



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Macro flash

OKT.2023

Ein weiterer starker Zinsanstieg, der zur Vorsicht mahnt

Von François RIMEU

La Française Asset Management's Strategist

02.10.2023

Ist Inflation stets politisch?

Der September 2023 wird wegen des starken Zinsanstiegs an sämtlichen Anleihemärkten in Erinnerung bleiben. Mit einem Anstieg der 10-jährigen US-Anleihe um 46 Basispunkte, der 10-jährigen deutschen Anleihe um 33 Basispunkte und der 10-jährigen italienischen Anleihe um 63 Basispunkte sind diese Schwankungen sehr beachtlich, mit deutlich invertierten Kurvenverläufen. Zu beachten ist auch, dass dies ohne nennenswerte Änderung der Inflationsprognosen geschieht, was ebenfalls zu sehr starken Schwankungen der Realzinsen führt. Die Realzinsen in den USA und in Deutschland sind jetzt auf dem höchsten Stand seit 2008 bzw. 2011.

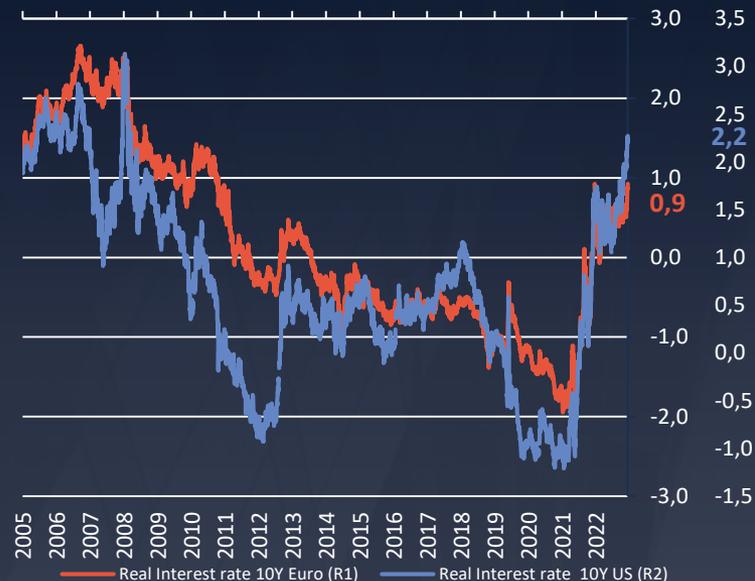
In diesem äußerst volatilen Zinsumfeld fielen die Aktienmärkte um 3 bis 5 %. Dies ist angesichts der Realzinsentwicklung nur verständlich, aber die Credit-Indizes haben sich sehr gut gehalten! Der Bloomberg HY Euro Index (LP01TREU Index) konnte den Monat mit einem Plus von 0,41 % im positiven Bereich beenden.

Die Zentralbanken sind offensichtlich einer der Hauptverantwortlichen für die Zinserhöhungen. Die US-Notenbank (Fed) bekräftigte kürzlich ihre hawkische Haltung mit der Ankündigung, mittels des Dot Plots ihre Zinserwartungen für Ende 2024 und

2025 anzuheben und ihre Wachstumsprognosen zu erhöhen. Auch die EZB hat mit einer Zinserhöhung, die von den Märkten nur teilweise erwartet wurde, und einer trügerisch dovishen Ankündigung nicht gerade geholfen. Kaum hatte Christine Lagarde angedeutet, dass dies die letzte Zinserhöhung sei, wurden im EZB-Ausschuss auch schon Gegenstimmen laut.

Aber auch andere Faktoren spielen eine strukturelle Rolle beim Zinsanstieg am langen Ende der Kurve. Die Laufzeitprämien sind nach wie vor sehr niedrig, gleichzeitig verringern sich die Bilanzen der Zentralbanken allmählich. Außerdem stehen erhebliche Probleme an, und das Gefälle ist nach wie vor sehr invers. Ganz zu schweigen von den Haushaltsdefiziten, die nach wie vor sehr hoch sind und dies auch im nächsten Jahr bleiben dürften. Dieser letzte Punkt wird in den kommenden Jahren zweifellos der wichtigste und am schwierigsten zu prognostizierende sein. Wenn die Regierungen ihre expansive Finanzpolitik fortsetzen, wird es wahrscheinlich schwierig sein, die Inflation wieder auf etwa 2 % zu senken. Wie Milton Friedman sagte, ist die Inflation immer ein politisches Phänomen [Milton Friedman - Only Government Creates Inflation - YouTube](#)

Euro real rates vs US real rates



Sources : Bloomberg, data as of 02/10/2023

Euro 2/10 curve vs US 2/10 curve



Sources : Bloomberg, data as of 02/10/2023

Japan 10 years vs USD/JPY



Sources: Bloomberg, data as of 02/10/2023

“

Wir präferieren das kurze Ende der Kurve, unabhängig von der Anleihenart.

”

Vorsicht angesichts der Marktvolatilität

Die hohe Volatilität beschränkte sich jedoch nicht nur auf die Anleihemärkte. Der US-Dollar und der Preis für ein Barrel Öl steigen weiter an - keine guten Nachrichten für das globale Wachstum. Der Anstieg der Ölpreise wird auch den kurzfristigen Inflationsverlauf erschweren, da die negativen Basiseffekte auslaufen und potenzielle Sekundäreffekte schwer zu prognostizieren sind. Der US-Dollar erweist sich als besonders stark gegenüber dem Yen, was den Druck auf die Bank of Japan erhöht, die sowohl mit der Abwertung ihrer Währung als auch mit dem Anstieg der japanischen Langfristzinsen zu kämpfen hat.

Die Konjunkturdaten haben das Gleichgewicht im September nicht gestört. Die Einkaufsmanagerindizes haben sich nicht wesentlich verändert, der IFO ebenfalls nicht, und auch die wichtigsten Wirtschaftsdaten jenseits des Atlantiks sind unverändert. Auch die Arbeitsmärkte bleiben recht stabil und sind weiterhin sehr widerstandsfähig.

Insgesamt sehen wir keinen Grund, unsere defensive Asset-Allokation zu ändern, mit einer starken Präferenz für das kurze Ende der Kurve, unabhängig von der Anleihenart. Wir bevorzugen außerdem indexgebundene Anleihen gegenüber

Nominalanleihen, sowohl aus Gründen des Carry als auch zur Absicherung im Falle einer zweiten Inflationswelle. Auf der Aktienseite ist unsere Haltung ebenfalls defensiv, vor allem wegen des starken Anstiegs der Realzinsen.

Assets	LFAM Prognose	Strategischer Ausblick
Aktien		Vorsicht an den Aktienmärkten, vor allem wegen der sehr volatilen Anleihemärkte. Die positive Saisonalität, die bevorstehende Berichtssaison und die schwache Positionierung dürften jedoch für eine gewisse Widerstandskraft sorgen.
Credit		Die Credit Spreads blieben praktisch unverändert, trotz der Bewegungen an den Aktienmärkten und der Volatilität der Staatsschulden. Eine deutliche Präferenz für kurze Laufzeiten und Vorsicht bei den schwächsten Ratings.
Zinsen		Der Carry am kurzen Ende der Kurve, insbesondere bei indexgebundenen Anleihen, bietet trotz der intensiven Bewegungen einen guten Schutz. Auf der Long-Seite bleiben wir vorsichtig.

Ausblick Oktober/November

Die langen Enden der Kurve befinden sich in einer Repricing-Phase, die nach wie vor Vorsicht gebietet. Der Anstieg des US-Dollars und der Ölpreise verstärken die derzeitige Unsicherheit darüber, ob die Inflation zu den Zielvorgaben der Zentralbanken zurückfindet. Kurzum, generelle Vorsicht.

La Française Asset Management, eine am 1. Juli 1997 von der AMF (www.amf-france.org) unter der Nr. GP 97-076 zugelassene Verwaltungsgesellschaft. La Française AM Finance Services, eine von der ACPR unter der Nr. 18673 (www.acpr.banque-france.fr) zugelassene und bei der ORIAS (www.orias.fr) unter der Nr. 13007808 am 4. November 2016 registrierte Wertpapierfirma.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch einen Anlagevorschlag oder eine Aufforderung zum Handel an den Finanzmärkten dar. Die getroffenen Einschätzungen geben die Meinung ihrer Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und stellen keine vertragliche Verpflichtung seitens der La Française Gruppe dar. Diese Einschätzungen können ohne Vorankündigung im Rahmen des Prospekts, der allein verbindlich ist, geändert werden. Die La Française-Gruppe kann in keiner Weise für direkte oder indirekte Schäden haftbar gemacht werden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung oder der darin enthaltenen Informationen ergeben. Diese Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der La Française-Gruppe weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden.

Internet-Kontaktangaben der Aufsichtsbehörden: Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org.

AGENDA



12. Oktober
US-Inflation



26. Oktober
EZB



31. Oktober
Euro-Inflation



31. Oktober
BOJ



1. November
FED