

Konkurrierende Narrative



« Die Märkte werden derzeit von zwei konkurrierenden Narrativen bestimmt: Der Fokus liegt entweder auf der dauerhaft höheren Inflation oder auf dem steigenden Rezessionsrisiko. Angesichts der hartnäckig hohen Inflation haben die Verfechter einer restriktiven Geldpolitik innerhalb der Zentralbanken im Moment immer noch die Oberhand. Wie lange das so bleibt, wird sich zeigen. Wir empfehlen Anlegern, im Anlageuniversum festzinslicher Wertpapieren weiter auf Sicherheit und Liquidität zu setzen. Bei unserer Aktienallokation haben wir die Zyklichkeit innerhalb unserer Sektorauswahl weiter verringert, während wir auf regionaler Ebene unser Engagement in China verdoppelt haben, das im globalen Zinserhöhungszyklus eine Ausnahme darstellt. »

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

Die gesamtwirtschaftliche Lage

Die Frühindikatoren in den USA und Europa befinden sich nach wie vor im Expansionsbereich. Der Trend deutet jedoch auf eine deutliche Wachstumsverlangsamung hin. Vor allem in Europa sieht es angesichts drohender Energieengpässe und einer rückläufigen Nachfrage (mit Ausnahme der Reisebranche, auf die 10 % des BIP der EU entfallen) düster aus. Wenn die Unterstützung durch Auftragsüberhänge und Urlaubsausgaben nachlässt, wird der Wirtschaftsblock nach unserer Einschätzung bereits in diesem Jahr in eine leichte Rezession abrutschen.

Die USA befinden sich nahe einer „technischen“ Rezession, da das Wachstum im ersten Quartal negativ war (-1,6 %) und die Prognosen eine Stagnation im zweiten Quartal vorhersagen. Das größte Risiko für die Märkte wäre allerdings ein schwerer und anhaltender Abschwung. Dies entspricht nicht unserem Basisszenario. Denn der Arbeitsmarkt ist stark (die Arbeitslosigkeit beträgt nur 3,6 % und die Beschäftigungszahlen nähern sich zügig den Höchstständen vor der Corona-Pandemie), die Privathaushalte scheinen bereit, ihre Ersparnisse für den Konsum auszugeben, und es gibt erste Anzeichen dafür, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht haben könnte (so fiel etwa der ISM-Index für bezahlte Preise von 82,2 im Mai auf 78,5 im Juni, den niedrigsten Stand seit fünf Monaten). Bemerkenswert ist auch, dass der Rückgang im ersten Quartal größtenteils auf einen sprunghaften Anstieg der Importe zurückzuführen war. Dies führte dazu, dass

der Nettoaußenhandel das BIP deutlich schmälerte (um 3,2 Prozentpunkte), da Groß- und Einzelhändler ihre Lagerbestände angesichts der nachlassenden Lieferengpässe aufstockten. Die realen Lagerbestände stiegen im ersten Quartal um enorme 150 Mrd. US-Dollar. Doch da dieser Anstieg geringer ausfiel als die Zunahme in Höhe von 193 Mrd. US-Dollar im vierten Quartal, verringerte sich das BIP-Wachstum um 1,1 Prozentpunkte. Die nominalen Importe von Nicht-Ölprodukten stiegen auf Jahresbasis um atemberaubende (und unhaltbare) 42 %, während die Exporte um 6 % zunahmen. Die entscheidende Frage für das zweite Quartal ist, wie stark die Lagerbestände wieder abgebaut werden.

Angesichts der schwachen Verbraucher- und Erzeugerpreis-inflation in China (2,1 % bzw. 6,4 % im Mai) verfügt Peking in den kommenden Monaten über einen deutlich größeren Spielraum für Stimulierungsmaßnahmen und dürfte sich dem globalen Straffungstrend entziehen. Es wurden bereits umfangreiche fiskalische Anreize gesetzt, wobei die chinesische Regierung die Bereitstellung einer Kreditlinie in Höhe von 120 Mrd. US-Dollar für Infrastrukturinvestitionen beschloss. Laut Bloomberg haben die lokalen Regierungen Listen mit Tausenden von Großprojekten erstellt, und die geplanten Investitionen für das Gesamtjahr belaufen sich auf etwa 14,8 Bio. Yuan (etwa 2,3 Bio. US-Dollar – das doppelte Volumen des vom US-Kongress verabschiedeten Infrastrukturpakets in Höhe von 1,1 Bio. US-Dollar, die über einen Zeitraum von fünf Jahren bereitgestellt werden sollen). Darüber hinaus deuten Hochfrequenzdaten darauf hin, dass

der chinesische Immobiliensektor die Talsohle durchschritten haben könnte, wobei mehrere städtespezifische Maßnahmen wie beispielsweise geringere Anzahlungsanforderungen und günstigere Hypothekenkredite für Unterstützung sorgen. Unsere Analysten sehen Potenzial für eine weitere Lockerung der Regulierung des Immobilien- und Internetsektors, was die Nachfrage in der zweiten Jahreshälfte 2022 ankurbeln könnte. Darüber hinaus ermöglichten die gelockerten Corona-Beschränkungen die Wiederaufnahme von Aktivitäten. So lag der tägliche Containerumschlag im Hafen von Shanghai, dessen Betrieb im April stark eingeschränkt worden war, Ende Mai wieder bei über 95 % des normalen Niveaus. Chinas Comeback könnte der US-amerikanischen und der europäischen Wirtschaft Rückenwind geben und zu einer Verringerung der globalen Lieferkettenprobleme beitragen.

Es gibt bereits Anzeichen für eine Entspannung der Lieferengpässe, und die Rohstoffpreise außerhalb des Energiesektors scheinen ihren Höchststand zu erreichen. Dies dürfte zu einer Verringerung der Inflation beitragen, sodass die Zentralbanken möglicherweise nicht allzu stark auf die Bremse treten müssen. Doch im Moment besteht große Unsicherheit, und es ist weiterhin ein hohes Maß an Marktvolatilität zu erwarten, da die Stimmung auf der einen Seite vom Narrativ einer anhaltend hohen Inflation auf der anderen Seite von dem eines steigenden Rezessionsrisikos bestimmt wird.

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

Zentralbank-Monitor

Der letzte Monat war von einer Reihe von Zinserhöhungen der Zentralbanken in aller Welt geprägt.

Auf der anderen Seite des Atlantik erhöhte die Fed die Zinsen um 75 Bp., während sie in ihrer Forward Guidance eine Erhöhung um 50 Bp. in Aussicht gestellt hatte. Die Fed dürfte unseres Erachtens so lange wie möglich an ihrer restriktiven Haltung festhalten, zumal der politische Druck zur Eindämmung der Teuerung im Vorfeld der Zwischenwahlen zunimmt. Jerome Powell hat sich zur bedingungslosen Inflationbekämpfung bekannt, aber eingeräumt, dass das Erreichen einer sanften Landung eine große Herausforderung darstelle.

Die EZB hat angekündigt, so weit zu gehen, wie es notwendig ist, um den Preisanstieg zu stoppen. Es wird erwartet, dass sie die Zinsen im Juli um 25 Bp. und im September noch einmal mindestens im selben Umfang anheben wird. Allerdings schränkt die mangelnde Homogenität der Volkswirtschaften der Eurozone den Handlungsspielraum der EZB ein. Die EZB-Vertreter hielten bereits am 15. Juni eine Notfall Sitzung ab, um die Märkte zu beruhigen, und kündigten die Schaffung eines Anti-Fragmentierungsinstruments an, mit dem Tilgungsbeträge aus fällig gewordenen Anleihen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) „flexibel“ reinvestiert werden sollen. Wie dieser Mechanismus aussehen wird, ist jedoch unklar, und es bestehen erhebliche politische Zwänge. Weitere Einzelheiten werden voraussichtlich auf der nächsten geldpolitischen Sitzung am 21. Juli bekannt gegeben.

Anlagepolitik

Bei starken Marktrückgängen versuchen viele Anleger herauszufinden, wann die Märkte kapitulieren, wann also die Verkäufe nachlassen, sodass eine nachhaltige Markterholung einsetzen kann. Die Stimmungskennzeichen zeigen ein gemischtes Bild; einige deuten klar auf eine überverkaufte Situation hin, andere wiederum sind weit weniger eindeutig, und es besteht die Möglichkeit, dass die Stressphase, die normalerweise das Ende eines Bärenmarktes kennzeichnet, noch bevorsteht. Deshalb bleiben wir gegenüber Aktien neutral eingestellt.

Innerhalb unserer Aktienallokation bevorzugen wir die USA und sind darüber hinaus zu einer Übergewichtung chinesischer Aktien übergegangen, wobei wir unser geringes Engagement in allen Risikoprofilen verdoppelt haben (bei einer gleichmäßigen Verteilung zwischen in Festlandchina notierten A-Aktien und in Hongkong gehandelten H-Aktien). In Japan sind wir neutral positioniert, während wir in Europa und den Schwellenländern ohne China untergewichtet sind.

Wir verringerten unser Engagement in den USA und Europa (Reduzierung unserer Übergewichtung bzw. Erhöhung unserer Untergewichtung). Trotz höherer Zinsen, gesteigerter Inputkosten und Lieferengpässen sind die Gewinnerwartungen in beiden Regionen hoch (insbesondere in Europa mit dem Ukraine-Konflikt direkt vor der Haustür), sodass mit Abwärtskorrekturen zu rechnen ist.

Was die Sektoren betrifft, stuften wir den europäischen Grundstoffsektor von einer Übergewichtung zu einer neutralen Gewichtung herunter, da die Unternehmen anfällig für steigende Gaskosten sind (insbesondere im Teilssektor Chemie). Dadurch haben wir die Zyklizität der Portfolios weiter verringert. Wir halten an der Übergewichtung des Energie- und US-Grundstoffsektors sowie defensiver Branchen wie dem Gesundheitswesen und europäischen Versorgern fest. Der Versorgungssektor spielt eine entscheidende Rolle bei dem langfristigen Trend zur Dekarbonisierung, und viele Unternehmen in diesem Bereich dürften von den staatlichen Infrastrukturprogrammen profitieren, die auf eine Ökologisierung der Wirtschaft abzielen (angesichts des Wettlaufs um alternative Energielösungen und des Ziels, der erste kohlenstoffneutrale Kontinent zu werden, gilt dies insbesondere für Versorger in Europa). Da eine aggressive Straffung der Geldpolitik der Zentralbanken bereits in den Kursen berücksichtigt ist, halten wir an unserer Übergewichtung des IT-Sektors fest, der mit einem anderen starken Trend untrennbar verbunden ist: der Digitalisierung.

Im Anleihebereich sind wir beim Kreditrisiko neutral positioniert und in der Duration untergewichtet. Mit der Straffung der Geldpolitik (und der finanziellen Bedingungen) werden die Abwärtsrisiken für das Wachstum weiter zunehmen. Ein solches Umfeld begünstigt in der Regel Staatsanleihen; vorerst

bleibt jedoch die Inflation entscheidend, die dafür sorgt, dass die „Hawks“ unter den Notenbankern die Oberhand behalten.

Wir reduzierten angesichts der Wachstumsverlangsamung unser Engagement in europäischen Hochzinsanleihen. Zwar hat bei den Ausfallraten noch keine Trendumkehr stattgefunden. Hierbei handelt es sich jedoch in der Regel um einen Spätindikator, und bei den Hochzinsanleihen hat die Neubewertung noch nicht das Ausmaß erreicht wie bei Investment-Grade-Anleihen und Aktien. Wir sind bei vorrangigen Krediten nun besonders zurückhaltend und bevorzugen bei Hochzinsanleihen Titel mit BB-Rating gegenüber solchen mit B/CCC-Rating.

Bei Investment-Grade-Anleihen gehen wir selektiv vor. Die Schrumpfung der Fed-Bilanz und das Ende der EZB-Anleihekäufe könnten zu höherer Volatilität und geringerer Liquidität bei Anleihen führen. Die Spreads von Investment-Grade-Anleihen haben in Europa bereits die Marke von 200 Bp. und in den USA von 150 Bp. überschritten, was auf eine deutliche Abkühlung der Konjunktur, nicht aber auf eine größere Krise hindeutet. In den Bereichen, in denen wir engagiert sind, konzentrieren wir uns auf hochwertige Investment-Grade-Titel, die über solide Fundamentaldaten verfügen und attraktive Renditen bieten.

Angesichts der Verschärfung der finanziellen Bedingungen in den USA und weltweit, der schwächeren Wachstumsaussichten in den Schwellenländern und der höheren Inflation sind wir bei Schwellenländeranleihen zurückhaltend.

Fazit

Die Märkte werden von zwei konkurrierenden Narrativen bestimmt: Der Fokus liegt entweder auf der dauerhaft höheren Inflation oder auf dem steigenden Rezessionsrisiko. Solange dieser Widerstreit anhält, ist es unwahrscheinlich, dass sich die Erwartungen an die Geldpolitik der Zentralbanken stabilisieren und die Märkte einen Boden finden. Daher haben wir das Portfolio defensiv aufgestellt und unser Engagement in China erhöht, wo sich die Zentralbank angesichts der schwachen Verbraucherpreisinflation in einer weniger misslichen Lage befinden.

Anlagestrategie

30/06/2022

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.