

Ein holpriger Weg mit Lichtblicken



« Mittlerweile haben die meisten von uns den rasanten Preisanstieg zu spüren bekommen. Die Zentralbanken stehen zunehmend unter Druck, die Inflationsbefürchtungen abzufedern und zu verhindern, dass sie zur selbsterfüllenden Prophezeiung werden. Trotz des inflationären Umfelds (das schon lange vor dem Ausbruch des Konflikts in der Ukraine bestand) und der steigenden Zinsen wurden die Unternehmensmargen bisher noch nicht wesentlich in Mitleidenschaft gezogen. Die Analysten gehen derzeit davon aus, dass die laufende Berichtssaison für das erste Quartal die schwächste im Jahr 2022 sein wird. Insofern wurden die Erwartungen auf beiden Seiten des Atlantiks bisher übertroffen. »

Lars Naur Mogeltoft *Head of Equity Strategy*

Viele Ökonomen rechneten für 2022 mit einem starken Wirtschaftswachstum. Es wurde erwartet, dass eine Auflösung der Lieferkettenprobleme es den Unternehmen ermöglichen würde, die aufgestaute Nachfrage der Verbraucher, die ungewöhnlich viel angespart hatten, zu befriedigen. Allein die Aussicht darauf ließ die Börsen auf neue Höchststände klettern, und die Liquiditätsflut der Notenbanken sorgte für Zuflüsse in alle möglichen Vermögenswerte (darunter Meme-Aktien, NFTs und SPACs). Dies war wohl auch ein Grund dafür, dass die diesjährige Met Gala in New York unter dem Motto „Gilded Glamour“ stand – eine Hommage an die Ära des Wohlstands, der Industrialisierung und des Wachstums zwischen 1870 und 1890.

Doch während die Gewinnmargen der Unternehmen nach wie vor üppig sind, könnte die Inflation der Wachstumsparty ein jähes Ende setzen. Das Verbrauchervertrauen hat sich bereits deutlich eingetrübt; viele Haushalte achten inzwischen stärker auf ihre Ausgaben. So ist es ein Zeichen der Zeit, dass die Met Gala wegen der Wahl des Themas in der Kritik steht. Ihr wird mangelnde Sensibilität gegenüber der sich verschärfenden Inflation vorgeworfen, mit der die Privathaushalte konfrontiert sind.

Die Währungshüter indes waren davon ausgegangen, dass die Teuerung nur ein vorübergehendes Phänomen sei, und müssen nun, da sie sich als hartnäckig erwiesen

hat, entschiedene Gegenmaßnahmen ergreifen. Dies gilt insbesondere für die USA, wo die Inflation strukturelle Bereiche wie die Wohnimmobilien und Löhne erfasst hat, die durch den starken Arbeitsmarkt beflügelt werden. Im März wurden rekordverdächtige 11,5 Millionen neue Stellen geschaffen, was zwei neue Stellen pro Arbeitsloser entspricht. Daher ist es umso dringlicher, dass die Notenbanken Maßnahmen zur Eindämmung der Inflation ergreifen. Für die Fed ist 50 das neue 25. Nachdem die US-Notenbank im März eine Zinserhöhung um 25 Bp. angekündigt hatte, nahm sie im Mai eine erste Anhebung um 50 Bp. vor und wies darauf hin, dass weitere Erhöhungen in dieser Größenordnung auf den nächsten beiden Sitzungen möglich seien. Die Märkte erwarten, dass die Fed Funds Rate am Jahresende bei etwa 2,8 % liegen wird.

In Europa ist die EZB mit einer etwas anderen Herausforderung konfrontiert. Wie Christine Lagarde kürzlich unterstrich, ist die Gesamtinflation zu etwa 50 % auf höhere Energiekosten zurückzuführen (auf die die Zentralbank wenig Einfluss hat). Angesichts der Bedeutung Russlands für die Energieversorgung werden die Probleme im Hinblick darauf wahrscheinlich noch eine Weile anhalten, und obwohl definitiv noch Potenzial für einen weiteren Inflationsanstieg besteht, gibt es erste Anzeichen dafür, dass die Teuerung ihren Höhepunkt erreicht. Deshalb verfolgt die EZB einen vorsichtigeren Kurs. Sie kündigt an, dass die Anleihekäufe im dritten Quartal

enden und „einige Zeit danach“ Zinserhöhungen folgen werden. Der Einlagensatz werde bis zum Jahresende bei null oder sogar im positiven Bereich liegen. Die Märkte preisen fast neun Zinserhöhungen bis Ende 2023 (auf 1,5 %) ein. Das ist recht aggressiv, wobei die Märkte offenbar die von der Fed signalisierte Dringlichkeit auf andere Zentralbanken übertragen.

In Bezug auf die aggressive Einpreisung restriktiver Zentralbankmaßnahmen könnte bald ein Höhepunkt erreicht sein, und lokale Faktoren dürften für die Zentralbanken der Industrieländer an Bedeutung gewinnen, was zu einer idiosynkratischen Normalisierung der Geldpolitik führt.

Die alles entscheidende Frage ist, ob es den Notenbanken gelingt, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, ohne die Geldpolitik so stark straffen zu müssen, dass dies das Wachstum abwürgt.

Konsequenzen für Anlagen

Die bevorstehende Aufgabe der Zentralbanken verkompliziert zweifellos das Anlageumfeld. Jahrzehntelang verließen sich die Märkte darauf, dass die Fed die Vermögenspreise bei einer Verschlechterung der Bedingungen durch Zinssenkungen und Anleihekäufe stützen würde. Für Anleger zahlte es sich daher stets aus, bei Kursrücksetzern zu kaufen. Im Jahr 2022 könnte ein

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

kleiner Lichtblick darin bestehen, dass dieser sogenannte „Fed-Put“ möglicherweise – bis zu einem gewissen Grad – durch einen „CFO-Put“ ersetzt wird. Das heißt: Geplante Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen von Unternehmen mit hohen Barbeständen könnten die Bewertungen stützen, selbst wenn sich die Zentralbanken zurückziehen.

Wie die laufende Berichtssaison zeigt, sind die Unternehmensgewinne nach wie vor solide. Bisher wurden sie nur minimal durch die steigenden Zinsen und die Inflation in Mitleidenschaft gezogen, da die Unternehmen über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen. Die Analysten gehen davon aus, dass die laufende Gewinnsaison die schwächste des Jahres sein wird. Im weiteren Verlauf rechnen sie mit einer Beschleunigung und erwarten, dass die Gewinnmargen im dritten Quartal wieder Spitzenwerte erreichen. Zwar wird allgemein davon ausgegangen, dass die Inflation etwa Mitte des Jahres ihren Höhepunkt erreicht. Diese Prognose erscheint jedoch aggressiv (insbesondere im Falle Europas mit Blick auf den anhaltenden Konflikt vor der Haustür), sodass mit Abwärtskorrekturen zu rechnen ist. Die Aktienmärkte könnten jedoch zulegen, sofern eine Gewinnrezession vermieden wird, was unser Basisszenario ist.

Obwohl die Risiken für das Wachstum zunehmen, könnten sich die Märkte in den nächsten zwölf Monaten durchaus positiv entwickeln. Daher halten wir an unserer Übergewichtung von Aktien fest. An unserer regionalen Aktionallokation haben wir keine Änderungen vorgenommen, da die USA aus unserer Sicht nach wie vor am besten aufgestellt sind. Auf Sektorebene bleiben wir in den spätzyklischen Branchen Energie und Grundstoffe engagiert. Mit dem Fortschreiten des Konjunkturzyklus werden defensive Titel voraussichtlich an Wert gewinnen, und hier sind wir bereits im Gesundheitswesen und in europäischen Versorgern investiert. Wir behalten unsere Übergewichtung von US-Finanzwerten bei. Da die Fed offenbar bereit ist, aggressiver

gegen die Inflation vorzugehen, nähert sich die Zeit der ultraniedrigen Zinsen, die die Bankbilanzen seit Jahren belasten, ihrem Ende. Unsere Übergewichtung des IT-Sektors haben wir unverändert beibehalten: Zwar ist der Sektor in einem Umfeld steigender Zinsen stark unter Druck geraten, der Großteil der Zinserhöhungen ist jedoch aus unserer Sicht mittlerweile in den Kursen berücksichtigt. Der IT-Sektor zeichnet sich insgesamt durch Qualitätsunternehmen, starke Cashflows, ein robustes Gewinnwachstum und gesunde Bilanzen aus.

Am Anleihemarkt findet die größte Verkaufswelle seit mehr als 30 Jahren statt. Grund hierfür sind die überraschend hohe Inflation und die Befürchtung einer schnelleren Normalisierung der Geldpolitik. Angesichts extrem niedriger Renditen boten die Kupons kaum bzw. überhaupt keinen Puffer, als die Zinsen in die Höhe schossen und sich die Kreditspreads ausweiteten. Für Euro-Anleger führte dies dazu, dass „sicherere“ Staatsanleihen schlechter abschnitten als Investment-Grade-Anleihen, die sich wiederum schlechter entwickelten als Hochzinsanleihen. Darüber hinaus fiel die Verkaufswelle bei Anleihen mit der Verkaufswelle an den Aktienmärkten zusammen, was äußerst selten vorkommt. Dies hatte zur Folge, dass selbst eine gute Diversifizierung des Portfolios den Rückschlag nicht ausgleichen konnte.

Zwar waren die Rückgänge massiv, doch ein Hoffnungsschimmer liegt in der Möglichkeit, dass Anleger endlich wieder höhere Renditen mit Anleihen erzielen können, da Unternehmensanleihen mit negativen Renditen (vorerst) der Vergangenheit angehören. Bei auf Euro lautenden Investment-Grade-Anleihen beispielsweise liegt die durchschnittliche Rendite jetzt bei 2,1 %, gegenüber mageren 0,5 % zu Beginn des Jahres.

Wir bleiben in Hochzins- und Investment-Grade-Anleihen übergewichtet. Der Ausschuss stockte die Positionen in Investment-Grade-Titeln auf, indem er von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern in kurzfristige festverzinsliche Investment-Grade-Unter-

nehmensanleihen aus den USA umschichtete. Die Schwellenländer spüren die Auswirkungen des Konflikts in der Ukraine durch steigende Preise für harte und weiche Rohstoffe, und wenn die US-Realrenditen steigen, während die Fed den Fuß auf der Bremse hat, belastet dies in der Regel die Performance von Schwellenländeranleihen. Durch die Umschichtung in kurzfristige festverzinsliche Investment-Grade-Unternehmensanleihen aus den USA können wir die potenzielle Volatilität reduzieren und gleichzeitig eine attraktive Rendite (derzeit rund 3,3 %) erzielen. Auch dieses Segment profitiert davon, dass die meisten Zentralbankmaßnahmen bereits eingepreist sind, und wie Moody's ausführt: „Allmähliche Zinsanhebungen erhöhen zwar die Kreditkosten für Unternehmen, müssen sich aber nicht unbedingt negativ auf die Kredit-Fundamentaldaten auswirken, sofern es nicht zu einem wirtschaftlichen Schock kommt.“

Hohe Inflationsraten und eine restriktivere Geldpolitik der Fed dürften mittelfristig zu einer schwächeren Nachfrage nach Goldanlagen führen. Als Diversifikationsmöglichkeit und Wertspeicher bleibt Gold jedoch attraktiv.

Fazit

Da die unsichtbare Hand der Zentralbanken zurückgezogen wird und die Inflation hoch bleibt, steht uns ein holpriger Weg bevor, und die Renditen werden wahrscheinlich weniger spektakulär ausfallen als in der Vergangenheit. Die robuste Nachfrage, die gute finanzielle Situation der Verbraucher, gesunde Unternehmensbilanzen und steigende Gewinne sind jedoch positive Faktoren, die dies abfedern dürften. In turbulenten Zeiten sollte man daran denken, dass der Anlagezeitraum wichtiger ist als der Einstiegszeitpunkt, wenn es darum geht, langfristig Kapitalgewinne zu erzielen. Zwar erfordert das aktuelle Marktumfeld einiges an Geduld. Doch wer Barmittel hält, kann sich sicher sein, dass er an Kaufkraft verliert, ohne die Chance auf eine Aufwärtsbewegung zu haben.

Anlagestrategie

28/04/2022

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 mit Skepsis (-), neutral (N) oder positiv beurteilen (+).

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