

An aerial photograph of a dark asphalt road that curves through a dense, vibrant green forest. The trees are mostly rounded and full, with some banana plants visible in the lower half. A white car is driving on the right side of the road, and a small blue motorcycle is on the left side further down. The top of the image is partially covered by a dark blue rectangular box containing white text.

Wissen entscheidet.

Highlights

*aus dem Asset Management –
Märkte & Meinungen*

07

AUSGABE 06/24

Helaba *Invest*

Inhalt

01

Seite 4

Märkte

Weltbild	5
Renten & FX	6
Credit	7
Aktien	8
Multi Asset	9
Immobilien & Infrastruktur	10
Fazit – Assetklassen	11

02

Seite 12

Meinungen

Gleichgewichtszins – Zwischen Pflichtübung und Richtschnur für die Zinspolitik	13
Interview mit Jens Knippen Kreissparkasse Düsseldorf	16





Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

es ist Juni und damit EM-Saison in Deutschland. Auch die Kapitalmärkte haben ihre erste Halbzeit „gespielt“. Die Zwischenbilanz zeigt, dass wir mit unserem volkswirtschaftlichen Basisszenario „Marathon“ bis dato gut unterwegs sind. Dabei fußte unser Marathon-Szenario auf zwei Grundannahmen: Zum einen wird es einfach Zeit benötigen, bis sowohl die Inflations- als auch die BIP-Wachstumsraten wieder auf Zielniveau liegen bzw. ihren Potenzialpfad erreicht haben. Zum anderen sollten in diesem Umfeld dank hoher laufender Renditen am Rentenmarkt sowie der Aussicht auf eine Belebung der Wirtschaft im Jahresverlauf 2024 dennoch auskömmliche Erträge vereinnahmt werden können.

Eine positive Überraschung, sozusagen die „Sprintelemente“, lieferte in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres die starke U.S. Konjunktur, wo nicht zuletzt der Tech-Turbo rund um den Megatrend KI zwar die Wachstumsfantasie hochhielt, gleichzeitig aber auch die Zinsfantasie eingetrübt hat. Dies erklärt auch den Umstand, dass die institutionellen Anlageportfolios zwar seit Jahresbeginn nahezu ausnahmslos eine positive Wertentwicklung aufweisen, die Performance tendenziell jedoch umso höher ist, je weniger in klassische Zinsrisiken und je mehr in Risiko-Assets investiert wurde.

In der vorliegenden Ausgabe unserer Highlights-Publikation werden wir wie gewohnt zunächst unseren Blick auf das aktuelle Kapitalmarktgeschehen richten und die Chancen und Risiken der einschlägigen Assetklassen beleuchten. Darüber hinaus haben wir auch dieses Mal zwei spannende Sonderthemen vorbereitet: So wird Herr Jörg Bartenstein in seinem Beitrag der geldpolitisch hochaktuellen Frage nachgehen, wo eigentlich der langfristige Gleichgewichtszins auch vor dem Hintergrund der vier großen D's (Demographie, Dekarbonisierung, Deglobalisierung und Digitalisierung) liegen könnte. Darüber hinaus dürfen Sie sich auf ein neues Interview unserer Reihe „Von Kunden für Kunden“ freuen. Wir diskutieren dieses Mal mit Herrn Knippen von der Kreissparkasse Düsseldorf u.a. über die Eckpeiler der Investitionspolitik seiner Eigenanlagen, wie er die vergangenen Krisenjahre erlebt hat und welche Veränderungen ggf. das neue Anlageregime für die Ausrichtung seiner strategische Asset Allokation mit sich bringt.

Ich wünsche Ihnen nun viel Spaß bei der Lektüre – ganz egal ob in einer ruhigen Minute zwischen zwei EM-Spielen oder aber entspannt in Ihrem Urlaub am Strand oder in den Bergen.

Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



An aerial photograph of a dark asphalt road with white lane markings, winding through a dense forest. The trees are mostly green, with some showing yellow and orange autumn foliage. The road curves from the bottom left towards the top left of the frame.

*Die Kurve kriegen
und das Ziel im Blick
behalten.*

01

Märkte

Unsere Einschätzungen zu
den Kapitalmärkten





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

”

Die Mauer beim Anlagemarathon muss überwunden werden

Die EZB hat ihre Zinsen 2022 verglichen mit anderen Zentralbanken spät erhöht, jetzt senkt sie als eine der ersten! Eine Euphorie blieb jedoch aus, die Märkte sind weiter abwartend und verdauen die Ergebnisse der Europawahl: Auf der Aktienseite rechnen (zu) viele über den Sommer mit einem Rücksetzer, der noch nicht kommt. Am Zinsmarkt sind (zu) viele noch nicht überzeugt, dass ein Zinssenkungszyklus bei der vorliegenden Inflationsdynamik nachhaltig eingeleitet wird. So bleibt es wohl weiter bei einem Übergangsjahr und dem von uns prognostizierten Anlagemarathon, bei dem die Investoren nun die legendäre „Mauer“ überwinden müssen, um das Ziel nicht aus den Augen zu verlieren.



KONJUNKTUR: Aussichten weiter schwach, aber positiv

Auch wenn die konjunkturellen Frühindikatoren in der Eurozone seit einigen Monaten deutlich steigen, erwarten wir kurzfristig keinen raschen Anstieg des Wachstums. Deutschland bleibt Europas Sorgenkind! Es ist jedoch wahrscheinlich, dass der private Verbrauch noch in diesem Jahr von den höheren verfügbaren Realeinkommen profitiert. Auch die Wirtschaftstätigkeit dürfte sich im zweiten Halbjahr 2024 verstärken, da positiver konjunktureller Rückenwind in Form von niedrigerer Inflation, einer Lockerung der Geldpolitik und besserer Nachfrageaussichten in der Industrie in den Vordergrund treten wird. Wir gehen davon aus, dass das Eurozonen-BIP in diesem Jahr um 0,7% wachsen wird. China fehlt aufgrund struktureller Probleme im Immobilienmarkt weiterhin als Konjunkturlokomotive. Die USA wachsen dagegen stark, dürften im Jahresverlauf aber etwas an Dynamik verlieren.

mittel) ist weitgehend abgeschlossen und die Dienstleistungsinflation bleibt hartnäckig. Im Jahresdurchschnitt erwarten wir Teuerungsraten um 2,5%, wobei sich die Gesamtrate langsam weiter auf 2% zubewegen sollte. Die Kerninflation dürfte dagegen noch länger oberhalb des Notenbankziels bleiben. Aufgrund des aktuell noch besseren Wachstumsumfelds ist die Inflationsgefahr in den USA jedoch am größten.



KAPITALMÄRKTE: Kurve kriegen und das Ziel im Blick behalten

In einem Umfeld, in dem das Wachstum weiter unterdurchschnittlich ausfällt, die Inflation (v.a. in den USA) noch nicht nachhaltig bekämpft ist und eine Vielzahl von Risiken existieren, behalten wir unsere Präferenz für zinstragende Titel bei, auch weil der starke Aktienmarktanstieg einiges an Potenzial vorweggenommen hat. Im Multi Asset-Kontext bieten Bonds Diversifikationschancen in einem weiterhin unsicheren Umfeld, im Aktienmarkt wird zunehmend in Sektoren und Regionen mit höherer Qualität und niedrigeren Bewertungen allokiert. International bieten sich bei Schwellenländern aufgrund der besseren Wachstumsdynamik und positiveren Realzinsen vergleichsweise mehr Chancen. Hinsichtlich der Durationsrisiken sind wir dies- und jenseits des Atlantiks weiterhin vorsichtig und konzentrieren uns auf das kurze Ende der Zinskurven. Dieses dürfte von den anstehenden Leitzinssenkungen überproportional profitieren, so dass sich die Zinskurve weiter normalisieren sollte. Im Credit-Segment bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen mit hoher Bonität, auch wenn die Risikoprämien nicht mehr besonders groß sind. Eine hohe laufende Verzinsung kann man auch bei Covered Bonds verdienen, die historisch, speziell vs. Bunds, attraktiv gepreist sind. EM-Produkte sind sowohl auf der Staaten- als auch auf der Credit-Seite wegen guter Fundamentaldaten und hoher Risikoprämien historisch gesehen attraktiv, das Timing ist aber aus unserer Sicht noch nicht ideal. Der Aktienmarkt zeigte auch dieses Jahr wieder einen starken Jahresstart, konsolidiert aber seit einigen Monaten. Niedrige Volatilitätsniveaus und ein Ausblenden der Risiken machen Korrekturen wahrscheinlicher, die dann aber wieder zum Einstieg genutzt werden sollten. Vieles spricht für eine defensive Branchenallokation. Stilseitig sollten verstärkt Low Risk- und Dividenden-Titel allokiert werden. Regional bevorzugen wir Europa- und EM- gegenüber U.S.-Titeln. ■



NOTENBANKEN: EZB macht den Anfang

Die EZB lieferte Anfang Juni die vom Markt erwartete Zinssenkung und hat damit den geldpolitischen Lockerungszyklus eingeleitet. Angesichts der Tatsache, dass in Europa der zurückliegende Inflationsanstieg angebotsinduziert war, ist der nahezu erfolgte Rückgang auf das angestrebte Inflationsniveau der EZB dynamisch und stetig gewesen. Auch wenn künftige Zinsentscheidungen vor allem von den Inflations- und Lohndaten abhängen, gehen wir in diesem Jahr noch von zwei weiteren Zinssenkungen auf dann 3,25% im Einlagensatz aus. Jenseits des Atlantiks ist die Situation diffiziler. Der starke Fiskalimpuls macht es für die Fed schwieriger, den Inflationsgeist wieder in die Flasche zu bringen. Speziell der robuste Arbeitsmarkt bei gleichzeitig stärker als erwarteten Konjunkturdaten schränkt die Zinssenkungshoffnung der Marktteilnehmer ein. Wir rechnen trotzdem noch in diesem Jahr mit mindestens einer Zinssenkung – aufgrund der anstehenden Wahlen Anfang November voraussichtlich schon im September.



INFLATION: Inflationspfad ebbt ab

Die Gesamtinflation in der Eurozone stieg im Mai von 2,4 auf 2,6% leicht an. Insgesamt dürfte der Disinflationstrend in der Eurozone von nun an etwas abebben. Der Rückgang der Inflation bei Waren (ohne Energie und Nahrungs-





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Bunds: Langlaufende Anleihen bieten kaum noch Potenzial

Wie erwartet hat die EZB im Juni den ersten Zinssenkungsschritt vollzogen. Die besseren Wachstumsdaten, die mit einem zähen Rückgang der Inflationsdaten einhergehen, machen weitere Zinssenkungen vor September aber unwahrscheinlich. Ein weiterer Grund, warum Bundesanleihen trotz der im Vergleich zu den USA lockeren Geldpolitik nicht weiter performen können, sind zum einen der bereits eingepreiste Zinssenkungszyklus und zum anderen der U.S. Zinsmarkt, der weiterhin hohe Zinsen für eine persistente Inflation, eine robuste Wirtschaft und eine mittelfristig bedrohliche Schuldenbelastung eskomptiert und somit auch die Entwicklung der Bundrenditen stark beeinflusst. Von daher bleiben wir bei unserer Ansicht, dass 10-jährige Bundesanleihen auf Jahressicht kaum Potenzial bieten. Die Zinsstrukturkurven sollten sich schrittweise normalisieren, wobei die Normalisierung mittelfristig vom kurzen Ende getrieben werden dürfte. Infolgedessen präferieren wir den vorderen Bereich der Zinskurve. Richtung Jahresende 2024 erwarten wir keine Zinsdifferenz mehr zwischen 10- und 2-jährigen Bunds. Da der wesentliche Zinsunterschied auf der Kurve im 5- bis 2-jährigen Bereich existiert, präferieren wir diese Zinskurvenpunkte. Alternativ lässt sich das auch über eine Barbell-Kurvenstrategie darstellen, indem der fünfjährige Bereich durationsneutral gegen das kurze und das lange Ende der Kurve verkauft wird (siehe Abbildungen).

Staaten Euroland: Weiterhin neutrale Einschätzung

Die Wirtschaftsdaten der Peripherie sind derzeit deutlich besser als in Deutschland. Auch die politische Ruhe, die uns besonders in Italien verwundert, hat die gute Performance von europäischen Staatsanleihen (sog. EGBs) im ersten Halbjahr positiv beeinflusst.

Bei EGBs bleiben wir aufgrund ambitionierter Bewertungsniveaus weiterhin neutral und warten auf bessere Einstiegsniveaus. Rücksetzer bei den Risikoprämien sind aus unserer Sicht wahrscheinlich, vor allem nach den Ergebnissen der Europawahl. Von daher liegt der Fokus weiterhin auf relativen Ideen zur Vereinnahmung von Carry (z.B. Spanien vs. Portugal oder Finnland vs. Deutschland).

Covered Bonds: Übergewicht bleibt bestehen

Covered Bonds glänzen weiterhin durch eine hohe relative Attraktivität. Die Attraktivität beruht vor allem aus der Renditedifferenz der Covered Bonds zum Swap-Satz, die historisch immer noch hoch ist. Die starke Performance des Bund-Swap Spreads hat gedeckte Papiere im Jahresverlauf gut unterstützt und bei den von uns betrachteten Assetklassen konnten sie bisher am besten performen. Von daher hat sich unsere Erwartung zu Jahresbeginn bewahrheitet. Die weiterhin hohe Renditedifferenz zu Bunds bietet einen auskömmlichen Puffer für etwaige Ausweitungen der Risikoprämien. Auch gegenüber EGBs bleiben wir für Covered Bonds Übergewichtet.

USA: U.S. Staatsanleihen bieten strukturellen Renditevorteil

10-jährige U.S. Staatsanleihen bieten derzeit einen Renditevorteil vor Absicherungskosten von ca. 1,8% gegenüber deutschen Bunds. Wir bleiben Übergewichtet bei offenem Währungsexposure. Auch wenn weiterhin robuste Wirtschaftsdaten und eine hartnäckige Inflation die Performance von U.S. Papieren belasten, sollte der Renditepuffer auf Jahressicht auskömmlich sein. Beim EUR/USD erwarten wir mittelfristig weiterhin Niveaus von 1,10 und bleiben bei unserer neutralen Währungseinschätzung. ■

Kurvensteilheit DE (5y-2y)



Kurvenstrategie Barbell (+2y-2*5y+10y)



Quelle: Bloomberg; Stand: 04. Juni 2024





Thorsten Lang, CCR A
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

Hohe Credit>Returns kompensieren Zinsanstieg

Die freundliche Marktentwicklung hielt für Credit-Investoren auch im zweiten Quartal unvermindert an. In allen von uns abgedeckten Teilmärkten verdienten Investoren im laufenden Jahr einen Credit-Return von 2% oder mehr (siehe Tabelle). Dass der Gesamtertrag für Investment Grade-Anleihen (IG-Anleihen) dennoch negativ ausfällt, liegt am weiter andauernden Zinsanstieg bei Bundesanleihen. Nach wie vor wird dies besonders beim Blick auf High Yield und EM-Corporates deutlich. Nicht nur der Rückgang der Risikoprämien war hier jeweils stärker. Durch die kürzere Duration waren diese Segmente auch weniger vom Zinsanstieg betroffen. EM-Papiere profitierten zusätzlich aufgrund des höheren Renditeniveaus auf der USD-Kurve von mehr Carry.

Marktsegmente	Währung	Gesamt- ertrag (in %)	Credit-Ertrag (in %)	Spread-Delta (in %)
Investment Grade Corporates	EUR	-0,21	1,99	-0,29
High Yield	EUR	2,49	3,60	-0,76
EM Staats- anleihen	USD	1,72	4,14	-0,03
EM Corporates	USD	2,89	3,78	-0,50

Tabelle: Performance-Entwicklung für die Credit-Segmente seit Jahresanfang, Stand: 31.05.2024 / Quellen: ICE, JP Morgan

Ein interessantes Detail in der Tabelle: EM-Staatsanleihen generierten einen enormen Credit-Return, obwohl sich Spreads scheinbar kaum reduziert haben. Die Darstellung täuscht und hängt mit der Konstruktion von Anleiheindizes zusammen. Tatsächlich war vor allem bei schwächeren Emittenten ein starker Rückgang der Risikoprämien zu beobachten. Dass der durchschnittliche Spread des Gesamtindex dennoch fast unverändert ist, liegt an der (Wieder-)Aufnahme von Anleihen aus Venezuela in den Index. Diese weisen sehr hohe Risikoprämien auf und heben so den Durchschnitt deutlich an.

Die Entwicklung bestätigt unsere bisherige Einschätzung, dass Credit insgesamt noch nicht zu teuer geworden ist. Die Bewertung von IG- und EM-Emittenten ist unseres Erachtens nach wie vor mindestens fair. Das wird auch durch fundamentale Beobachtungen gestützt. So sehen wir eine leichte konjunkturelle Belebung in Europa, die in dieser Form sicher nicht nachteilig für Unternehmensbonitäten ist. Diese weist ohnehin seit längerem einen positiven Trend auf. Die Abbildung zeigt Ratingveränderungen von IG-Anleihen durch diverse Ratingagenturen. Seit etwa drei Jahren überwiegen die Heraufstufungen die Herabstufungen deutlich – und dies bei einer insgesamt großen Zahl von Ratingveränderungen. Der positive Bonitätstrend wird also von vielen Emittenten getragen.

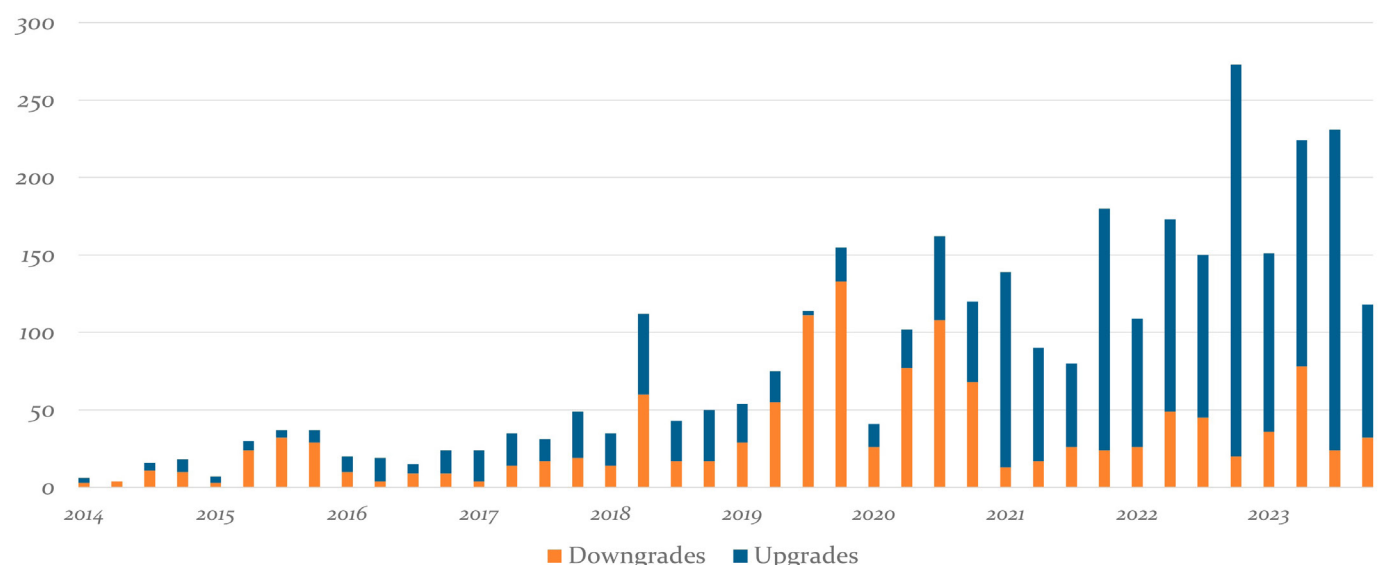
Corporates IG übergewichten, EM und High Yield neutral

In dieser Lage bleiben wir für IG-Unternehmen strategisch übergewichtet. Sinkende Inflation und Leitzinsen bei einer sich gleichzeitig moderat belebenden Konjunktur bieten für die Assetklasse aus unserer Sicht ein sehr gutes Umfeld. Risikoprämien reflektieren dies auch, sind aber noch nicht zu weit gelaufen.

Mit Blick auf High Yield-Emittenten sehen wir dies etwas anders. Die Rahmenbedingungen wirken auch hier positiv. Insbesondere sinkende Finanzierungskosten könnten den Emittenten in diesem Segment helfen. Allerdings sind die Spreads im Durchschnitt schon niedrig, vor allem ist die Spreizung relativ groß. Vergleichsweise wenige schwache Emittenten erhöhen Spreads auf Indexebene spürbar. Das bedeutet andererseits, dass bessere Bonitäten noch enger handeln, als es der Blick auf den Index suggeriert. Wir bleiben daher strategisch neutral.

Unsere Übergewichtungsempfehlung für EM-Staaten haben wir inzwischen wieder auf neutral zurückgenommen. Der beschriebene starke Rückgang von Risikoprämien schwächerer Emittenten ist für unseren Geschmack etwas zu schnell und zu stark ausgefallen. Deswegen haben wir die offensivere Ausrichtung der Fonds mit gutem Erfolg wieder geschlossen und können in Ruhe abwarten, ob sich neue Gelegenheiten bieten. ■

Ratingveränderungen von IG-Corporates durch Moody's und S&P



Quelle: ICE BofA; Stand: 01. Juni 2024





Ralph Karels
Abteilungsleiter
Asset Management Aktien

U.S. Aktien-Rallye läuft zunächst weiter, Europa legt Verschnaufpause ein

Nach dem zweiten starken Quartal in Folge mit über 10% Performance legen die europäischen Aktienmärkte nun in Q2 2024 eine Verschnaufpause ein und bewegen sich seitwärts- um die 5.000 Punkte etwa im EuroStoxx 50. Die U.S. Aktienmärkte hingegen setzen nach einer leichten Korrektur Anfang April ihren Höhenflug unvermindert fort und markieren z.B. im S&P 500 Index mit über 5.300 Punkten weitere neue All Time-Highs. U.S. Aktien handeln dadurch mit Kurs-/Gewinnverhältnissen von über 20 weiterhin sehr teuer, während die Multiplikatoren in Europa mit Werten um die 12 deutlich attraktiver erscheinen. Kurzfristig mehren sich abseits der vom KI-Hype befeuerten Titel der sog. „Magnificent 7“ nun aber die Argumente, welche die Partystimmung trüben könnten. Allen voran scheint das Gewinn-Momentum der Unternehmen als zentraler Indikator für die Entwicklung der Aktienmärkte nach einem starken Trend von Januar bis April nun im Mai sein Top ausgebildet zu haben. Ebenfalls nicht zur Zuversicht tragen die jährlich deutlich angestiegenen Insolvenzanträge und Ausfallraten von U.S. Unternehmen bei. Auch bei Konsumentenkrediten sind angestiegene Zahlungsverzögerungen und entsprechend erhöhte Kreditkartenzinssätze zu verzeichnen. Das Sentiment sieht dagegen weiter unauffällig aus und bewegt sich noch unterhalb von Euphorieeregionen. Die Volatilitäten (VIX und VStoxx) tendieren nach den Anstiegen im April nahe der 20% aktuell mit ca. 13-14% wieder in Vor-Corona-Regionen. Auch die Tail Risk-Indikatoren (z.B. SKEW-Index mit Werten um die 140) bewegen sich im grünen Bereich. Aktuelle Umfragen unter Vermögensbesitzern zeigen weiterhin, dass die Mehrheit der Marktteilnehmer noch all-otierbares Kapital vorhält, das auf seinen Einstieg in Aktien und anderen Risiko-Assets wartet. Dies ist ein weiteres Argument dafür, dass Drawdowns möglicherweise weiter kurze Beine haben. Die Wahrscheinlichkeit einer U.S. Rezession gemäß Philly Fed-Survey geht zudem weiter zurück und liegt nach ca. 45% Anfang 2023 aktuell bei nur bei ca. 25%.

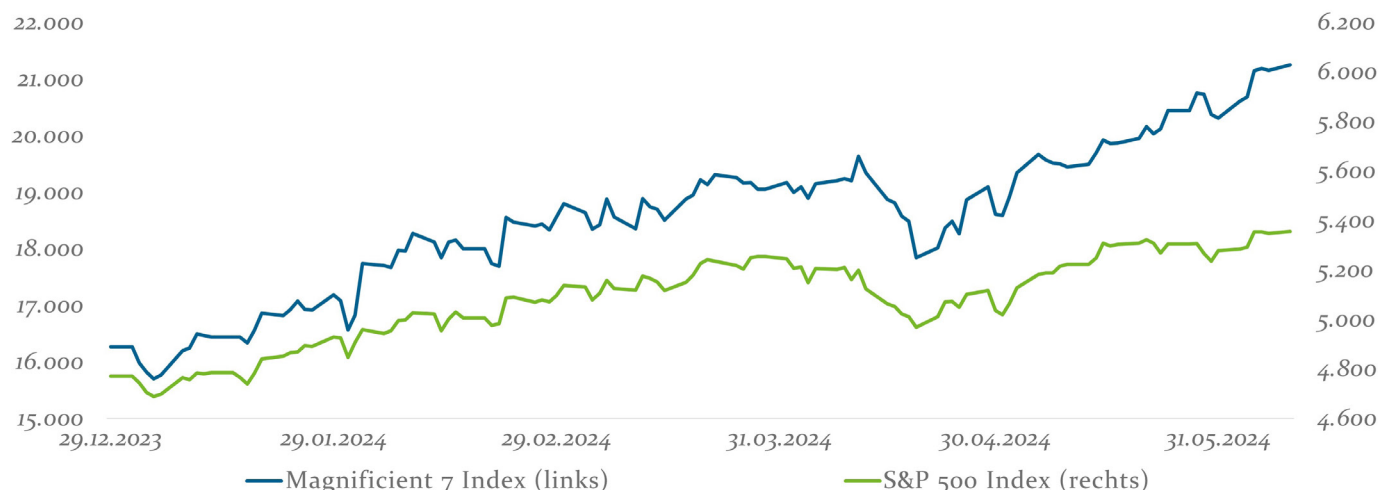
Zunehmende Heterogenität innerhalb der Magnificent 7

Den Aktienmarkt insgesamt tragen weiter maßgeblich die Magnificent 7, die 2023 bereits ca. ein Drittel der Gesamtperformance des MSCI ACWI IMI Index ausgemacht haben und seit Jahresbeginn im Schnitt bereits 30% Performance vorweisen konnten (siehe Abbildung). Innerhalb der sieben Titel ist jedoch eine zunehmende Heterogenität zu beobachten: Während Nvidia seit Jahresbeginn um fulminante 140% zulegen konnte, hat Tesla im selben Zeitraum über 30% seines Kurswerts eingebüßt. Auch der MSCI Crowding-Score berechnet aus Bewertung, Short Interest, Momentum, Volatility und Turnover deckt hier deutliche Unterschiede auf: Amazon und Microsoft handeln neutral, Meta ist beim Crowding-Score stark und Apple dagegen überhaupt nicht betroffen.

Stile und Sektoren: Defensive Positionierung

Bei einem weiterhin hohen Zinsniveau und sich zunehmend in das Jahresende hineinverlagernden Zinssenkungserwartungen empfiehlt sich stattdessen eine defensivere Aufstellung Richtung Quality, Low Risk und Dividenden. In Europa performen seit Jahresbeginn die beiden Stilfaktoren Quality und Value neben Momentum am besten. Das Exposure zu den Risikoprämien Low Risk und Dividenden wurde ebenfalls entlohnt. In den USA zeigt sich Momentum weiter als der mit Abstand stärkste Stil im ersten und zweiten Quartal 2024, mit etwas Abstand folgen Low Risk und Dividenden. Die Faktorprämien für Small Caps und Growth wurden dagegen nicht entlohnt. Diese Stilrotation unterstreicht weiterhin die Abkehr von den letztjährigen High Performern Growth (USA) und Value (Europa), die aktuell nach zwei extrem starken Jahren durchatmen und leicht negativ (Growth USA) bzw. leicht positiv (Value Europa) performen. Sektorseitig sollten im 2. Halbjahr 2024 Technologie/KI als Gewinner der digitalen Disruption, Financials aufgrund des hohen Zinsniveaus sowie Energy aufgrund des global gestiegenen Bedarfs profitieren, während Consumer Discretionary und Real Estate die Kehrseite der sich hinauszögernden Zinssenkungen erfahren dürften und nicht zu den Outperformern zählen sollten. ■

Relative Kursentwicklung Magnificent 7 vs. S&P500



Quelle: Bloomberg; Stand: 10. Juni 2024





Dr. Christian Schwarz
Abteilungsleiter
Asset Management Multi Asset & Overlay

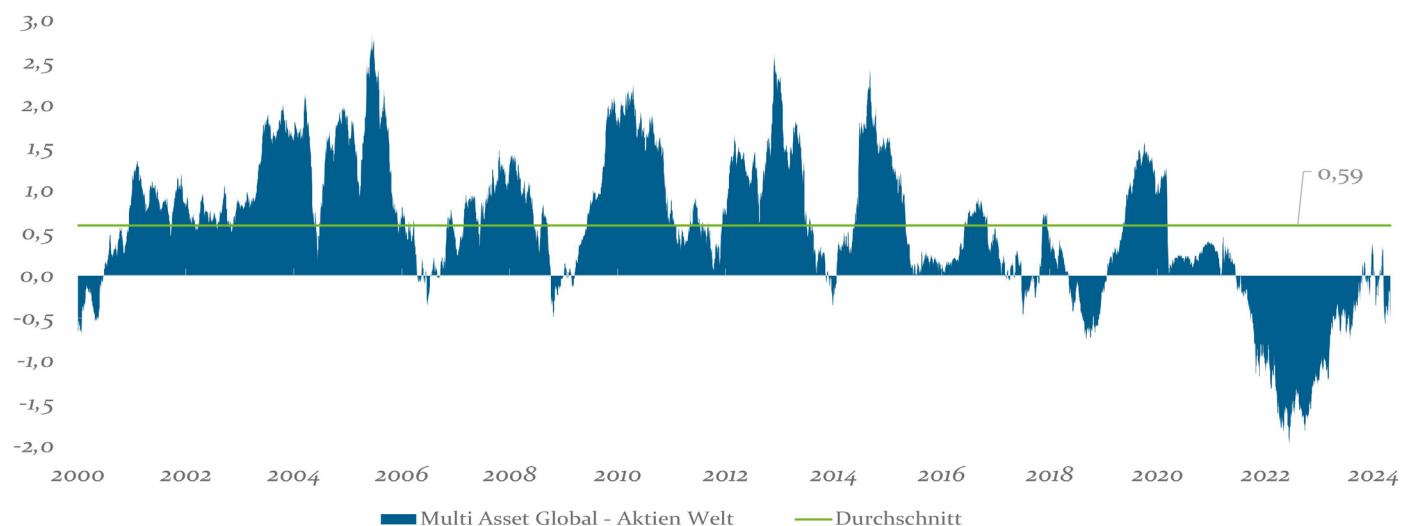
Die Rückkehr der Diversifikation – Renaissance von Multi Asset-Portfolios?

Nach der Corona-Krise setzte ein deutlicher Anstieg der Inflationsraten ein. Dieser zwang die globalen Notenbanken, die Leitzinsen in einer seit ca. 40 Jahren nicht gesehenen Dynamik anzuheben. In einer ersten Reaktion kam es zu erheblichen Kursverlusten bei Aktien, Zinsen und Spreads. Die Resilienz der U.S. Konjunktur gegenüber den Zinsanstiegen überraschte viele Investoren. Besonders die U.S. Aktienmärkte konnten bereits nach wenigen Monaten eine signifikant positive Wertentwicklung beginnen, die bis heute anhält. Als Ergebnis dieses Zinsschocks hatten selbst breit diversifizierte Multi Asset-Portfolios gegenüber globalen Aktien in den zurückliegenden drei Jahren das Nachsehen. Die Frage ist, ob diese Entwicklung anhalten kann?

Die Historie spricht für attraktivere Risiko-Ertragsverläufe

Ein entscheidender Faktor hat sich in der jüngsten Vergangenheit geändert: der Zins. Dieser Regimewechsel lässt sich anhand der Abbildung im historischen Kontext einordnen. Sie zeigt die Sharpe Ratio der einjährigen Überschussrenditen eines diversifizierten Multi Asset-Portfolios gegenüber einem globalen Aktienportfolio im Verhältnis zum eingegangenen Risiko. Der langfristige Durchschnittswert impliziert, dass ein Multi Asset-Portfolio risikoadjustiert besser abgeschnitten hat als ein globales Aktienportfolio. Seit 2020 zeigte sich jedoch eine negative relative Entwicklung. Diversifikation hat sich in dieser Zeit also nicht gelohnt, ein Investment rein in globale Aktien war also vorteilhafter. Allerdings erklärt sich die Dominanz der globalen Aktien in diesem Zeitraum zu einem erheblichen Teil durch die Wertentwicklung der U.S. Technologiewerte und stellt somit eine starke Risikokonzentration dar. Darüber hinaus wirkte sich der historisch starke Anstieg der Anleiherenditen belastend auf Multi Asset-Portfolios aus. Ein Bruch der über weite Strecken und Zyklen zu beobachtenden negativen Korrelation zwischen Aktien und Renten war spätestens seit der Corona-Krise festzustellen. Der historische Durchschnitt der Sharpe Ratio-Differenzen spricht allerdings für die Vorteile der Streuung von Assetklassen.

Rollierende Sharpe Ratio-Differenz einjähriger Überschussrenditen eines Multi Asset-Portfolios



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Stand: 26. April 2024

Risikomanagement bedeutet zunächst, Risikokonzentrationen zu vermeiden

Neben der Vereinnahmung von Risikoprämien ist es für uns essenziell, Risikokonzentrationen zu vermeiden. Dies gilt umso mehr angesichts der aktuell erhöhten Konzentration am Markt, insbesondere bei U.S. Aktien. Ein möglicher Abverkauf von hoch bewerteten Technologieaktien könnte ein einseitig ausgerichtetes Portfolio stark belasten. Zinstragende Titel, wie Staatsanleihen, Pfandbriefe sowie Unternehmens- und EM-Anleihen sind gerade im Vergleich zu Aktien wieder sehr attraktiv. Selbst wenn das Umfeld für Risiko-Assetklassen stabil bleibt, bieten Anleihen wieder attraktive Renditen, um diese in einem Portfolio höher zu gewichten. Langfristig sollte eine Diversifikation auf risikobereinigter Basis besser abschneiden als stark konzentrierte Portfolios. Außerdem scheinen die Zentralbanken ihre Zinserhöhungen abgeschlossen zu haben, wie auch die erste Zinssenkung der EZB zeigt. Im Ergebnis lassen sich fast mit allen Assetklassen zurzeit wieder positive Realrenditen erzielen, was mögliche weitere Anstiege der Nominalrenditen begrenzen dürfte. Nicht zuletzt beobachten wir gestiegene geopolitische Risiken sowie die damit verbundenen Implikationen auf wirtschaftliche und politische Stabilität. Zum Schutz vor Schocks und Verwerfungen an den Kapitalmärkten bietet die Investition in robuste, widerstandsfähige Multi Asset-Portfolios aus unserer Sicht entscheidende Vorteile.

Das Marktumfeld bietet viele Chancen

Wir setzen in unseren Multi Asset-Portfolios unverändert auf ein möglichst großes Anlageuniversum, um unterschiedliche Renditezyklen zu nutzen und das Potenzial für höhere risikoadjustierte Renditen zu steigern. Unser aktuelles Portfolio setzt den Schwerpunkt auf die Vereinnahmung des attraktiven Carrys. Wir sehen im Zinsbereich sowohl Chancen bei der unterschiedlichen Geschwindigkeit der Notenbanken (regionale Zinspositionen) als auch bei der Formation der Zinskurve, die ungewöhnlich lange in der aktuell inversen Form verblieben ist. Neben einer erhöhten Zinsduration setzen wir auf renditestarke Anlageklassen, wie z.B. EM-Staatsanleihen. Auf der Aktienseite bildet eine moderate Übergewichtung ein Gegengewicht zur Zinsposition. Chancen sehen wir für eine höhere Marktbreite und vernachlässigte Sektoren, die niedrigere Bewertungen und interessante wirtschaftliche Entwicklung kombinieren. ■





Ellen Heinrich

Transactions & Strategy Real Assets

Bodenbildung am Wohnimmobilienmarkt, aber eine Erholung ist noch nicht in Sicht

Seit Jahren werden viel zu wenig Wohnungen fertiggestellt, in Städten wie Frankfurt oder München liegen die Leerstandsquoten schon seit geraumer Zeit bei unglaublichen 0,2%. Diese Situation verschlimmert sich durch eine rückläufige Neubauaktivität: Wohnprojektentwickler befinden sich durch die erheblich gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten auf der einen und zurückhaltenden Käufern auf der anderen Seite in einer schwierigen Lage. Projekte rechnen sich nicht mehr, werden verschoben oder abgesagt, teilweise droht sogar die Insolvenz. Im Ergebnis wurden 2023 - statt wie politisch gewünscht und gesellschaftlich notwendig - noch weniger Wohnungen gebaut als im bereits schwachen Vorjahr.

Die unzureichende Neubautätigkeit wird uns auch in den kommenden Jahren begleiten, da immer weniger Baugenehmigungen eingereicht werden: Hier sank die Zahl im ersten Quartal 2024 um über 20% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Zusätzlich nimmt die ohnehin schon hohe Nachfrage nach Wohnraum nahezu überall und besonders deutlich in wirtschaftsstarken Metropolregionen weiter zu. Der Umzug von Haushalten in diese attraktiven Regionen ist die treibende Kraft, die Zuwanderung und der Trend zu mehr Wohnfläche verstärken die Dynamik weiter. Im Mietwohnungssegment verengt sich das Angebot zusätzlich durch die Haushalte, die normalerweise in Eigentum wechseln würden, aber derzeit zurückhaltend mit Wohneigentumserwerb sind.

Marktzyklus hat den Tiefpunkt erreicht, Qualität setzt sich durch

Nach einem Mitte 2022 einsetzenden deutlichen europaweiten Preiseinbruch stabilisieren sich die Werte derzeit und wir erwarten vor dem Hintergrund dieser Nachfragesituation mittelfristig wieder steigende Preise. Für eigenkapitalstarke Investoren ist diese Marktsituation äußerst interessant, bietet sich hier doch mit einem relativ günstigen Einstiegspreis und der Aussicht auf steigende Mieten eine gute Anlagemöglichkeit.

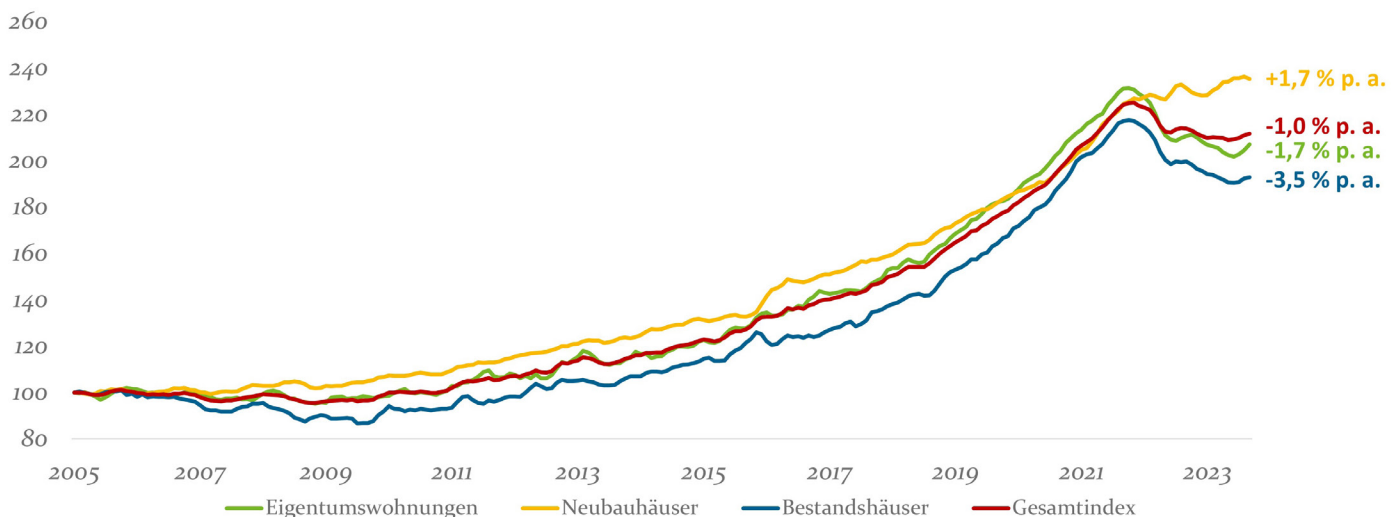
In Zeiten von Nachhaltigkeit und gestiegenen Energiekosten bevorzugen Käufer moderne und damit energieeffiziente Wohnimmobilien.

Dieser Trend ist beispielsweise im von der Finanzierungsplattform Europace berechneten EPX-Index zu erkennen (siehe Abbildung). Er unterscheidet die Preisentwicklung von Neubau- und Bestandswohnungen in Deutschland und zeigt deutlich, dass Neubauobjekte die aktuelle Marktphase ohne Preisabschlag überstanden haben, während Bestandsimmobilien Kaufpreisverluste hinnehmen mussten. Man kann ebenfalls erkennen, dass die negative Wertentwicklung ausgelaufen ist und die Werte für ältere Bestandsimmobilien am aktuellen Rand wieder etwas zulegen. Allerdings werden derzeit nur wenige Neubauobjekte am Markt angeboten und Eigentümer von modernen und damit energieeffizienten Häusern haben wenig Interesse daran, ihre Assets in dieser Marktlage zu verkaufen. Werden hingegen ältere Bestandsobjekte angeboten, prüfen Investoren derzeit sehr genau die Investitionskosten, besonders im Hinblick auf eine sinnvolle energetische Sanierung. Ohne eine energetische Erhöhung besteht die Gefahr, dass das Objekt aufgrund der fehlenden oder unzureichenden Energieeffizienz über die Jahre nicht mehr vermietet oder veräußert werden kann. Mit den jüngsten Ereignissen ist außerdem erneut klar geworden, dass die Bewertung von Klimarisiken Standard in der Standortanalyse sein müssen – egal ob Neu- oder Altbau.

Werte am Wendepunkt – Chancen für markterfahrene Anleger

Der Wohnimmobilienmarkt Deutschlands befindet sich in einem schwierigen Fahrwasser: Die Korrektur der Werte, die inzwischen ungesunde Angebotssituation bei Wohnungen sowie die steigenden Anforderungen zur Verringerung des Energieverbrauchs, sind erhebliche Herausforderungen für Eigentümer, Investoren und unsere Gesellschaft als Ganzes. Es wird noch geraume Zeit dauern, bis wir wieder einen zwischen Angebot und Nachfrage ausgewogenen Markt sehen werden. Aber der hohe Nachfragedruck und die zu erwartenden Mietsteigerungen, vor dem Hintergrund der über die letzten Monate gesunkenen Immobilienwerte für Bestandsobjekte, eröffnen für eigenkapitalstarke und markterfahrene Investoren eine seltene Tür zu interessanten Opportunitäten. Das Gros der Investoren wird allerdings noch etwas länger an der Seitenlinie stehen und das Treiben auf dem Spielfeld beobachten. ■

Europace EPX Hauspreisindex (Index, August 2005 = 100)



Quelle: Europace, Stand: 7. Juni 2024





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM
Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Zinsen wenig attraktiv, Covered Bonds und U.S. Anleihen bleiben übergewichtet

Langlaufende Bundesanleihen sind am aktuellen Rand wenig attraktiv. Unterstützung kommt durch den eingeleiteten Lockerungszyklus der EZB sowie Inflationsdaten, die sich dem Notenbankziel nähern. Wir favorisieren weiter die wohl anstehende Kurvenversteilerung der deutschen Zinskurve, allen voran im Bereich von 5-2 Jahren, wo die Inversion am größten ist. Bei EGBs sehen wir weiterhin Risiken für eine Ausweitung der Risikoprämien, die wir dann aber eher zu einem Einstieg nutzen würden. Im Anleihe-Segment präferieren wir weiterhin Covered Bonds aufgrund eines überdurchschnittlichen Total Return-Potenzials bei insgesamt hervorragender Bonität. U.S. Staatsanleihen besitzen gegenüber deutschen Staatsanleihen einen deutlichen Risikoaufschlag, den wir bei offenem Währungsrisiko nutzen wollen. Beim EUR/USD erwarten wir weiterhin einen Seitwärtsmarkt ohne nennenswerte Impulse.

IG-Corporates strategisch weiter positiv

Trotz des Credit-Ertrags der letzten Monate bleiben wir bei Corporates mit hoher Bonität strategisch übergewichtet. Sinkende Inflation und Leitzinsen bei einer sich gleichzeitig moderat belebenden Konjunktur bieten für die Assetklasse ein sehr gutes Umfeld. Im High Yield-Markt sind die Risikoprämien eher niedrig und daher bleiben wir neutral. Unsere Übergewichtungsempfehlung für EM-Staaten haben wir inzwischen wieder auf neutral zurückgenommen, da der Rückgang der Risikoprämien zu schnell und zu stark ausgefallen ist.

Defensive Positionierung weiterhin empfohlen

Nach der starken Aktien-Rallye der letzten beiden Quartale legen die europäischen Märkte eine Verschnaufpause ein. Die Bewertungen sind zwar noch moderat, aber im U.S. Leitmarkt teilweise bereits sehr überzogen. Daher mögen wir regionenseitig eher Europa und EM als die USA. Aufgrund des weiterhin hohen Zinsniveaus und dem sich wohl einbremsenden Konjunkturzyklus sind wir stilseitig defensiv aufgestellt (v.a. Low Risk und Dividenden).

Multi Asset bevorzugt zinstragende Anlageklassen

Im Multi Asset-Bereich setzen wir auf eine hohe Diversifikation mit einem möglichst großen Anlageuniversum, wie z.B. renditestarke Anlageklassen (u.a. EM-Staatsanleihen). Schwerpunkt ist die Vereinnahmung des attraktiven Carrys im Zinsbereich, Chancen sehen wir bei unterschiedlichen Dynamiken der Zinsenkungszyklen der Notenbanken (regionale Zinspositionen) sowie bei der inversen Zinskurve. Auf der Aktienseite allokieren wir vernachlässigte Sektoren und erhöhen die Marktbreite. Eine moderate Aktienübergewichtung bildet ein Gegengewicht zum Übergewicht in der Zinsduration.

Immobilien hinken den starken Infrastrukturmärkten hinterher

Die Marktkorrektur bei Immobilien, insbesondere bei Büroimmobilien, läuft langsam aus. Dem herausfordernden (Re-)Finanzierungsumfeld und einem nur schwache Lebenszeichen sendenden Transaktionsmarkt stehen eine relativ gesunde Flächennachfrage sowie die Erwartung auf steigende Mieten gegenüber. Die Assetklasse Infrastruktur ist im Vergleich interessanter, da das Nachhaltigkeitsbewusstsein zunimmt, ein massiver Investitionsbedarf zum Erhalt und Aufbau von digitaler Infrastruktur existiert und zudem stabilere sowie höhere Renditen locken.

Risiken für unser Weltbild

Die Risikofaktoren sind gegenüber der letzten Ausgabe im Wesentlichen gleichgeblieben: Geopolitische Krisenherde, die Finanzmarktstabilität, eine Lohn-Preis-Spirale, allen voran in den USA, und China als ausbleibende Konjunkturlokomotive beschäftigen uns beim Austarieren unserer Investitionsentscheidungen. ■

Strategisches Bild

		Juni 2024	Zielkorridor (Jahresende)		
Renten					
	-- - 0 + ++				
Deutschland (10J Bund)		2,55%	2,30% bis 2,50%		
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)		57,5 bp	52,5 bp - 62,5 bp		
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)		65 bp	55 bp - 65 bp		
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)		180 bp	165 bp - 195 bp		
Credit					
	-- - 0 + ++				
IG EUR (Index OAS)		110 bp	115 bp - 135 bp		
HY EUR (Index OAS)		330 bp	320 bp - 340 bp		
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)		300 bp	290 bp - 310 bp		
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)		270 bp	260 bp - 280 bp		
Aktien					
	-- - 0 + ++				
Welt (MSCI World)		3.450	3.300 - 3.600		
Euroland (EuroStoxx 50)		4.950	4.750 - 5.150		
USA (S&P 500)		5.300	5.150 - 5.400		
EM (MSCI EM)		1.050	1.025 - 1.100		
Währungen					
	-- - 0 + ++				
EUR vs. USD		1,09	1,06 - 1,12		
Immobilien					
	-- - 0 + ++				
Büro					
Logistik					
Wohnen					
Einzelhandel					
Infrastruktur					
	-- - 0 + ++				
Energie					
Versorgung					
Kommunikation					
Transport					

Quelle: Helaba Invest, Stand: 04. Juni 2024





*Gleichgewichtszins
ist langfristige Richtschnur
der Notenbanken.*

02

Meinungen

Sonderthemen





Jörg Bartenstein
Kapitalmarktresearch & AM RentenFX

Gleichgewichtszins – Zwischen Pflichtübung und Richtschnur für die Zinspolitik

Zinssenkungspotenzial der EZB auch eine Frage des Gleichgewichtszinses

Die EZB hat begonnen, die Zinsen zu senken. Viele Marktteilnehmer fragen sich nun, wie weit sie die Zinsen senken wird bzw. kann. Zur Beantwortung dieser Frage gilt es zwei wesentliche Aspekte zu beleuchten: Was sagt die Theorie und was erscheint derzeit realistisch möglich zu sein?

In der Theorie spielt der Gleichgewichtszins, auch neutraler Zins genannt, schon seit über 100 Jahren eine wichtige Rolle. Definitiv ist es der reale Zinssatz, bei dem die Wirtschaft um Potenzial wächst, Investitionen und Sparen ausgeglichen sind und die Inflation stabil ist. Das sind mithin die Grundüberlegungen für die Zinspolitik einer Notenbank, quasi die DNA heutiger Zentralbanken. Die Notenbanken steuern kurzfristige Zinssätze, die direkt auf das Geldmarktumfeld wirken und so Wirtschaft und Inflation beeinflussen. Die Schwierigkeit des neutralen Zinssatzes ist, dass man ihn nicht direkt ablesen kann. Man versucht, ihn aus den aktuellen wirtschaftlichen Rahmendaten und den zugehörigen Erwartungen mithilfe komplexer Modelle zu schätzen. Je nach verwendetem Verfahren variieren die Ergebnisse erheblich. Auch ist dieser Zinssatz keiner, der direkt für den heutigen Zeitpunkt gilt, sondern eher auf mehrere Jahre zu betrachten ist.

Mithilfe von Kapitalmarktdaten lässt sich eine Näherung für den Gleichgewichtszins ermitteln. Durch Forward-Kurven für den Geldmarkt und Inflationserwartungen kann man so langfristige Erwartungen kalkulieren und den Gleichgewichtszins approximieren. Das Ergebnis der Approximation für Zinsen in der Eurozone passt recht gut zu den Werten aus den komplexen Modellen.¹

In Abbildung 1 sieht man, dass in den Jahren vor der Corona-Krise der neutrale Zins recht niedrig war. Analysen haben gezeigt, dass eine niedrige Produktivität und demographische Themen, wie die Langlebigkeit, ursächlich für den niedrigen Gleichgewichtszins waren.² In letzter Zeit ist der Gleichgewichtssatz wieder etwas angestiegen. Das lässt die Fragen aufkommen, wohin dieser Satz sich entwickeln wird und welche Faktoren den Satz zukünftig verschieben können?

Faktor 1: De-Globalisierung

Einer der großen Trends der letzten 30 Jahre war die Globalisierung. Man verlagerte Produktionsstätten weg aus den USA und Westeuropa in kostengünstigere Länder. Insbesondere günstigere Arbeitskräfte und Standortbedingungen ließen die Herstellungskosten purzeln, sodass nach Transportkosten die Produkte in den USA und Westeuropa günstiger angeboten werden konnten. Ein senkender Effekt für die Inflationsentwicklung.

Erst mit der Pandemie wurde vielen Menschen bewusst, dass man sich in große Abhängigkeiten bei vielen Gütergruppen- u.a. Medikamente und medizinische Ausrüstung- begeben hatte. Eine gesicherte Versorgung war nicht mehr gegeben. Irgendwann zwischen Corona-Krise und dem Kriegsbeginn in der Ukraine begann die moderate Umkehr von dem vorteilhaften Inflationsumfeld der Globalisierung hin zum Reshoring und der Diversifikation der Lieferketten. Ein Prozess, der erhöhte Investitionen in Fertigungskapazitäten erfordert und somit den neutralen Zins auf eine Reihe von Jahren leicht erhöhen wird.

Abbildung 1: Euroraum – Approximation des neutralen Zins mit Marktdaten



Quelle: Bloomberg, Helaba Invest, Stand: 10. Juni 2024

¹ Bank for international Settlements (2024): Quo vadis r^* , März.

² Bank of England (2023): Global r^* , Oktober.



Faktor 2: Digitalisierung

Die Zeiten eines soliden Produktivitätswachstums in den USA und Europa sind spätestens mit der Finanzmarktkrise vorbei. Über die Gründe kann man trefflich diskutieren und für fast jedes Land andere wichtige Faktoren finden. Dabei gibt es einen Lichtblick: Künstliche Intelligenz (KI). Auf Basis von KI kann in vielen Bereichen des Arbeitslebens ein höheres Effizienz- und somit Produktivitätsniveau erreicht werden. Noch ist unklar, wie stark die Auswirkungen tatsächlich sein werden. Unbestritten ist jedoch, dass ein Umbruch im Arbeitsleben ansteht. Erstmal wird es jedoch Investitionen in die KI-Systeme und in angepasste Produktions- und Servicesysteme bedürfen. Der Gleichgewichtszins wird sich in der Investitionsphase nach oben verschieben. Die gesamtwirtschaftlichen positiven Effekte werden sich erst auf längere Frist zeigen.

Faktor 3: Demographie

In Bezug auf die Auswirkungen der demographischen Entwicklung gibt es mehrere Facetten, die unterschiedlich auf den Gleichgewichtszins wirken. Die Babyboomer gehen jetzt in Rente. Der Anteil der Leute, die dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen, sinkt somit. Arbeitskräfte, insbesondere im Gesundheitswesen, werden knapp. Ein insgesamt höheres Lohnniveau erscheint plausibel. Auch muss für die alternde Gesellschaft eine angepasste Infrastruktur zur Verfügung gestellt werden. Insbesondere Ballungsräume werden aufgrund ihrer breiten Infrastruktur attraktiver für ältere Bürger (z.B. Fachärzte), der ländliche Raum hingegen verliert an Attraktivität (z.B. weite Wege). Eine insgesamt ausreichende Infrastruktur zur Verfügung zu stellen, wird langfristig hohe Kosten verursachen.

In den letzten Jahrzehnten ist die Langlebigkeit weiter gestiegen. Insbesondere der medizinische Fortschritt und eine bessere medizinische Versorgung haben das Lebensalter ansteigen lassen. Der Anstieg der Langlebigkeit ist einer der Hauptgründe für das Sinken des neutralen Zinssatzes in den letzten Jahrzehnten. Eine alternde Bevölkerung legt immer mehr Geld für den Ruhestand,

die medizinische Versorgung und für Krisenzeiten zurück. Je höher die Lebenserwartung ist, desto mehr Geld geht in die strategische Rücklage und wirkt senkend auf den Gleichgewichtszins. In der Forschung werden derzeit eine Reihe von Medikamenten und Anwendungen entwickelt und erprobt, die die Lebenserwartung noch weiter anheben können. Von Medikamenten zur Diabetesbehandlung bis hin zur Krebsbekämpfung sind schon neue Erfolge erzielt worden oder stehen kurz bevor. So sehen die Vereinten Nationen in ihren Bevölkerungsprognosen ein weiteres Ansteigen der Lebenserwartung. Dieses wird jedoch langsamer als in den letzten Jahrzehnten ausfallen (siehe Abbildung 2). In den nächsten zehn Jahren dürften weitere Fortschritte bei der erfolgreichen Anhebung des Lebensalters anstehen. Danach dürften die höheren Kosten im Fokus stehen. Auf längere Sicht werden sich die Kräfte wohl ausgleichen. In den nächsten Jahren werden vermutlich die Effekte der Langlebigkeit wohl noch etwas die Oberhand behalten und somit auf einen niedrigeren neutralen Zins hinwirken.

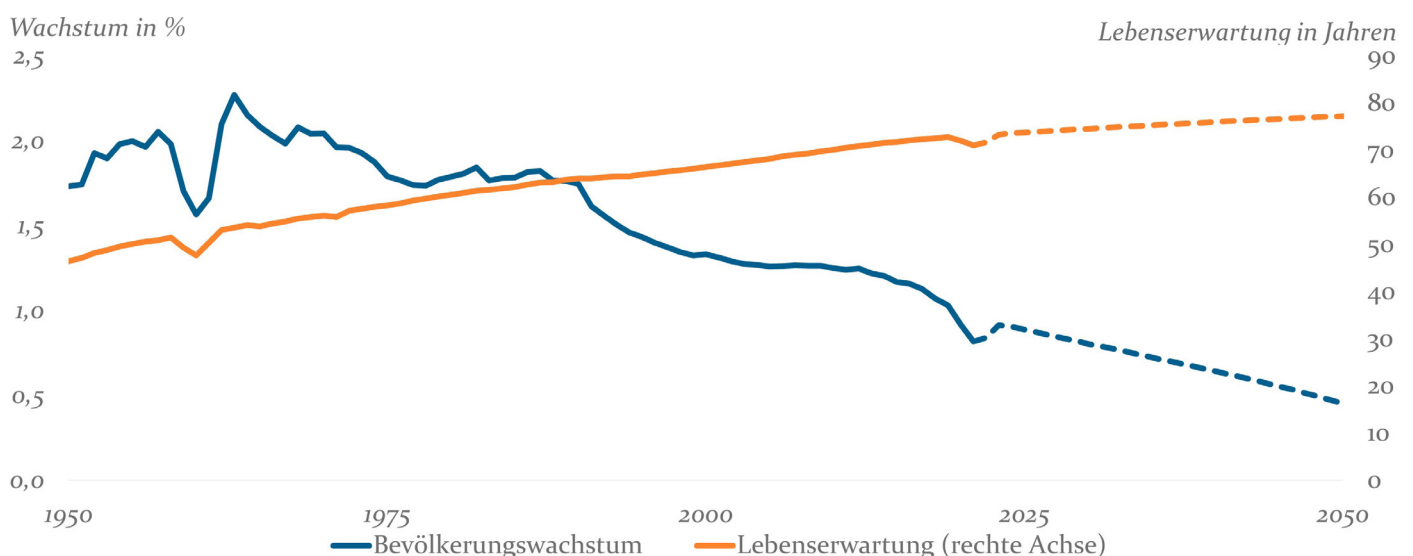
Faktor 4: Dekarbonisierung

Zur Erreichung der gesteckten Klimaziele bedarf es einer Vielzahl von Investitionen. Klimaschädliche Technologien sollen sukzessive zurückgefahren werden und klimafreundliche Technologien sollen übernehmen. Besonders augenfällig sind die Investitionen bei der Stromerzeugung. Wind, Solar und Speichertechnologien sollen die Energieerzeugung durch fossile Energieträger ersetzen. Milliarden schwere jährliche Investitionen stehen bevor. Der Gleichgewichtszins steht somit unter Aufwärtsdruck.

Notenbanken nicht mehr nur Beobachter

Derzeit verfolgen die Notenbanken eine restriktive Zinspolitik, um die Inflation zu senken. Auch die Handlungen der Notenbanken können den Gleichgewichtszins indirekt beeinflussen. In der Theorie sind die Notenbanken reine Beobachter des Wirtschaftsgeschehens und beeinflussen nur durch die Zinssetzung den Kredit- und Einlagenmarkt. Spätestens seit der Finanzmarktkrise

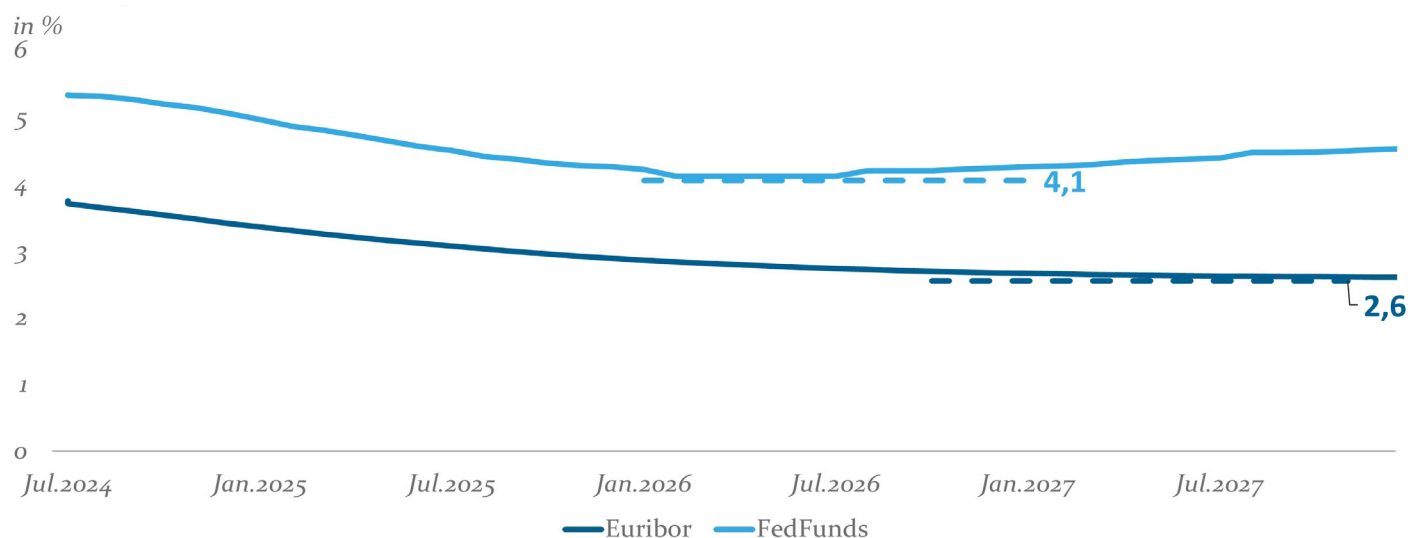
Abbildung 2: Globale Entwicklung/Prognose – Bevölkerungswachstum und Langlebigkeit



Quelle: UN World Population Prospects 2022 (Daten von der UN 2022 veröffentlicht)



Abbildung 3: Marktimplizierte Geldmarkttrenditen und vom Markt eingepreiste Notenbankendsätze für USA und Eurozone



Quelle: ICF, CBT, Bloomberg, Stand: 10. Juni 2024

sind sie auch Teil des Systems. In der Krise wurden Anleihen angekauft, um zusätzlich zu Zinssenkungen auch längerfristige Kapitalmarktzinsen zu senken – sog. Quantitative Lockerung. Durch Veränderungen des Zinsgefüges verändert sich auch der Wert des angekauften Anleihebestands. Da die Zinsen in den letzten Jahren angestiegen sind, hat sich der Wert des Anleiheportfolios verringert. Bei normalen Unternehmen wäre das Eigenkapital folglich gemindert. Notenbanken sind zwar nicht immun für Wertberichtigungen, jedoch unterliegen sie nicht den gleichen Erfolgskriterien, wie ein normales Wirtschaftsunternehmen oder eine Bank. Kleinere Notenbanken, wie die schwedische Riksbank, haben aufgrund ihrer Regularien schon Probleme mit der Erfüllung ihrer Kapitalquote, wenn die unrealisierten Verluste ihres Anleiheportfolios berücksichtigt werden.

Auch in der Funktion von Bankenaufsicht und Vorgaben für das Risikomanagement beeinflussen Notenbanken nicht nur über den Zinskanal den Kreditmarkt. Diese Effekte erscheinen derzeit noch recht klein zu sein. Man muss davon ausgehen, dass die außergewöhnlichen Maßnahmen in Krisenzeiten jetzt zum Standardinstrumentarium der Notenbanken gehören und so durchaus auch spürbarer werden können. Dadurch, dass die Notenbanken nicht mehr nur den Zinshebel benutzen, um Einfluss auf die Kredit- und Kapitalmärkte auszuüben, steigt die Unschärfe des Gleichgewichtszinssatzes weiter an.

Welcher Zinssatz erscheint realistisch für das Tief nach anstehenden Zinssenkungen?

Die Kapitalmärkte preisen ca. 2,6% als anstehendes Zinstief der EZB ein (siehe Abbildung 3). Das erscheint kompatibel mit dem Gleichgewichtszins aus Abbildung 1 zu sein. Die langfristige Inflationserwartung der EZB ist 2% zuzüglich des Gleichgewichtszinses in Höhe von 0,4% – dies entspricht ungefähr der Kapitalmarkterwartung. Hierin enthalten sind auch kleine Risikoprämien für den Zeithorizont und das Kapitalmarktumfeld. Im U.S. Markt ist das Bild nicht so klar. Im Kapitalmarkt wird ein Notenbanksatz vom im Tief bei ca. 4,1% erwartet. Das erscheint aus heutiger Sicht recht hoch. Da die Fed ebenfalls ein Inflationsziel von 2% verfolgt, würde man einen Gleichgewichtszins von um 2% unterstellen, was aber bei den komplexen Modellen nur selten angezeigt wird. Mithin wäre wohl der Inflationsdruck auf Dauer recht hoch, so dass bei einem Endzinssatz von 4% die Fed wohl nicht ein „Mission erfüllt“ ins Protokoll schreiben könnte.

Fazit

Innerhalb der Notenbanken erscheint es schon sinnvoll, eine Idee zu haben, wohin dieser Satz tendiert und wie stark die Dynamik von Veränderungen ist. Für die kurzfristige Gestaltung der Zinspolitik, insbesondere in Krisenzeiten, ist der Satz nicht relevant. Das Einhegen der Krise und die kurzfristige Stabilisierung genießen Priorität. Rückkopplungseffekte der Krise, den Notenbankmaßnahmen, dem Wirtschaftsumfeld und Gleichgewichtszins können erst im Nachgang analysiert werden und sollten erst auf sehr lange Frist die Handlungen der Notenbank beeinflussen. Für eine konkrete Steuerung der Notenbankpolitik erscheint der Gleichgewichtszins wenig geeignet zu sein. Als eine langfristige Richtschnur außerhalb von Krisenzeiten hat der Zins für die Notenbanken durchaus eine Relevanz. Auch geht von ihm eine Signalwirkung aus, mit der Zentralbanken versuchen, Markterwartungen zu steuern. ■





Jens Knippen
Leiter Gesamtbanksteuerung
Kreissparkasse Düsseldorf



Dr. Christian Schwarz
Abteilungsleiter
Asset Management Multi Asset & Overlay

Strategische Asset-Allocation der Eigenanlagen – Impulse für die Gesamtbanksteuerung

Im Interview geht Jens Knippen, Bereichsleiter Gesamtbanksteuerung der Kreissparkasse Düsseldorf darauf ein, wie die Sparkasse die Eigenanlagen auf eine breitere Basis gestellt hat und welchen Mehrwert dabei eine integrierte Betrachtung von Risiko und Ertrag liefern konnte. Darüber hinaus beleuchtet er die zukünftigen Herausforderungen in der Eigenanlage und stellt dar, wie diese gelöst werden können.

In Folge der Krisen der letzten Jahre und damit u.a. Inflation und steigenden Zinsen sind wir faktisch in ein neues Anlageregime gewechselt. Dies führte zu einer Neubewertung der Assetklassen sowie einem neuen Wettbewerb zwischen den Assetklassen. Welche Konsequenzen ergeben sich hieraus für Ihre Anlagepolitik?

Wir haben die geänderten Rahmenbedingungen zum Anlass genommen, die bisherige Planallokation anlassbezogen zu aktualisieren bzw. zu hinterfragen. Mittels der AssetAllocationPlus Studie konnten wir verschiedene mögliche Positionierungen analysieren und nachfolgend die sich daraus ergebenden Impulse hausintern kritisch diskutieren. Als Ergebnis werden wir beispielsweise als eine neue Assetklasse Renten Emerging Markets vorsehen, sodass wir hier auch kurzfristig einen NPP planen.

Es ist zu beobachten, dass zum Teil hohe Liquiditätsbestände bei der EZB „geparkt“ werden. Was spricht aus Ihrer Sicht gegen bzw. was für eine Investition der Liquidität sowie eine Rückkehr zur strategischen Asset Allocation, insbesondere im Hinblick auf die zu erwartende erste Zinssenkung der EZB in diesem Sommer?

Hier ergaben sich in der vorgenannten Studie ebenfalls interessante Impulse in der Art, dass ein Halten von Liquidität über die aufsichtlich notwendigen Mindestvolumina mittelfristig nicht empfohlen wurde. Das verwundert natürlich nicht, da ein gefühlter „free lunch“ am kurzen Ende ohne vermeintliche Risiken ein

Beibehalten der inversen Kurve bedürfen würde. Wir sehen uns aber als Sparkasse nicht als Investor, der auf eine bestimmte Zinsentwicklung spekuliert. Entsprechend bevorzugen wir eine neutrale und passive Positionierung.

Auf der anderen Seite erachten wir den Aspekt der verfügbaren Liquidität in Bezug auf die geänderten Rahmenbedingungen durchaus als relevant. Inwieweit die Kreditnachfrage ggf. wieder mit einer etwaigen Normalisierung am Wohnungsbaufinanzierungsmarkt anspricht oder Aspekte wie die Transformationsfinanzierung sich kurzfristig ebenfalls nennenswert auf die Kreditnachfrage auswirken, ist für uns derzeit noch nicht abschließend beurteilbar.

Wenn sich unsere Leser fragen sollten, was Ihr Mehrwert aus der letzten Asset-AllocationPlus Analyse in der aktuellen Ausgangslage war, was würden Sie antworten?

Dies sind mehrere Aspekte. Neben dem bereits angesprochenen geplanten NPP für eine neue Assetklasse, sehen wir uns in der grundsätzlichen strategischen Ausrichtung der Kapitalallokation bestätigt. Dies ist natürlich beruhigend. Den größten Mehrwert sehe ich aber in der integrierten Betrachtung sowohl des Risikos als auch der Performance, insbesondere da die Performance bzw. der Ertrag in den Systemen der bereits eingeführten neuen Banksteuerung derzeit wahrlich nicht im Fokus stehen. Hier ermöglichen uns die Ergebnisse und Daten der AssetAllocationPlus - salopp gesagt - einfach eine wesentlich dezidiertere und fachlichere hausinterne Diskussion.



Sie haben bereits mehrere AssetAllocation-Plus Studien durchgeführt. Welche Impulse haben Sie hieraus jeweils mitgenommen und welche Veränderungen auf die Eigenanlage haben sich im Laufe der letzten Jahre u.a. hierdurch ergeben?

Wir haben unsere Eigenanlagen auf eine viel breitere Diversifikation mit mehreren Assetklassen ausgerichtet. So haben wir die Assetklassen Aktien und Immobilien(-fonds) strategisch besetzt und für die Assetklasse der Unternehmensanleihen auch nennenswerte Änderungen herbeigeführt. Vereinfacht könnte man sagen, dass wir jetzt deutlich breiter und globaler aufgestellt sind.

Was sind aus Ihrer Sicht die markantesten Auswirkungen der neuen Gesamtbanksteuerung z.B. auf die Risikotragfähigkeit und die Eigenanlagen?

Auch hier sind es wieder mehrere Aspekte. Positiv ist beispielsweise zu nennen, dass erstmalig die in Bezug auf das Risiko positiven Auswirkungen von Korrelationen in der Risikotragfähigkeit berücksichtigt werden können. Dies freut uns sehr, bestätigt bzw. honoriert es doch eine breitere Diversifikation. Eigentlich das, was wir im Kundengeschäft auch immer unseren Kunden bei einer strukturierten Vermögensanlage empfehlen.

Auf der Schattenseite bedeutet dies aber auch, dass Assetklassen, bei denen noch keine Korrelationsparameter seitens des zentralen Dienstleisters vorliegen, grundsätzlich einen „Malus“ der nicht vollständigen Abbildung aufweisen. Assetklassen, die überhaupt noch nicht in den neuen Systemen abgebildet werden können, haben wir beispielsweise auch per se ausgeschlossen.

Nichts ist so beständig wie der Wandel: Die regulatorischen Rahmenbedingungen stellen Finanzinstitute und Investoren kontinuierlich vor große Herausforderungen. Was sind in Ihrer Sicht die aktuellen Implikationen, die Sie in der Sparkasse gerade beschäftigen?

Der Aspekt von ESG ist hier sicherlich zu nennen. Neben den aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die weiter zunehmend an Be-

deutung gewinnen, beschäftigen wir uns mit der Frage, inwieweit es betriebswirtschaftlich sinnvoll ist, ein Portfolio konsequent jetzt schon „vollständig“ auf Nachhaltigkeit auszurichten? Aus meiner Sicht sind die vorliegenden ESG-Ratings oder auch die Zeitreihen hierfür noch nicht aussagefähig genug, wie es oft auf dem ersten Blick suggeriert wird. Auch sind in der Vergangenheit erfolgreiche quantitative Modell und Ansätze, wie zum Beispiel „low risk“, noch nicht ausreichend integriert und verzahnt mit dem Aspekt ESG.

Was sind für Sie die zentralen Zukunftsthemen für eine erfolgreiche Banksteuerung?

An der Stelle sei ein Aspekt genannt, der vielleicht aufgrund der häufigen Konzentration auf fachliche Themen noch nicht so im Fokus steht: der Aspekt der Demographie bzw. die Herausforderung zukünftig hausintern auch genügend qualifizierte Mitarbeitende und somit Know-how vorhalten zu können. Wir als Haus sehen uns diesbezüglich gut aufgestellt, sind uns aber auch bewusst, dass die Beibehaltung des Status-quo auch herausfordernd bleibt.

”

Den größten Mehrwert sehe ich in der integrierten Betrachtung sowohl des Risikos als auch der Performance, insbesondere da die Performance bzw. der Ertrag in den Systemen der bereits eingeführten neuen Banksteuerung derzeit wahrlich nicht im Fokus stehen.



Die Helaba Invest gehört in Deutschland zu den führenden Kapitalverwaltungsgesellschaften im institutionellen Asset Management. Unsere Unternehmensstrategie basiert dabei auf den drei Geschäftsbereichen Asset Management für liquide Wertpapiere, Alternative Investments und Asset Servicing (Administration und Master-KVG). Als Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management bieten wir darüber hinaus seit mehreren Jahren ein Overlay Management an. Unser umfassendes Wissen über die Kapitalmärkte nutzen wir, um für unsere Anleger gute und stetige Anlageergebnisse bei kontrolliertem Risiko zu erzielen.

Olaf Tecklenburg



Mitglied der
Geschäftsführung

✉ Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-189

Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM



Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch &
Asset Management RentenFX

✉ Jens.Bies@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2024 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Dieses Dokument bildet insbesondere keine Offerte zum Kauf von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kaufauftrag entgegengenommen werden. Ferner stellen die in diesem Dokument gemachten Angaben keine Anlageberatung dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen.

Die Vervielfältigung, Weitergabe oder Veröffentlichung der Unterlage oder auch nur in Teilen ist ohne ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Helaba Invest nicht gestattet.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklären Sie sich mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.





Das Triple der institutionellen Kapitalanlage.

Als Full-Service-Manager und starker Partner an Ihrer Seite unterstützen wir Sie mit unserem Wissen entlang der gesamten Wertschöpfungskette: vom Asset Management über Alternative Investments bis zum Asset Servicing Ihrer gesamten Kapitalanlagen.

Nutzen Sie unser Wissen, um Ihre Ziele zu erreichen.

helaba-invest.de

Helaba *Invest*
Wissen entscheidet.