March 4, 2024

BILBoard März 2024 – weniger Wetten auf Zinssenkungen angesichts besserer Konjunkturdaten

Der Frühling steht vor der Tür. Die Tage werden wieder länger und heller. Der Kirschbaum auf dem Gelände der BIL blüht bereits in voller Pracht. Auch die aktuellen Konjunkturdaten lassen Frühlingsgefühle aufkommen.

Wie es im aktuellen Konjunkturausblick des IWF heißt: „Die Weltwirtschaft zeigt sich weiterhin bemerkenswert widerstandsfähig, und wir steuern auf eine sanfte Landung mit einer stetig sinkenden Inflation und anhaltendem Wachstum zu.“ Allgemein ist man auf beiden Seiten des Atlantiks nun weniger davon überzeugt, dass in den nächsten zwölf Monaten eine Rezession bevorsteht.

Vor allem die US-Wirtschaft zeichnet sich durch anhaltende Stärke aus. Die Unternehmen blicken optimistisch in die Zukunft und das verarbeitende Gewerbe scheint gegenüber dem Dienstleistungssektor aufzuholen, da die Lagerbestände wieder aufgefüllt werden und die Binnennachfrage robust ist. Das Verbrauchervertrauen erreichte im Januar den höchsten Stand

seit zwei Jahren, was vor allem auf die weiterhin positive Entwicklung des Arbeitsmarktes zurückzuführen ist: Im Januar wurden 353.000 neue Arbeitsplätze geschaffen – fast doppelt so viele wie vom Markt erwartet und deutlich mehr als die 100.000 neu geschaffenen Stellen pro Monat, die erforderlich sind, um mit dem Wachstum der Erwerbsbevölkerung Schritt zu halten. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 3,7 %.

Die starken Daten im bisherigen Jahresverlauf geben der Fed die dringend benötigte Flexibilität, um auf klarere Anzeichen dafür zu warten, dass sich die Inflation auf einem nachhaltigen Pfad in Richtung 2 % befindet. Die Gesamtinflation liegt aktuell bei 3,1 %, wobei sich vor allem die Dienstleistungskomponente (+5,4 % gegenüber dem Vorjahr) als hartnäckig erweist. Dies ist zum Teil auf die gestiegenen Lohnkosten zurückzuführen, die von den Unternehmen an die Kunden weitergegeben werden. **Die gute Nachricht ist, dass die Markterwartungen hinsichtlich der Zinssenkungen zurückgegangen sind, ohne dass es zu Verwerfungen an den Märkten kam.** Anfang 2024 rechneten Händler mit bis zu 7 Zinssenkungen in diesem Jahr, aktuell erwarten sie nur noch 3 bis 4. Dies passt besser zu den Zinsprojektionen der Fed (Dot Plot), die Zinssenkungen um insgesamt 0,75 % bis Dezember vorsehen. Wir bei der BIL halten drei Zinssenkungen in diesem Jahr, beginnend im Juli, für realistisch.

Sogar in der **Eurozone** haben sich die Daten leicht verbessert. Da eine technische Rezession vermieden werden konnte, die Inflation nach unten tendiert und sich Zinssenkungen abzeichnen, verbessert sich die Stimmung unter institutionellen Anlegern (gemessen am ZEW), Verbrauchern und Unternehmen. Die Einkaufsmanagerindizes deuten zwar nicht auf eine boomende Wirtschaft hin, aber auf eine Bodenbildung. Doch nicht alle Aussichten sind rosig. Die restriktiveren Finanzierungsbedingungen machen sich allmählich in der Realwirtschaft bemerkbar. Ein Großteil der Auswirkungen wird erst zu einem späteren Zeitpunkt zum Tragen kommen. 30 % der Festhypotheken in der Eurozone laufen in diesem Jahr aus. Die betroffenen Haushalte werden damit mit höheren Zinsen konfrontiert. Dies könnte die Erholung des Konsums und somit das Wachstum bremsen. Gleichzeitig steht der Bausektor weiterhin stark unter Druck, da die Märkte für Wohn- und Gewerbeimmobilien durch höhere Zinsen und den Trend zum Homeoffice beeinflusst werden.

Im Januar lag die Inflation in der Eurozone bei 2,8 % und damit nur geringfügig unter dem Wert des Vormonats (2,9 %). Hauptursache ist auch hier der Dienstleistungssektor, wo die Disinflation ins Stocken geraten ist. Die Preissteigerung lag hier drei Monate in Folge bei 4 %. In diesem Zusammenhang unterstrich die EZB die Notwendigkeit einer Verlangsamung des Lohnwachstums. Erfreulich ist, dass sich der Anstieg der Tariflöhne im vierten Quartal von 4,7 % auf 4,5 % abgeschwächt hat. Um den Beginn eines Abwärtstrends bestätigen zu können, benötigt die EZB Daten für mindestens ein weiteres Quartal. Diese werden ihr erst bei der Sitzung im Juni zur Verfügung stehen.

Wie in den USA wetten die Marktteilnehmer inzwischen weniger auf Zinssenkungen in der Eurozone. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung der EZB im April wird am Markt nun auf 65

% taxiert, nachdem Anfang Januar noch von Zinssenkungen im Gesamtumfang von 1,5 % ausgegangen wurde. Wir bei der BIL rechnen im Juni oder Juli mit der ersten Zinssenkung (im Falle eines Zinsschritts im Juni würde die EZB der Fed zuvorkommen, was möglich ist, wenn sich die Daten abschwächen).

Im Osten bleibt die chinesische Wirtschaft schwach. Eine Erholung hängt weitgehend von den Konjunkturmaßnahmen der Regierung ab. Der starke Konsum während des Mondneujahrsfestes sollte nicht als Beginn einer Erholung der Konsumausgaben missverstanden werden. Denn die Haushalte neigen dazu, zu sparen und nur zu bestimmten Anlässen Geld auszugeben. Gleichzeitig darf das Risiko möglicher Auswirkungen der US-Präsidentschaftswahlen, insbesondere auf den Aktienmarkt, nicht unterschätzt werden. Peking wiederum strebt eine stärkere Regulierung des Finanzsektors an. Dies stellt zwar eine notwendige Verbesserung für die langfristige Entwicklung der chinesischen Kapitalmärkte dar, birgt aber die Gefahr, dass sich die ohnehin negative Marktstimmung weiter eintrübt.

Anlagestrategie

Anleihen

Im Einklang mit unserem Ziel, die Duration schrittweise anzuheben, nutzten wir eine Verkaufswelle, um unser Engagement in Staatsanleihen zu erhöhen. Da europäische Staatsanleihen im Einklang mit US-Treasuries abgestoßen wurden und die Konjunkturaussichten in Europa schwächer sind, bevorzugen wir europäische Staatsanleihen gegenüber US-Treasuries. Die Renditen könnten zwar noch geringfügig weiter steigen. Der Großteil der Aufwärtsbewegung dürfte nach unserer Einschätzung aber hinter uns liegen. Damit haben wir die Gelegenheit genutzt, uns die attraktiven Renditeniveaus zu sichern und uns gegen einen Konjunkturabschwung abzusichern. Wir finanzierten diese Transaktion, indem wir unser restliches Engagement in variabel verzinslichen Anleihen vollständig verkauften.

In allen Profilen, mit Ausnahme des hohen Profils (in dem wir einen höheren Aktienanteil haben), reduzierten wir unser Engagement in Investment-Grade-Anleihen (IG) zugunsten von US-Hochzinsanleihen (HY), die eine attraktive Carry bieten. Hochzinsanleihen haben auf beiden Seiten des Atlantiks einen guten Jahresstart hingelegt. Da sich in Europa eine „Mauer der Fälligkeit“ auftürmt, bei der zahlreiche Anleihen zur gleichen Zeit fällig werden, bevorzugen wir die USA, wo dieses Problem weniger ausgeprägt ist. Wie im IG-Segment setzen die Anleger auf eine weiche Landung, was zu engen Spreads führt. Die Dynamik im HY-Segment ist nach wie vor hoch, und die Prognosen der Unternehmen deuten nicht auf eine plötzliche Abschwächung hin. Die Ausfallquoten werden in diesem Jahr voraussichtlich weiter steigen. Sie dürften aber im Rahmen bleiben und sich deutlich unter dem Niveau vergangener Krisen bewegen. Dennoch konzentrieren wir uns auf die qualitativ hochwertigsten Titel des Segments. Die Transaktionen wurden in Euro abgesichert. Aus langfristiger Perspektive erscheint der US-Dollar im Vergleich zum Euro überbewertet. Deshalb bleiben wir bei einer neutralen Haltung gegenüber dem US-Dollar.

Wir halten an der Übergewichtung von IG-Anleihen fest. Die technischen Faktoren sind weiterhin stark, wobei die Nachfrage das Angebot übersteigt. Allerdings sind die Spreads eng, sodass eine leichte Ausweitung nicht ausgeschlossen werden kann. Die Spreads europäischer IG-Anleihen sind nach wie vor deutlich höher als die von IG-Titeln in den USA.

Aktien

Gegenüber Aktien bleiben wir insgesamt neutral eingestellt, wobei wir **Europa und China untergewichten** und gegenüber den **Schwellenländern (ohne China und Japan) eine neutrale Haltung** einnehmen.

Wir sind in den USA weiterhin übergewichtet. Nach einem ununterbrochenen 14-wöchigen Aufwärtstrend (was zuletzt 1972 zu beobachten war) sind US-Aktien hoch bewertet. Die nach unten korrigierten Gewinnschätzungen schaffen jedoch die besten Voraussetzungen für US-Unternehmen, die Erwartungen zu übertreffen, insbesondere angesichts des derzeit starken Wachstums. Beruhigend ist auch, dass wir im Falle von Schwankungen nach wie vor über eine Absicherung nach unten (mittels Optionen) verfügen.

Die USA haben eine einzigartige Stellung bei strukturellen Themen wie KI und Digitalisierung. Wir stehen möglicherweise am Beginn eines neuen, KI-getriebenen Zyklus, der zu Effizienz- und Produktivitätssteigerungen sowie zu höherer Rentabilität führen wird. Im Zuge des Trends zur Rückverlagerung der Produktion und der Subventionsprogramme (CHIPs Act, IRA) haben amerikanische Unternehmen massiv in Fertigungskapazitäten, KI und Robotik investiert. Dies scheint sich bereits auszuzahlen. Denn die inländische Produktivität ist auf ein Niveau gestiegen, das seit 2009 (die Pandemie ausgenommen) nicht mehr erreicht wurde.

Auf Sektorebene behalten wir unsere **Übergewichtung des Energiesektors** (als geopolitische Absicherung), von **Basiskonsumgütern** (defensiver Sektor) und von **Nicht-Basiskonsumgütern in den USA** bei. **Der IT-Sektor ist weiterhin übergewichtet**, wobei Anleger, die von der seit Oktober 2023 zu verzeichnenden, starken KI-getriebenen Rally profitiert haben, ihr **Engagement neu gewichten und einen Teil der Gewinne realisieren** sollten.

Der Versorgersektor wurde von positiv auf neutral herabgestuft. Der Strompreis ist eng an den Gaspreis gekoppelt, was bei Versorgern in Zukunft zu einem gewissen Margendruck führen könnte. Die Gasspeicher in Europa befinden sich mit einem Füllstand von 86 % auf Rekordniveau: Hauptgründe hierfür sind die geringe Nachfrage angesichts der schwachen Konjunktur und das milde Wetter (wie der bereits erwähnte, für die Jahreszeit untypisch rosa blühende Kirschbaum veranschaulicht). Solange die Zinsen hoch bleiben, schwächelt die Attraktivität dieses dividendenstarken Sektors.

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