

Gegensätzliche Weltbilder



« Der Renten- und der Aktienmarkt vermitteln gegensätzliche Bilder. Im Anleihesegment hat eine rigorose Neubewertung stattgefunden, denn die Anleger schätzen das Umfeld pessimistisch ein. Sie richten den Blick auf die unerwartet hartnäckige Inflation, die anhaltenden Lieferschwierigkeiten und die sich abzeichnende Straffung der Geldpolitik durch die Zentralbanken. Im Gegensatz hierzu nähern sich Aktien wieder Allzeithochs, da die Unternehmen unerwartet hohe Gewinne für den Sommer melden. Unsere Einschätzung ist irgendwo zwischen diesen beiden Extremen angesiedelt: Die Risiken steigen, doch das ist kein Weltuntergang. Vor diesem Hintergrund halten wir an der Übergewichtung von Aktien fest, die weiterhin durch das überdurchschnittliche Wachstum unterstützt werden. Wir berücksichtigen jedoch auch, dass die Volatilität bis zum Jahresende anziehen könnte, und haben uns über die Sektoren defensiver positioniert.»

Lars Naur Mogeltoft *Head of Equity Strategy*

Die gesamtwirtschaftliche Lage

Der Übergang in den Herbst brachte stärkere Schwankungen der Konjunkturdaten mit sich, da die Probleme auf der Angebotsseite fortbestehen und der Preisdruck steigt. Letzten Endes sind wir der Auffassung, dass die hohe Nachfrage nicht zusammenbrechen, sondern nur hinausgeschoben wird, bis die globalen Lieferschwierigkeiten behoben wurden. Entsprechend wird sich der Konjunkturzyklus bis ins Jahr 2022 verlängern.

Zwischenzeitlich müssen Unternehmen jedoch eine bittere Pille aus Lieferengpässen, Arbeitskräftemangel sowie höheren Faktor- und Logistikkosten schlucken. Diese Faktoren wirken sich bislang noch nicht nennenswert auf die Gewinnmargen aus, und damit es auch künftig nicht dazu kommt, beginnen die Unternehmen, die höheren Kosten an die Verbraucher weiterzugeben. In den USA liegt die Inflation seit vier Monaten in Folge über 5 %; in der Eurozone hat sie mit 4,1 % den höchsten Stand seit über 25 Jahren erreicht. Das Konzept einer unterstützenden Geldpolitik

funktioniert noch, doch jede überraschende Inflationsschübe bringen das Gesamtkonzept ins Wanken. Die Zentralbanken sind sich im Klaren darüber, dass sich die Inflationserwartungen ganz leicht verfestigen könnten. Sollte es dazu kommen, würde dies wahrscheinlich zu Aufwärtsdruck auf die Löhne führen, und die eigentlich als vorübergehend eingestufte Inflation (aufgrund von Verwerfungen im Gefolge der Pandemie) könnte zu einem längerfristigen Unterfangen werden. Doch die Zentralbanken stecken in einer Zwickmühle: Wenn sie zu hart durchgreifen, laufen sie Gefahr, das Wachstum abzuwürgen und in Zeiten steigender Verschuldung die Finanzmärkte zu destabilisieren.

Anleihen

Schon jetzt setzen die Märkte darauf, dass die Zentralbanken früher als geplant zum Handeln gezwungen werden. Dies gilt vor allem für das Vereinigte Königreich, wo für November eine Zinserhöhung durch die Bank of England eingepreist ist. Nach Einschätzung der Märkte wird auch die Fed die Zinsen mit einer Wahr- schein-

lichkeit von 50 % bereits im Juli 2022 anheben, und für Europa wird ebenfalls schon für 2023 mit einer Zinserhöhung gerechnet. Wir halten diese Erwartungen zwar für überzogen, aber letztlich verzeichnen die Zinsen – und auch die Renditen – einen allmählichen Aufwärtstrend. Aus diesem Grund halten wir uns bei festverzinslichen Anlagen und bei der Duration weitgehend zurück. Wenn wir Anleihen halten, dann bevorzugen wir Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating, insbesondere Finanztitel. Die Finanzierung der Unternehmen ist gesichert, und es gibt hohe Mittelzuflüsse, da viele Anleger auf der Jagd nach Rendite sind. Unternehmensanleihen sind jedoch nahezu perfekt bewertet und bieten wenig Spielraum für eine weitere Rally; Überrenditen müssen durch Selektivität und Carry-Trades erzielt werden. Wir sind auch gegenüber Hochzinsanleihen positiv eingestellt, denn die Verschuldungsquoten liegen nun auf dem gleichen Niveau wie vor der Pandemie und es gibt sowohl in den USA als auch in Europa mehr Verbesserungen als Herabstufungen. Wir stellen fest, dass sich die Spreads europäischer Hochzinsanleihen geweitet haben, während die Spreads

Entdecken Sie unser gesamtes Spektrum an Investmentmerkmalen unter: www.bilinvestmentinsights.com

in den USA innerhalb ihrer Spanne geblieben sind. US-Hochzinsanleihen profitieren von den hohen Ölpreisen, da ein größerer Teil von ihnen im Energiesektor angesiedelt ist. Bei Schwellenländeranleihen bevorzugen wir auf Hartwährung lautende Unternehmensanleihen, die ein besseres Volatilitäts- und Durationsprofil aufweisen. Unternehmensanleihen reagieren weniger empfindlich auf einen Anstieg der Realzinsen.

Aktien

Die Unterstützungsfaktoren für Risikoanlagen haben immer noch Bestand, werden aber allmählich schwächer: Absolut betrachtet herrscht nach wie vor ein starkes Wachstum, aber das Überraschungsmoment ist verpufft; die Gewinnkorrekturen sind weiterhin positiv, doch der Trend weist nach unten. Die Zinssätze sind immer noch historisch niedrig, aber Zinserhöhungen liegen nicht mehr in weiter Ferne und die Geldpolitik ist nach wie vor expansiv, doch die großen Zentralbanken sind eindeutig gewillt, sie zu straffen. Die langsame Schwächung der Antriebskräfte am Aktienmarkt könnte zu Volatilität führen – vor allem, solange die Probleme auf der Angebotsseite nicht gelöst sind. Daher haben wir bei unserer Branchenallokation auf eine Barbell-Strategie gesetzt, die sowohl zyklische Werte (Energie, Grundstoffe und Finanztitel) beinhaltet, die sich in einem inflationären Umfeld zumeist gut bewähren, als auch defensive Titel (Gesundheitswesen). Diese Sektoren sind weniger anfällig gegenüber den Belastungen der Inflation, erhöhten Faktorkosten für Unternehmen, der Arbeitskräftemangel, sowie der Lieferkettenengpässe.

Nicht-Basiskonsumgüter wurden in den USA untergewichtet und in Europa neutral eingestuft. Das ist darauf zurückzuführen, dass in den USA ein Großteil der auf die Wiederbelebung der Wirtschaftstätigkeit ausgerichteten Transaktionen bereits gelaufen ist und Korrekturen inzwischen negativ ausfallen, während die unmittelbare fiskalpolitische Unterstützung von Privathaushalten zurückgefahren wird. In der Eurozone bleibt die positive Entwicklung der Einzelhandels-

umsätze relativ stabil und hat nach wie vor eine breite Basis in verschiedenen Wirtschaftszweigen, vor allem bei Dienstleistungen. Zudem ist das Verbrauchervertrauen höher als vor der Krise.

Der Industriesektor hingegen wurde in Europa untergewichtet und in den USA als neutral eingestuft. Engpässe und Inflationsdruck haben sich als langwieriger erwiesen als ursprünglich erwartet, und während die US-Wirtschaft das zu verkraften scheint (so sind z. B. die Auftragsengpässe und Lieferungen im Bereich der Gebrauchsgüter weiterhin hoch), erlebt die europäische Industrie trotz der regen Nachfrage offenbar einen Einbruch. Eine Hauptursache für diesen Abschwung ist die Automobilbranche. Die Autohersteller haben mitgeteilt, dass die Engpässe bis ins nächste Jahr anhalten werden.

Bei den Regionen bevorzugen wir die USA, die sich sowohl mit Blick auf die Gewinne als auch auf die gesamtwirtschaftliche Dynamik vergleichsweise gut entwickeln. Ein weiterer Pluspunkt ist die Meldung, dass die Infrastrukturgesetze von Präsident Biden wahrscheinlich keine Körperschaftssteuerverhöhungen beinhalten werden. Die USA sind auch unter dem Gesichtspunkt einer steigenden Risikoaversion attraktiv (hier gibt es mehr qualitative-hochwertige Aktien, die sich in Phasen tendenziell gut entwickeln). Wir behalten auch unsere Übergewichtung in Europa bei: Im Hinblick auf Makrodaten und Gewinne liegt der Kontinent zwar hinter den USA, doch aufgrund der stärkeren Value-Orientierung des europäischen Marktes profitiert dieser von höheren Zinssätzen und einem inflationären Umfeld. Darüber hinaus verfolgt die EZB eine wesentlich zurückhaltendere Geldpolitik als andere große Zentralbanken.

Bevorzugte Sektoren

NEGATIVE

Consumer Staples, Industrials (Europe), Consumer Discretionary

NEUTRAL

Utilities, Industrials (US), Consumer Discretionary (Europe), IT, Real Estate, Communication Services

POSITIVE

Financials, Materials, Energy, Healthcare

Alternative Anlagen

In einem Umfeld geldpolitischer Normalisierung, die geprägt ist von steigenden Zinsen und einem stärkeren US-Dollar nehmen wir Abstand von Gold. Gegenüber Öl sind wir positiv eingestellt, denn die jüngsten Erhöhungen der Fördermengen durch die OPEC+ reichen vorerst nicht aus, um die weltweit steigende Nachfrage zu stillen. Bei den Währungen haben wir unsere Haltung gegenüber dem Schweizer Franken von neutral zu positiv geändert. Während der Erholung der COVID-19-Pandemie hat sich die Angebotsseite in der Schweiz als sehr robust erwiesen. Zudem konnte die schweizer Währung in der Vergangenheit in einem inflationären Umfeld mit verhaltenem Wachstum aufwerten.

Fazit

Bei Betrachtung des Aktien- und des Rentenmarks ergeben sich zwei sehr unterschiedliche Weltbilder. Am Rentenmarkt blickt man in eine düstere Zukunft: Marktteilnehmer sind der Ansicht, dass Zinserhöhungen notwendig sind, um die Inflationsspirale auf Kosten des Wachstums einzudämmen. Die Aktienmärkte hingegen legen nahe, dass die dynamische Wirtschaftsentwicklung trotz des immer schwierigeren betrieblichen Umfelds anhält. Doch während die Unterstützung für Risikoanlagen früher offensichtlich war, wie ein Ölgemälde mit lebendigen, intensiven Farben, gleicht sie nun einem verwässerten Aquarell. Unter Berücksichtigung beider Perspektiven halten wir an einer vorsichtigen Übergewichtung von Aktien fest und achten auf eine ausgewogenere Auswahl defensiver und zyklischer Werte in unseren Portfolios.

Anlagestrategie

26/10/2021

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

Einschätzung: Gibt an, ob wir die Anlageklasse positiv (+), neutral (N) oder mit Skepsis beurteilen (-).

Änderung: Gibt an, wie sich unser Engagement seit der Sitzung des Ausschusses für Vermögensaufteilung im Vormonat verändert hat: Zunahme, Abnahme oder keine Veränderung.