May 24, 2019

BILBoard Mai 2019 – In puncto Wachstum sind die Würfel zwar noch nicht gefallen, doch das Spielbrett birgt mehr Rutschen als Leitern

Das Leiterspiel zählt zu den beliebtesten Brettspiel-Klassikern weltweit. Die Spieler müssen dabei vom Startfeld über eine Kette von Spielfeldern, die üblicherweise im Zickzack gewunden ist, zum Zielfeld vorrücken, wobei sich ihnen eine Reihe von Rutschen und Leitern in den Weg stellt. Gewinner ist, wer als Erster das Zielfeld erreicht. Spieler, die das Glück auf ihrer Seite haben, landen nicht auf den Feldern mit Rutschen, die sie einige Felder zurückfallen lassen, sondern erreichen Felder mit Leitern, auf denen sie hinaufklettern und einige Felder in Richtung Ziel gutmachen können. Wenn man sich nun den derzeitigen Markt als Leiterspiel vorstellen würde, dann enthielte das Spielbrett im Hinblick auf Risikoanlagen wesentlich mehr Rutschen

als Leitern. Zudem wären die Leitern unverhältnismäßig kürzer, das heißt das Aufwärtspotential für Risikoanlagen ist verhalten, wohingegen sich das Abwärtsrisiko als ziemlich gefährlich erweisen könnte. Aus diesem Grunde haben wir uns dazu entschieden, auf ein sichereres Blatt zu setzen und damit unser Risiko zu mindern, indem wir die Gewichtung unseres Aktienexposures von „neutral" auf „untergewichtet" herabgesetzt haben. Die Erlöse haben wir in als sicherer Hafen geltende Anlagen umgeschichtet, genauer gesagt in US-Treasuries und auf Euro lautende höchst liquide Instrumente von Emittenten mit guter Bonität.

Dieser Zug
erfolgte nach Erreichen der jüngsten „Rutsche", nämlich der Entscheidung der US-Regierung, weitere Zölle auf chinesische Importe zu erheben (Erhöhung von 10 % auf 25 % auf Waren im Wert von 200 Mrd. US-Dollar), was die maßgeblichen Indizes in den roten Bereich absacken ließ (S&P 500 -2,5 %). China konterte diese Maßnahme seinerseits mit der Anhebung seiner Zölle von 5 % auf 15 % auf US-Waren im Wert von 60 Mrd. US-Dollar. Darin zeigt sich, dass im Handelsstreit zwischen den USA und China für keine der beiden Seiten ein Remis zur Debatte steht und sich das Tauziehen bei weitem nicht als schnelle Partie Dame gestaltet. Vielmehr erscheint es als langwierige, auf Kalkül und Strategie beruhende Schachpartie, bei der beide Spieler bei jedem Zug auf der Hut sein müssen. Solange sich hierbei keine kurzfristige Lösung herauskristallisiert, wird sich an den Märkten weiterhin ein Jo-Jo-artiges Auf und Ab bemerkbar machen. Langfristig werden die höheren Zölle jedoch nicht ohne Folgen für das Wirtschaftswachstum bleiben. Eine Studie der US-Notenbank in Zusammenarbeit mit der Princeton University und der Columbia University ergab, dass mit den bisherigen Steuererhöhungen die Kosten für US-Verbraucher um 1,4 Mrd. US-Dollar pro Monat gestiegen sind. Die höheren Preise könnten ihrerseits die Konsumfreudigkeit der Verbraucher dämpfen, dabei stellt der private Konsum das Rückgrat der US-Wirtschaft dar. Gleichzeitig könnte dies zu einem Anstieg der Inflation führen, was in puncto Geldpolitik potenziell eine Änderung der Spielregeln zur Folge haben könnte. Gegenwärtig sitzt die Fed mit ihrer abwartenden Haltung in der Zwickmühle, insbesondere angesichts der schwachen, unter dem 2 %-Ziel verharrenden Inflation und der weltweit vorherrschenden Unsicherheitsfaktoren. Für das laufende Jahr rechnen wir daher mit keinem Zinsschritt, wohingegen der Markt derzeit eine Zinssenkung einpreist. Entsprechend besteht die Gefahr, dass dies die Märkte auf dem falschen Fuß erwischen könnte, da die US-Wirtschaft – vom Handelskrieg einmal abgesehen – mit einer Wachstumsrate von 3,2 % im ersten Quartal weiterhin in guter Verfassung erscheint. Das Wachstum wird nach wie vor von den Investitionen und dem Konsum getragen, und die Lage am Arbeitsmarkt ist äußerst angespannt: Die Arbeitslosenquote liegt derzeit bei

3,6 % und damit auf dem niedrigsten Stand seit 1969.

In der Eurozone gestaltet sich die Lage etwas prekärer, da der Fertigungssektor (insbesondere in Deutschland) in großen Schwierigkeiten steckt. Die Auftragszahlen bleiben aufgrund der schwankenden (Inlands- sowie Auslands-)Nachfrage weiterhin gering. Die zahlreichen regional gestreuten Risiken erinnern unterdessen ein wenig an die Schlangengruben aus den Indiana-Jones-Filmen.

China brachte indes im ersten Quartal ein ansehnliches Wachstum von 6,4 % hervor, und die Konsenserwartungen gehen davon aus, dass es sich in diesem Jahr bei rund 6,3 % stabilisieren dürfte. Die Industrieproduktion und der Binnenkonsum konnten sich mit einem Anstieg um 8,5 % bzw. 8,7 % gut behaupten, während der Einkaufsmanagerindex wieder im expansiven Bereich von über 50 Zählern liegt. Die Regierung setzt auf einen pragmatischen Ansatz und hält die Wirtschaft des Landes am Laufen. So kaufte Peking kürzlich zwecks Schadensbegrenzung in Folge der jüngsten Zollerhöhungen sogar eine Reihe chinesischer Aktien auf.

Aktien

Insgesamt hat sich das Wachstum auf einem ansehnlichen Niveau einpendelt. Auf diesem Stand dürfte es aller Erwartung nach weiter verharren, was Aktien zugute kommen würde. Allerdings bestehen derzeit nicht viele Faktoren, die Aktien weiteren Auftrieb verleihen könnten, und bis zur nächsten Leiter, die wohl in der Berichtssaison zum ersten Quartal auf uns wartet, werden wir eine Runde aussetzen müssen. Die Risiken scheinen unterdessen nicht abzureißen: Zu den Hürden, die uns bevorstehen, zählen unter anderem der Brexit, die Europawahlen mit dem drohenden Erstarken populistischer Außenseiterparteien und der weitere protektionistische Kurs der USA mit all seinen Licht- und Schattenseiten. Angesichts des asymmetrischen Risikoumfelds haben wir einen Strategiewechsel vorgenommen und sind zu einer Untergewichtung in Aktien übergegangen. Innerhalb dieses eingeschränkteren Universums bevorzugen wir weiterhin US-Sektoren, in denen die Rezession nicht als unmittelbares Risiko

wahrgenommen wird, in denen die Gewinnerwartungen auf realistischere Stände zurückgegangen sind (die Konsenserwartungen prognostizieren derzeit ein 4 %iges Wachstum der Gewinne je Aktie für den S&P 500) und in denen die Preise durch eine Welle von Rückkäufen gestützt werden dürften. Den größten Bogen machen wir derzeit um Europa. Neben den politischen Risiken besteht auch die Gefahr, dass in Folge der Prüfung der potenziellen Bedrohung für den US-Automobilsektor im Rahmen der US Section 232 die Erhebung von Zöllen auf Automobilimporte veranlasst werden könnte. Dies könnte der entscheidende Stein sein, der den wackeligen Jenga-Turm des europäischen Fertigungssektors letztendlich zum Einsturz bringt. Hinzu kommt, dass auch Finanzwerte, die einen beträchtlichen Anteil des europäischen Marktes ausmachen, mit einer ganzen Fülle von Problemen zu kämpfen haben, darunter Geldwäscheskandale, niedrige Zinsen, geringe Kreditnachfrage uvm.

Derzeit sind wir in Japan aufgrund seiner Sensitivität gegenüber dem mikroökonomischen Zyklus und der schwachen Gewinnerwartungen untergewichtet. Eine weitere dunkle Wolke am Horizont für die Region besteht in der für Oktober festgeschriebenen Erhöhung der Verbrauchssteuer, die sich aller Wahrscheinlichkeit nach negativ auf das Verbrauchervertrauen auswirken wird. Auch in den Schwellenländern sind wir untergewichtet, da diese nach ihrer guten Entwicklung wieder an Dynamik verloren haben. Der weitere Ausblick für die Region wird in hohem Maße von den Ergebnissen der Handelsgespräche abhängen.

Nach Sektoren bleiben wir im Technologiesektor übergewichtet, was für unser Gewinnwachstum förderlich ist. In Versorgern sind wir dagegen untergewichtet und in den übrigen Sektoren neutral positioniert.

Festverzinsliche Anlagen

Nachdem wir die Erlöse aus den Verkäufen unserer Aktien in qualitativ hochwertige, liquide Anleihen reinvestiert haben, ist unser Exposure in festverzinslichen Anlagen nun neutral. Innerhalb dieser Portfoliokomponente weisen wir weiterhin eine Untergewichtung in High-Yield-, Staats- und Schwellenländeranleihen sowie eine Übergewichtung in Investment-Grade-Unternehmensanleihen auf. Unser Leitmotiv besteht hier

weiterhin in der Qualität. Zudem haben wir unsere Risikoexposition durch Umschichtung in Instrumente mit besserem Kreditrating sowie durch Reduzierung unseres Engagements in hybriden Unternehmensanleihen und nachrangigen Finanzanleihen minimiert. Der breitere Markt scheint diese Risikoaversion zu teilen, und selbst während der jüngsten Rally sind die Anleger nicht konsequent in riskantere Anleihen zurückgekehrt (wie sich am weiten Kreditspread zwischen Anleihen mit A- und BBB-Rating zeigt). Insgesamt liegen die Spreads im Investment-Grade-Segment im Bereich ihres jeweiligen historischen Durchschnitts, und die Nachfrage ist groß. Selbst ohne das unsichtbare Zutun der Zentralbanken hätten die Neuemissionen ohne weiteres vom Markt aufgenommen werden können. Dessen ungeachtet ist jedoch keine Anlageklasse immun gegen die Auswirkungen der Handelsgespräche, und die Spannungen könnten ebenso wie ein Fluss an Neuemissionen zu einer erneuten Ausweitung der Spreads führen.

Unter dem Strich sind die Würfel also für unser Thema des globalen Wirtschaftswachstums noch nicht gefallen. Doch ist die Konjunkturverlangsamung gegenwärtig und schreitet immer weiter voran, so dass wir es angesichts der überwiegenden Risiken für angebracht hielten, auf ein sichereres Blatt zu setzen und unser Exposure gegenüber Risikoanlagen auf unterhalb der neutralen Schwelle zu senken.

Aktuelle Vermögens-aufteilung 13.05.2019	DEFENSIV		NIEDRIG		MITTEL		HOCH	
	Einschätzung	Änderung	Einschätzung	Änderung	Einschätzung	Änderung	Einschätzung	Änderung
Weltweite Allokation								
Aktien	🟡	→	🔴	↓	🔴	↓	🔴	↓
Anleihen	🟡	→	🟢	↑	🟡	↑	🟡	↑
Barmittel & Geldmarktanlagen	🟡	→	🟢	→	🟢	→	🟢	→
Währungen								
EUR	🔴	→	🔴	↓	🔴	↓	🔴	↓
USD	🟡	→	🟢	↑	🟢	↑	🟢	↑
Sonstige	🟡	→	🔴	→	🔴	↑	🔴	↓
Aktien								
Europa	🟡	→	🔴	↓	🔴	↓	🔴	↓
USA	🟡	→	🟢	↓	🟢	↓	🟢	↓
Japan	🟡	→	🔴	↓	🔴	↓	🔴	↓
Schwellenländer	🟡	→	🔴	↓	🔴	↓	🔴	↓
Anleihen								
Staatsanleihen - Industrieländer	🔴	→	🔴	↑	🟢	↑	🟢	↑
Unternehmensanleihen - Investment Grade	🟢	→	🟢	→	🟢	→	🔴	→
Unternehmensanleihen - High Yield	🔴	→	🔴	→	🔴	→	🔴	→
Schwellenländeranleihen	🔴	→	🔴	→	🔴	→	🔴	→
Gesamtrendite	🟡	→	🟢	→	🟡	→	🟡	→
Rohstoffe								
Öl	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→
Gold	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→

Einschätzung: Gibt an, ob wir die Anlageklasse positiv, neutral oder mit Skepsis beurteilen
Änderung: Gibt an, wie sich unser Engagement seit der Sitzung des Ausschusses für Vermögensaufteilung im Vormonat verändert hat

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeless of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch ı L-2953 Luxembourg ı RCS Luxembourg B-6307 ı Tel. +352 4590 6699 ı www.bil.com.

BIL
1856