

Mit dem Winter kommt eine neue Welle



« Mit dem Wintereinbruch auf der Nordhalbkugel nehmen die COVID-19-Fälle wieder zu, und die Regierungen sehen sich zur Wiedereinführung einschränkender Maßnahmen veranlasst. Österreich hat erneut einen umfassenden Lockdown verhängt, und auch der deutsche Gesundheitsminister behauptete, dass ein neuer Lockdown in der größten Volkswirtschaft Europas angesichts der Entwicklung der COVID-19-Infektionen nicht auszuschließen sei. Inzwischen überdenken die Märkte mögliche ökonomische Konsequenzen, während die Inflation nach wie vor eine große Rolle spielt. »

Robin Hamro-Drotz *Head of Portfolio Management*

Makroökonomischer Ausblick

Nachdem sich die makroökonomischen Daten im Herbst etwas volatil gezeigt hatten, gibt es in den westlichen Volkswirtschaften wieder vermehrt positive wirtschaftliche Überraschungen.

USA: ein rundum positives Bild – Die USA sind derzeit zweifellos das makroökonomisch am besten aufgestellte Land. Die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe steht besser da als vor der COVID-19-Pandemie. Die Unternehmen bauen eilig ihre Lagerbestände aus, und die Einzelhandelsumsätze liegen 21 % über dem Niveau vom Februar 2020. Doch nach wie vor kommt die Industrieproduktion mit der Deckung der Nachfrage kaum hinterher. Bislang hatte der Inflationsdruck noch keine Bremswirkung auf den Konsum, nun beginnt er jedoch, auf die Stimmung zu drücken.

Europa: Das Eis wird dünner – Einige Wirtschaftsdaten der Eurozone haben sich ebenfalls aufgehellt. So übertrafen die letzten Einkaufsmanagerindizes die Konsensschätzungen, und zwar sowohl für den Gesamtindex des verarbeitenden Gewerbes (58,6) als auch für den Dienstleistungsindex (56,6). Auch das BIP für das dritte Quartal überraschte mit einem Wert von +2,2 % positiv. Hinter den Kulissen wurden die europäischen Unternehmen jedoch viel stärker von den steigenden Faktorkosten sowie Lieferengpässen

getroffen. Eine erneute COVID-19-Welle streut nur noch mehr Salz in diese Wunde.

China: ein beschwerlicher Weg – Das Land wurde durch die jüngste Verschlechterung der Wirtschaftsdaten hart getroffen; und auf kurze Sicht hat die chinesische Wirtschaft Schwierigkeiten, wieder in Schwung zu kommen. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe fiel im Oktober auf 49,2, während der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor auf 52,4 absank. Festverzinsliche Investitionen sind im Allgemeinen stabil, doch die schwachen Immobilienanlagen stellen für die nahe Zukunft einen Unsicherheitsfaktor dar. Wir rechnen 2022 mit einer expansiven Steuerpolitik, die (gemeinsam mit einem allmählichen Wiederanziehen des Konsums) für einen Konjunkturaufschwung sorgen und China wieder auf seinen normalen Wachstumskurs zurückführen dürfte.

Inflation

Der Preisdruck weitet sich aus und hält sowohl aufgrund der Angebots- als auch der Nachfragedynamik länger an. In den USA war die Inflationsrate im Oktober so hoch wie seit den frühen 1990er Jahren nicht mehr (Gesamtinflation +6,2 %, Kerninflation +4,6 %), während sie in der Eurozone ein 13-Jahreshoch erreichte (Gesamtinflation +4,1 %, Kerninflation +2,0 %). Die Zentralbanken gestehen allmählich ein, dass der

Preisdruck womöglich doch länger anhalten wird als ursprünglich erwartet, lassen jedoch noch keinen dringlichen Handlungsbedarf erkennen – insbesondere vor dem Winter, der sich als echte Nagelprobe für den Erfolg der Impfkampagnen erweisen wird.

Die Fed hat ihre Formulierung zur Inflation von „vorübergehend“ in „voraussichtlich vorübergehend“ geändert.“

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Inflation nach dem ersten Quartal 2022 auf ein besser beherrschbares Niveau zurückgehen wird, sobald die volatilen Energiepreise sinken und weitere Probleme in den Lieferketten beseitigt werden. Die Inflationstreiber beginnen sich jedoch auszuweiten und daher besteht das Risiko, dass sich der eigentlich als vorübergehend eingestufte Inflationsschub verfestigen könnte. In diesem Fall wären die Zentralbanken wahrscheinlich zu einer unerwartet schnellen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die das Wachstum gefährden würde.

ANLAGESTRATEGIE

Aktien

Wir halten an unserer Übergewichtung von Aktien fest, die weiterhin durch das überdurchschnittliche Wachstum und den Mangel an attraktiven Alternati-

Entdecken Sie unser gesamtes Spektrum an Investmenterkennnissen unter:

www.bilinvestmentinsights.com

ven unterstützt werden, da andere Anlageklassen (wie Geldmarktprodukte und festverzinsliche Anlagewerte) aufgrund der negativen Realzinsen uninteressant sind.

Bei der letzten Sitzung unseres Ausschusses für Vermögensaufteilung haben wir unsere Übergewichtung von US-Aktien erhöht, denn wir betrachten die USA als wirtschaftsstärkste Region. Die Gewinne steigen kräftig, da sich die höheren Faktorkosten noch nicht maßgeblich auf die Margen niederschlagen, und die Korrekturen sind noch positiv. Zudem wirkt sich die Steuerpolitik nach wie vor unterstützend aus: Das kürzlich verabschiedete Infrastrukturgesetz umfasst über eine Billion US-Dollar und die Debatte über ein neues Investitionspaket zur sozialen Absicherung ist noch nicht abgeschlossen. Auch unter dem Gesichtspunkt im Fall einer steigenden Risikoaversion sind die USA attraktiv (hier gibt es mehr qualitativ hochwertige Aktien, die sich in einem risikoaversen Umfeld tendenziell besser entwickeln).

Da es sich bei dieser Allokationsentscheidung nicht um eine Transaktion mit Währungsabsicherung handelte, erhöhte sich unser Engagement in US-Dollar entsprechend. Dies steht im Einklang mit unserer Einschätzung für den US-Dollar. Anfang des nächsten Jahres wird der geldpolitische Kurs der entscheidende Einflussfaktor für den US-Dollar sein, und eine restriktivere Geldpolitik der Fed (bei einer weiterhin relativ zurückhaltenden EZB) dürfte in Verbindung mit einem erhöhten Inflationsniveau Unterstützung bieten.

Gleichzeitig verringerten wir unser Engagement in europäischen Aktien, halten aber insgesamt an der Übergewichtung dieser Anlageklasse fest. Europa verzeichnete sehr hohe Gewinne für das dritte Quartal, wenn auch mit weniger positiven Überraschungen als in den USA, und die Region bietet eine Absicherung gegen höhere Inflationserwartungen und Zinsen, da dort traditionsgemäß Value-Titel vorherrschen. Allerdings hat sich die Delta-Variante in Europa zu einem größeren Risikofaktor entwickelt, da die Coro-

na-Fallzahlen erneut zunehmen. Zudem werden die Unternehmen immer noch durch Lieferkettenprobleme belastet (vor allem in der Automobilbranche). Die gedämpfte Stimmung im Fertigungssektor überträgt sich allmählich auch auf den Dienstleistungssektor.

im Hinblick auf den Anlagestil haben wir die relative Gewichtung von Value-Titeln innerhalb des US-Aktiensegments verringert. Wir vertreten nach wie vor die Meinung, dass der Value-Stil in diesem von höherer Inflation geprägten Umfeld eine gute Wahl ist. Dennoch halten wir einen ausgewogeneren Ansatz für sinnvoll, da es jederzeit zu plötzlichen Stilwechseln kommen kann und es in diesem Fall unangenehm ist, sich auf der falschen Seite wiederzufinden. Wir bleiben bei einer ausgewogenen Allokation über zyklische und defensive Sektoren hinweg und bevorzugen Gesundheits-, Industrie-, Energie- und Finanztitel.

Anleihen

Im Festzinssegment dürften die Zinsen angesichts der Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit COVID-19 kurzfristig innerhalb einer gewissen Spanne bleiben. Unseres Erachtens nach werden sie sich jedoch im Laufe des Jahres 2022 unweigerlich langsam nach oben bewegen. Daher sind wir auf diese Anlageklasse weitestgehend zurückhaltend, insbesondere was Staatsanleihen aus Industrieländern und die Duration betrifft. Anleger, die sehr genau hinsehen, können noch immer Gelegenheiten im Investment-Grade-Bereich finden. Da ein Großteil des Marktes angemessen bewertet ist, scheinen die Spreads an einem Tiefpunkt angelangt zu sein. Bei zinsempfindlichen Emittenten/Sektoren oder bei Unternehmen, die Gefahr laufen, Ziel von Fusions- und Übernahmeaktivitäten zu werden (man denke beispielsweise an das jüngste Angebot von KKR für Telecom Italia) könnten sie sich leicht weiten. Renditen müssen daher mittels Carry-Trades und einer selektiven Titelauswahl erzielt werden – besonders sprechen uns hierbei Finanzwerte an. Bei Hochzinsanleihen bieten sich ebenfalls einige Ge-

legenheiten, doch wir raten unseren Kunden, sich in Bezug auf das Kreditrisiko nicht zu übernehmen. Von besonderem Interesse ist das Bonitätssegment BB, denn dort gibt es zahlreiche Unternehmen, die kurz vor einem Wechsel ins Investment-Grade-Universum stehen. Diese „Aufsteiger“ werden in der Regel mit einem Preisanstieg belohnt.

Rohstoffe

Die Ölpreise sind vor Kurzem gefallen, was vor allem den erneuten Einschränkungen in Europa geschuldet ist, und einige Anleger befürchten, dass die Nachfrage versiegen könnte, falls sich die Lage verschlechtert. Darüber hinaus hat Präsident Biden angekündigt, 50 Millionen Barrel Öl aus den Notfallreserven freizugeben, um gegen die hohen Kraftstoffpreise vorzugehen. Die Wirkung solcher Maßnahmen hält selten lange an (in den USA wird diese Menge in rund 2,5 Tagen verbraucht), und die OPEC+ könnte eine geplante Aufstockung der Fördermengen hinauszögern, wodurch das einmalige Zusatzangebot wieder kompensiert würde. Alles in allem ist die Lage auf dem Ölmarkt infolge mangelnder Investitionen und der wachsenden Nachfrage immer noch sehr angespannt, was uns zu einer Übergewichtung veranlasst.

In einem von geldpolitischer Normalisierung, steigenden Zinsen und einem stärkeren US-Dollar geprägten Umfeld sind zurückhaltend was Gold angeht.

Fazit

Dies ist der letzte BILBoard-Newsletter, der 2021 erscheint – ein Jahr, welches uns zweistellige Erträge bei Aktienindizes und ein außergewöhnlich starkes Gewinnwachstum beschert hat. Zu Beginn des neuen Jahres halten wir an unserer Übergewichtung von Aktien fest, denn wir sind überzeugt, dass Gewinne auch weiterhin der wichtigste Ertragsfaktor bleibt. Somit werden Aktien eine solide, wenn vielleicht auch keine spektakuläre Wertentwicklung verzeichnen.

Anlagestrategie

22/11/2021

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.