



Sanfte Landung ist das Marktnarrativ 2025

Kommentar von Svein Aage Aanes, Head of Fixed Income bei DNB Asset Management

19.12.2024 Vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen in diesem Jahr und den zahlreichen wichtigen Wahlen ist die größte Überraschung aus Rentenmarktsicht das Ausbleiben größerer Volatilität. Die Inflation hat sich im Großen und Ganzen gut entwickelt und entsprach den Erwartungen. Andere makroökonomische Daten schwankten dagegen ein wenig, was zu Bewegungen bei den Zinssätzen führte, da der Markt die Geschwindigkeit und den Umfang weiterer Zinssenkungen anders einschätzte. Insgesamt sind die US-amerikanischen und norwegischen Zinssätze im Jahresvergleich leicht gestiegen, während die schwedischen und europäischen Zinssätze leicht gesunken sind. Das Szenario der sanften Landung dominierte weiterhin die Marktberichterstattung, und die relativ günstigen wirtschaftlichen Entwicklungen waren wichtiger als die zunehmende geopolitische Unsicherheit, was zu recht starken Aktien- und Kreditmärkten führte. Die Kreditspreads haben sich weitgehend normalisiert und es herrschte eine recht geringe Volatilität.

Kaum Anzeichen einer Rezession

Wie schon zu Beginn des Jahres 2024 ist es nicht schwer, Punkte zu finden, über die man sich Sorgen machen muss, wenn man auf das Jahr 2025 schaut. Geopolitische Risiken werden immer weiter bestehen und könnten sich mit einer neuen und unerprobten Regierung in den USA sogar noch erhöhen. Die Welt wird sich auf eine möglicherweise neue Handels- und Innenwirtschaftspolitik in den USA einstellen müssen, und in Europa stehen Anfang 2025 die Wahlen in Deutschland an. Positiv zu vermerken ist, dass sich die Inflation wahrscheinlich weiter abschwächen wird, was Spielraum für weitere Zinssenkungen sowohl in den USA als auch in Europa zulässt. Das Wirtschaftswachstum wird in den USA moderat und in Europa recht schwach sein, aber es gibt kaum Anzeichen für eine Rezession. In diesem Szenario könnten sich die Zinssätze in ihrer Spanne bewegen oder sogar etwas sinken. Die Kreditspreads könnten recht eng bleiben, was zu einer anständigen Performance von Anleihen führt. Der Spielraum für eine weitere deutliche Verengung der Kreditspreads ist jedoch recht begrenzt.

Negative Korrelation zwischen Anleihen und Aktien ist zurück

Wir sind der Ansicht, dass die negative Korrelation zwischen Anleihen und Aktien zurückgekehrt ist, und wir dafür im Sommer dieses Jahres ganz klare Anzeichen dafür gesehen haben. In diesem Umfeld ist das Wirtschaftswachstum und nicht die Inflation das Hauptrisiko für Aktien und Anleihen, welche somit wieder eine gute Diversifizierung des Aktienrisikos darstellen.

Die nordischen Anleihemärkte haben im Jahr 2024 recht gut abgeschnitten, sowohl im Investment-Grade- als auch im High-Yield-Bereich. Neben den bereits erwähnten allgemeinen Faktoren haben die nordischen Märkte auch von einer recht kurzen Duration und einem hohen Anteil an variabel verzinslichen Anleihen profitiert. Floating Rate Notes (FRN) haben sich in einem Markt mit relativ stabilen Zinssätzen und inversen Renditekurven gut entwickelt. Wenn das Tempo der Zinssenkungen durch die Zentralbanken maßvoll bleibt (d.h. keine Rezession), könnten FRNs auch 2025 gut abschneiden. Wir glauben zudem, dass Immobilienanleihen in diesem Umfeld weiterhin überzeugen werden.

Ausblick: Geopolitik und US-Arbeitsmarkt bleiben im Fokus

Zum jetzigen Zeitpunkt ist es schwer vorherzusagen, welche Ereignisse im Jahr 2025 am wichtigsten sein werden, aber wir können zumindest einige nennen, die wir genau beobachten werden. Die Handels-/Zollpolitik der neuen Trump-Administration hat das Potenzial, die Märkte in Aufruhr zu versetzen, je nachdem, wie sie gestaltet wird. Nach den Aussagen von Trump sollten die Märkte auf eingeschränkte Zölle auf alle nicht-chinesischen Importe und relativ hohe Zölle auf chinesische Importe vorbereitet sein, aber die Unsicherheit ist immer noch groß. Sollte es in der Ukraine oder im Nahen Osten zu einer größeren Eskalation des Krieges kommen, könnte sich dies deutlich auf die Märkte auswirken, ebenso wie ein unerwartetes Friedensabkommen in der Ukraine.

Was die wirtschaftliche Entwicklung anbelangt, so halten wir den US-Arbeitsmarkt nach wie vor für den Schlüsselmarkt für die Gesamtentwicklung der Zinssätze. Eine weitere Abkühlung würde zu schnelleren und stärkeren Zinssenkungen führen und umgekehrt. Was die inländischen Entwicklungen betrifft, so werden die Abschlüsse für die norwegischen Löhne im Frühjahr nächsten Jahres für den Zinspfad der Norges Bank besonders wichtig sein.

Defensivere Positionierung der Portfolios

Die Kreditspreads sind im Allgemeinen recht eng, insbesondere die US-Kreditspreads. Daher ist es schwer vorstellbar, dass sich die Spreads von hier aus deutlich verengen. Anders sieht es bei den norwegischen und schwedischen Kreditspreads aus, die sich näher an ihren Durchschnittswerten der letzten 12-13 Jahre befinden. Wir haben unsere Portfolios etwas defensiver positioniert als vor einem Jahr, sehen aber immer noch die Wahrscheinlichkeit einer ordentlichen Outperformance von Krediten über einen 12-Monats-Horizont.

Wir gehen davon aus, dass sich der Zinssenkungszyklus der Zentralbanken in den meisten Ländern fortsetzen wird (und dass auch Norwegen im ersten Quartal 2025 mit Zinssenkungen beginnen wird). Ein gewisses Potenzial sehen wir für niedrigere Zinssätze in den USA und Norwegen, für Europa und Schweden halten wir den Spielraum für Zinssenkungen angesichts der in den letzten Monaten beobachteten Diskrepanz für etwas begrenzter.