

Auf halber Strecke



« Die erste Hälfte eines turbulenten Jahres an den Finanzmärkten liegt hinter uns. In diesem Zusammenhang kommt mir der Song „Living on a Prayer“ von Bon Jovi in den Sinn, in dem es darum geht, die Hälfte der Wegstrecke hinter sich zu haben und nur noch beten zu können. In diesen Tagen dreht sich das Gebet darum, dass den Zentralbanken bei der Straffung der Geldpolitik eine sanfte Landung gelingen möge. Doch das ist schon in einem freundlichen Umfeld schwierig. Heute sind die Zentralbanken mit einer Inflation, die auf dem höchsten Stand seit Jahrzehnten liegt, einem militärischen Konflikt in Europa sowie Risiken für die Versorgung mit wichtigen Rohstoffen wie Gas und Öl konfrontiert. Ein Hoffnungsschimmer: Viele Unternehmen und Banken starteten gut kapitalisiert in den Straffungszyklus, und die starken Arbeitsmärkte haben die Konsumausgaben bisher gestützt. »

Robin Hamro-Drotz *Head of Portfolio Management*

Während sich das Wirtschaftswachstum weiterhin als robust erweist, werden die Schätzungen nach unten korrigiert. Laut den Prognosen des IWF wird das globale Wachstum von 6,1 % im Jahr 2021 auf 3,6 % in den Jahren 2022 und 2023 sinken. Das sind 0,8 bzw. 0,2 Prozentpunkte weniger als in seiner Prognose vom Januar für 2022 und 2023. Angesichts des rückläufigen Wachstums nehmen die Rezessionssorgen zu. Zwar deuten die von uns verfolgten Indikatoren nicht auf eine unmittelbar bevorstehende Rezession hin. Sie legen jedoch eine weitere Verschlechterung der Makrodaten und ein höheres Rezessionsrisiko in den nächsten 6 bis 18 Monaten nahe, insbesondere in Europa.

Die US-Wirtschaft ist aus unserer Sicht am stärksten, und die Ende Mai veröffentlichten Daten waren vielversprechend. So übertraf etwa die ISM-Umfrage mit 56,1 die Erwartungen (54,5), was trotz Engpässen und Lieferkettenunterbrechungen auf eine anhaltende Expansion der Industrieproduktion hindeutet. Unterdessen stiegen die Konsumausgaben im Monatsvergleich um robuste 0,9 %, während die Zahlen für März von 1,1 % auf 1,4 % nach oben korrigiert wurden. Die um Preiserhöhungen bereinigten realen Ausgaben stiegen ebenfalls um solide 0,7 % im Vergleich zum Vormonat, und die zugrunde liegenden Daten lassen vermuten, dass die US-Verbraucher weiterhin bereit sind, für Ausgaben auf ihre Ersparnisse zurückzugreifen, wobei der starke Arbeitsmarkt für Unterstützung sorgt.

Für weiterhin hohe Konsumausgaben ist die Einschätzung des Arbeitsmarktes wichtig. Deshalb muss genau beobachtet werden, ob veröffentlichte Daten auf eine mögliche Abkühlung des

Arbeitsmarktes hindeuten, und wenn ja, in welchem Ausmaß. Auch der jüngste JOLTS-Bericht bestätigte die anhaltend starke Nachfrage nach Arbeitskräften. Die Einstellungen pro offener Stelle haben ein Rekordtief erreicht, der Nettoanteil derjenigen, die das Angebot an Arbeitsplätzen als „reichlich“ einschätzten, ist jedoch auf den niedrigsten Stand seit Mai 2021 gefallen.

Die Aussichten Europas sind dagegen deutlich ungünstiger, da die Region stärker durch den Konflikt in der Ukraine und die Auswirkungen der Sanktionen in Mitleidenschaft gezogen wird – insbesondere angesichts der Abhängigkeit von russischem Öl und Gas. Bei den makroökonomischen Überraschungen ist bereits ein Negativtrend erkennbar, da Unternehmen in Europa erneut mit Lieferkettenproblemen zu kämpfen haben, während sich die europäischen Privathaushalte angesichts sinkender realer verfügbarer Einkommen mit Käufen zurückhalten. Das Verbrauchervertrauen liegt mit -21,1 im negativen Bereich und deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt.

Die Inflation ist auf beiden Seiten des Atlantiks immer noch äußerst hoch. In den USA lag der Verbraucherpreisindex im Mai mit 8,6 % auf einem Vier-Dekaden-Hoch. In der Eurozone stiegen die Preise im Mai um 0,8 % gegenüber dem Vormonat (von 0,6 % im April) auf 8,1 % im Jahresvergleich – ein neues Allzeithoch. Die Kernrate kletterte von 3,5 % auf 3,8 % gegenüber dem Vorjahr, und obwohl die Inflation in der Eurozone hauptsächlich auf den Anstieg der Energiepreise zurückzuführen ist, zeigt sich bei genauerer Betrachtung, dass in fast allen Unterkategorien neue Höchststände verzeichnet wurden.

Die Fed hält an ihrem Kurs fest und stemmt sich gegen die Inflation. Jerome Powell bestätigte Anhebungen um jeweils 50 Bp. im Juni und Juli, und im Juni beginnt die Fed offiziell mit der Reduzierung ihrer Bilanzsumme um monatlich zunächst 47,5 Mrd. US-Dollar und ab September um 95 Mrd. US-Dollar. Dies wurde klar kommuniziert, sodass der tatsächliche Beginn des Programms keine Turbulenzen an den Märkten auslösen dürfte.

Die EZB scheint nun endlich ebenfalls mit der geldpolitischen Straffung zu beginnen. Sie kündigte das Ende der Nettoanleihekäufe Anfang des dritten Quartals an, was eine Zinserhöhung auf der Juli-Sitzung im Einklang mit ihrer Forward Guidance ermöglichen würde. Laut Christine Lagarde ist die EZB in der Lage, die negativen Zinsen im dritten Quartal zu beenden, was Zinserhöhungen von jeweils 25 Bp. auf den Sitzungen im Juli und September impliziert.

Anlageperspektiven

Da sich die Wachstumsaussichten verschlechtert haben, nehmen wir zu Beginn der zweiten Jahreshälfte eine vorsichtiger, neutrale Haltung gegenüber Aktien ein. Vielleicht fragen sich einige, warum wir sie nicht untergewichten. Der Grund: Es ist keineswegs sicher, dass es zu einer globalen Rezession kommt. Falls eine solche Entwicklung und eine Gewinnrezession vermieden werden können, dürften sich die Aktienkurse erholen. Die Märkte haben ein äußerst negatives Szenario vorweggenommen, sodass eine relative Betrachtung vorzunehmen ist. Die Wirtschaftsdaten oder die Nachrichten über die geldpoli-

Entdecken Sie unser gesamtes Spektrum an Investment- erkenntnissen unter: www.bilinvestmentinsights.com

sche Straffung der Zentralbanken müssen nicht unbedingt gut, sondern lediglich besser als die pessimistischen Erwartungen sein, damit Risikoanlagen Auftrieb erhalten. Außerdem dürften die Gewinne der Unternehmen nach Ansicht der Analysten im gesamten Jahresverlauf 2022 hoch bleiben.

Um zu einer neutralen Gewichtung von Aktien zu gelangen, haben wir die Regionen stärker untergewichtet, in denen wir die größten Risiken sehen, und zwar Europa und die Schwellenländer (ohne China). In den Schwellenländern haben sich die Wachstumsaussichten abgeschwächt. Grund hierfür sind eine hohe Inflation, höhere US-Realzinsen und die Omikron-Variante, die Asien belastet, da sich viele Regionen im Lockdown befinden. Wir bevorzugen die USA, die nach wie vor solide Makrodaten aufweisen und von einer Flucht in Sicherheitswerte profitieren – zumal sich der Konflikt in der Ukraine kaum auf die US-Wirtschaft auswirkt.

Wir sind über alle Sektoren breit diversifiziert, wobei wir spätykliche Sektoren wie Energie und Grundstoffe sowie eher defensive Sektoren wie europäische Versorger und das Gesundheitswesen übergewichten. Da eine aggressive Straffung der Geldpolitik der Zentralbanken bereits in den Kursen berücksichtigt ist, halten wir an unserer Übergewichtung des IT-Sektors fest. Wir entschieden uns dazu, unser Engagement in US-Finanzwerten zu reduzieren, weil wir davon ausgehen, dass die Erwartungen in Bezug auf die Inflation, Zinserhöhungen und eine restriktive Geldpolitik der Fed ihren Höhepunkt erreicht haben. Angesichts der Verlangsamung des Wachstums dürfte die US-Renditekurve relativ flach bleiben (denn Wachstumssorgen belasten die längerfristigen Renditen), was in der Regel nicht gut für die Margen in diesem Sektor ist.

Im Bereich der festverzinslichen Anlagen übernehmen Staatsanleihen wieder die Rolle als sicherer Hafen. Diese Entwicklung ist Ausdruck davon, dass nun die Wachstumssorgen im Vordergrund stehen, nachdem sich der Fokus der Marktteilnehmer zuvor auf die voraussichtliche Straffung durch die Zentralbanken gerichtet hatte.

Wir sind beim Kreditrisiko neutral positioniert und haben unsere Untergewichtung der Duration reduziert. Dazu verringerten wir unsere Allokation in kurzfristigen US-Investment-

Grade-Unternehmensanleihen zugunsten von US-Treasuries. Dies sorgt für eine gewisse Absicherung der Portfolios und ermöglicht es uns, von den höheren Renditen nach dem Ausverkauf im ersten Halbjahr 2022 zu profitieren.

Damit bleiben wir auch in Investment-Grade-Unternehmensanleihen untergewichtet. Bei dieser Anlageklasse könnten Anleger mit höherer Volatilität und geringerer Liquidität konfrontiert sein, wenn die Fed ihre Bilanz abbaut und sich die EZB allmählich aus dem Markt zurückzieht. Die gute Nachricht ist, dass die Unternehmen zu Beginn dieses Straffungszyklus finanziell in guter Verfassung sind (die Nettoverschuldung in den USA und Europa ist so niedrig wie seit 2017 nicht mehr). Vom aktuellen Niveau aus ist eine weitere leichte Spread-Ausweitung möglich, doch für rendite- und ertragsorientierte Anleger besteht durchaus Wertpotenzial.

Wir behalten unsere Übergewichtung von Hochzinsanleihen bei. Auch wenn die Stressphasen zunehmen dürften, bieten die soliden Fundamentaldaten der Unternehmen einen Puffer, und ein starker Anstieg der realisierten Ausfälle ist kurzfristig unwahrscheinlich. In den USA stehen Titel mit niedrigeren Ratings eindeutig unter Druck, wobei die Performanceunterschiede innerhalb des High-Yield-Segments zunehmen, da die Liquiditäts-, Größen- und Qualitätsprämien steigen. Wir bevorzugen langfristige Anleihen mit BB-Rating gegenüber Titeln mit CCC-Rating, die zuletzt hinter dem Markt zurückgeblieben sind.

Im Währungsbereich gingen wir von einer positiven zu einer neutralen Haltung gegenüber dem US-Dollar über. Im ersten Halbjahr 2022 gab es hohe Zuflüsse in den US-Dollar, was zu einer Überbewertung geführt hat. Die Verschlechterung der US-Handelsbilanz und die straffere EZB-Geldpolitik könnten den Dollar deutlich belasten. Unsere Einschätzung des Pfund Sterling haben wir auf negativ herabgestuft. Denn das Verbrauchervertrauen in Großbritannien ist schwach und die Bank of England ist mittlerweile zurückhaltender, was Zinserhöhungen betrifft.

Gegenüber Gold sind wir neutral eingestellt. Der Preis des gelben Metalls könnte aus unserer Sicht kurzfristig unter dem Schuldenabbau auf Seiten der Anleger und den höheren Realrenditen

sicherer Staatsanleihen leiden. Langfristig bleibt Gold jedoch als Diversifikationsmöglichkeit und Wertspeicher attraktiv.

Das Jahr 2022 hat bisher die größte Outperformance von Rohstoffen seit Beginn der Datenerfassung im Jahr 1960 gebracht. Dies ist auf den beispiellosen Angebotsschock infolge des Russland-Ukraine-Kriegs zurückzuführen. Die Auswirkungen auf die internationalen Energiemärkte sind angesichts der Stellung Russlands als wichtiger Produzent enorm. Aller Voraussicht nach werden die Defizite auf dem Ölmarkt anhalten, auch wenn sie durch die Freigabe strategischer Reserven, Produktionssteigerungen der OPEC+ und ein schwächeres Nachfragewachstum gemildert werden. Wir setzen auf höhere Ölpreise, indem wir den Energiesektor in unserer Aktienallokation übergewichten, während wir Öl als Rohstoff weiter neutral gewichten.

Fazit

2022 ist das Jahr, in dem die Zentralbanken eine der schwierigsten Straffungskampagnen aller Zeiten durchführen müssen. Die ultralockere Geldpolitik, die als Reaktion auf die Pandemie eingeführt wurde und die Märkte auf immer neue Allzeithochs trieb, wird nun beendet und was bleibt, ist die Katerstimmung. Das erinnert an einen weiteren Song von Bon Jovi:

*I would drink of your river, it would always get me high
What was once my salvation, now tastes like bitter wine*

Mit der Straffung der Geldpolitik und der finanziellen Bedingungen werden die Abwärtsrisiken für das Wachstum weiter zunehmen. Der anhaltende Konflikt in der Ukraine, bei dem keine Anzeichen einer Entspannung zu erkennen sind, kommt erschwerend hinzu.

Es bleibt abzuwarten, ob den Zentralbanken unter diesen schwierigen Bedingungen eine sanfte Landung gelingt – also ob sie die Inflation dämpfen können, ohne das Wachstum abzuwürgen. In der Zwischenzeit empfehlen wir Anlegern, an einer defensiven Ausrichtung und einem diversifizierten Portfolio festzuhalten, geduldig zu bleiben und sich auf ihre langfristigen Anlageziele sowie auf langfristige Anlagethemen zu konzentrieren, die über die kurzfristigen Schwankungen des Zyklus hinausgehen, wie Digitalisierung und nachhaltiger Wandel.

Anlagestrategie

30/05/2022

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.