

Zwou Tendenzen maachen sech Konkurrenz



« De Maart ass hin- an hier gerappt téschent, op der enger Säit enger dauerhaft héijer Inflatiou an op der anerer Säit en ëmmer méi staarken Rezessiounsrisiko. Héich Inflatiou heescht, datt fir den Ament an den Zentralbanken nach ëmmer déi restriktiv Geldpolitik d'Iwwerhand behält, mee fir wéi laang nach? Mir roden am Beräich vun den Obligatiounen derzou, weider op Sécherheet a Liquiditéiten ze setzen. Bei eiser Aktienallokatioun, hu mir eis Zyklizitéit bei eiser Secteurauswiel zousätzlech reduzéiert, während mir regional eist Engagement fir China verduebelt hunn, eng Ausnam an deem weltwäite Straffungszyklus. »

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

D'Makrolandschaft

D'Haaptindicateuren an den USA an an Europa expandéieren zwar nach ëmmer, mee d'Tendenze weisen op en däitleche Ralentissement vum Wuesstem an d'Zukunft hin. Besonnesch iwwer Europa hänken däischer Wolleken, a Form vun engem wahrscheinlechen Energiemankem a Réckgang vun der Nofro (ausser am Tourismussektor, deen 10 % vum europäesche PIB ausmécht). Mir mengen, datt, wann d'Ënnerstëtzung fir Opträg an d'Vekandenpenden ofhuelen, d'Ekonomie nach an deem Joer an eng liicht Rezessioun fällt.

D'USA si ganz no un enger „technescher“ Rezessioun: De Wuesstem war am éischte Trimester negativ (-1,6 %) an d'Prognosen am 2. Trimester weisen op eng Stagnatioun hin. Allerdéngs wier de gréisste Risiko fir d'Mäert eng schwéier a sech zäitlech hinziend allgemeng Baisse. Dat ass net eise Basiszenario, weinst der grondleeënder Stärkt vum Aarbechtsmaart (de Chômage läit bei nëmmen 3,6 % an d'Gehaltskäschte steiere séier erëm op pre-pandemesch Spëtzeniveauen zou), mä well d'Stëit nach ëmmer bereet schéngen, hir Ekonomie fir d'Consummatioun auszeginn an de frëien Unzeechen, datt d'Inflatiou kéint hiren Héichpunkt erreechen (z. B. ass den ISM-Prices-Paid-Diffusiounsindex vun 82,2 am Mee op säin déifste Stand zënter 5 Méint – op 78,5 am Juni – gefall). Et muss een och am Kapp behalen, datt d'Baisse am 1. Trimester gréisstendeels op e Sprong bei

den Importer zeréckzeféieren ass, wouduerch dem PIB e grousst Stéck vum Aussenhandel ewechgebrach ass (3,2 Bp), well de Grouss- a Klenghandel vun der Entspannung bei de Liwwerenkpäss profitéiert, fir seng Stocken erëm opzebauen. Déi reell Stocke sinn ëm \$ 150 Milliarden am 1. Trimester geklommen, mee well dat manner ewéi d'Hausse vun \$ 193 Milliarden am 4. Trimester war, huet de PIB 1,1 Pp verluer. Importer vun nominalen Net-Uelegwuere si mat der astronomescher (an net nohalteger) Vitesse vun 42 % op Joresbasis eropgaangen, wougéint d'Exporter ëm 6 % geklomme sinn. D'Haaptfro fir dat zweet Trimester ass, a wéi engem Ausmooss d'Hausse vun de Stocken elo zeréckgeet.

Opgrond vun den nidderege Wäerter vum CPI an dem PPI (2,1 % resp. 6,4 % am Mee), huet Beijing vill méi Spillraum bei der Ëmsetzung vu politesche Moossnamen an den nächste Méint, déi géint de globale Straffungstrend ginn. Mir hu schon eng Well vu steuerlechen Ureizer gesinn, bei där China eng \$ 120 Milliarde schwéier Kreditlinn fir Infrastrukturprojeten opgestallt huet. Laut Bloomberg hunn déi lokal chineesesch regional Regierungen eng Lëscht vun Dausende vu gréisseren Projeten a geplangten Investisementer fir de ganze Joresbetrag vun ëm déi 14,8 Billiounen Yuan opgesat (dat sinn \$ 2,3 Billiounen – duebel esou vill ewéi déi \$ 1,1 Billiounen fir den Infrastrukturprogramm, dee vum US Congress accordéiert gouf a sech op fënnf Joer opdeelt). Héichfrequenzdate suggeréieren, datt den Immobilien-

sektor a China säin Déifpunkt kéint erreecht hunn, dank enger Serie vu staatspezifische Mesuren ewéi reduzéiert Acompten, zënnsfrëndlech Prëten, asw. Fir d'Zukunft sinn eis Analysten der Meenung, datt et méiglecherweis Sputt fir weider Relaxatiounen gëtt zumol am Immobilien- an Internetsektor, wouduerch d'Demande an deem Sektor kéint eropgoen. Zudeem hunn déi méi labber COVID-Reegelen et erméiglecht, datt verschidden Aktivitéiten erëm opgeholl goufen – den deegleche Containertrafic am Hafe vu Shanghai, dee mat staark reduzéierter Kapazitéit am Abrëll funktionéiert huet, huet Enn Mee méi ewéi 95 % vu sengem ursprénglechen Niveau zeréckfonnt. De Comeback vu China kéint der amerikanescher an europäescher Wirtschaft Réckeward ginn an esou derzou bäidroen, déi weltwäit Liwwerketteprobleemer ze léisen.

Et ginn Unzeechen derfir, datt d'Enkpäss schon noloossen, iwwerdeems baussent dem Energiesektor d'Rohstoffpräisser Héchststänn ze erreeche schéngen. Doduerch misst sech d'Inflatiou berouegen a vläicht brauchen d'Zentralbanken dann net esou fest op d'Brems ze drécken. Mee, den Ament ass d'Onsécherheet grouss an d'Volatilitéit op de Mäert weider héich. D'Stëmmung schwankt weider téschent den zwou Tendenzen, déi vun der dauerhaft héijer Inflatiou op der enger Säit an dem steigende Rezessiounsrisiko op der anerer Säit.

Zentralbank-Betruechtungen

De leschte Mount war markéiert vun enger Rei vun Zënserhéijunge vun den Zentralbanke weltwäit.

Déi Säit vum Atlantik huet d'FED eng Erhéijung vu 75 Bp, géintiwier der virdrun an der Forward Guidance ugekënnegter Erhéijung vu 50 Bp, decidéiert. Mir mengen, datt d'FED weider aggressiv bleift, esou laang et geet, besonnesch well de politeschen Drock, steigend Präisser a Grenzen ze halen, virun den „Midterm-Wale“ klëmmt. De Powell huet déi „unbedéngt Flicht, d'Inflatioun ze bekämpfen“ ënnerstrach, och wann et eng „relativ grouss Erausfuerderung“ gëtt, eng duuss Landung ze errechen.

D'EZB huet zougeséichert, „esou wäit ewéi néideg“ ze goen, fir d'Inflatioun ze begrenzen a viraussichtlech d'Zësen ëm 25 Bp am Juli an op d'mannst nach eng Kéier ëm de selwechte Betrag am September ze erhéijen. Allerdéngs ass d'EZB e bëssen duerch déi feelend Eenheetlechkeet vun den Ekonomien an der Eurozon an hirer Aktioun limitéiert. D'EZB-Fonctionnairen hu schon eng Extrasëtzung de 15. Juni gehat, fir d'Mäert ze berouegen, an Anti-Fragmentierungsmesure ugekënnegt, woubäi fälleg Staatsobligatiounen solle „flexibel“ ënner dem Pandemie-Noutfallkafprogramm (PEPP) reinvestéiert ginn. D'Mechanisme fir d'Reinvestitioun sinn onkloer an et gi weesentlech politesch Aschränkungen: Weider Detailler derzou gi sech bei der nächster Sëtzung den 21. Juli erwaart.

Investissementsstrategie

Bei däitleche Maartréckgäנג probéieren d'Investisseuren oft genau ze bestëmmen, wéini d'Mäert virun enger Kapitulation stinn, d. h. de Punkt ze identifizéieren, wou de Verkaf noléisst, deen e Virleefer fir eng nohalteg Erhuelung vum Maart ass. D'Stëmmungsindicateure weisen gemëscht Informatiounen; verschidderer weise kloer op eng iwwerkaafte Situatioun hin, mee anerer si vill manner iwwerzeegend an et gëtt eng Chance, datt mir déi richteg Stressphas, déi normalerweis d'Enn vun enger Baisse charakteriséiert, nach net errecht hunn. Dofir bleiwe mir neutral bei den Aktien.

Bei eiser aktueller Aktienallokatioun, zéie mir d'USA vir, während mir bei eiser neister Allokatioun och fir chinesesch Aktië bis zur Iwwergewichtung sinn, an domat eist nidderegt Engagement op alle Risikoprofiller verduebelen (gläichméisseg opgedeelt tëschent A- an H-Aktien, déi zu Hong Kong gehandelt ginn). Mir sinn neutral bei Japan an ënnergewichteg bei Europa a Schwelleländer ausser China.

Mir hunn eist Engagement vis-à-vis vun den USA an Europa verklengert (andem mir eist Iwwergewicht reduzéiert resp. eist Ënnergewicht vergréissert hunn). Trotz méi héijen Zëssätz, ze vill héijen Inputkäschten an Enkpäss sinn d'Gewënnerwaardungen a béide Regiounen héich (besonnesch an Europa, wou sech virun der Grenz den Ukrain-Konflikt ofspilt), a Baisse sinn ze erwaarden.

Bei de Secteuren hu mir den Europäesche Rohstoffsektor vun iwwergewichteg op neutral zeréckgestuift, well d'Entreprise (besonnesch am cheemeschen Deelsektor) vulnerabel si wann et ëm eng Hausse vun den Erdgaspräisser geet. Domat hu mir d'Zyklizitéit vun de Portefeüllé weider reduzéiert. Mir bleiwe bei eiser Iwwergewichtung vun Energie an US-Rohstoff, an defensiv Choixen, ewéi Gesondheetsversuergung an Europäesch Energiewärter. Dës entsprechen dem Laangzäitrend zur Decarboniséierung, a vill Entreprise an deem Secteur misste vun Infrastrukturprogrammer kënne profitéieren, déi d'Ekonomie méi ëmweltfrëndlech maachen (besonnesch an Europa, wou ënner Drock no alternativen Energieléisunge gesicht gëtt an d'Ambitiounen grouss sinn, den éischte kueststoffneutrale Kontinent ze ginn). Well den Zentralbanken hir aggressiv Straffung elo scho mat agerechent ass, behale mir eist Iwwergewicht bei IT bäi, engem Secteur, dee fest mat engem anerem Trend verbonnen ass: der Digitaliséierung.

Bei den Obligatiounen si mir neutral bei Kreditrisiken a bei der Lafzäit si mir ënnergewichteg. Mat der Straffung vun der Geldpolitik (zousätzlech zu de finanzielle Konditiounen) erhéicht sech de Risiko vun enger Baisse vum Wuesstem. Dës Konditiounen sinn normalerweis gënschteg fir Staatsobligatiounen; mee aktuell ass d'Inflatioun

nach ëmmer entscheidend a gëtt den "Hawks" an der Zentralbank d'Iwwerhand.

Mir reduzéieren eist Engagement bei den Europäeschen High-Yield-Obligatiounen, virum Hannergrond vun der aktueller Baisse vum Wuesstem. D'Ausfallquoten hunn sech zwar nach net gedréint, déi sinn awer normalerweis en Indicateur an d'High-Yields sinn net an deem Mooss neibewäert gi wéi d'Obligatiounen an d'Aktien. Mir si besonnesch retizent bei privilegiéierte Prête an do, wou mir High-Yield-Engagementen hunn, preferéiere mir BB viru B/CCC.

Mir si selektiv bei Investment-Grade (IG)-Obligatiounen. D'Reduktioun vun der FED hire Bilanzen an der EZB hiren Opkeef kéinten zu méi héijer Volatilitéit a manner Liquiditéit fir Prête féieren. Zudeem hu schon d'IG-Spannen d'Grenz vun 200 Bp an Europa an 150 Bp an den USA duerchgebrach, wat op eng staark Ofschwächung vum Wuesstem awer op keng gréisser Kris hindeit. Do wou mir eis Engagementen hunn, konzentréiere mir eis op IG-Nimm vu gudder Qualitéit, déi en zolidd Fundament hunn an attraktiv Gewënner bidden.

Mir si retizent bei der Verschuldung vun de Schwelleländer, am Hibleck op d'Verschäerfung vun de finanzielle Konditiounen an den USA a weltwäit, der méi schwacher Perspektiv fir de Wuesstem an de Schwelleländer an der méi héijer Inflatioun.

Conclusioun

De Maart stécht tëschent zwou Tendenzen déi sech Konkurrenz maachen – déi vun der persistenter, méi héijer Inflatioun op der enger Säit an déi vun steigende Rezessionsrisiko op der anerer Säit. Esoulaang dësen Hin an Hier weidergeet, kënnen d'Erwaardunge fir d'Zentralbankpolitik sech kaum stabiliséieren an d'Mäert kee Buedem ënner de Féiss faassen. Aus deem Grund hu mir eng defensiv Portfolio-Opstellung an eist Engagement bei China vergréissert, wou eng schwach Inflatioun bedeit, datt Zentralbank sech net an enger ze vill schlechter Situatioun erëmfënnt.

Investitionsstrategie

30/06/2022

Weltwäit Allokatiounen	-	N	+	Aktien	-	N	+	Obligatiounen	-	N	+
Aktien			▼	US			▼	Staatsobligatiounen – Industrielänner	▼		
Obligatiounen	▼			Eurozon	▼			Schold Schwelleländer	▼		
Gold		▼		China		▼	▲	Entreprise-Obligatiounen – IG		▼	
Pëtrol		▼		Japan		▼		Entreprise-Obligatiounen – HR		▼	▼
USD		▼		Schwelleländer 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.