



## Unsicherer Zinsausblick – Was bedeutet das neue Zentralbankbild für die Asset Allokation?

Nachdem die Marktteilnehmer fest mit einer Leitzinssenkung im Juni gerechnet hatten, scheint nun unsicherer denn je, wann und wie stark die US-Notenbank Fed ihren Leitzins senken wird. An den Aktienmärkten ist die Euphorie zuletzt verflogen, was nun nach vorne blickend sogar stabilisierend wirken könnte. Sollte ein weiterer Renditeanstieg ausbleiben, dürften im Sommer gute fundamentale Nachrichten aus den Unternehmen die Oberhand gewinnen. Wir behalten unsere neutrale Positionierung in der taktischen Asset Allokation zunächst bei.

### Neues Zentralbankbild

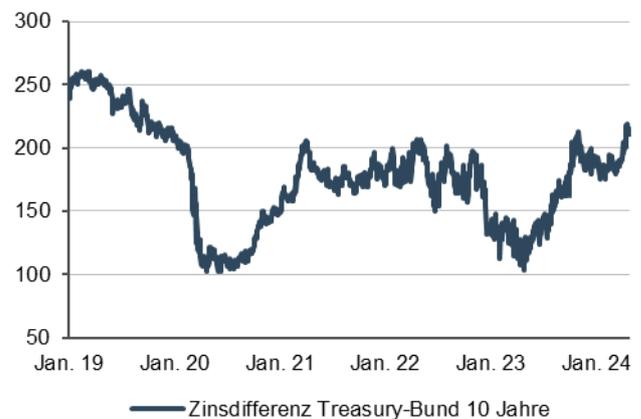
Unsere Volkswirte haben ihre BIP-Prognose für die USA für das Jahr 2024 angehoben: von 1,9 % auf 2,5 %. Die Gesamt- und Kerninflationsrate prognostizieren sie bis Jahresende nahe 3 %. Leicht niedriger könnte die PCE-Inflationsrate (Teuerungsrate der Konsumausgaben), das von der Fed favorisierte Preisbarometer, ausfallen. Vor diesem Hintergrund haben sich die Zinssenkungsfantasien der Marktteilnehmer mit Blick auf die Fed nach hinten verschoben. Im Basisszenario erwarten unsere Volkswirte nunmehr, dass die Fed im September und Dezember 2024 ihr Zielband für den Fed-Fund-Zins senkt (gefolgt von drei weiteren Zinssenkungen 2025).<sup>1</sup> Dabei besteht sogar das Risiko, dass die US-Währungshüter das Zinsniveau im laufenden Jahr überhaupt nicht senken oder gar den Leitzins nochmals erhöhen werden.

### Ableitung für das Renten-Universum

Im Rahmen des dualen Fed-Mandats zur Förderung der Wirtschaftsaktivität und Sicherung der Preisstabilität ist der Fokus der US-Währungshüter zuletzt wieder stärker auf die Säule der Preisstabilität geschwenkt. Denn die Konjunktur und der Arbeitsmarkt brummen. Im Februar und März 2024 hat die Rendite zehnjähriger US-Treasuries in einer ersten „Verdauungsperiode“ deutlich besser als erwarteter US-Konjunkturdaten noch in der Handelsspanne zwischen

4,0 % und 4,3 % gehandelt. Als nun deutlichere Hinweise von Fed-Chef Powell kamen, die Notenbank könne durchaus noch länger abwarten, kletterte die Benchmarkrendite jedoch recht rasch 40 Basispunkte nach oben und rangierte per Ende April bei rund 4,7 %.

### Treasury-Bund-Spread mit Luft nach oben



Quelle: Bloomberg; Stand: 23.04.24

Im Basisszenario einer ersten Fed-Zinssenkung im September könnte die US-Benchmarkrendite im Herbst wieder unter die Marke von 4,0 % fallen. Diese Prognose basiert auf einer Abkühlung von Konjunktur und Inflationsdynamik über den Sommer. Zum Ende des vierten Quartals 2024 erwarten wir die Rendite zehnjähriger US-Treasuries bei 3,8 %. Dagegen impliziert das Risikoszenario, in dem die Fed ihren Leitzins 2024 gar nicht senkt, dass die US-

<sup>1</sup> Vgl. Economic Research Kompakt, 16.04.24, „Fed wartet länger ab“, [https://www.hal-privatbank.com/fileadmin/HAL/Downloads/Economic\\_Research/Economic\\_Research\\_KOMPAKT\\_04-2024.pdf](https://www.hal-privatbank.com/fileadmin/HAL/Downloads/Economic_Research/Economic_Research_KOMPAKT_04-2024.pdf)

Benchmarkrendite erfolgreich die Marke von 5 % testen würde. Allerdings dürfte die Hürde für ein vollständiges Absagen von Zinssenkungen sehr hoch sein.

Unterm Strich müssen sich Investoren auf einen unsicheren Zinssenkungspfad einstellen, der mit erhöhter Volatilität am Rentenmarkt einhergeht. Hier bieten sich jedoch auch Einstiegsmöglichkeiten. Anleihen von hoher Qualität bieten somit neben einer Stabilisierungsfunktion bei Aktienmarkt-Rücksetzern auch (i) die Möglichkeit hoher ordentlicher Erträge aufgrund des Zinsniveaus und (ii) die Perspektive auf Kurserträge. Denn für die Fed gilt: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben! Für US-Staatsanleihen ergäbe sich ein attraktives Ertragsszenario: Bei einer Parallelverschiebung der US-Renditestrukturkurve um 100 Bp nach unten würden zehnjährige US-Treasuries in den nächsten 12 Monaten einen Gesamtertrag von rund 12 % liefern.

Für den Euro-Bondmarkt bedeutet die erwartete geldpolitische Divergenz, dass entgegengesetzte „Kräfte“ auf die Renditen wirken. Einerseits impliziert der transatlantische Zinszusammenhang eine gewisse Sogwirkung. Andererseits dürften die Eurozonen-spezifischen Faktoren, also die sukzessiv weniger restriktive EZB-Geldpolitik und die nachlassende Inflation, dafür sorgen, dass die hiesigen Renditen einen Rückwärtsgang einlegen. Dann könnte der zehnjährige Treasury-Bund-Spread wieder steigen. Im dritten Quartal könnten Investoren im Basisszenario (Fed senkt ab September) dann wiederum auf eine Spread-Einengung setzen.

### Aktien stabiler nach Konsolidierung

Die Stimmung an den Aktienmärkten hat sich nach der Rekordjagd im ersten Quartal 2024 eingetrübt. Auch hier hat die Fed-Zinspolitik ihre Finger im Spiel: So haben die Rentenmarktbewegungen wieder an Einfluss auf den Aktienmarkt gewonnen, nachdem der Renditeanstieg der US-Staatsanleihen die US-Aktienmärkte im ersten Quartal kaum tangiert hatte (siehe Grafik oben rechts). Der Zinsanstieg zu Jahresbeginn fußte jedoch vor allem auf einer guten Konjunktur. Die nun offensichtlich höheren Inflationsrisiken führten zu einem Themenwechsel, auch am

Aktienmarkt. Für die USA werden nun Leitzinsänderungen in beide Richtungen diskutiert: nach unten und oben.

### Fed-Erwartungen nun wieder mit Einfluss



Quelle: Bloomberg; KGV=Kursgewinnverhältnis, Zinssenkungen in % gemessen mit dem Fed-Fund-Future

Die vergangenen Wochen haben gezeigt, dass die Bewertung des US-amerikanischen S&P 500 Index ab einem Niveau von etwa 4,4 % bei den zehnjährigen Treasury-Renditen wieder negativ auf höhere Zinsen reagiert. Die Korrelation zwischen Aktien und Rentenmarkt stieg somit zu Beginn des Monats sprunghaft an.

### Berichtssaison – Hoffen auf 2025

Nachdem sich die Wogen bezüglich eines neuen Zinsausblicks für die Fed und im Konflikt zwischen dem Iran und Israel geglättet haben, konnten sich die Aktienmarktteilnehmer ab Mitte April dem Gewinnausblick zuwenden. Denn die börsennotierten Unternehmen berichten derzeit zum abgelaufenen ersten Quartal 2024. Dies ist zwar ein Blick in den Rückspiegel. Gleichwohl kommt es auf die Zwischentöne bei den Bilanzpressekonferenzen an. Die Marktteilnehmer sind in den vergangenen Monaten immer zuversichtlicher bezüglich des künftigen Gewinnwachstums geworden – deutlich zuversichtlicher als viele Analysten und Marktstrategen, sodass die Bewertungen deutlich gestiegen sind. Die Hoffnung auf eine breite globale Konjunkturerholung wurde von drei Faktoren gestützt, nämlich durch

1. den überraschend robusten Konjunkturdaten – auch aus Europa und Asien,
2. der Hoffnung auf einen KI-bedingten Produktivitätsschub sowie hohe KI-Investitionen,

- den Anstieg einiger vermeintlich guter Vorlaufindikatoren wie dem Rohöl sowie dem Kupferpreis und zyklische Aktien.

Die Zuversicht für das zweite Halbjahr 2024 sollte sich nun sukzessive in den Gewinnschätzungen der Aktienanalysten widerspiegeln. Denn nach dem deutlichen Kursanstieg im vergangenen halben Jahr wird das bei Aktien- im Vergleich zu Anleiheninvestments erhöhte Risiko nur noch sehr unterdurchschnittlich entlohnt. In den USA beträgt die sogenannte Marktrisikoprämie gegenüber einer als risikolos bezeichneten US-Staatsanleihe nur noch einen Prozentpunkt (siehe Grafik unten). Immerhin zeigt der Trend bei den Revisionen der Gewinnprognosen nun bereits nach oben: In den USA und noch stärker in Europa werden die für die kommenden zwölf Monate erwarteten Gewinne im MSCI USA bzw. MSCI Europa angehoben. Mittlerweile erwarten die Analysten für den MSCI Europa ein Gewinnwachstum von 10,2 % für das Jahr 2025.

**Aktien relativ zu Bonds riskant**



Quelle: Bloomberg; Renditeerwartung für den Index abzüglich des risikolosen Zinses (Rendite 10jähriger Bundesanleihen bzw. Treasury), in %, sog. Fed-Modell

**Bewertungskorrektur und Wende der Industrie**

Die Stellungnahmen der Firmen zur ihrem Geschäftsausblick dürften jedoch für den Industriesektor zu einem Test werden. Die zyklischen Aktien im STOXX Europe 600 haben sich seit Jahresbeginn deutlich besser geschlagen als die defensiven Werte. Nun wird sich zeigen, ob die Firmen in der Breite schon eine Belebung der weltweiten Nachfrage sehen, wie sie der globale Einkaufsmanagerindex für die Industrie oder Frachtraten angedeutet haben. Oder ob es ihnen zumindest gelingen wird, die

Erwartungen auf eine baldige Erholung am Leben zu erhalten.

Des Weiteren haben die gestiegenen Marktzinsen das Risiko für eine deutlichere Bewertungskorrektur erhöht. Besonders anfällig dürften auch nach der Konsolidierung die hochbewerteten Unternehmen aus dem Technologiesektor sein. Da diese Tech-Unternehmen ein sehr hohes Gewicht im Leitindex S&P 500 haben, steht und fällt die Aktienrallye damit, dass die Hoffnung auf hohe künftige Erträge aus KI-Anwendungen weiter Nahrung erhält.

**Fazit: Anleihen als attraktive Absicherung**

Bis die Unsicherheit über die US-Geldpolitik nachgelassen hat, raten wir zur Vorsicht: Wir steuern Aktien und Renten in unseren fundamentalen Strategien neutral. Unsere Rentenportfolios mit einem starken Europa-Fokus haben den Vorteil, dass sie angesichts des Zinsniveaus einen attraktiven Ertrag liefern können und gleichzeitig eine Absicherung für einen Anstieg der Risikoaversion bieten. Denn im Vergleich zu den USA halten wir in Europa einen deutlichen Rückgang der Anleihekurse der erstklassigen Staatsanleihen derzeit für weniger wahrscheinlich.

Gleichzeitig könnte der im Basisszenario avisierte Renditerückgang Entspannung bezüglich der hohen Aktienmarktbeurteilung bringen. Sollte Klarheit bezüglich des ersten Zinsschrittes der Fed herrschen, verbessern sich die Aussichten für den Aktienmarkt. Denn eine moderate Zinswende ist ein positives Signal für Aktien.<sup>2</sup> Des Weiteren würden wir ein Übergewicht in Aktien erwägen, wenn das Gewinnbild eines recht robusten Gewinnwachstums ab Mitte 2024 und im Jahr 2025 weiter Nahrung erhalten sollte.

<sup>2</sup> Vgl. Markt & Wirtschaft, Januar 2024, „Fed & Aktien: Was uns die Vergangenheit lehrt“

# Appendix

## Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: Jan 2019=100, Stand: 26.04.24

## Bewertung Aktien



Quelle: Bloomberg, Stand: 26.04.24

## Konjunkturüberraschungen



Quelle: Bloomberg, Stand: 26.04.24

## 10-jährige Renditen in %



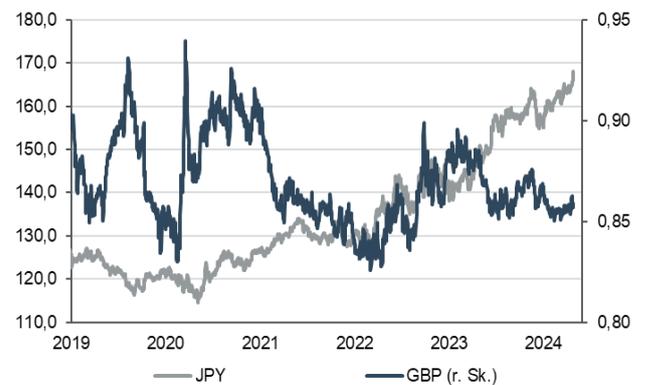
Quelle: Bloomberg, Stand: 26.04.24

## EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 26.04.24

## EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: Bloomberg, Stand: 26.04.24

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

## Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

### Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH.

Verantwortliche Autoren sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: [cio-office@lampe-am.de](mailto:cio-office@lampe-am.de)

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Redaktionsschluss: 26.04.2024