September 15, 2021

BILBoard September 2021 – Ein langsameres, stetigeres Wachstum

Eine der Fabeln von Äsop erzählt von einem Wettlauf zwischen einem schnellen Hasen und einer langsamen, aber beharrlichen Schildkröte. Es soll die Leser überraschen, wenn es der Schildkröte gelingt, den Hasen zu besiegen, ganz im Sinne der Redewendung „in der Ruhe liegt die Kraft“. Nach einem Wirtschaftsaufschwung, der die Analysten durch sein schieres Tempo überraschte, normalisieren sich die Wachstumsraten und es kommt seltener zu unerwartet

positiven Entwicklungen in der Wirtschaft. Wir betrachten dies nicht als negativ, sondern sind überzeugt, dass sich die Wirtschaft nun in einem nachhaltigeren Tempo entwickelt. Im Hinblick auf die gesamtwirtschaftlichen Aussichten für die zweite Jahreshälfte sind wir weiterhin zuversichtlich.

Kurzfristig hindern Lieferkettenengpässe die Volkswirtschaften daran, ihr volles Potenzial zu entfalten. Unserer Ansicht nach wird sich die Nachfrage dadurch aber nur ins vierte Quartal dieses Jahres und ins Jahr 2022 verlagern und somit den Konjunkturzyklus verlängern. Von den Engpässen einmal abgesehen sind die entscheidenden Wachstumsfaktoren nach wie vor intakt:

- Die Impfquoten steigen weiter an. Weltweit wurden mittlerweile 5,3 Milliarden Impfdosen verabreicht, und ein Impfstoff (BioNTech/Pfizer), der bislang nur per Notfallzulassung genehmigt war, hat nun die vollständige Zulassung der US-Behörde für Lebens- und Arzneimittel (FDA) erhalten. Die zunehmende Verfügbarkeit von Impfstoffen konnte die Zahl der Krankenhauseinweisungen und Todesfälle offenbar wirksam verringern.
- Es wird weiterhin Konjunkturanreize geben. In den USA hat der Senat ein Infrastrukturpaket im Wert von 1 Billion US-Dollar verabschiedet, über das bis zum 27. September vom Repräsentantenhaus abgestimmt wird. In Europa gab es im August die ersten Auszahlungen aus dem paneuropäischen Wiederaufbaufonds. Die anspruchsberechtigten Länder haben eine Vorfinanzierung in Höhe von rund 10–13 % ihres Anspruchs erhalten. Diese Gelder dürften bald in der Realwirtschaft ankommen. China hat angekündigt, seinen Mindestreservesatz für Banken zu senken und die Haushaltsausgaben zu erhöhen.
- Die Geldpolitik bleibt vorerst unterstützend, doch sowohl die Anleger als auch die Zentralbanken sind sich im Klaren darüber, dass die gegenwärtigen Maßnahmen nicht endlos Bestand haben können, ohne dass die Inflation außer Kontrolle gerät. Der Verbraucherpreisindex (VPI) der Eurozone stieg im August um 3 %, während sich der zuletzt gemessene Anstieg in den USA auf 5,4 % belief (für Juli).

In Anbetracht dieser Lage ist nun mit einer Straffung der Geldpolitik zu rechnen. Die Bank of Korea war die erste wichtige asiatische Zentralbank, die ihren Leitzins (um 25 Basispunkte auf 0,75 %) erhöhte, während das in den Protokollen der Federal Reserve beschriebene Szenario eine langsamere Drosselung der Wertpapierkäufe ab diesem Jahr vorsieht. Nach restriktiven Äußerungen einiger Mitglieder des EZB-Direktoriums wurde die Renditekurve für europäische Staatsanleihen steiler, und die Anleger erhoffen sich nun von der nächsten geldpolitischen Sitzung am 9. September weitere Hinweise.

EINE DROSSELUNG OHNE UNRUHE AM MARKT?

Auf dem Höhepunkt der Krise von 2020 vertraten die Zentralbanken den Standpunkt, dass sie „alles Notwendige“ unternehmen würden. So ergab sich eine verkehrte Welt mit negativen

Renditen auf globale Schulden in Höhe von über 15 Billionen US-Dollar. Einige befürchten, dass die Zentralbanken derart in dieser bizarren Situation verfangen sind, dass eine Normalisierung schwierig wird. Unseres Erachtens ist die Fed jedoch in der Lage, ihre Wertpapierkäufe zu drosseln, ohne Unruhe am Markt zu verursachen. Erstens hat sich die Fed äußerst transparent verhalten und die Märkte auf eine allmähliche Verringerung der Wertpapierkäufe vorbereitet. Zweitens beruhigte die Fed die Märkte bei ihrer Konferenz in Jackson Hole, indem sie bestätigte, dass kein automatischer Zusammenhang zwischen dem Zeitpunkt der Drosselung und dem einer letztendlichen Erhöhung des Zielkorridors für die Federal Funds Rate besteht. Drittens hat das US-BIP infolge der beispiellosen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen beinahe wieder seinen Zehnjahresdurchschnitt von vor der COVID-19-Pandemie erreicht. 2013, als die letzte Drosselung der Wertpapierkäufe für Unruhe am Markt sorgte („Taper Tantrum"), lagen die Dinge anders: Damals hatte die Wirtschaft fünf Jahre gebraucht, bis sie wieder auf ihrem Entwicklungskurs von vor 2008 war. Und schließlich dürften auch die Reverse-Repo-Fazilität (RRP) und die ständige Repo-Fazilität (SRF) der Fed dazu beitragen, etwaige Auswirkungen auf die Liquidität abzumildern.

AKTIEN

Risikoanlagen entwickeln sich nach wie vor ausgezeichnet, auch wenn das Wachstum etwas nachlässt. Im August war der S&P 500 Index den siebten Monat in Folge im Plus – das ist seine längste Gewinnsträhne seit 2017. Einige nehmen an, dass die Höchstwerte (in Bezug auf Erträge, Wachstum usw.) bereits erreicht seien, unserer Auffassung nach werden Aktien jedoch durch die reichlich vorhandene Liquidität, ein immer noch starkes gesamtwirtschaftliches Umfeld und fiskal- sowie geldpolitische Maßnahmen weiterhin unterstützt. Zudem lässt eine weitere hervorragende Gewinnsaison im zweiten Quartal Gutes für künftige Korrekturen hoffen. Auf Sektorebene bevorzugen wir nach wie vor zyklische Aktien wie Basiskonsumgüter, Grundstoffe, Energie- und Finanztitel, wobei Letztere eine Absicherung gegen steigende Zinsen bieten.

Aus geografischer Sicht haben wir die USA, Europa und China übergewichtet. US-Unternehmen warteten in der Gewinnsaison für das zweite Quartal mit so vielen positiven Überraschungen auf wie nie zuvor, und die geplanten fiskalpolitischen Maßnahmen werden sich günstig auf Arbeitsmarkt, Wachstum und Aktien auswirken. Auch wenn das Verbrauchervertrauen in letzter Zeit nachgelassen hat, ist der Zuwachs bei den Lieferungen (1 % im Juli nach 0,6 % im Juni) ein Anzeichen dafür, dass die Investitionen der Unternehmen in Ausrüstung den erwarteten Rückgang der Konsumausgaben ausgleichen und die Wirtschaft im dritten Quartal auf einem stabilen Wachstumskurs halten könnten. In den USA halten wir an unserem wertorientierten Anlageschwerpunkt fest, da die Zinsen unseres Erachtens steigen und dann Value-Aktien stützen könnten, sobald die Fed mit der Drosselung beginnt.

In Europa verlief die Gewinnsaison für das zweite Quartal ebenfalls besser als erwartet, und bislang hielten sich die Auswirkungen der Delta-Variante auf die Marktstimmung in Grenzen.

Angesichts seiner Value-Merkmale ist Europa in der Regel ein Hauptbegünstigter von steigenden Inflations- und Zinserwartungen.

Das derzeitige Bewertungsniveau macht China noch interessanter als ohnehin schon, vor allem vor dem Hintergrund der längerfristigen Wachstumschancen in der Region, die auch ein stabiles Ertragsumfeld bietet. Die jüngsten Daten der Einkaufsmanagerindizes enttäuschten zwar, doch das ist unserer Auffassung nach hauptsächlich auf vorübergehende Faktoren wie Überschwemmungen und neue Einschränkungen der Bewegungsfreiheit zur Eindämmung der Delta-Variante zurückzuführen. Natürlich stellt der gegenwärtige regulatorische Überhang ein gewisses Risiko dar, und wir können weitere politische Maßnahmen nicht ausschließen. Die Regulierung großer Technologieunternehmen und der „New Economy" ist ein globales Thema, das auch in den USA und in Europa auf der Tagesordnung steht. Der Unterschied besteht darin, dass Peking zu einem anderen Kommunikationsstil griff, als ihn internationale Anleger gewohnt sind. Unserer Ansicht nach eröffnet die Volatilität, die sich daraus ergibt, jedoch Gelegenheiten.

ANLEIHEN

Bei dieser Anlageklasse üben wir uns in Zurückhaltung, denn wir rechnen mit einem allmählichen Anstieg der Renditen, der mit der anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Stärke einhergeht. Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen dürften weiter steigen, wenn auch nicht so stark wie bisher, und die europäischen Zinssätze werden sich wahrscheinlich in die gleiche Richtung entwickeln.

Wir bevorzugen Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating, obgleich sie enge Spreads aufweisen und überdurchschnittliche Renditen durch eine sorgfältige Auswahl und Carry erzielt werden müssen, sowie Hochzinstitel. Letztere stellen das beste Anlageuniversum für Investoren auf der Suche nach Rendite dar, da es nicht viele notleidende Anleihen gibt und die Zahl der Hochstufungen die Zahl der Herabstufungen inzwischen sowohl in Europa als auch in den USA um das Dreifache und damit stärker als jemals zuvor in den letzten zehn Jahren übersteigt.

Im Bereich der Schwellenländeranleihen geben wir weiterhin Unternehmensanleihen den Vorzug, da sie einen wirksameren Puffer gegen einen Anstieg der Realrenditen bieten und stabilere Kapitalflüsse aufweisen.

ROHSTOFFE

In einem von geldpolitischer Normalisierung und steigenden Zinsen geprägten Umfeld sind wir bei Gold vorsichtig. Öl schätzen wir weiterhin positiv ein. Obwohl davon auszugehen ist, dass die OPEC+ eine Erhöhung ihrer täglichen Fördermengen um 400.000 Barrel beschließen wird, tendieren Öl-Futures weiter nach oben. Die Nachfrage nach Öl dürfte sich in den kommenden Monaten weiter erholen, und Anleger beobachten die Ölpreise mit Argusaugen, nachdem der

Sturm Ida mindestens 94 % der Offshore-Öl- und Gasförderung im Golf von Mexiko zum Stillstand gebracht hat.

ZUSAMMENFASSUNG

Vor dem Hintergrund unseres Basisszenarios, in dem wir von einem langsameren, aber anhaltenden Wachstum ausgehen, die Fed mit der Drosselung ihrer Wertpapierkäufe beginnt und die Inflation sich als relativ hartnäckig erweist, dürften die langfristigen Zinsen allmählich steigen. Wir sind jedoch nicht der Ansicht, dass höhere Kreditkosten das Wachstum gefährden. Da vermutlich noch einige Zeit ins Land gehen wird, bevor die Fed die Zinsen anhebt, wird die Renditekurve unserer Einschätzung nach von nun an möglicherweise steiler. Das deckt sich mit der von uns empfohlenen Übergewichtung von zyklischen Aktivaklassen und Value-Titeln.

Anlagestrategie 31/08/2021

Weltweite Allokation		Aktien		Anleihen	
Aktien	▼	USA	▼	Staatsanleihen – Industrieländer	▼
Anleihen	▼	Europa	▼	Schwellenländeranleihen	▼
Gold	▼	China	▼	Unternehmensanleihen – IG	▼
Öl	▼	Japan	▼	Unternehmensanleihen – HR	▼
USD	▼	Schwellenländer Außerhalb-China	▼		

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: ▲ positiv, ▼ negativ oder ( ) neutral

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.