

Inflation und Straffung der Geldpolitik rücken an den Märkten wieder in den Fokus



« Das zweite Quartal 2022 sollte den Höhepunkt der Inflation und die Auflösung der pandemiebedingten Lieferkettenprobleme mit sich bringen – so die bisherige Erwartung. Inzwischen ist klar, dass die Inflation nicht so bald wieder verschwinden wird, da der Konflikt in der Ukraine den Preisdruck verschärft. Trotz der neuen geopolitischen Risiken konzentrieren sich die wichtigsten Zentralbanken weiterhin auf die Bekämpfung der Teuerungsraten, die derzeit deutlich über dem Richtwert von 2 % liegt. »

Lieven De Witte *Head of Fixed Income Strategy, BIL*

Aus fundamentaler Sicht ist die Wirtschaft nach wie vor in guter Verfassung, und in allen wichtigen Regionen wird für 2022 weiterhin mit einem positiven Wachstum gerechnet. Der Unternehmenssektor entwickelte sich insgesamt positiv, wobei sich die Dienstleistungsbranche und die Industrieproduktion als widerstandsfähig erwiesen: Vor dem Hintergrund einer immer noch robusten Nachfrage wurden sie vor allem durch Angebotsengpässe beeinträchtigt. Der Inflationsschub hat sich bislang noch nicht wesentlich auf die Gewinnmargen der Unternehmen ausgewirkt, und mit Blick auf die Zukunft deuten die Aufwärtskorrekturen auf eine weiterhin solide Gewinnentwicklung in diesem Jahr hin.

Allerdings erhöht die anhaltende Krise in der Ukraine das Abwärtsrisiko für die Wirtschaft, da sie das Vertrauen erschüttert, die Inflation verstärkt und das Auftreten von „Schmetterlingseffekten“ (d. h. schwer vorhersehbare Auswirkungen) wahrscheinlicher macht. Angesichts der geografischen Nähe und seiner Abhängigkeit von russischer Energie ist Europa besonders anfällig für diese Risiken und die wirtschaftlichen Folgen des Krieges. Ein lang anhaltender Konflikt, der das Wachstum bremst, aber die Inflation anheizt, würde die Gefahr einer Stagflation auf dem Kontinent erhöhen.

Die Inflation ist aktuell das beherrschende Thema, unabhängig davon, auf welcher Seite des Atlantiks man sich befindet. Die US-Verbraucherpreis-inflation hat ein

40-Jahres-Hoch erreicht, was die Finanzministerin Janet Yellen als „äußerst besorgniserregend“ bezeichnete, da die Preissteigerungen die Amerikaner hart trafen und Geldsorgen auslösten. Während Maßnahmen auf US-Bundesebene noch auf sich warten lassen, haben sowohl von den Demokraten als auch von den Republikanern dominierte Staaten damit begonnen, zur Entlastung der Haushalte die Benzinsteuern auszusetzen. In Europa ist die Inflation so hoch wie nie zuvor und wird Schätzungen zufolge noch im März weiter auf rund 7 % steigen. In vielen EU-Ländern greifen die Regierungen ein, um die Krise der Lebenshaltungskosten (insbesondere der Energiekosten) für die Verbraucher abzumildern.

Die Zentralbanken stehen unter Druck, denn sie müssen verhindern, dass die Inflation außer Kontrolle gerät. In den USA hat die Fed ihren Zinserhöhungszyklus begonnen und ihre Rhetorik verschärft, wobei eine Reihe von Fed-Mitgliedern (darunter auch einige, die eher für eine gemäßigte Geldpolitik stehen) aggressivere Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation forderten. Die Märkte erwarten eine Zinsanhebung bei jeder verbleibenden Sitzung im Jahr 2022 (das entspricht einer Erhöhung um insgesamt 200 Bp. in diesem Jahr), eine Anhebung um 50 Bp. im Mai sowie Einzelheiten zur quantitativen Straffung im nächsten Protokoll des Offenmarktausschusses, das am 6. April veröffentlicht wird.

Die Europäische Zentralbank bewegt sich in die gleiche Richtung, wenn auch mit geringerem Tempo. Sie hat deutlich gemacht, dass sie trotz des Krieges, der direkt vor der Haustür der EU stattfindet, Maßnahmen zur Bekämpfung der steigenden Inflation ergreifen wird. Sie beendete ihr Pandemie-Notfallankaufprogramm und kündigte an, ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten bis zum Sommer auslaufen zu lassen, was die Voraussetzungen für mögliche Zinserhöhungen im späteren Jahresverlauf schafft. Der Markt geht davon aus, dass der Einlagensatz der EZB (aktuell -0,5 %) zum Jahresende bei null oder sogar leicht im Plus liegen wird, womit die seit acht Jahren andauernde Negativzinsperiode in Europa beendet wäre.

Die weltweite Straffung der Geldpolitik allein hätte bereits ein schwieriges Anlageumfeld geschaffen. In der aktuellen Situation sind Anleger darüber hinaus noch mit erhöhten geopolitischen Risiken und erneuten Spannungen in den Lieferketten konfrontiert. Während ein solches Szenario in der Vergangenheit vielleicht dazu verleitet hätte, in Barmittel oder die sichersten Anleihen zu flüchten, ist angesichts der ausufernden Inflation weder das eine noch das andere eine Option. Ein solches Umfeld bietet uns als professionellen Anlegern die Möglichkeit, unsere Fähigkeiten unter Beweis zu stellen. Wir bündeln daher unsere Energie mit Blick auf ein herausforderndes Jahr, in dem Agilität, Problemlösungskompetenz, Innovationskraft und fundiertes Wissen über verschiedene Anlageklassen noch wichtiger werden als bisher.

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

Unsere Portfolios sind heute so aufgestellt, dass sie von anhaltendem Wachstum, steigenden Zinsen und immer noch beträchtlichen Gewinnen profitieren können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass höhere Zinsen zum jetzigen Zeitpunkt zwar Gegenwind, aber keinen starken Rückgang für die Wirtschaftsdynamik und die Renditen am Aktienmarkt bedeuten.

Wir verstärken zudem unseren Fokus auf Anlage-themen, mit denen wir uns bereits seit einiger Zeit beschäftigen. Durch die Energiekrise rückt die Energiesicherheit in den Vordergrund. Eine größere Entschlossenheit in Europa, die Nutzung sauberer Energien voranzutreiben und die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen zu verringern, stützt unsere auf die Energie-wendende ausgerichteten Anlagethemen. Es bedarf einer umfassenden Energiewende, die nicht nur die Energie-versorgung (erneuerbare Energien), sondern auch die Bereiche Transport, Bauwesen und Industrie betrifft. Wir rechnen daher mit einer Welle von Entwicklungen im Bereich neuer Fertigungsverfahren, Automatisierung, KI und IoT sowie bei verschiedenen Ansätzen zur Energiespeicherung. Der langfristige Trend zugunsten dieser Segmente wird nach wie vor stark von fundamentalen Faktoren unterstützt. Wir setzen außerdem auch auf Cybersicherheit, deren Bedeutung weiter zunimmt.

Aktien

Unsere Übergewichtung von Aktien konzentriert sich auf die USA, da US-Unternehmen weniger stark durch die Krise in der Ukraine in Mitleidenschaft gezogen werden. In Europa, dessen Wirtschaft stärker durch den Krieg, die Sanktionen und die Energiekrise belastet wird, sind wir hingegen untergewichtet. Wir positionieren uns neutral gegenüber China (trotz attraktiver lang-fristiger Chancen und einer Vielzahl neuer staatlicher Stützungsmaßnahmen hält uns die epidemiologische Lage davon ab, übereilt zu handeln) und Japan (wo die Bewertungen attraktiv sind, aber die steigenden Input-kosten die Gewinnerwartungen belasten). Wir schätzen

die Schwellenländer negativ ein, da sie in der Regel unter einer restriktiveren Geldpolitik der Fed und einem stärkeren Dollar leiden.

Angesichts der aktuellen Volatilität und umfangreichen Rotationen sind wir stilneutral aufgestellt und verfügen über eine diversifizierte Branchenallokation mit Fokus auf: **Energie** (Hauptnutznießer der höheren Öl- und Gaspreise und ein Sektor mit starken Korrekturen), **Grundstoffe** (der Sektor bietet einen natürlichen Inflationsschutz, profitiert von den höheren Rohstoffpreisen und weist positive Korrekturen auf), das **Gesundheits-wesen** (ein Sektor, der seit langem stabile Gewinne in jedem wirtschaftlichen Umfeld erzielt, für den hohe Erträge prognostiziert werden und der den aktuellen Marktrisiken weniger ausgesetzt ist), **Technologie** (starke Berichtssaison und nach wie vor ein wichtiger Wachstumsmotor), **US-Finanzwerte** (profitieren von steigenden Inflationserwartungen und Zinsen) und **europäische Versorger** (als Absicherung gegen die aktuelle Unsicherheit in Europa).

Anleihen

Der Preisdruck lässt nicht nach, und nach der Flucht in die Sicherheit zu Beginn des Russland-Ukraine-Konflikts rückt die Inflationsangst wieder in den Mittelpunkt, was zu einem sprunghaften Anstieg der langfristigen Renditen führt (und zu einer massiven Verkaufswelle über fast alle Anleihemärkte hinweg; selbst japanische Staatsanleihen gaben nach, obwohl sich die BoJ dem globalen Straffungstrend widersetzt). Gleichzeitig bewegt sich das kurze Ende der US-Kurve aufgrund der Erwartung einer geldpolitischen Straffung nach oben, was eine Abflachung (und an einigen Stellen sogar eine Inversion) der Kurve zur Folge hat. In Europa hat das Auslaufen des PEPP in Kombination mit den deutlich verstärkten Inflationserwartungen für einen beträchtlichen Anstieg am langen Ende der Kurve gesorgt. Da eine erste Zinserhöhung der EZB immer wahrscheinlicher wird, dürfte sich die Kurve in Zukunft abflachen.

Das Anlageumfeld ist somit schwierig, weshalb wir beim Kreditrisiko neutral positioniert und in der Duration untergewichtet sind. Wir bevorzugen Instrumente mit kurzer Laufzeit sowie solche, die einen effektiven Puffer gegen steigende Zinsen bieten (insbesondere Hochzinsanleihen). Langfristige Investment-Grade-Unternehmensanleihen hoher Qualität sind unserer Einschätzung nach ebenfalls interessant, sofern das Durationsrisiko abgesichert ist.

Gegenüber Gold sind wir neutral eingestellt, denn steigende Realzinsen könnten den Aufwärtstrend aus unserer Sicht mittel- bis langfristig begrenzen.

Fazit

Während sich das Wachstum verlangsamt, profitieren die Finanzmärkte noch immer von der spektakulären Wirtschafts- und Gewinnerholung, die auf die Pandemie folgte. Wie lange dies anhält, hängt vor allem von den geopolitischen Entwicklungen und davon ab, ob es den Zentralbanken gelingt, ihre Unterstützung zurückzufahren, ohne für wirtschaftliche Turbulenzen zu sorgen.

Während ich von meiner Wohnung in der Nähe des Luxemburger Bahnhofs aus an einer Analyse für den Ausschuss für Vermögensaufteilung arbeitete, wurde ich durch Lärm von draußen gestört. Der gesamte Bahnhof wurde evakuiert, und ein Bombenentschärfungskommando rückte an, weil Bauarbeiter eine Bombe aus dem Zweiten Weltkrieg entdeckt hatten. Während ich das Geschehen aus der Ferne beobachtete, kam mir ein Gedanke: Jerome Powell verweist zwar auf Entwicklungen in den Jahren 1965, 1984 und 1994, als die Fed die überhitzte Konjunktur erfolgreich abbremsete, ohne einen starken Abschwung auszulösen. Doch angesichts der Kombination von Faktoren, mit denen die Zentralbanken aktuell konfrontiert sind (hohe Verschuldung, geopolitische Spannungen, Lieferengpässe, erneute Störungen in den Lieferketten usw.), werden sie genauso präzise und behutsam vorgehen müssen wie das Bombenentschärfungsteam, das ich beobachtete.

Anlagestrategie

28/03/2022

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.