



Fachtagung Eigengeschäft und Banksteuerung für PSD Banken und Sparda-Banken

Rentenmarktausblick – Higher for Longer?

Frankfurt, 28. September 2023 – Jörg Warncke

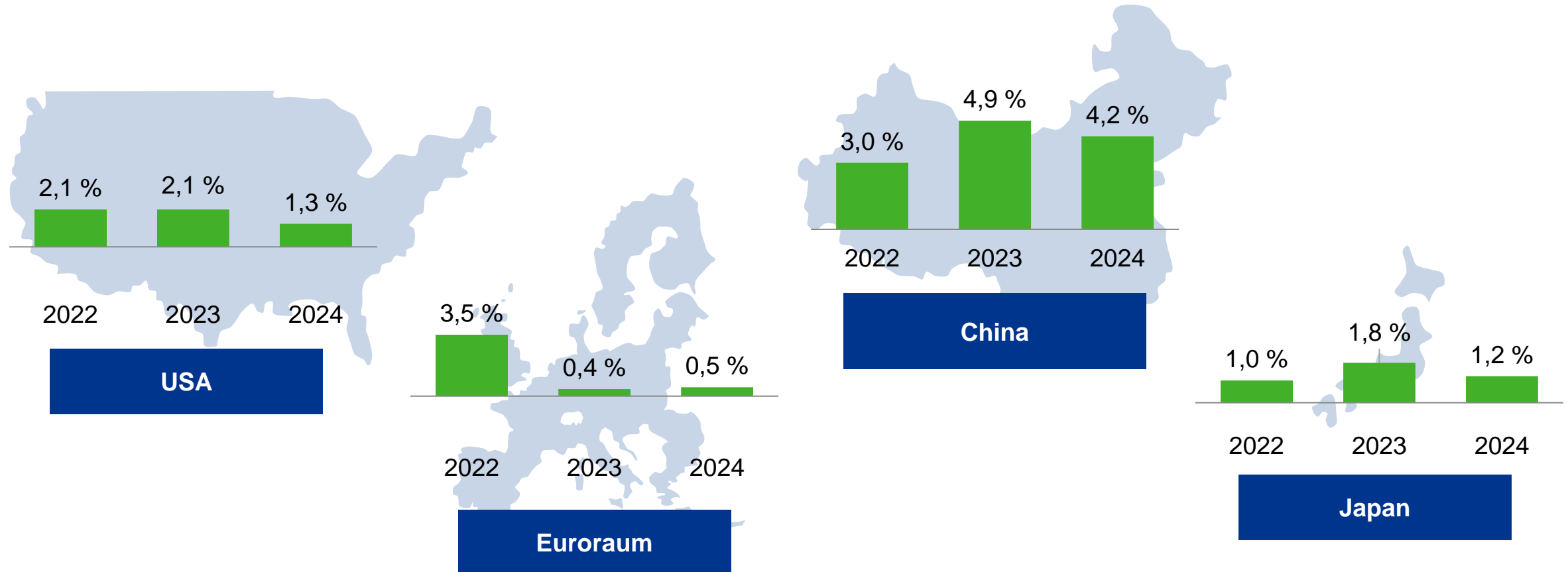


Sparda-Bank



Union Wachstumsbild spricht gegen deutliche Rezession, für langsam fallende Inflation und langfristig höheren Gleichgewichtszins

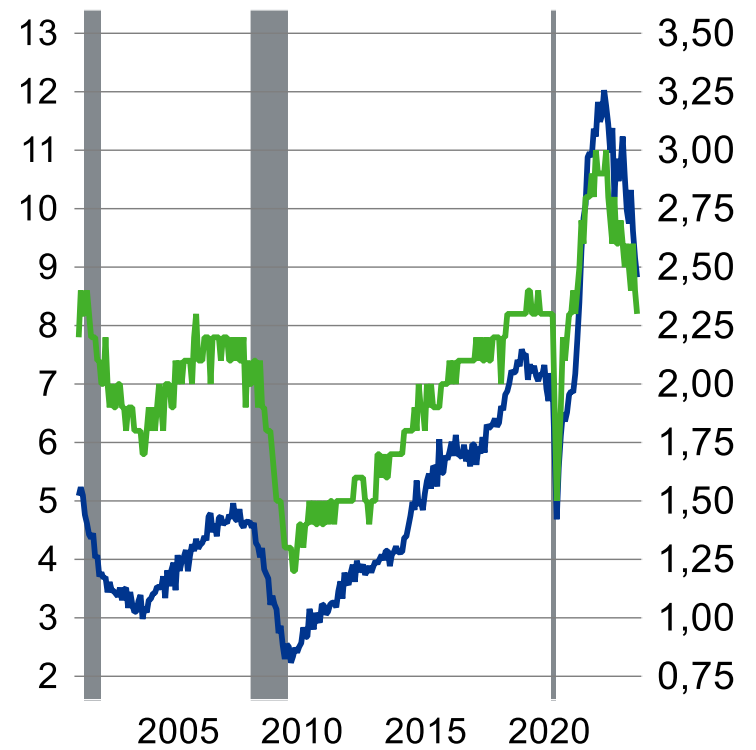
Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes im Vergleich zum Vorjahr



Quelle: Union Investment. Stand: 15. September 2023.

Ungleichgewicht am **US-Arbeitsmarkt** nimmt ab; **privater Konsum** wird sich abschwächen, bricht aber nicht ein

US: JOLTS, job openings & quits rate ex Landwirtschaft, in Mio. bzw. in %, sb



— Quits Rate (rechts) — Job Openings (links)

Quelle: Macrobond

US: Kaufkraftverluste werden geringer und stützen den Konsum

	2021	2022	2023	2024
Beschäftigungsanstieg (in %, Basis: NFP)	2,9	4,3	2,2	0,0
Lohnanstieg (in %, Basis: ECI)	4,0	5,1	4,5	4,0
Preisanstieg (in %, Basis: CPI)	4,7	8,0	4,1	2,5
Delta reale Bruttolohnsumme	+2,2	+1,4	+2,6	+1,5

Privater Konsum: Abschwächung, aber kein Einbruch

- Beschäftigungsaufbau schwächt sich im weiteren Jahresverlauf deutlich ab
- Löhne legen weiter zu, wenn auch mit nachlassender Dynamik
- Inflationsdruck lässt nach

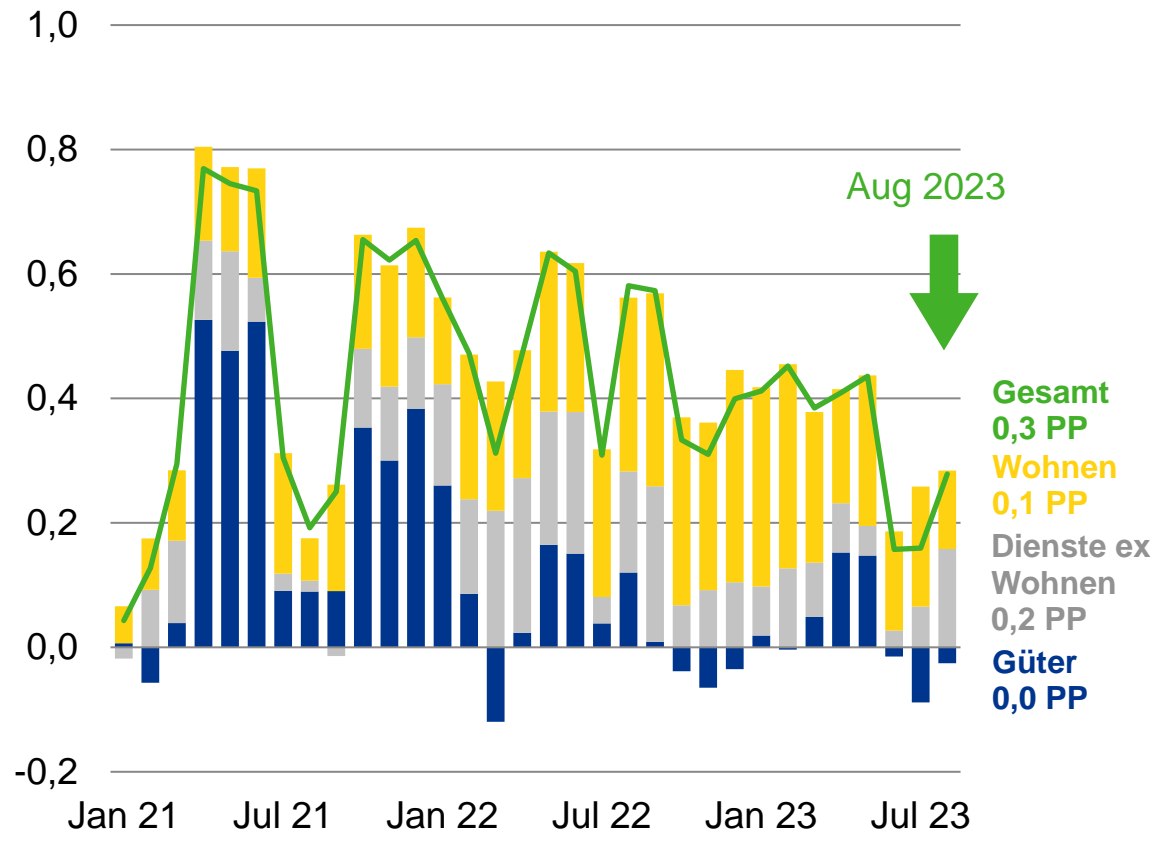
Fazit: Auf realer Basis bleibt das Wachstum der Lohnsumme gut unterstützt, was wiederum dem privaten Konsum hilft

Trend der US-Kern Disinflation ist in Takt

Disinflation bei Wohnen bereits seit März und wird weiter zunehmen

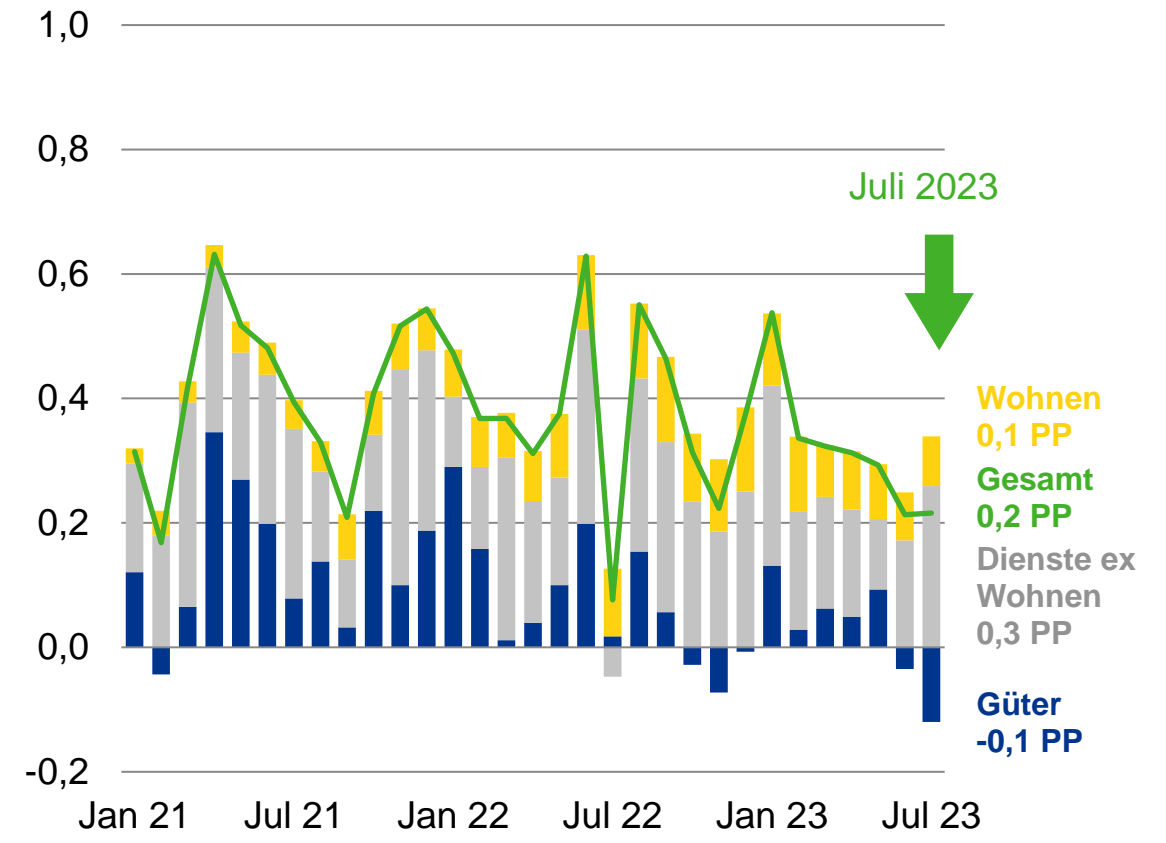
CPI-Kernrate: Wachstumsbeiträge

In Prozentpunkten



PCE-Kernrate: Wachstumsbeiträge

In Prozentpunkten

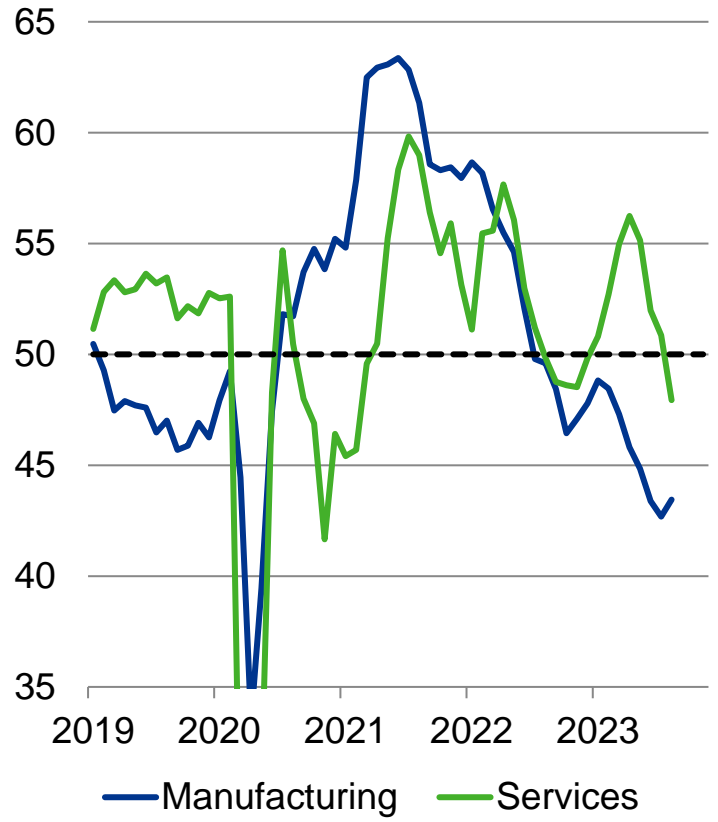


Quellen: Macrobond, Union Investment.

Euro Einkaufsmanger Umfragen im Sinkflug, Economic Sentiment aber noch ok

Einkaufsmanagerindizes

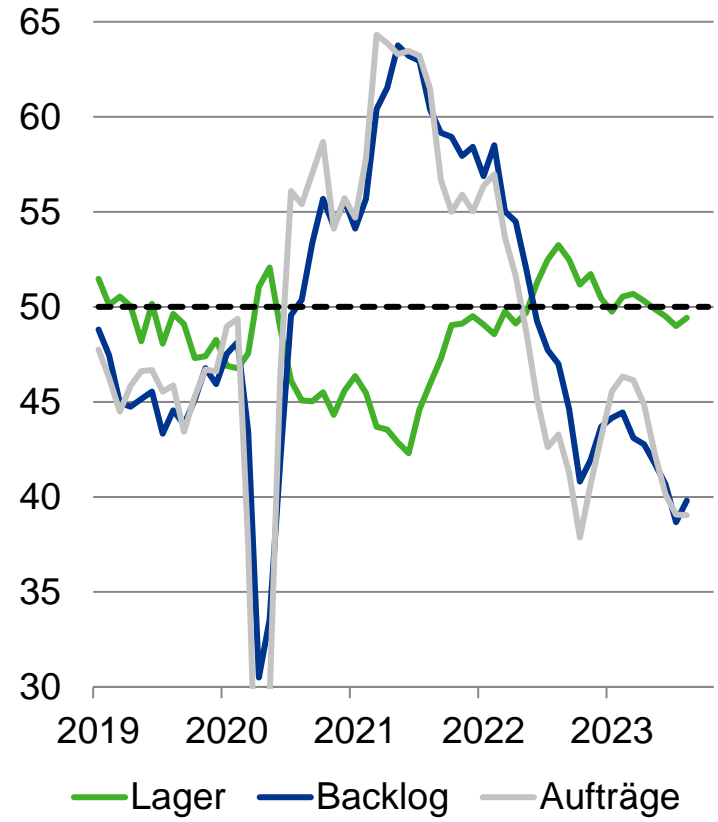
50 = Wachstumsschwelle



Quelle: Macrobond, Union Investment

Mfg. Details

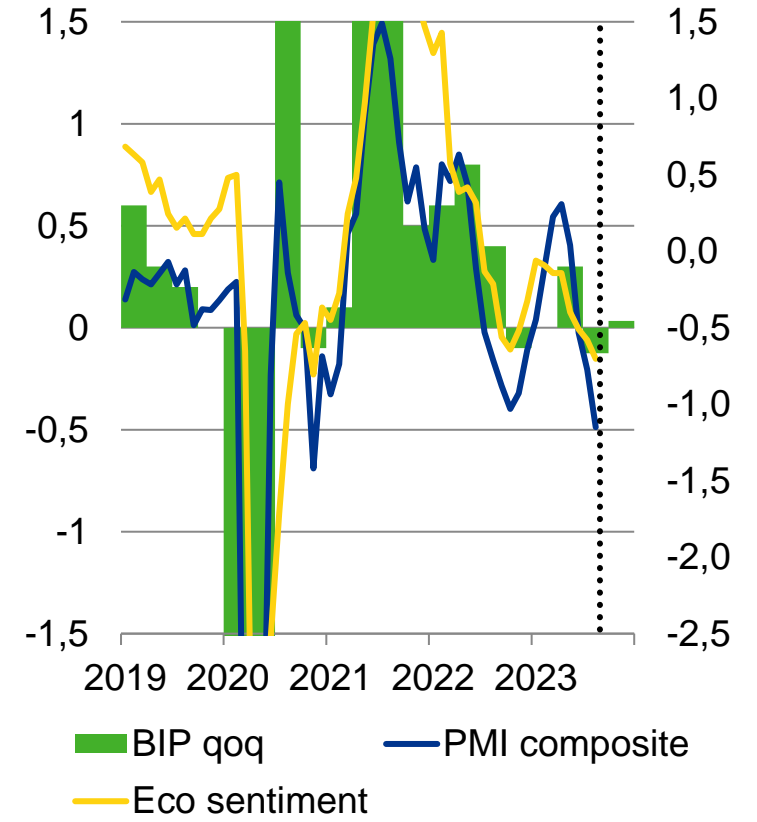
50 = Wachstumsschwelle



Quelle: Macrobond, Union Investment

PMIs vs. Sentiment vs. BIP

In %, qoq; normalisiert

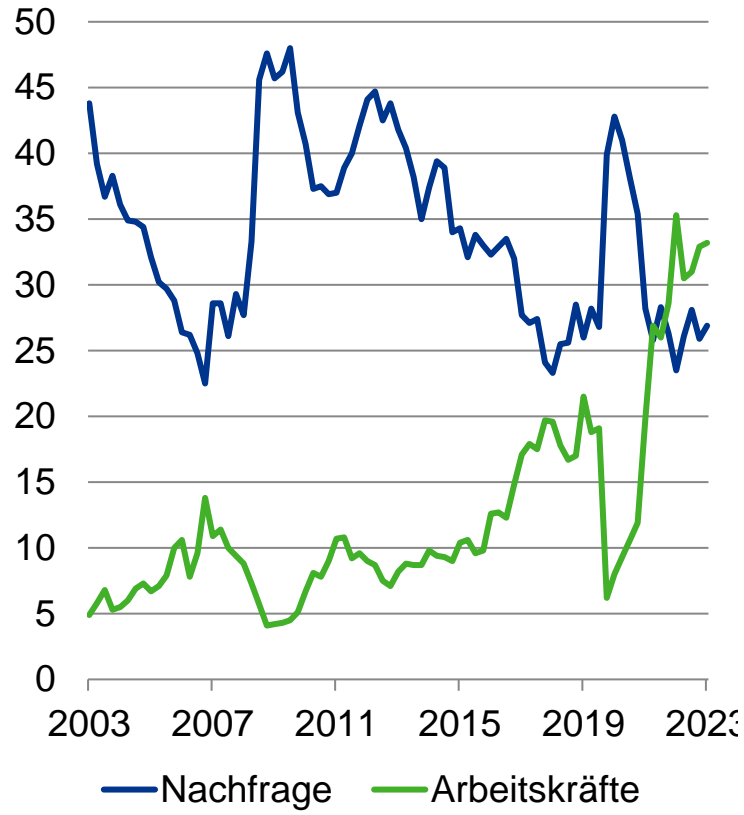


Quelle: Macrobond, Union Investment

Arbeitskräftemangel wird Dienstleistungsinflation noch lange stützen, Arbeitsnachfrage lässt aber nach und Lohnwachstum stabilisiert sich

DE: Arbeitsnachfrage lässt nach

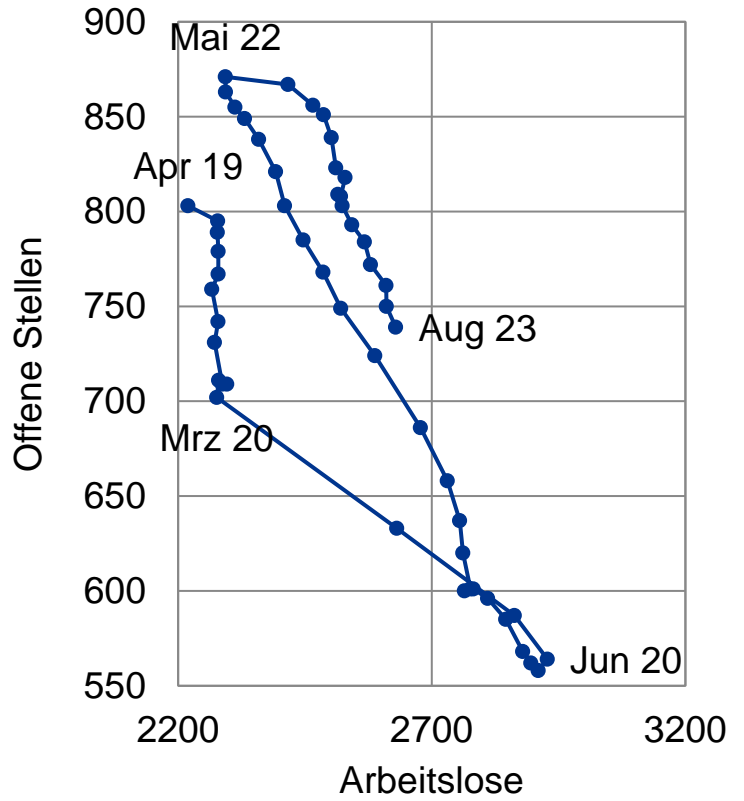
In Tausend



Quelle: Macrobond, Union Investment

Lohnwachstum stabilisiert sich

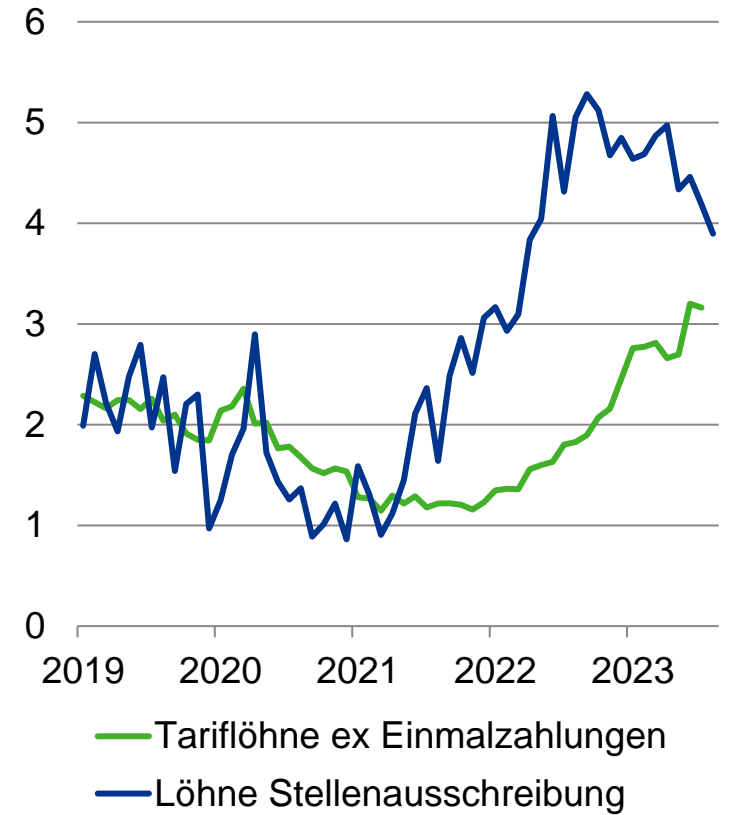
In % im Jahresvergleich



Quelle: Macrobond, Union Investment

Was Dienstleistern Sorgen macht

Anteil in %

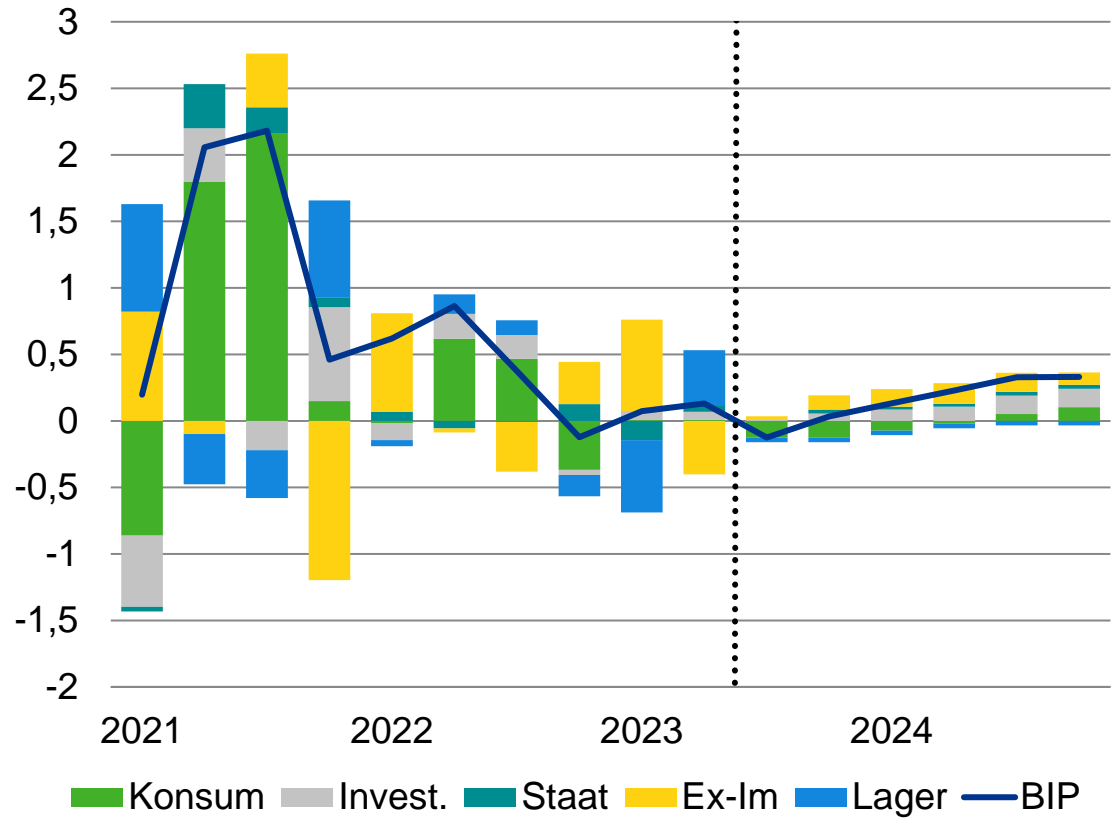


Quelle: Macrobond, Union Investment

Binnennachfrage stagniert, Exporte rückläufig, Lageraufbau rettet Q2; FR/SP halten EWU über Wasser

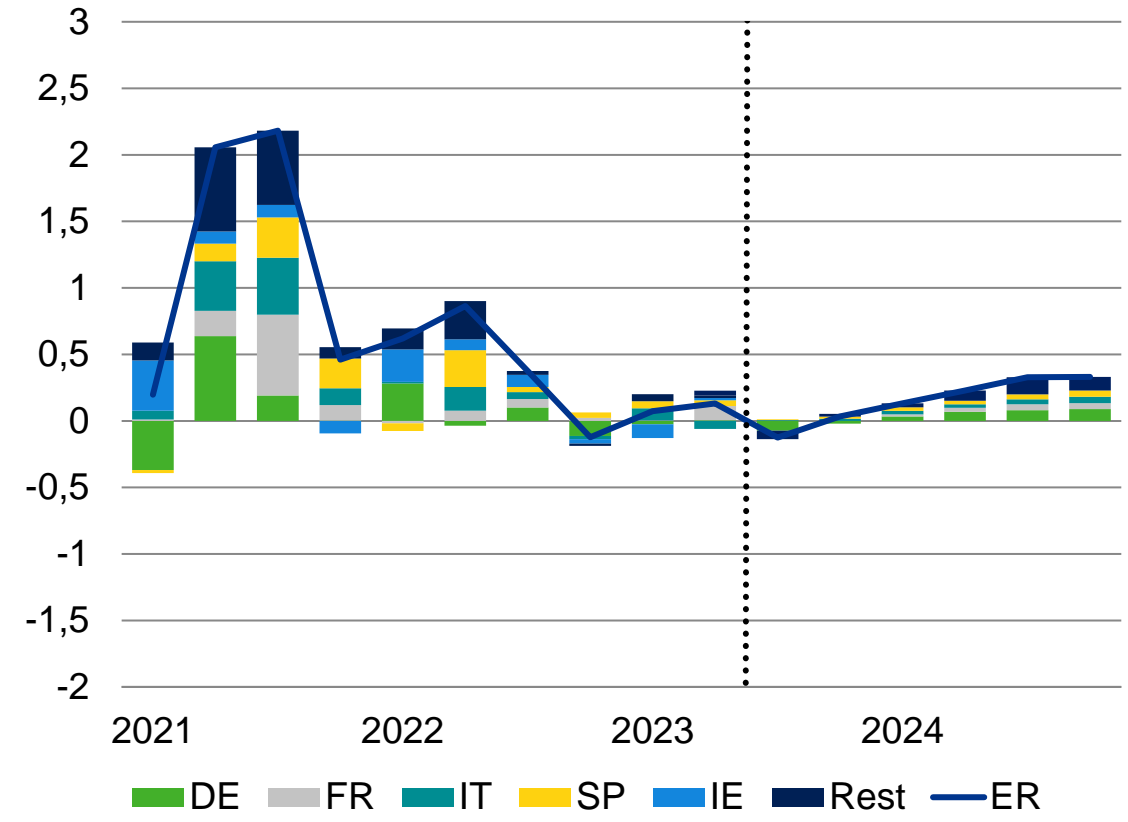
BIP nach Verwendung/Nachfrage

In % bzw. in %-Punkten, qoq



Quelle: Macrobond, Union Investment

BIP nach Ländern

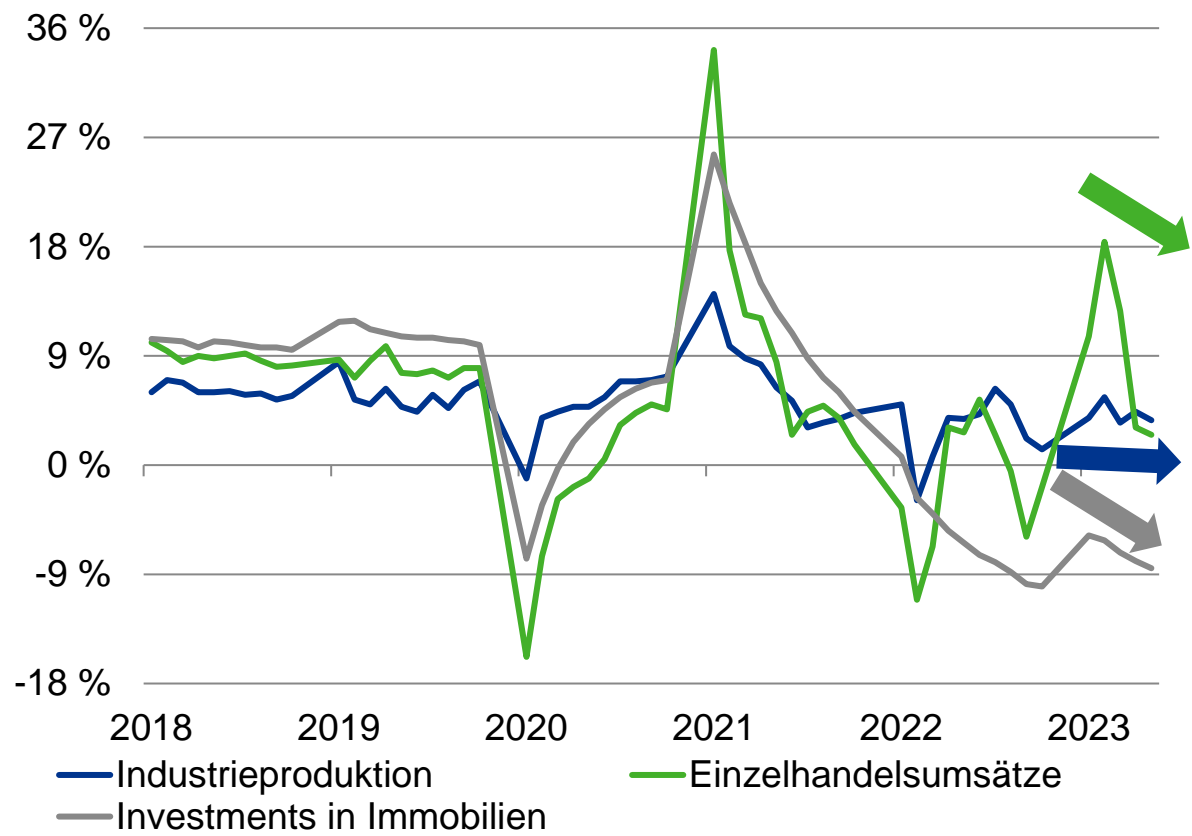


Quelle: Macrobond, Union Investment

Herausforderungen: Wachstum in China und Energiekosten in Europa

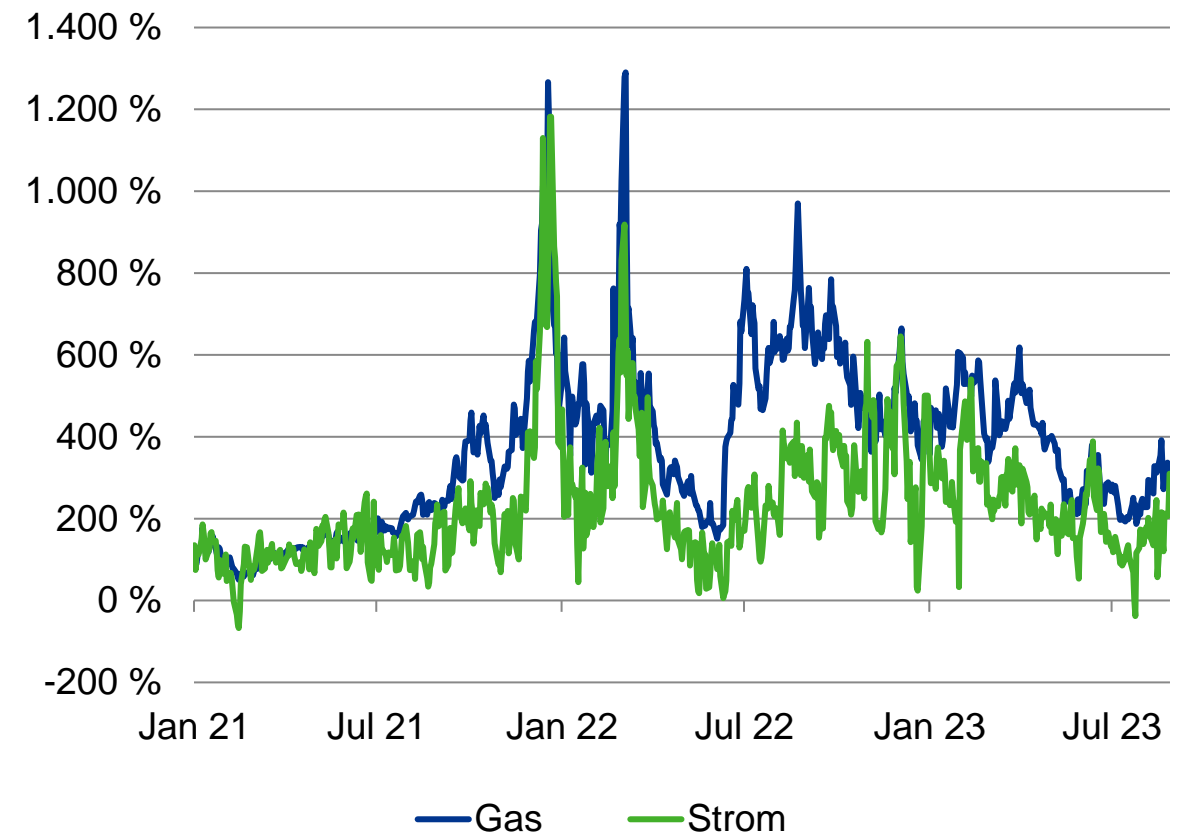
China: Schwache Makrodaten durch die Bank

Jährliche Veränderung



Europa: Energiepreise stellen Wettbewerbsnachteil dar

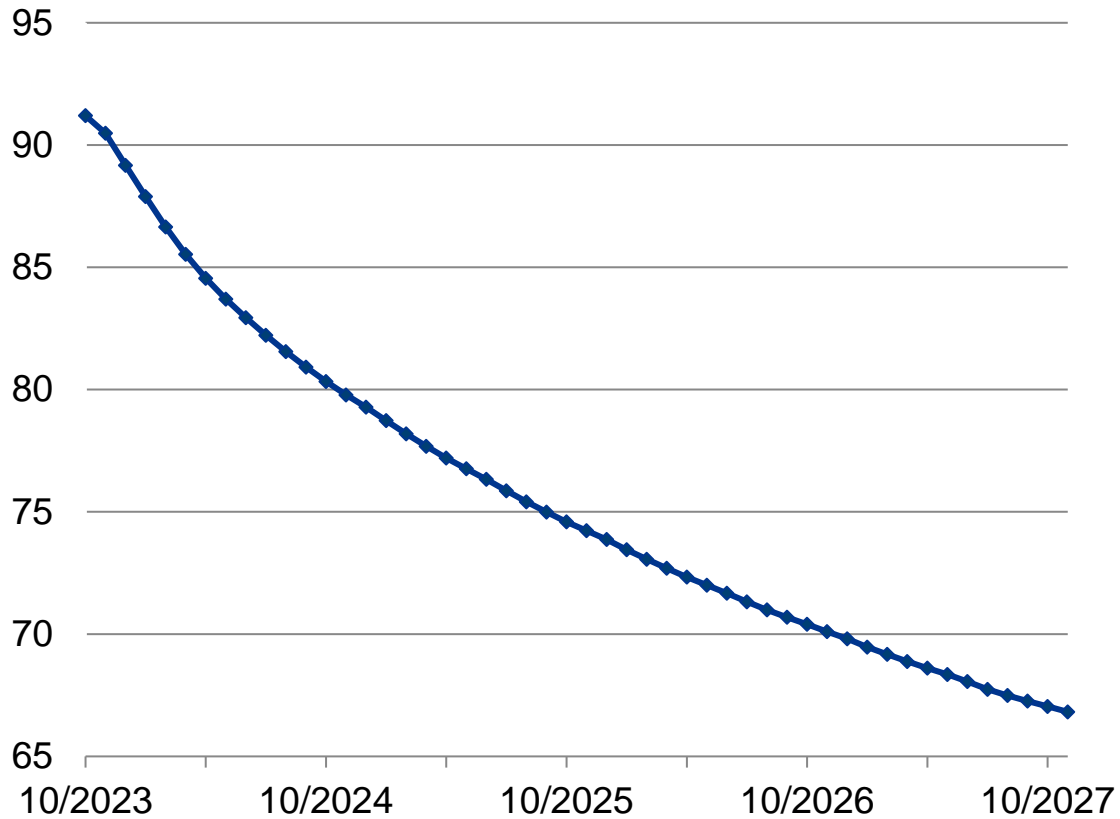
Aufschlag Preis in Europa im Verhältnis zum US-Preis



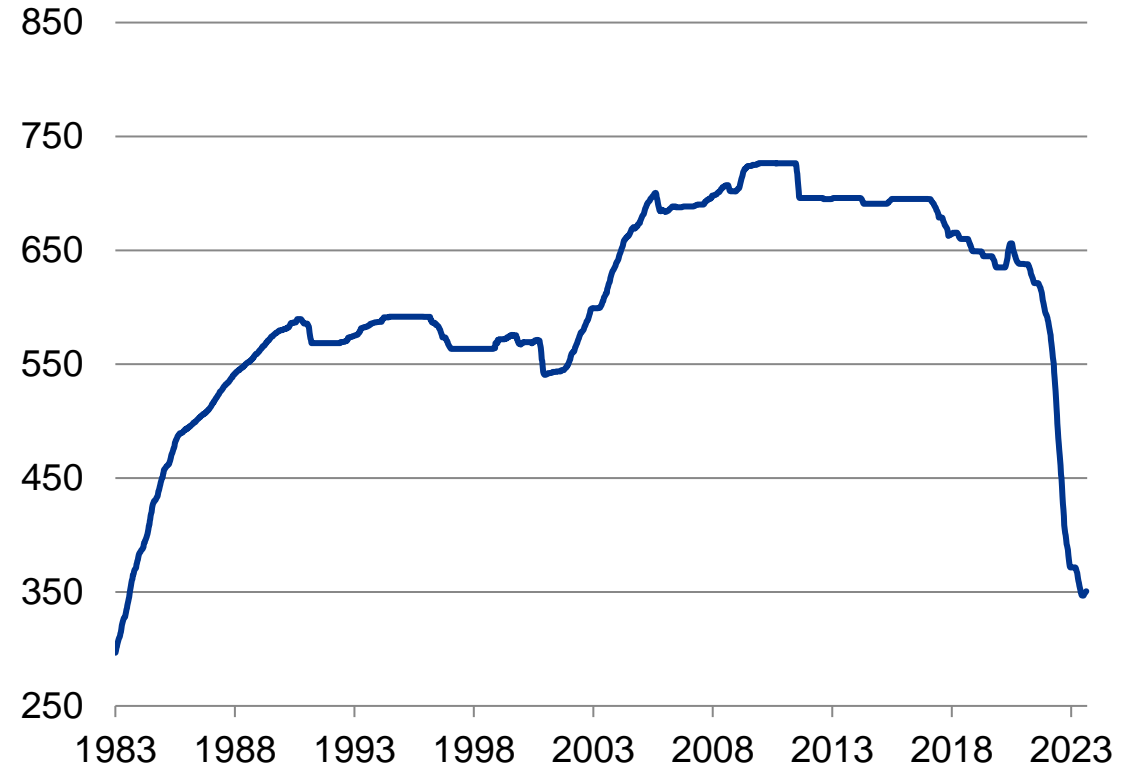
Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 30. August 2023.

Ölpreis als Waffe gegen Bidens Wiederwahl ?

Terminkurve WTI zeigt kurzfristige Knappheit an In USD



Strategische Ölreserve USA fast halbiert In Mio. Barrel



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, EIA, Union Investment

Softlanding ist unser **wahrscheinliches Szenario**, aber historisch selten geglückt

Beispiel: USA

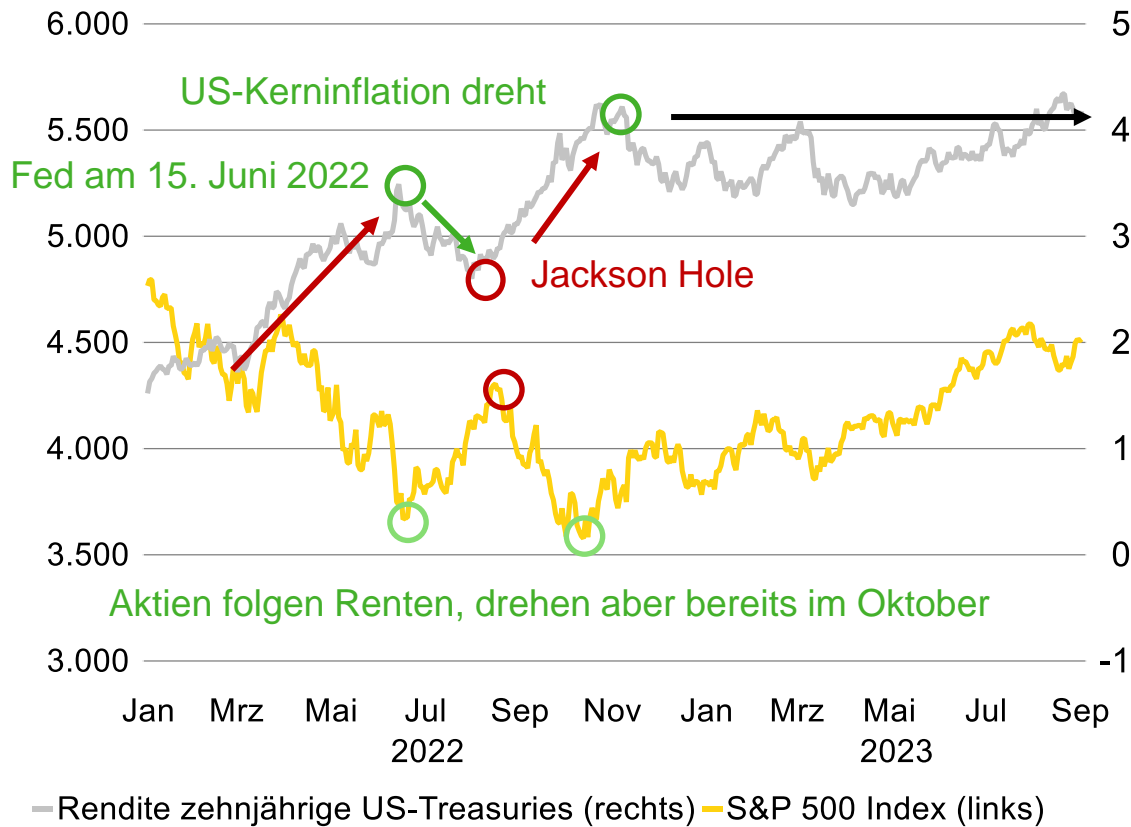
Tightening period	Δ NEFFR (bp)	Δ REFFR (bp)	NBER first recession month	Real GDP drop	Comment
Sep. 1965 - Nov. 1966	175	36	---	None	slowdown in 1966
July 1967 - Aug. 1969	540	353	January 1970	-0.60%	3 of 5 negative Qs
Feb. 1972 - July 1974	960	426	December 1973	-2.70%	5 of 7 negative Qs
Jan. 1977 - Apr. 1980	1300	592	February 1980	-2.20%	2 of 2 negative Qs
July 1980 - Jan. 1981	1000	1011	August 1981	-2.10%	4 of 6 negative Qs
Feb. 1983 - Aug. 1984	315	456	---	None	Strong growth
Mar. 1988 - Apr. 1989	325	298	August 1990	-1.40%	2 of 2 negative Qs
Dec. 1993 - Apr. 1995	310	328	---	None	'perfect' soft landing
Jan. 1999 - July 2000	190	45	April 2001	-0.10%	2 of 3 negative Qs
June 2004 - June 2006	425	234	January 2008	-3.80%	5 of 6 negative Qs
Oct. 2015 - Jan. 2019	225	7	March 2020	-10.10%	2 of 2 negative Qs
Mar. 2022 - present	525	468	?	?	?

Note: Up to the 2015-19 tightening period, dates, Δ NEFFR, real GDP drop, and comments taken from Blinder, A. (11 Feb 2022). Landings - Hard and Soft: The Fed, 1965-2020. Markus' Academy, Princeton University Bendheim Center for Finance. REFFR measured as NEFFR minus 12M MA of YoY CPI.
Source: Bloomberg, Princeton University Bendheim Center for Finance, HSBC

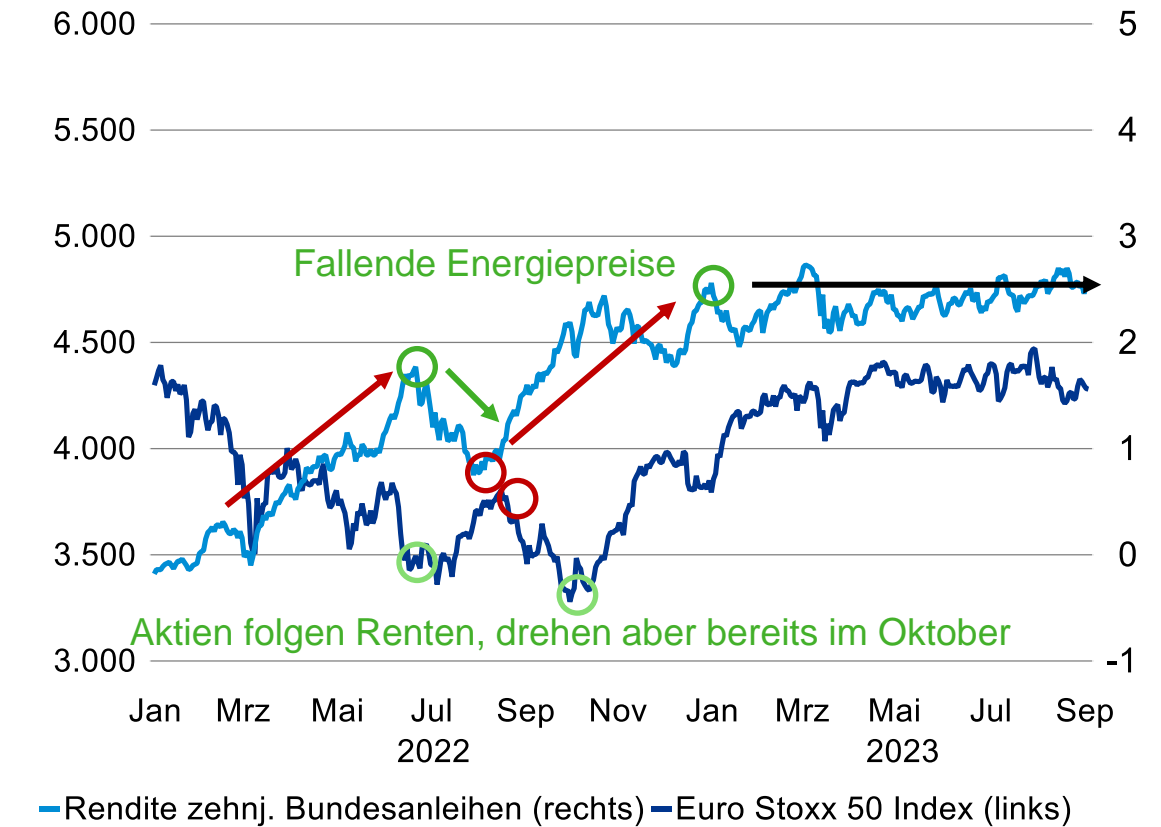
Der Markt schwankt um die **Softlanding-Annahme**

Trotz Leitzinsanhebungen von 100 Bp. in den USA und 175 Bp. im Euroraum sind die langlaufenden Renditen in 2023 weitgehend stabil

USA: Renten- und Aktienmärkte



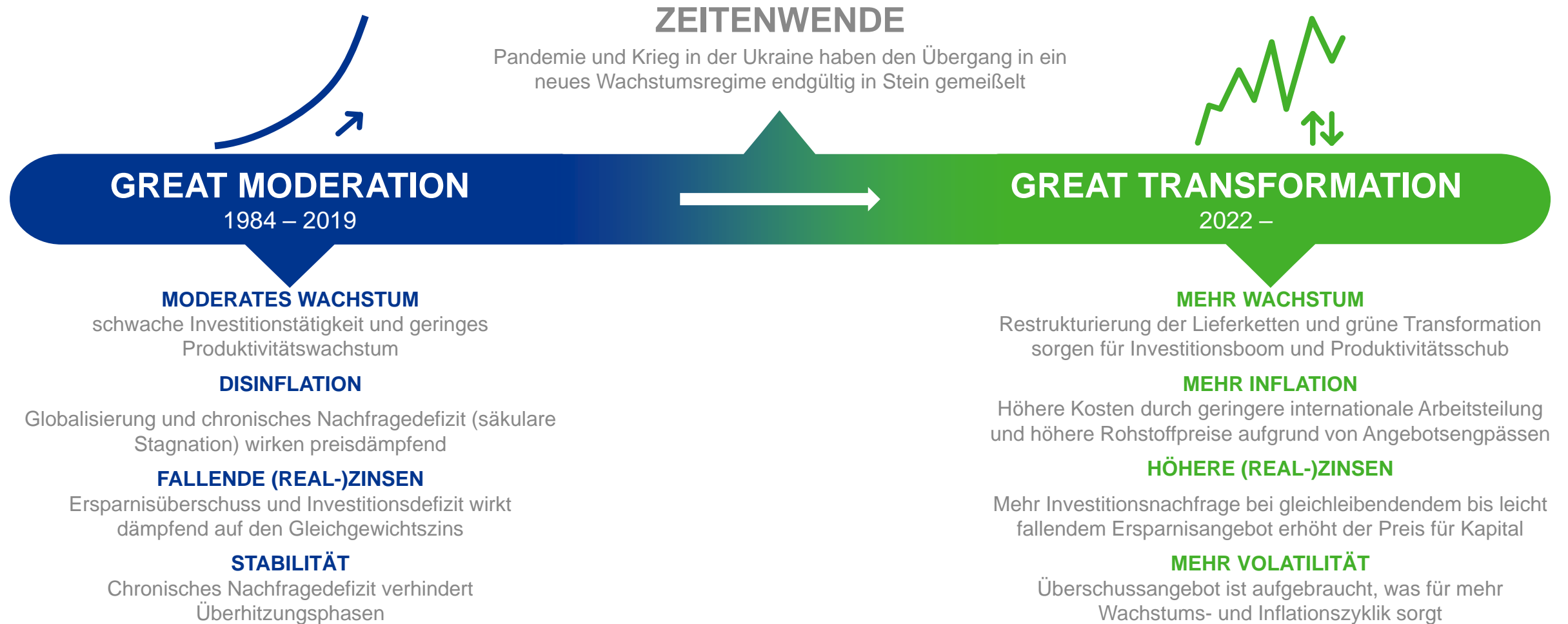
Eurozone: Renten- und Aktienmärkte



Quelle: Macrobond, Union Investment; Stand: 5. September 2023

Zahlreiche Argumente für langfristig höhere Zinsen, $r^* > 3\%$

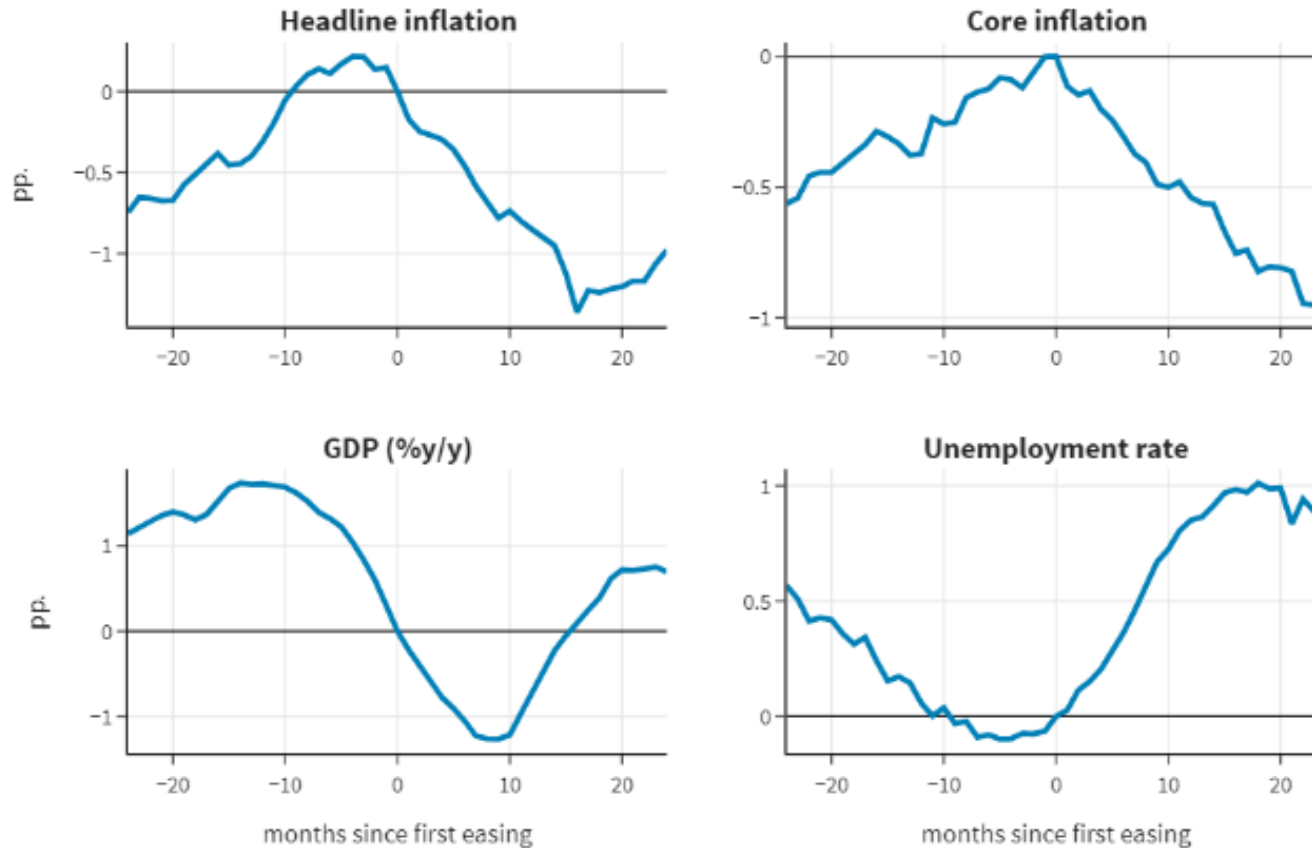
Rückkehr ins Niedrigzinsumfeld völlig ausgeschlossen?



Quelle: Union Investment; Stand: 31. August 2023.

Durchschnittlicher Verlauf von Zentralbankzyklen und wodurch sie gekennzeichnet sind

Dynamics in macro variables relative to the first easing step



Was im Durchschnitt von **89 Zyklen** und 9 Zentralbanken die Hikes beendet hat

Zentralbanken **warten nicht** bis ihr Inflationsziel erreicht ist

Wachstum und Arbeitslosigkeit sind die bestimmenden Makrovariablen

EZB: „high for longer“ statt „higher for longer“

In %	2023		2024		2025	
	EZB (Jul)	UI	EZB (Jul)	UI	EZB (Jul)	UI
Wachstum	0,7 (0,9)	0,4	1,0 (1,5)	0,8	1,5 (1,6)	–
Inflation	5,6 (5,4)	5,5	3,2 (3,0)	2,8	2,1 (2,2)	–
Kerninflation	5,1 (5,1)	5,1	2,9 (3,0)	3,3	2,2 (2,3)	–

Drei Kriterien

Mittelfristige Inflationsprognose



Unterliegender Preisdruck



Transmissionsstärke



Drei Urteile

reduzierte Prognose für 2025

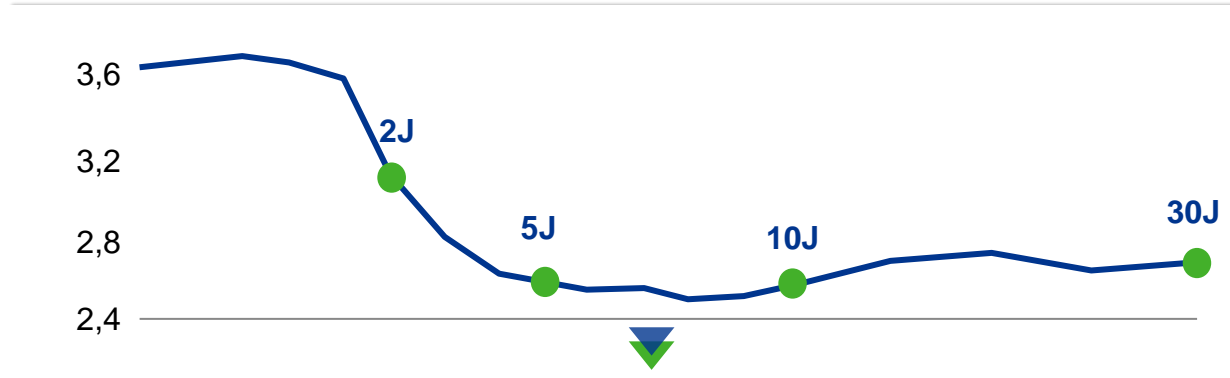
„most indicators have started to ease“

Finanzierungsbedingungen sehr straff

Rates have reached a level where, if kept for sufficient time, would contribute significantly to bringing inflation below target

”

Die inverse Bundkurve wird sich normalisieren



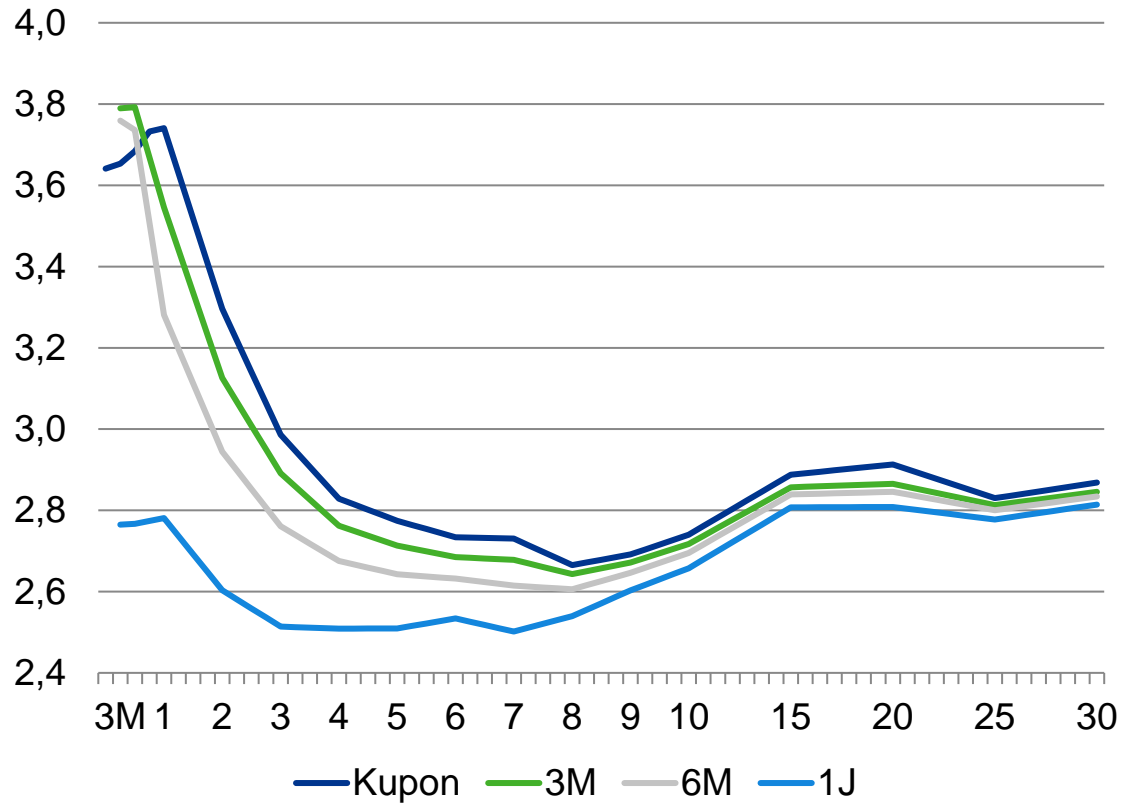
Zinsszenarien	Depotsatz	2J	5J	10J	30J	Resultierend	Bemerkungen
Overtightening	⬆️	⬆️	⬇️	⬇️	⬇️	Bear Flattening	Inflation brechen und mehr Wachstum opfern
r* bei 3 % mit QT	⬇️	=	⬆️	⬆️	⬆️	Steepening	Langes Ende unattraktiv
r* bei 1 %	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	⬇️	Bull Steepening	Fiskalausterität, Demografie, Steigende Sparquote, KI-Produktivitätszuwachs
Rezession	⬇️	⬇️	⬇️	=	=	Bull Steepening	EZB senkt
Wiederanstieg der Inflations- erwartung bei gutem Wachstum	⬆️				⬆️	Bear Flattening	EZB erhöht
Dilemma: Persistente Inflation und schwaches Wachstum	⬆️ ⬇️	⬆️ ⬇️	⬆️ ⬇️	⬆️ ⬇️	⬆️ ⬇️	Unklar	EZB unentschieden
Soft Landing mit wirtschaftlicher Stärke	⬇️				⬇️	Bull Steepening	Inflation kehrt zurück auf Ziel, Wirtschaft erholt sich moderat

Stand: 18. September 2023

Steepener gibt es leider nicht umsonst. Timing ist wichtig.

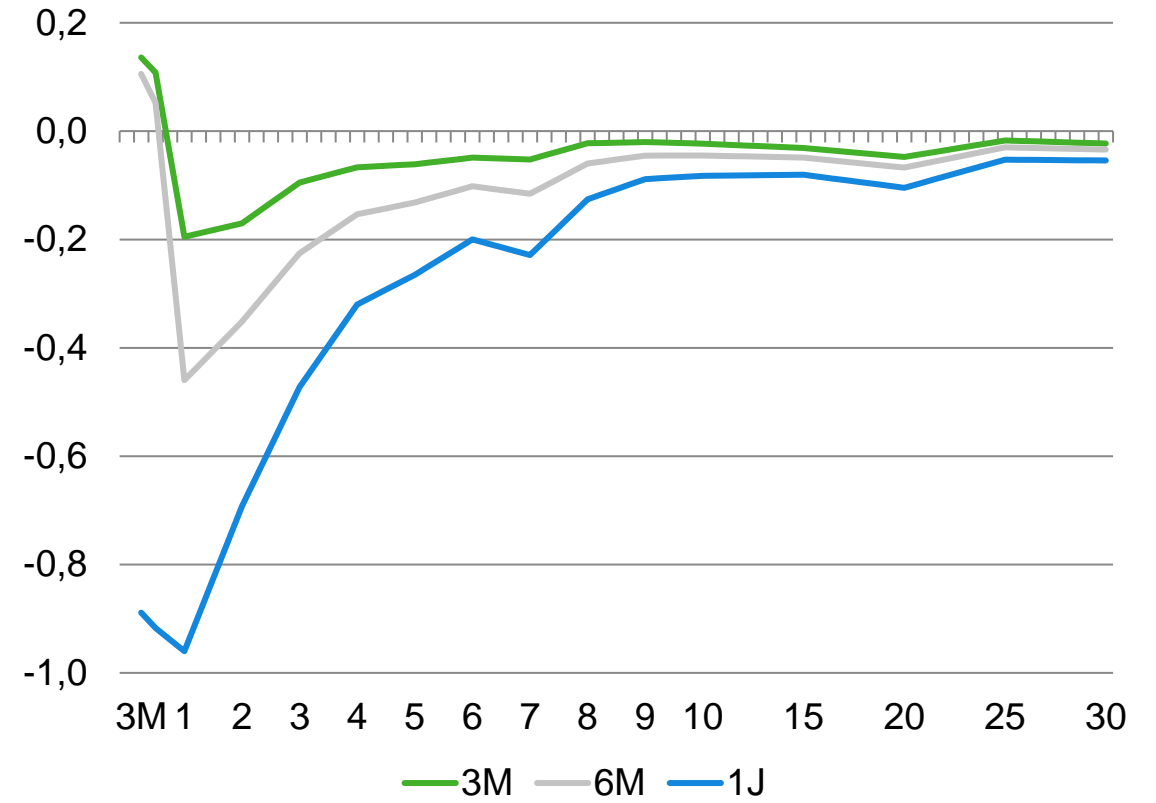
Bundkurve Forwards – Spot

In Prozent



Bund Forwards – Spot

In Prozent

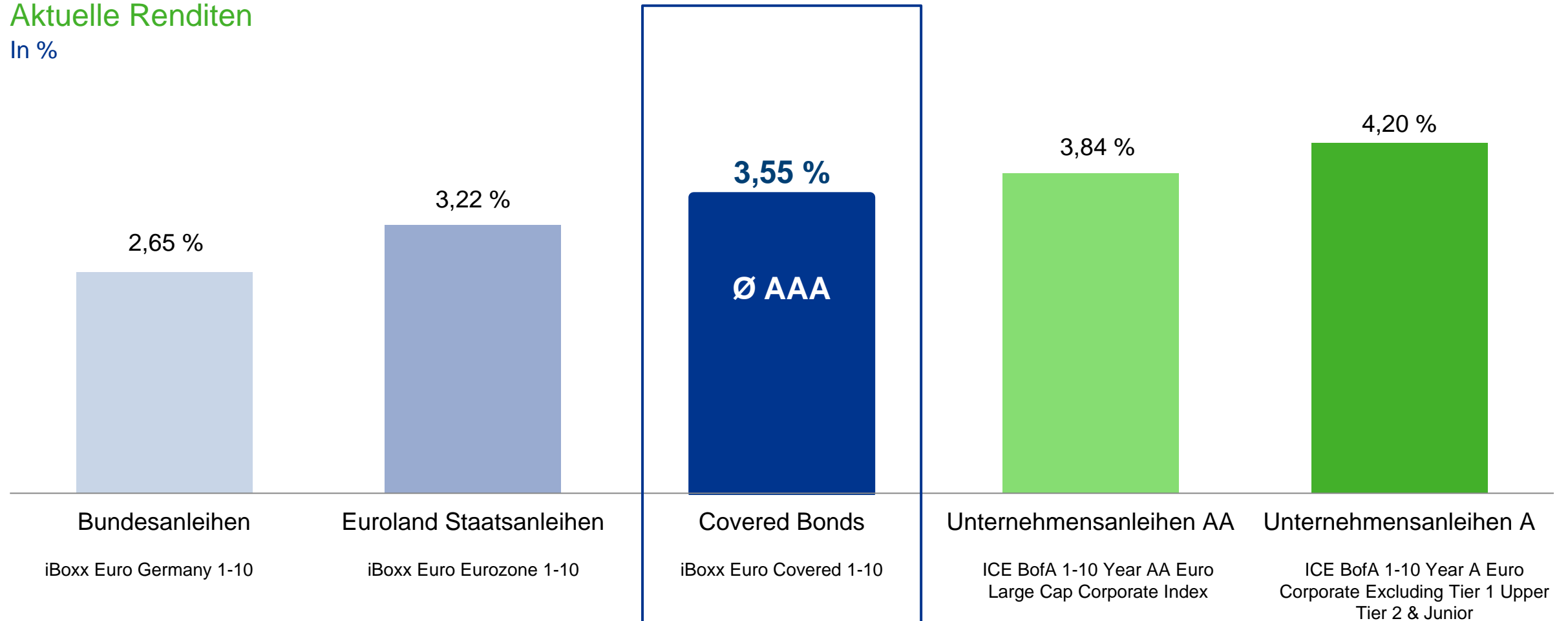


Quelle: Bloomberg FWCM

Im relativen Vergleich sind **Covered Bonds** besonders vorteilhaft

Aktuelle Renditen

In %



Quelle: Refinitiv
Stand: 7. September 2023

Hohe Übersicherungsquoten schützen den Deckungsstock vor Hauspreisverfall

Recovery Rate eines Deckungsstocks

Daumenregel:



$$\frac{1 + \text{Übersicherungsquote}}{\text{Beleihungsauslauf (LTV)}} \times (1 - \text{Hauspreisrückgang})$$

In einer Analyse können nun unterschiedliche Szenarien betrachtet werden, bspw.:

- gesetzliche Mindesthöhe vs. tatsächliche Überdeckungsquote
- maximaler gesetzlicher Beleihungsauslauf vs. tatsächlicher Beleihungsauslauf im Pool
- Verkehrswert (Loan to Value) vs. Beleihungswert (Mortgage lending value)

Überblick auf Übersicherungsquoten und LTVs

Im Durchschnitt auf Länderebene

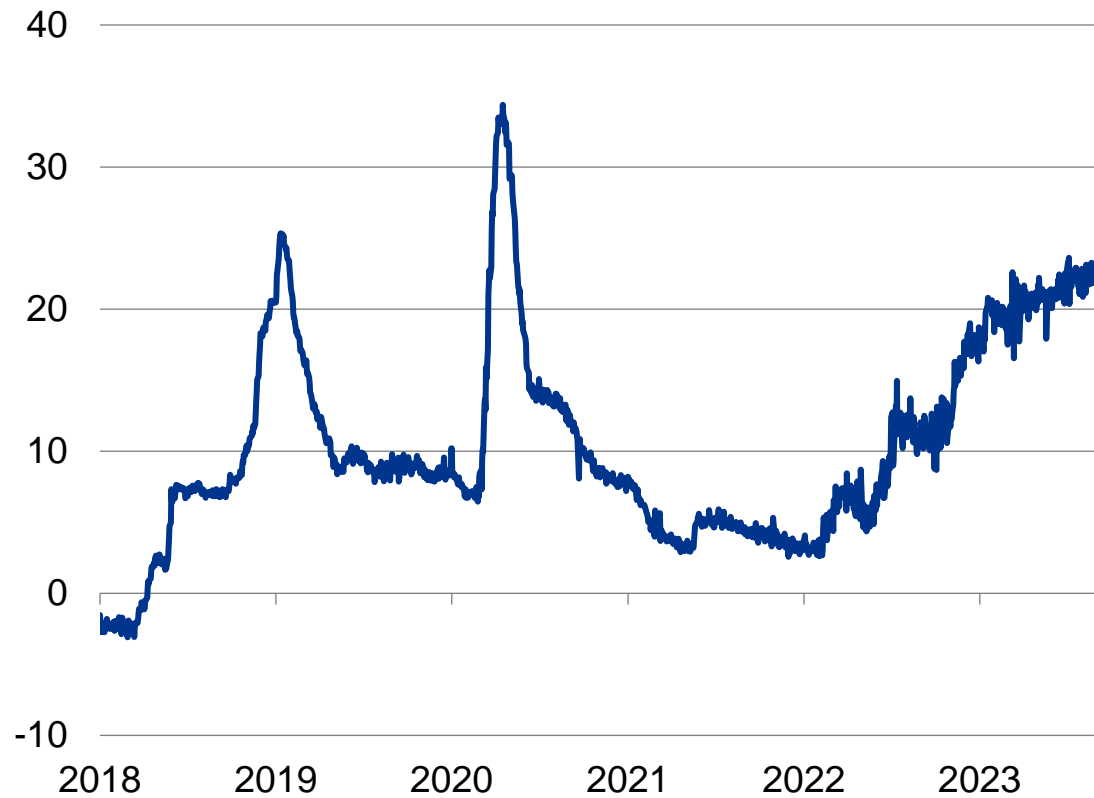
Land	Übersicherungsquote	LTV	Maximaler Hauspreisrückgang
Australien	41 %	59 %	58 %
Österreich	49 %	56 %	62 %
Belgien	41 %	60 %	57 %
Kanada	39 %	59 %	57 %
Frankreich	27 %	66 %	48 %
Deutschland	36 %	68 %	50 %
Italien	43 %	47 %	67 %
Spanien	76 %	53 %	70 %
Schweden	69 %	58 %	66 %

Quelle: Union Investment, Moodys Covered Bonds Sector Update Dec 2022/März 23

Der Bund-Swap-Spread dürfte einengen und der Aufschlag von Covereds gegenüber Swaps ist interessant

ASW-Verlauf Covered Bond Index

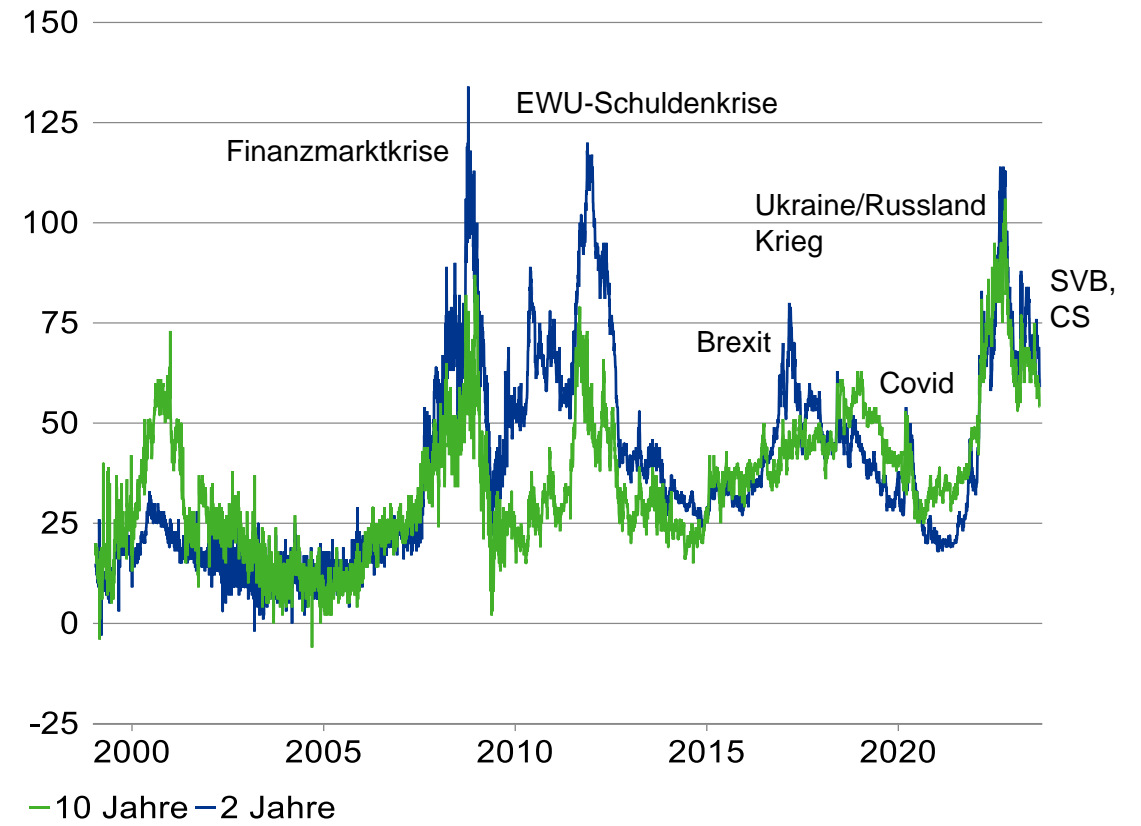
In Basispunkten



Quelle: iBoxx EUR Covered Bonds
Stand: 7 September 2023

Bund-Swap-Spread

In Basispunkten

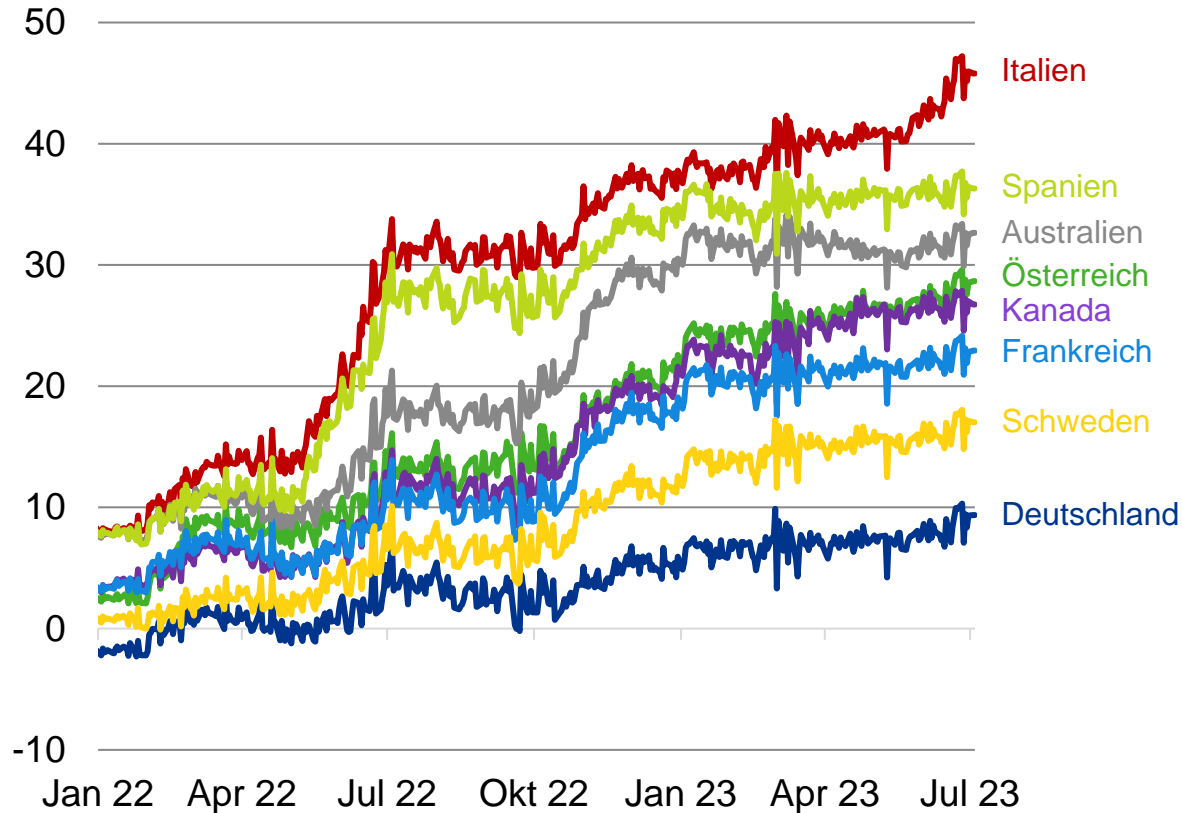


Quelle: Macrobond

Renditeunterschiede haben zugenommen und Bond Picking bringt wieder Zusatzrendite

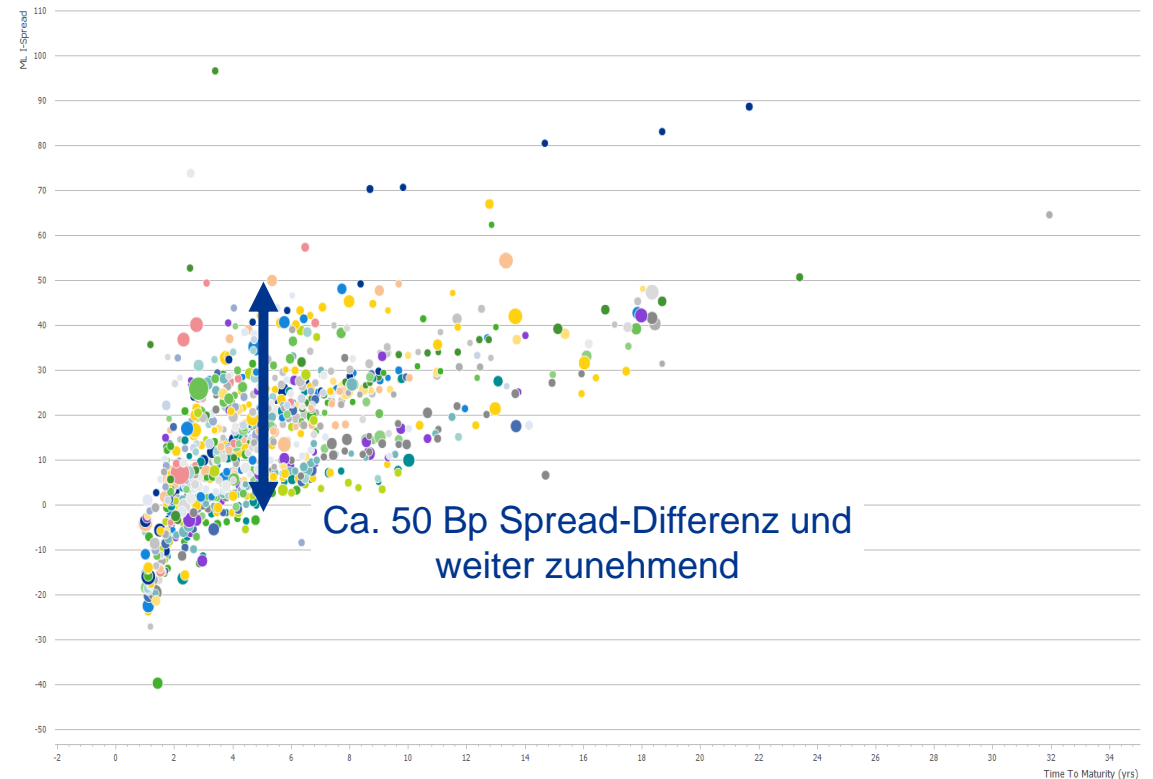
Allokation auf Länderebene

ASW in Basispunkten für einen 5-jährigen Covered Bonds



Selektion auf Einzeltitel-Ebene

ASW in Basispunkten

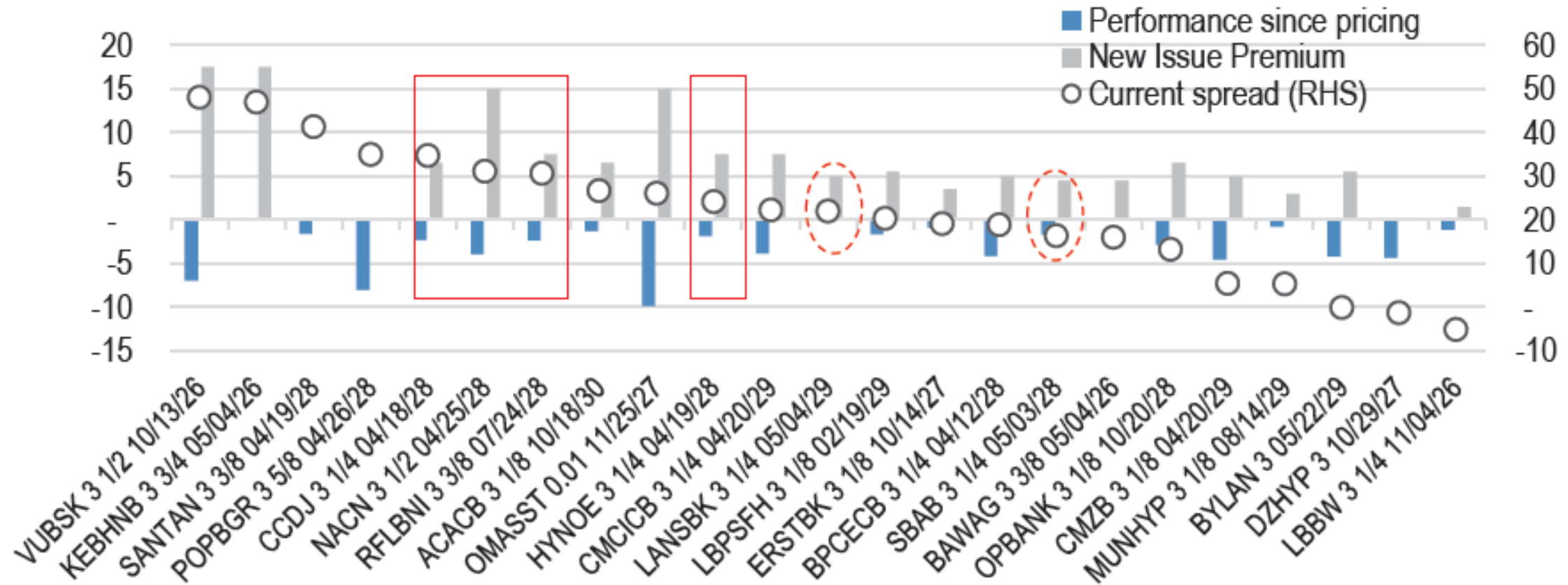


Quelle: Credit Agricole, Union Investment

Auch Neuemissionsprämien können verdient werden

Spread-Einengung im Sekundärhandel nach Pricing der Emission

in Basispunkten



Quelle: J.P. Morgan

Fazit



Wachstum wird wichtiger
als Inflation

Zinsplateau erreicht



Liquide Rentenmärkte bieten
dadurch Chancen

Steiler werdende Zinskurven
erfolgreich managen



Überrenditen mit Covered
Bonds einfahren

Sichere Rentenanlage trotz
Immobilienflaute



Wir arbeiten für Ihr Investment

Rechtlicher Hinweis

Allgemeiner Teil:

Dieses Marketingmaterial ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen.

Die vorgenannten Unterlagen erhalten Sie über die Union Investment Institutional GmbH. Ein verbindliches Angebot ist mit diesen Unterlagen nicht verbunden. Ebenso kann hieraus weder für die Gegenwart noch für die Zukunft eine Verpflichtung oder Haftung abgeleitet werden. Diese Unterlagen ersetzen nicht die individuelle Beratung durch die Union Investment Institutional GmbH. Es wird keinerlei Haftung für Nachteile, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen, übernommen. Angaben zur Wertentwicklung von Fonds sowie die Einstufung in Risikoklassen/Farbsystematik von Fonds und anderen Produkten von Union Investment basieren auf den Wertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt, bevor sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Darin finden Sie ausführliche produktspezifische Informationen, insbesondere zu den Anlagezielen, den Anlagegrundsätzen, zu Chancen und Risiken sowie Erläuterungen zum Risikoprofil des Fonds. Diese Dokumente sowie die Anlagebedingungen und die Jahres- und Halbjahresberichte bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf des Fonds. Sie sind kostenlos in deutscher Sprache erhältlich über Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main, Tel. +49 69 2567-7652, Fax +49 69 2567-1010, institutional@union-investment.de, www.institutional.union-investment.de. Wenn es sich in dem Dokument um einen nachhaltigen Fonds handelt, dann finden Sie Informationen über die nachhaltigkeitsrelevanten Aspekte des Fonds auf <https://ui-link.de/fondspreisseite>. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte in deutscher Sprache und weitere Informationen zu Instrumenten der kollektiven Rechtsdurchsetzung erhalten Sie unter „Hinweise und Beschwerden“ auf <https://ui-link.de/richtlinien>. Die jeweils fondsaufliegende Gesellschaft kann jederzeit beschließen, Vorkehrungen, die sie gegebenenfalls für den Vertrieb von Anteilen eines Fonds und/oder Anteilsklassen eines Fonds in einem anderen Mitgliedsstaat als ihrem Herkunftsmitgliedstaat getroffen hat, unter den Voraussetzungen des Art. 93a der Richtlinie 2009/65/EG und des Art. 32a der Richtlinie 2011/61/EU wieder aufzuheben. Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 25. September 2023 soweit nicht anders angegeben.

Verwendete Datenquellen:

Diese Unterlagen wurden mit Sorgfalt entworfen und hergestellt, dennoch wird keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Auf Quellen externer Datenlieferanten weisen wir separat hin. Die Daten externer Lieferanten und öffentlich zugänglicher Quellen halten wir für zuverlässig. Die Dateninhalte der externen Lieferanten und die eigener Berechnungen können fehlerhaft sein. Bei der Datenweiterleitung, Datenaufnahme, Dateneingabe sowie bei der Berechnung mit den Daten können Fehler auftreten, für die wir keine Haftung übernehmen.

Historische Wertentwicklungen und Berechnungsmethodik:

Die angegebenen Werte sind historisch. Zukünftige Ergebnisse können sowohl niedriger als auch höher ausfallen. Die Berechnungsmethodik entspricht der BVI-Methode (netto). Erfolgt die Berechnung nach der Brutto-Methode (korrigiert um die Sätze der Verwaltungs- und Depotbankvergütung), weisen wir separat darauf hin. Sowohl bei der BVI- als auch bei der Brutto-Methode sind Ausgabeaufschläge, ebenso wie individuelle Kosten (Gebühren, Provisionen und andere Entgelte), in der Berechnung und Darstellung nicht berücksichtigt.

Einhaltung der Global Investment Performance Standards (GIPS®) und der BVI-Wohlverhaltensrichtlinien:

Der Einheit Union Investment Gruppe wurde die Einhaltung der Global Investment Performance Standards (GIPS®) bescheinigt. Bei der Composite-Performancedarstellung werden alle Richtlinien der GIPS® eingehalten sowie die aufgezeigten Ergebnisse sachgemäß ermittelt. Informationen zu Composite-Zuordnungen einzelner Fonds sowie einzelne oder sämtliche nach GIPS® zertifizierte Composites werden auf Wunsch übermittelt. Die Union Investment Institutional GmbH hat sich zur Einhaltung der BVI-Wohlverhaltensrichtlinien verpflichtet. Demzufolge beachtet sie die entsprechenden Standards des Kodex bei Fondspendancedarstellungen. Auf Abweichungen wird im Einzelfall gesondert hingewiesen.

Zukünftige Einschätzungen:

Die in diesem Dokument gemachten Einschätzungen dienen ausschließlich zu Ihrer Information und stellen keinesfalls eine individuelle Anlageempfehlung oder ein Versprechen für die zukünftige Entwicklung dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Einschätzungen zu Ratings von Union Investment:

Das Länder-Rating von Union Investment ist lediglich das Ergebnis der für interne Zwecke vorgenommenen Beurteilung der Bonität staatlicher Emittenten und stellt ausschließlich ein Qualitätsurteil im Hinblick auf eine bestimmte Auswahl staatlicher Emittenten dar. Es handelt sich beim Rating um eine eigene Einschätzung der Union Investment Institutional GmbH, mit der keine konkrete Handlungsempfehlung verbunden ist.