

Op hallwem Wee



« Mir hunn d'Mëtt erreecht vun deem, bis elo, turbulente Joer op de Finanzmäert. Et erënnert un d'Lidd vum Bon Jovi, wou et dorëm geet, um hallwe Wee ze sinn a vum Gebiet ze liewen – d'Gebiet bezitt sech an dësem Fall op d'Bieden, datt d'Zentralbanken eng duuss Landung kënnen arrangéieren, wa si d'Geldpolitik straffen. Mee dat ass esouguer a beschten Zäiten eng kniwweleg Aufgab. Haut kämpfen d'Zentralbanke mat enger Inflatoun, wéi et se scho Joerzénge um europäesche Kontinent net méi gouf a mat de Risike bei der Versuergung mat kruziale Rostofferr ewéi Gas a Pétrol. Déi positiv Säit dervun ass, datt d'Entreprise an d'Banke gutt kapitaliséiert an dëse Straffungszyklus eragaange sinn a staark Aarbechtsmäert bis elo d'Kafkraaft ënnerstëtzt hunn. »

Robin Hamro-Drotz *Head of Portfolio Management*

D'Ekonomieën doen sech nach ëmmer schwéier mam Wuesstem, wat d'Projektiounen no ënne korrigéiert. Der Virausso vum IMF no, verklengert sech de Wuesstem vu 6,1 % 2021 op 3,6 % 2022 an 2023. Dat ass jeeeweils 0,8 an 0,2 Prozentpunkte manner fir 2022 resp. 2023 ewéi d'Viraussoen am Januar. Während de Wuesstem ofkléngt, ginn d'Stëmme, déi vu Rezessioun schwätzen, méi haart. D'Indicateuren, déi mir verfollegen, weisen zwar net dorop hin, datt dat onmëttelbar ze erwaarden ass. D'Zuelen deiten op eng weider Verschlechterung vun de Makrodaten an en héije Rezessionsrisiko iwwer déi nächst 6-18 Méint, an dat besonnesch an Europa, hin.

Déi gréisst wirtschaftlech Stärkt läit an den USA an d'Daten, déi Enn Mee verëffentlecht goufen, hunn e berouegend Bild gewisen. D'ISM-Enquête, zum Beispill, huet d'Erwaardungen zu 56,1, géintwärtig 54,5, iwwertraff, wat op eng aktuell Expansioun bei der Fabrikproduktioun, trotz Mangel a Stéierung bei de Liwwerketten, hiweist. An der Tëschenzäit sinn d'Konsumausgaben ëm 0,9 % de Mount geklommen an d'Zuele konnten am Mäerz vun 1,1 % op 1,4 % korrigéiert ginn. D'Realausgaben, ëm Präisverännerunge berengegt, sinn och ëm zolidd 0,7 % de Mount geklommen. D'Dategrundlag deit dorop hin, datt d'US-Verbraucher, encouragéiert duerch de staarken Aarbechtsmaart, nach ëmmer bereet sinn hir Erspuernesser ze benotzen, fir weider Ausgaben ze maachen.

Fir datt d'Konsumausgabe weider fléissen, sinn d'Meenungen iwwer den Zoustand vum Aarbechtsmaart wichteg. Dofir mussen d'Daten opmierksam no Zeechen ënnersicht ginn, déi

dorop hiweise kënten, datt den Aarbechtsmaart kéint ofkillen, an a wéi engem Ausmooss! wann dat de Fall wier. Déi rezente JOLTS-Daten hu weider Bestätegung fir déi aktuell staark Demande no Aarbechtskräfte geliewert: d'Relatioun tëschen der Zuel vun den Astellungen pro fräi Plaz louch esou déif ewéi nach ni, allerdéngs ass d'Zuel vun de Leit, déi soen, datt et "räichlech" Plaze géife ginn, um déifste Punkt zënter Mee 2021.

D'Prognose fir Europa si wäit aus manner gutt, well de Kontinent méi dem Konflikt an der Ukrain an den Auswierkunge vun de Sanktiounen ausgesat ass – besonnesch wat d'Ofhängegkeet vu russischem Ueleg a Gas ubelaangt. D'Makro-Iwwerratschunge goufe schonn no ënne korrigéiert, well déi europäesch Entreprise erëm vu Liwwerketteprobleemer betraff sinn a well déi europäesch Menagen, wéinst der Baisse vun de real verfügbare Revenuen, méi zécken, Neies ze kafen. D'Vertraue vun de Verbraucher ass am Negativberäich bei -21,1, wäit ënner der laangfristeger Moyenne.

Op béide Säite vum Atlantik ass d'Inflatoun nach ëmmer brandaktuell. Obwuel se op engem Niveau ass, dee se zënter den 80er Joren net méi erreecht huet, ginn et an den USA fräi Unzeechen, datt den Héichpunkt erreecht ass (mat 8,3 % am Abrëll, erof vun 8,5 % am Mäerz), mee an Europa ass bis elo keen Enn ofzegesinn. Präisser an der Eurozon sinn ëm 0,8 % iwwer de Mee (vun 0,6 % iwwer de Mount am Abrëll) op 8,1 % iwwer d'Joer geklomme – en neie Rekord. De Core PPI ass op 3,8 % (vun 3,5 %) iwwer d'Joer geklommen, well an der Eurozon d'Inflatoun haaptsächlech duerch Haussé bei den Energiepräis-

ser ugedriwwen ass, mee wann een den Detail kuckt, gesäit een datt bal all Kategorien nei Héichten erreecht hunn.

D'Fed bleift bei hirer Linn an hëlt d'Inflatoun bei den Haren, andeem de Powell Erhéijungen ëm 50 Basispunkten esouwuel fir Juni ewéi och fir Juli bestätegt huet, wat och den offizielle Start vun der Fed hirem Bilanzofbau am Rhythmus vun \$ 47,5 Milliarden de Mount, mat enger Erhéijung op \$ 95 Milliarden am September, agelaut huet. Wéi am Virus kloer kommunizéiert gouf, sollt den tatsächleche Programmstart d'Mäert net stéieren.

D'EZB schéngt sech endlech och eng Prise vun dëser Aggressivitéit geholl ze hunn, an huet d'Enn vun hiren Netto-Obligatiounskeef am Q3 annoncéiert, wat, entsprechend der Forward guidance, eng Zënserhéijung bei der Juli-Reunioun erméiglecht. Der Madamm Lagarde no, ass d'EZB an enger Positioun fir aus den Negativzënssätz um Enn vum Q3 erauszekommen, wat Zënserhéijunge vu 25 Bp op béide Reuniounen am Juli an am September undeit.

Previsiounen fir Investissementer

Duerch déi manner virdeelhaft Wuesstemsprevisiounen, gi mir mat engem méi virsiichtegen, bei den Aktien neutrale Positionnement an déi zweet Hallschecht vum Joer eran. Verschiedener froen sech sécher, firwat mir net ganz op Ënnergewicht ginn. De Grond ass, datt eng weltwäit Rezessioun nach ëmmer alles anscht ewéi sécher ass. A wann dës och ka vermidde ginn an

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

d'Gewënner vun den Entreprises stabil bleiwen, sollt d'ëst zu enger Erholung bei den Aktie féieren. D'Mäert hu fir d'Zukunft zimmlech d'äuschte Aussichte gemoolt – alles gëtt relativéiert. Wirtschaftlech Daten oder Neigkeeten iwwert der Zentralbank hire Straffungscours mussen net onbedéngt gutt sinn – se brauchen nëmme besser ewéi eng pessimistesche Erwaardung ze sinn an eng gewëss Entlaaschtung fir Risikoassets ze bidden. Gläichzäiteg maachen d'Entreprises awer nach ëmmer zolidd Gewënn an d'Analysten erwaarden, dass dat iwwer d'Joer 2022 esou weidergeet.

Fir bei den Aktien op eng neutral Positioun ze kommen, hu mir eist Ënnergewicht weider bei Regiounen, wou mir de gréisste Risiko erkennen, nämlech an Europa an an de Schwellelänner (mat Ausnam vu China), vergréissert. China bléckt enger méi schwächer Wuesstemperspektiv entgéint, wéinst héijer Inflatioun, méi héijen US-Realzënsen an der Omikronvariant, déi eng Belaaschtung fir ganz Asie war, mat ville Regiounen am Lockdown. Mir hunn eng staark Präferenz fir d'USA, well d'Makrodate weiderhi robust sinn a si och aus der Perspektiv vun enger Flucht an d'Sécherheet profitéiere – besonnesch, well si vum Ukrain-Konflikt relativ wäit ewech sinn.

Mir sinn iwwer d'Sectoren ewech wuel-diversifizéiert, mat engem Iwwergewicht esouwuel bei de Spéitzylusgewënner, wéi **Energie** a Rostoffer, ewéi och bei de méi defensive Sectoren, wéi **europäesch Energiewärter** a **Gesondheetsversuergung**. Den Zentralbanken hir aggressiv Straffung ass elo scho mat agerechent an dofir behale mir eist Iwwergewicht bei IT bäi. Mir hunn decidéiert eist Engagement bei den US-Finanzwäerter ze reduzéieren, well mir mengen dass mir den Héichpunkt, wat d'Erwaardunge fir d'Inflatioun, d'Zënserhéijungen an d'Aggressivitéit vun der Fed betrëfft, erreicht hunn. Ab elo, wou de Wuesstem méi lues gëtt, misst d'US-Rendementskurv relativ flaach bleiwen (well d'Wuesstemssuergen de laangfristige Gewënn drécken), wat typescherweis net gutt fir d'Margen an deemem Secteur ass.

Bei den Obligatiounen, spillen d'Staatsobligatiounen erëm hir Roll als sécheren Hafen. Dës Dynamik hëlleft dem Maart vun engem Narrativ, bei deem en ënner der Dominanz vun enger viraussichtlecher Straffung d'Zentralbank steet, zu engem Narrativ vu Wuesstemssuergen iwwerzegoen.

Mir sinn neutral bei Kreditrisiken an hunn eist **Ënnergewicht bei der Lafzäit reduzéiert**. Dat hu mir gemaach, andeem mir eist Engagement bei US Investment Grade Corporates mat kuerzer Lafzäit zu Gonschte vun US Treasuries reduzéiert hunn. D'ëst bréngt e gewësse Schutz fir Portefeullen, während mir gläichzäiteg kënnen vun de relativ méi héije Gewënner nom **Ofverkauf** vum 1. Semester 2022 profitéieren.

Duerch dësen Handel si mir awer elo ënnergewichteg bei Investment Grade Corporates, enger Assetklass, déi méi héijer Volatilitéit a manner Liquiditéit kéint ausgesat sinn, wann d'Fed seng Bilanzen ofbaut an d'EZB lues a lues aus dem Maart erausklëmmt. Déi gutt Noriicht ass, dass d'Entreprisë finanziell gutt situéiert an dëse Straffungszyklus eraginn (den Netto-Leverage ass um nidderegste Stand zënter 2017). Ab elo sinn weider bescheide Spread-Ausweidung méiglech, mee d'Wärter entwéckelen sech d'äuschte fir Total-Return/Income-Investisseuren.

Mir behalen eist Iwwergewicht bei den **High Yield Obligatiounen**. Obwuel et virausgesinn ass, dass punktuell Stress entsteet, kënnen zolidd Grondlage vun enger Entreprise dësen offederen, a realiséiert Ausfäll erreche warscheinlech kuerzfristeg keng Héchststänn. An den USA besteet, d'Vergreisserung vun der Stréiung bannent den High Yields, kloer Drock op manner qualitativ Bewäertungsklassen, well d'Liquiditéit, d'Gréisst an d'Qualitéitsprime steigen. Mir preferéiere laangjäreg BB iwwer CCC, déi an der Lescht dem Maart hannendru gehipt sinn.

Am Währungsberäich, hu mir eis Astellung vis-à-vis vum US-Dollar vu konstruktiv op neutral ugepasst. Déi ganz éischt Hallschecht vum Joer 2022, huet de Maart sech op den US-Dollar gestierzt, wat zu enger Iwwerbewäertung gefouert huet. D'Verslechterung vun der US-Handelsbilanz an eng méi straff EZB-Politik kéinten dem USD staarke Géigewand bereeden. Mir hunn och eis Bewäertung vum Sterling op "baisse-ufällig" erfogestuufft, wéinst dem schwache Vertraue vun de Verbrauchere a Groussbritannien an dem Fait, dass d'Bank of England elo eng méi moderat Approche zu Zënserhéijungen hëlt.

Mir sinn neutral bei **Gold**, well mir mengen, dass de Goldpräis kuerzfristeg kéint ënner dem Scholdenofbau an de méi héije Realzënsen bei de Staatsobligatiounen, déi als sécheren Hafegëllen, leiden. Längerfristeg bleift Gold awer attraktiv als Di-

versifizierungsstrategie fir de Portefeulle an als Wäertanlage.

D'Joer 2022 huet bis elo déi gréisst iwwerdurchschnittlech Entwécklung bei de Rostoffer, zënter dem Ufank vun der Datenerhebung am Joer 1960, bruecht. Eng Begleeterscheinung vum beispilllose Schock bei der Versuergung, déi d'uerch de Krich tëschent Russland an der Ukrain entsteet. D'ëst huet sech besonnesch als steierend fir déi international Energiemäert erweisen, wéinst der iwwerproportionéierter Roll vu Russland als Produzent. Ab elo ass et warscheinlech, dass Defiziter um Uelegmaart weider bestoe bleiwen, och wann se d'uerch dat strategesch Fräigi vun de Reserven, Produktionssteigerung vum OPEC+ a méi schwachem Wuesstem vun der Demande ofgeschwächt ginn. Mir berécksichtegen déi méi héich Pétrosprässer d'uerch eist Iwwergewicht am Energiesecteur bei eiser Assetallokatioun, während mir neutral bei Pétrol als Rostoffer bleiwen.

Conclusioun

2022 ass d'Joer, wou d'Zentralbanken eng vun den delikaatsten Straffungscampagnen, déi jee stattfonnt huet, d'uerchzéie mussen. Nom Rausch vun der ultralabberer Politik, déi als Äntwert op d'Pandemie lancéiert gouf an d'Mäert zu neien Héichte fléie gelooss huet, kënt elo d'Retourkutsch, déi een un en anert Lidd vum Bon Jovi denke léisst ...

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

Mat der Straffung vun der Geldpolitik – nieft de finanzieller Bedéng – erhéicht sech de Risiko vun engem Wuesstemsréckgang weider. Wat d'Saach nach verschlémmert, ass dass den aktuelle Konflikt an der Ukrain nach laang kann daueren. En Eng ass net a Siicht.

Während mir amgang sinn ofzewarden, ob d'Zentralbanken eng duuss Landung kënnen an deemem schwéieren Ëmfeld arrangéieren – dat heescht, d'Inflatioun an der Gidd ze halen ouni de Wuesstem ze erstécke – rode mir den Investisseuren, defensiv, diversifizéiert a gedéleg ze bleiwen a sech esouwuel op hir laangfristeg Investissementsziler ewéi och op laangfristeg Investissementsthemaen, déi iwwer d'Laune vum Zyklus ewechginn, ewéi zum Beispill d'Digitalisatioun oder d'Energie-Transitioun, ze konzentréieren.

Investitionsstrategie

30/05/2022

Weltwäit Allokatiounen			Aktien			Obligatiounen			
	-	N +		-	N +		-	N +	
Aktien		▲	US		▲	Staatsobligatiounen – Industrielänner	▼		▲
Obligatiounen	▼		Eurozon	▼		Schold Schwellelänner	▼		
Gold	▼		China	▼		Entreprise-Obligatiounen – IG	▼		▼
Pétrol	▼		Japan	▼		Entreprise-Obligatiounen – HR		▲	
USD	▼		Schwellelänner Ex-China	▼					

Positionnement: Gëtt un ob mir d'Uleeklass skeptesch (-) neutral (N) oder positiv (+) aschätzen.

Ännerung: Gëtt un, wéi sech eist Engagement zënter der leschter Sëtzung vum Verméigensallokatiounskomitee verännert huet: Méi, manner oder neutral.