

April 18, 2023

BILBoard-Newsletter – April 2023 – Fundamentaldaten im Fokus



Wachstumserwartungen

Bloomberg-Konsenserswartungen für das Wachstum des realen BIP (% im Jahresvergleich)



	Bloomberg-Konsenserswartungen (reales BIP, %, im Quartalsvergleich)				Rezessionswahrscheinlichkeit 12 M.
	Q1	Q2	Q3	Q4	
USA	0,6	-0,4	-0,1	0,7	60 %
Eurozone	-0,2	0,1	0,3	0,2	49 %

Quelle: Bloomberg, BIL

In jüngster Zeit war eine Belebung der Aktienmärkte zu beobachten. Der S&P 500 erreichte neue mehrwöchige Höchststände und legte seit Jahresbeginn 7,4 % zu. Der sich in einer Wachstumsphase befindende Nasdaq stieg im ersten Quartal um über 20 %. Im gleichen Zeitraum legte der EuroStoxx 600 rund 8 % zu. Diese Entwicklungen ließ sich trotz steigender Zinsen und der größten Bankenausfälle seit der Finanzkrise feststellen, auch wenn diese aus fundamentaler Sicht zunächst unverständlich erscheinen.

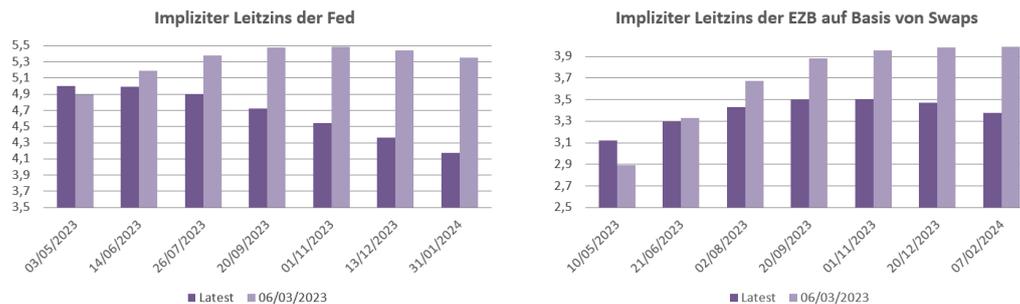
MAKROÖKONOMISCHER AUSBLICK

Die gesamtwirtschaftliche Lage ist schwierig. Es wurde viel darüber diskutiert, ob der US-Wirtschaft im Zusammenhang mit der Inflationsbekämpfung durch die Fed eine weiche oder eine harte Landung bevorsteht. Es scheint, als würden wir genau dies bald herausfinden. Die Folgen einer ganzen Reihe von Zinsanhebungen und der quantitativen Straffung werden erst allmählich spürbar, da die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen mit einer gewissen Verzögerung eintritt. Die Inflation schwächt ab, wenn auch langsam (derzeit liegt sie bei 6 % gegenüber dem Vorjahr). Der Arbeitsmarkt hat sich in Zeitlupe angepasst, mittlerweile schwächelt er jedoch (höchste Anzahl an Entlassungen im Monat Februar seit 2008, Rückgang des Wachstums beim durchschnittlichen Stundenlohn gegenüber den jüngsten Höchstständen, Anstieg der Arbeitslosenquote von 3,4 % auf 3,6 %). Zusätzlich, beginnen die Verbraucher angesichts trüberer Aussichten und schwierigerer finanzieller Bedingungen, ihre Ausgaben bei den Nicht-Basiskonsumgütern einzuschränken. Der Michigan Consumer Sentiment Index sank im März erstmals seit vier Monaten, da immer mehr Haushalte eine Rezession erwarten.

Den Konsensschätzungen von Bloomberg zufolge rechnen die Ökonomen für das zweite und dritte Quartal mit einer sehr milden Rezession in den USA. Ein leicht negatives Wachstum und ein ausbleibender Anstieg der Arbeitslosigkeit könnten immer noch als sanfte Landung angesehen werden. Es gibt jedoch keinerlei Garantie.

Vieles hängt davon es ab, welche Maßnahmen seitens der Notenbanken nötig sind. Die Fed nahm im März eine weitere Zinserhöhung um 25 Bp. vor und äußerte sich für die Zukunft zurückhaltender („eine zusätzliche geldpolitische Straffung könnte nötig sein“). Ein weniger restriktives Vorgehen der US-Notenbank ist nicht zwangsläufig mit einer Mäßigung gleichzusetzen. Angesichts der jüngsten Turbulenzen im Bankensektor haben die Anleger ihre Zinserwartungen jedoch deutlich angepasst und setzen nun darauf, dass die Fed noch in diesem Jahr erste Zinssenkungen vornehmen wird. In der nachstehenden Grafik zeigen die dunkelvioletten Balken die aktuellen Markterwartungen in Bezug auf die Fed Funds Rate – sie liegen deutlich unter den Erwartungen vom 6. März, nur wenigen Wochen zuvor (dargestellt durch die hellvioletten Balken). Unserer Ansicht nach schießt der Markt über das Ziel hinaus – ohne eine größere Krise wird die Fed vermutlich von Zinssenkungen absehen, bis sie sicher sein kann, dass der Kampf gegen die Inflation gewonnen ist.

Auf beiden Seiten des Atlantiks haben die Märkte ihre Zinserwartungen deutlich angepasst



Quelle: Bloomberg, *BIL*

In Europa könnte sich eine Rezession in diesem Jahr durch großzügige fiskalpolitische Anreize, eine Stimmungsverbesserung und die Vermeidung einer Energiekrise abwenden lassen. Während die Landung in den USA bald stattfinden könnte, scheint Europa eine Phase schleppenden Wachstums und eine weiterhin hohe Inflation bevorzuzustehen. Die Gesamtinflation lässt zwar allmählich nach (sie liegt nun bei 6,9 % gegenüber einem Höchststand von 10,6 %), doch ist dies größtenteils auf sinkende Energiepreise zurückzuführen, die bei einem Anstieg der Nachfrage in China jederzeit wieder steigen könnten. Die Kerninflation, die volatile Komponenten wie Lebensmittel und Energie unberücksichtigt lässt, weist weiterhin neue Höchststände aus (derzeit 5,7 % im Jahresvergleich). Beunruhigend ist, dass sich allmählich Zweitrundeneffekte bemerkbar machen: Die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt (die Arbeitslosenquote ist mit 6,6 % so niedrig wie nie zuvor, bei gleichzeitig hoher Erwerbsquote) ermutigt die Arbeitnehmer zu höheren Lohnforderungen (in Deutschland haben beispielsweise die Gewerkschaften Verdi und EVG gemeinsam einen großen Streik im Transportwesen ausgerufen, um Lohnerhöhungen für Millionen von Beschäftigten zu fordern – bisher waren solche Streiks eine Seltenheit). Die EZB hat also mit Sicherheit „noch mehr Arbeit vor sich“, wie es Christine Lagarde ausdrückte. Ihren jüngsten Prognosen zufolge rechnen die Zentralbanken damit, dass die Inflation 2025 noch immer über dem Zielwert liegen wird. Damit sind die Erwartungen der Märkte, dass noch in diesem Jahr Zinssenkungen stattfinden werden, eindeutig Wunschenken (wieder unter der Annahme, dass eine größere Krise ausbleibt).

China beteiligt sich bisher nicht am globalen Straffungszyklus. Die Wiederaufnahme der Wirtschaftstätigkeit ging bisher langsam vonstatten, da das Konsumverhalten der Verbraucher noch unter dem Einfluss der Zero-Covid-Politik steht, die viele Unternehmen unter Druck gesetzt hat. Wie nach dem Ausbruch von SARS im Jahr 2003, als das Verbrauchervertrauen in den am stärksten betroffenen Regionen erst nach einiger Zeit zurückkehrte, dürfte es auch hier eine Weile dauern, bis die Menschen ihre Gewohnheiten wieder aufnehmen und die Haushalte anfangen, ihre angehäuften Ersparnisse auszugeben. Gleichzeitig wird erwartet, dass Chinas Investitionen im Rahmen des politischen Infrastrukturprojekts im Jahr 2023 größtenteils fortgesetzt werden, um die wirtschaftliche Entwicklung zu unterstützen und Arbeitsplätze zu schaffen. Wir gehen davon aus, dass China trotz eines konservativen BIP-Wachstumsziels von

5 % im Jahresverlauf zu einem wichtigen Impulsgeber für das Weltwirtschaftswachstum heranreifen wird, während sich die Leistung anderer Regionen verschlechtert.

ANLAGESTRATEGIE

Das Wichtigste in Kürze

- Insgesamt bleiben wir in Aktien und Anleihen untergewichtet
- Senkung von etwa 10 % der europäischen Staatsanleihen zugunsten von US-Treasuries
- Aktienregionen: Untergewichtung von USA, Europa und Schwellenländern
Übergewichtung von China
- Sektoren: Präferenz für den europäischen Gesundheitssektor, US-Versorgungsunternehmen, den Energiesektor und ausgewählte IT-Unternehmen
- Stil: Qualitätsschwerpunkt – auf Liquidität (in der Bilanz) kommt es an
- Aufbau eines Engagements in Anleihen von Schwellenländern
- Neutrale Einschätzung von Gold, positive Einschätzung von Öl

Bei unseren Anlageentscheidungen konzentrieren wir uns nach wie vor auf die Fundamentaldaten. Zusätzlich zur schwierigen gesamtwirtschaftlichen Lage verschlechtern sich auch die Fundamentaldaten auf Mikroebene. Die Wachstumserwartungen für die Gewinne wurden stark nach unten korrigiert. Bestenfalls könnte dies bedeuten, dass die Preise sich von nun an seitwärts bewegen; schlimmstenfalls könnte es bedeuten, dass eine Korrektur bevorsteht.

Somit halten wir an unserer vorsichtigen Portfoliozusammensetzung fest und behalten unsere Untergewichtung von Aktien wie auch Anleihen bei. Außerdem halten wir (trotz der jüngsten Rallye) an Gold fest, da es jetzt unserer Ansicht nach nicht der richtige Zeitpunkt ist, um unser sprichwörtliches Sicherheitsnetz zu entfernen.

Aktien

Im Rahmen unserer Aktienallokation sind wir sowohl in den USA als auch in Europa untergewichtet. Die USA weisen nach wie vor die teuersten Bewertungen auf, sodass viel Raum für Enttäuschungen besteht. Gleichzeitig verschlechtern sich die Gewinnmargen. Europa ist rund 30 % günstiger als die USA, allerdings ist dieser Abschlag mit zunehmend besorgniserregenden gesamtwirtschaftlichen Aussichten verbunden. Bei Aktien legen wir den Schwerpunkt auf Qualitätsunternehmen, die über Liquidität verfügen, und Unternehmen, die in der Lage sind, ihre Kosten an die Verbraucher weiterzugeben. Von zyklischen Werten nehmen wir Abstand – mit Ausnahme des Energiesektors, da Knappheit hier in den kommenden Monaten ein Thema sein wird (jüngste Begrenzung der OPEC+ auf 100.000 Barrel pro Tag, Aufbau strategischer Reserven durch die USA, Einfuhrverbot von russischem Rohöl usw.).

Während die US-Notenbank sich ihrem Zielwert nähert, beurteilen wir einige Tech-Werte inzwischen positiver. Dies gilt insbesondere für Large Caps, die umfangreiche Kassenbestände in ihren Bilanzen ausweisen können. Da an den Märkten Schwankungen zu erwarten sind, ist auch ein Engagement in defensiveren Sektoren wie dem Gesundheitswesen (angesichts der Arzneimittelpreisreformen in den USA vorzugsweise in Europa) und Versorgungsunternehmen sinnvoll. Bei den Versorgern sollte der Schwerpunkt aufgrund des Inflation Reduction Act, der die bisher höchsten Investitionen der USA in saubere Energie vorsieht, auf den USA liegen. Zudem sind wir in China übergewichtet, was sich längerfristig auszahlen dürfte und gleichzeitig den zusätzlichen Vorteil einer Diversifizierung bietet.

Anleihen

Da die Inflation noch nicht eingedämmt ist, sind wir bei festverzinslichen Wertpapieren noch vorsichtig. Sollte eine größere Krise ausbleiben, dürften die Zinssätze im Laufe des Jahres weiter anziehen. Wir halten den Markt daher für etwas zu optimistisch, was die Erwartung von Zinssenkungen seitens der Zentralbanken anbelangt. Vorläufig halten wir an einer Duration unterhalb der des Referenzindex fest.

Nachdem die Anleihenkurse aufgrund der Situation im Bankensektor gestiegen waren, veräußerten wir bei der Sitzung unseres Ausschusses für Vermögensaufteilung Mitte März einen Teil unserer Staatsanleihen der europäischen Kernländer. Da wir davon ausgehen, dass die Fed dem Ende ihres Zinserhöhungszyklus näher ist als die EZB, haben wir bei unserem letzten Ausschuss unser Engagement in Staatsanleihen weiter angepasst: Wir schichteten rund 10 % unserer verbleibenden Allokation in europäischen Staatsanleihen in (währungsgesicherte) US-Treasuries um.

Darüber hinaus reduzierten wir unser Total-Return-Engagement, das wir als Alternative zu Barmitteln halten, zugunsten von Schwellenländeranleihen in Hartwährung. Die Anlageklasse könnte von den zurückhaltenderen Tönen der Fed profitieren; zudem sind wieder vermehrt Zuflüsse zu verzeichnen, während das Angebot begrenzt ist. In den Schwellenländern geben wir Staatsanleihen den Vorzug vor Unternehmensanleihen, da erstere den jüngsten Turbulenzen besser standgehalten haben. Außerdem bieten Staatsanleihen aus Schwellenländern noch immer einen historisch hohen Aufschlag gegenüber ihren Pendants aus den USA, sodass wir den Eindruck haben, für das zusätzliche Risiko angemessen entschädigt zu werden.

Fazit

Der Markt preist derzeit eine nahezu perfekte Situation ein und geht davon aus, dass die Zentralbanken bald von ihren Straffungskampagnen ablassen und sich wieder ihrer anderen

Hauptaufgabe zuwenden werden: der Förderung des Wirtschaftswachstums. Tatsächlich haben die Zentralbanken aber deutlich gemacht, dass die jüngsten Erschütterungen im Finanzsektor ihre Bemühungen um eine Eindämmung des Preisdrucks nicht in den Hintergrund drängen werden. Die Inflation wieder auf das Zielniveau zu bringen, werde zwar mit Schwierigkeiten verbunden sein, davon abzusehen sei jedoch keine Option, so Lagarde. Angesichts steigender Zinsen, einer schwächelnden Wirtschaft und sinkender Gewinnmargen scheinen nur wenige Anlageklassen wirklich attraktiv. Barmittel weisen tatsächlich Vorteile auf, was jedoch nicht unbedingt bedeutet, dass man sein Geld künftig einem Sparkonto zuweisen sollte. Ein Schwerpunkt auf Barmitteln kann bedeuten, nach attraktiven kurzfristigen Alternativen zu Bargeld Ausschau zu halten, oder auch gezielt Unternehmen ausfindig zu machen, die aufgrund ihrer hohen Liquiditätsbestände für einen möglicherweise heraufziehenden Sturm besser gerüstet sind.

30/03/2023		MITTEL				
		Aktien: 25 % – 75 % Anleihen: 25 % – 75 %				
		Strategische Gewichtung	Zurück	Neu	Einschätzung	Änderung
	Aktien	50,0%	44,0%	44,0%	●	→ 0,0%
	Festverzinsliche Anlagen	42,0%	36,0%	37,0%	●	↑ 1,0%
WÄHRUNGEN	Barmittel und Geldmarktanlagen	0,0%	5,0%	5,0%	●	→ 0,0%
	USD	28,0%	25,5%	25,5%	●	→ 0,0%
	Gesamtrendite	0,0%	7,0%	6,0%	●	↓ -1,0%
	AKTIEN					
AKTIEN	USA	20,0%	17,0%	17,0%	●	→ 0,0%
	Europa	20,0%	17,0%	17,0%	●	→ 0,0%
	Japan	5,0%	5,0%	5,0%	●	→ 0,0%
	China	2,0%	3,5%	3,5%	●	→ 0,0%
	Schwellenländer ohne China	3,0%	1,5%	1,5%	●	→ 0,0%
	FESTVERZINSLICHE ANLAGEN					
ANLEIHEN	Staatsanleihen – Industrieländer	20,0%	16,0%	16,0%	●	→ 0,0%
	Schwellenländeranleihen	3,0%	1,0%	2,0%	●	↑ 1,0%
	Unternehmensanleihen – Investment	14,0%	15,0%	15,0%	●	→ 0,0%
	Unternehmensanleihen – High Yield	5,0%	4,0%	4,0%	●	→ 0,0%
	Gold	8,0%	8,0%	8,0%	●	→ 0,0%

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 timeliness 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 | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.