) – und das quasi über alle Sektoren hinweg. Ich rechne im Jahr 2024 beim breiten Stoxx 600 Index mit einer Wertentwicklung von 10-12%, die sich aus circa 5% Gewinnwachstum, 2-3% Bewertungszuwachs und 3,5% Dividendenrendite zusammensetzt.

Auf Sektorebene bevorzuge ich Technologietitel. Zudem halte ich dividendenstarke Versorger und Telekommunikationstitel sowie vor allem europäische Bankentitel aufgrund der günstigen Bewertungen und der hohen Profitabilität für attraktiv.

Gegen eine kurzfristige Korrektur in den ersten Wochen des neuen Jahres kann man sich aktuell recht preisgünstig mit Optionen absichern, was angesichts der starken Rally der letzten Wochen ratsam erscheint.

Welche Entwicklungen erwarten wir für die unterschiedlichen Assetklassen?

Assetklasse	Aktuell	6M-Prognose
Euro Stoxx 50	4.560	4.700
S&P 500	4.720	4.900
10J DEU	2,05%	2,25%
10J USA	3,75%	3,75%
Gold	2.040\$	2.100\$
Öl (Brent)	77\$	80\$
EUR/USD	1,09	1,12

Stand: 15.12.2023

Aktien Europa

Europäische Aktien sind auch auf Sektorebene deutlich günstiger bewertet als US-Aktien – und das auch im historischen Vergleich. Dieser Discount dürfte im Jahr 2024 unterstützend wirken. Gegenwind ergibt sich dagegen wohl aufgrund der erwarteten Aufwertung des Euro, der die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen reduziert. Unter dem Strich erwarte ich eine Gesamtpformance von knapp über 10% im Jahr 2024 für europäische Aktien.

Aktien USA

Regional betrachtet sind US-Aktien auf den ersten Blick weiterhin recht teuer. Lässt man jedoch die „Magnificent 7“ außen vor, relativiert sich die vermeintlich teure Bewertung. Der US-Markt ist zudem unter dem Strich zinssensitiver als der europäische, was für sich genommen für eine Outperformance in 2024 spricht. Letztlich rechne ich im kommenden Jahr jedoch nur mit einer geringen Outperformance von US-Aktien gegenüber Europa.

10-jährige deutsche Staatsanleihen

Das aktuelle Renditeniveau von nur noch knapp 2,0% erscheint deutlich zu gering zu sein. Nicht zuletzt, weil dies 200 Basispunkte weniger als das aktuelle Leitzinsniveau sind. Ich rechne 2024 mit mehr Abwärtsdynamik am kurzen Ende der Bundkurve. Das lange Ende ist hingegen gerade kurzfristig reif für eine Gegenbewegung.

10-jährige US-Treasuries

Die US-Notenbank wird vermutlich tatsächlich schon im Frühjahr die Zinsen senken, da man die Inflation in den USA bereits besser in den Griff bekommen hat als das in Europa der Fall ist. Der geldpolitische Rückenwind bedeutet, dass zehnjährige Treasuries anders als Bundesanleihen aktuell auf einem durchaus fairen Niveau handeln.

Gold

Die Aussicht auf fallende Realzinsen in den USA sprechen für Rückenwind. Auch die bevorstehende Konjunkturschwäche dürfte den Goldpreis stützen.

Öl

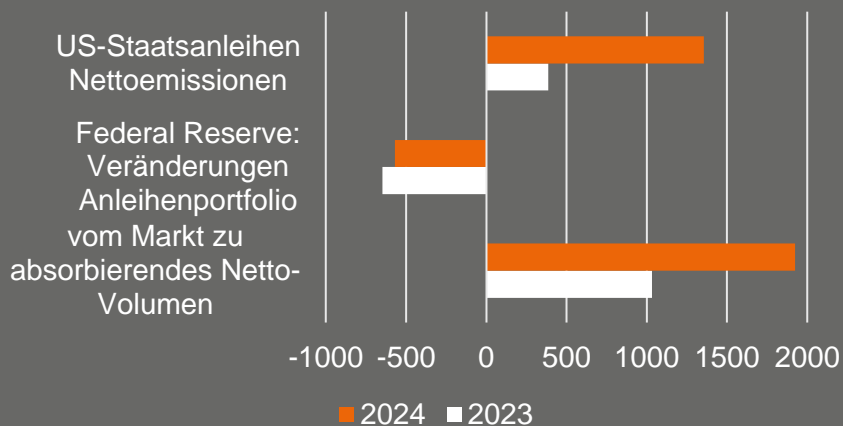
Eine politisch motivierte Verknappung des Ölangebots steht einer stagnierenden Nachfrage angesichts der schwächelnden Konjunktur gegenüber. Ich habe meine Ölpreisprognose nach unten angepasst, wobei hier die Annahme mit einfließt, dass der Nahostkonflikt nicht noch einmal weiter eskaliert.

EUR/USD

Aufgrund der Aussicht auf frühere Leitzinssenkungen in den USA und dem damit schwindenden Renditevorteil der USA sollte der Euro in den kommenden Monaten leicht gegenüber dem Greenback aufwerten.

Wie lange können die USA ihr „Verschuldungsspiel“ weiterspielen?

Treasury Angebot 2023 versus 2024 (ohne T-Bills)



Die Prognose des Congressional Budget Office der USA – immerhin eine offizielle Behörde in den Staaten – blieb im Juni bei ihrer bitteren Vorhersage: Die neue Projektion für die Schuldenstandsentwicklung sah unverändert einen rasanten Anstieg der Staatsverschuldung in den USA in Richtung der 200%-Marke innerhalb der nächsten drei Jahrzehnte voraus. Bei höheren Zinsen muss das US-Treasury immer mehr Anleihen an den Markt bringen, um die hohen Budgetdefizite zu finanzieren. Wie lange spielen die Anleger dieses Spiel noch mit?

Die US-Regierung zeigte sich während der Corona-Krise spendabel. Folge der umfangreichen Corona-Hilfen für die Wirtschaft war jedoch ein enorm hohes Budgetdefizit und da man Hilfen leicht einführen, aber oft nicht so leicht wieder einkassieren kann, war das Loch im Haushalt auch im Jahr 2023 noch so groß, dass die Nettoemissionen des Treasuries auf den zweithöchsten Stand der Geschichte klettern mussten – und dass bei einer sehr robusten US-Konjunktur, die eine Unterstützung eigentlich kaum nötig hatte. Die letzten Jahre waren aber natürlich nicht allein der Grund für den starken Anstieg der US-Staatsverschuldung. Im Prinzip lebt das Land seit der Finanzkrise über seine Verhältnisse. Da das US-Treasury aber nun einmal das wohl wichtigste Asset der Finanzmarktwelt emittiert, dass fast jeder Anleger in seinem Depot hat – egal ob privat oder institutionell – war das exzessive Schuldenmachen bislang kein Problem gewesen.

Prozentpunkt gestiegen. Bald werden die USA mehr für Zinsen ausgeben als für ihren Militärhaushalt. Das Primärmarktangebot an US-Staatsanleihen wird daher unweigerlich steigen.

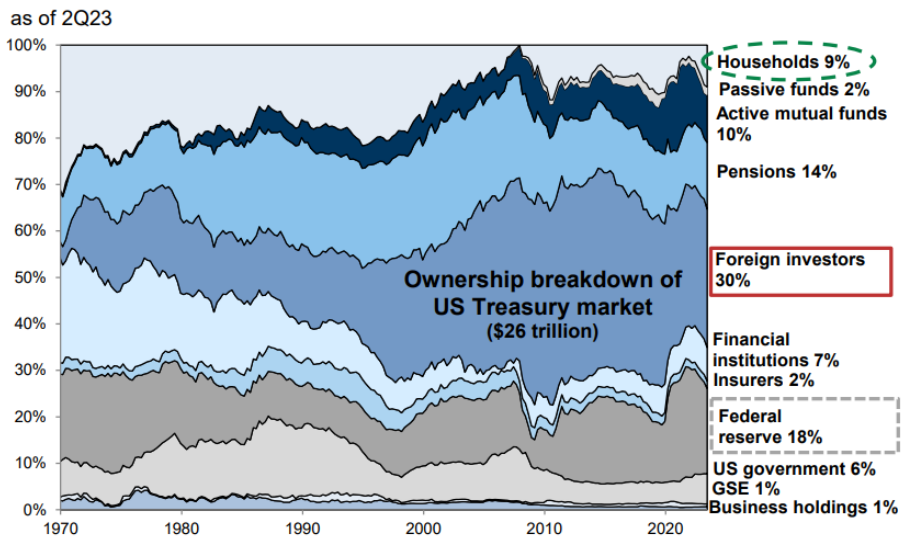
Auf der anderen Seite sinkt die Nachfrage nach US-Staatsanleihen gleich aus mehreren Gründen. Der sicher bedeutsamste ist die Bilanzreduzierung der US-Notenbank, die ihren Bestand an US-Staatsanleihen jeden Monat um USD 60 Milliarden reduziert und damit als Nachfrager sukzessive wegfällt. Gleichzeitig reduzieren aber auch wichtige Investoren in Asien – vornehmlich Japan und China – ihr strukturelles Engagement in US-Staatsanleihen. Insofern ergibt sich Renditeaufwärtsdruck bei US-Treasuries gleich von zwei Seiten. Das vom Markt zu absorbierende Netto-Neuemissionsvolumen wird sich voraussichtlich von knapp einer Billion in diesem Jahr auf zwei Billionen US-Dollar 2024 verdoppeln.

Die große Frage lautet jedoch, ob sich dies in naher Zukunft ändern könnte.

Die Ratingagenturen S&P und Fitch erhoben jüngst schon öfter den mahnenden Zeigefinger und entzogen den USA sogar das höchste Rating. Moody's senkte zumindest den Ausblick auf negativ. Auch sie wissen, was den USA in den nächsten Jahren drohen könnte. Auf der einen Seite eine weiterhin hohe Neuverschuldung, die sich nicht zuletzt aufgrund der gestiegenen Zinsen ergibt: die Zinszahlungen des Treasurys im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung sind um einen ganzen

Man könnte jetzt an diesem Punkt verzweifeln und das US-Treasury einfach nur noch bemitleiden. Allerdings würde eine solche Position einerseits die Bedeutung von US-Staatsanleihen für den Gesamtmarkt unterschätzen und zum anderen den Effekt der gestiegenen Renditen unterschätzen, die US-Staatsanleihen deutlich attraktiver machen. Gerade private Haushalte, Pensionskassen und US-Banken dürften sich wieder stärker unter den Käufern tummeln und so ein Gegengewicht zu den Verkäufern bilden.

Ownership breakdown of the US Treasury market (\$26 trillion)



Source: Federal Reserve, Goldman Sachs Global Investment Research

Quellen: Goldman Sachs

Disclaimer

Diese Publikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Dokument genannten Investmentfonds dar oder einen Investmentempfehlung.

Vor Durchführung einer Transaktion sollte das jeweilig Fondsprospekt gelesen werden.

Investoren sollten sich vor Durchführung einer Transaktion über rechtliche Bedingungen und steuerliche Konsequenzen der Transaktion informieren, um über Angemessenheit und Konsequenzen des Fondsinvestments urteilen zu können.

Die ARAMEA Asset Management AG gibt keine Garantie, weder explizit noch indirekt, und trägt weder Verantwortung noch Haftung für Exaktheit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen.

Auf eine Änderung des Inhalts dieses Dokuments muss die ARAMEA Asset Management AG nicht hinweisen.

Die ARAMEA Asset Management AG ist ferner nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder zu verändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden weder Vermittlerprovisionen noch die im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile angefallenen Kosten berücksichtigt.