

Die Zinsen werden langfristig höher ausfallen



« In unserer BILBoard-Ausgabe vom Juli haben wir uns mit zwei gegenläufigen Tendenzen befasst, die bisher prägend für die Marktstimmung im Jahr 2022 waren: Auf der einen Seite standen die dauerhaft höhere Inflation und die Zinsanhebungen, die die Zentralbanken zu ihrer Bekämpfung vornehmen müssen. Auf der anderen Seite gab es die Hoffnung auf eine geldpolitische Kehrtwende angesichts der nachlassenden Nachfrage. Im Sommer stand letztere Tendenz im Vordergrund, und Risikoanlagen entwickelten sich prächtig – zumindest bis zur Konferenz der US-Notenbank in Jackson Hole am 26. August. »

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

In seiner Rede machte der Fed-Chef Jerome Powell jedoch alle Hoffnungen auf ein gedrosseltes Straffungstempo zunichte. Ihm zufolge ist zu erwarten, dass Unternehmen und Haushalte unter der Abkühlung der Konjunktur im Zuge der Inflationsbekämpfung leiden werden. Powell erklärte außerdem, dass die Geldpolitik für „einige Zeit“ restriktiv bleiben müsse, um eine Entkopplung der Inflationserwartungen zu verhindern. Da die EZB und andere wichtige Zentralbanken mit ähnlichen Problemen zu kämpfen haben, hat sich an den globalen Märkten die Überzeugung durchgesetzt, dass die Zinsen langfristig höher bleiben werden.

Makroökonomischer Überblick

Obgleich die Fed ihren Referenzzinssatz innerhalb von weniger als sechs Monaten von nahezu null auf 2,25 % bis 2,5 % angehoben hat, hält sich die US-Wirtschaft bislang gut. Mit einer Arbeitslosenquote von 3,7 %, die knapp über dem tiefsten Stand seit 50 Jahren liegt, ist der Arbeitsmarkt immer noch äußerst robust. Gleichzeitig verfügen die privaten Haushalte in den USA Schätzungen zufolge noch über Ersparnisse aus der Pandemie für rund sechs Monate. Durch diese zwei Faktoren ermutigt geben die US-Verbraucher trotz schlechter Stimmungsindikatoren weiter Geld aus. Die Kernumsätze des Einzelhandels, die bei der Berechnung des BIP stellvertretend für die Verbraucherausgaben herangezogen werden, stiegen im Juli um 0,8 %, und wir gehen davon aus, dass der Konsum auf kurze Sicht stabil bleiben wird.

Wir sehen bereits jetzt, dass die Verbraucher positiv auf die niedrigere Inflation (der VPI ist von 9,1 % auf 8,5 % im Juli gesunken) und vor

allem auf den Rückgang der Kraftstoffpreise reagieren. Dadurch ist die Gesamtkaufkraft relativ schnell gestiegen, und auch das vom Conference Board gemessene Konsumklima beginnt sich zu erholen: Im August erreichte es ein Dreimonatshoch. Hochfrequenzdaten, zum Beispiel zur Anzahl der Restaurantgäste bei OpenTable und zur Anzahl der Fluggäste zeigen einen überzeugenden Aufwärtstrend. Aus der jährlichen Reiseumfrage der American Automobile Association für den Herbst geht hervor, dass 73 % der Befragten nach dem Labour Day in den Urlaub fahren wollen und 52 % von ihnen eine Reise mit dem Auto planen. Normalerweise markiert dieser US-Feiertag am 5. September das Ende der Urlaubssaison, doch dieses Jahr scheinen Kurzreisen vor allem aufgrund der Entwicklung der Spritpreise auf den Herbst verschoben worden zu sein. Diese Informationen nehmen dem beängstigend niedrigen Einkaufsmangerindex für Dienstleistungen, der im August bei 43,7 lag, etwas von seinem Schrecken.

Auch das Geschäftsklima erholt sich derzeit. Das verarbeitende Gewerbe entwickelt sich nach wie vor stabil, wozu die moderaten Faktorkosten und die langsame Wiederausgleichung von Angebot und Nachfrage beitragen. Die Erholung im Automobilssektor (dem letzten großen Segment mit aufgestauter Nachfrage), in dem die Produktion im Juli um beachtliche 6,6 % zulegte, dürfte in den kommenden Monaten die Industrieproduktion stützen, da sich der Chipmangel verringert. Außerdem dürfte sich das erhöhte Angebot an neuen Fahrzeugen vorteilhaft auf die Inflationsdynamik auswirken, denn Neu- und Gebrauchtwagen sind für 10 % des Kern-VPI verantwortlich.

Kurzum: Unserer Einschätzung nach wird sich die US-Wirtschaft auf kurze Sicht behaupten und im dritten Quartal wieder

ein positives Wachstum aufweisen. Da die Fed die geldpolitische Straffung jedoch weiter vorantreibt, werden sich Anfang 2023 wohl die ersten Ermüdungserscheinungen zeigen. Der Arbeitsmarkt wird sich anpassen, höhere Zinsen werden die Investitionsbereitschaft der Unternehmen beeinträchtigen und die Ersparnisse aus der Pandemie werden dahinschmelzen.

In der Eurozone erwarten wir bereits in diesem Jahr den Beginn einer technischen Rezession. Grund hierfür ist die Energiekrise. Vor dem Ukraine-Konflikt deckte Russland etwa 40 % des europäischen Gasbedarfs, doch kurz vor dem Winter wurden nun sämtliche Gaslieferungen durch die Pipeline Nord Stream 1 eingestellt. Auch wenn die Speicher mit rund 80 % insgesamt gut gefüllt sind, muss die Nachfrage gedrosselt werden. Die Ungewissheit hinsichtlich der Energielieferungen hat die Großhandelspreise für Gas und Strom massiv ansteigen lassen. Da die Verbraucher hohe Kosten befürchten, bilden sie Rücklagen zur Deckung ihrer Grundbedürfnisse, und energieintensive Branchen stellen die Geschäftstätigkeit ein oder fahren die Produktion zurück.

Es ist zudem nicht absehbar, in welchem Ausmaß sich die Energiepreise auf die Inflation auswirken werden, die ihren Höchststand immer noch nicht erreicht hat. Im August stiegen sowohl der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) als auch der Erzeugerpreisindex (EPI) mit 9,1 % bzw. 37,9 % auf neue Allzeithochs.

Trotz staatlicher Interventionen an den Energiemärkten deutet das derzeitige Rekordwachstum der Lagerbestände an Fertigzeugnissen, die von den Unternehmen aufgrund der sinkenden

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

Nachfrage nicht abverkauft werden können, kaum auf eine baldige Verbesserung im produzierenden Gewerbe hin. Das verfügbare Einkommen der Verbraucher wird unterdessen durch Inflationsraten in Rekordhöhe weiter geschmälert.

Die chinesische Wirtschaft sah sich im August mit einer Reihe von Problemen konfrontiert. Dazu zählten das Wiederaufflammen der Covid-19-Pandemie und vollständige oder teilweise Lockdowns in rund 70 Städten, die nachlassende Nachfrage nach Industrieerzeugnissen auf dem Weltmarkt und der anhaltende Druck auf den Immobiliensektor, einschließlich der Weigerung einiger Eigentümer, ihre Hypotheken zu bedienen. Darüber hinaus gab es eine große Hitzewelle, die in einem eingeschränkten Schiffsverkehr auf den Flüssen und Stromausfällen in wichtigen Industriezentren resultierte. Vor dem Hintergrund des globalen Straffungszyklus hebt sich die derzeitige Geldpolitik Chinas jedoch positiv ab. Bei einer Inflation von 2,7 %, die unter dem jährlichen Zielwert von 3 % liegt, haben die Behörden noch Spielraum für Konjunkturmaßnahmen. Solche Maßnahmen wurden bereits ergriffen, und das letzte Hilfspaket im Umfang von 44 Mrd. US-Dollar sickert derzeit noch in die Realwirtschaft durch.

Die Anlagestrategie der BIL

Angesichts des aktuellen Umfelds haben wir am 2. September einige wichtige Anpassungen unserer Vermögensallokation vorgenommen.

Zunächst haben wir unsere Übergewichtung von Aktien auf ein neutrales Maß verringert, indem wir unser Engagement in US-amerikanischen und europäischen Titeln gleichermaßen reduzierten. Während sich unsere Untergewichtung europäischer Anlagen damit verstärkt hat, behalten wir die Übergewichtung der USA bei, die unseres Erachtens nach wie vor die makroökonomisch stärkste Region darstellen. Da sich die Rally am Aktienmarkt zusammen mit der Hoffnung auf einen Wechsel zu einer lockeren Geldpolitik in Luft aufgelöst hat, gehen wir davon aus, dass sich die Aktienmärkte künftig weiter an die makroökonomische Realität anpassen werden. Angesichts der weiteren Verschärfung der finanziellen Bedingungen gilt es, die Entwicklung bei Fundamentaldaten wie der Inflations- und Arbeitsmarktdynamik genau zu beobachten. Wir rechnen auch damit, dass die Analysten ihre Gewinnerwartungen für 2023 nun zurückschrauben werden.

Auf Sektorebene haben wir unsere Übergewichtung von europäischen Versorgern verringert, da das gegenwärtige aufsichtsrechtliche

Umfeld – Brüssel denkt über eine Besteuerung von Zufallsgewinnen nach – zu unbeständig ist, um uns die gewünschten defensiven Eigenschaften zu bieten. Darüber hinaus stellen die Rekordpreise für Strom **europäische Versorger** vor ein existenzielles Problem: Sie verkaufen zwar Strom zu Höchstpreisen, doch sie sehen sich mit rasant steigenden Anforderungen an die Sicherheiten auf den Terminmärkten konfrontiert, die für die Steuerung der Energie- und Strombereitstellung unverzichtbar sind. Finnland hat davor gewarnt, dass dem Energiesektor ein „Lehman-Moment“ bevorstehen könnte, wenn die Regierungen nicht einschreiten und eine Notfallfinanzierung anbieten. Jede Maßnahme zur Regulierung der Energiepreise würde sich positiv auf die **europäischen Industriewerte** auswirken, die wir von einer Untergewichtung auf neutral hochgestuft haben.

Im **IT-Sektor** (nach wie vor der Wachstumsmotor) und im **Gesundheitswesen** (eine ertragsstarke Branche, die vielen der Hauptrisiken an den Märkten weniger ausgesetzt ist) sind wir übergewichtet.

Bei unserer **Anleihenkomponente** bevorzugen wir **hochwertige Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating**, die sich unseres Erachtens durch attraktive Risiko-Ertrags-Verhältnisse auszeichnen: Die Unternehmen sind nach wie vor gut finanziert, und die Verschuldung im IG-Anlageuniversum ist in den vergangenen 18 Monaten gesunken.

Bei **Staatsanleihen** kam es nach einem erfolgreichen Juli im August zu einer der größten monatlichen Korrekturen aller Zeiten (+72 Bp. für die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen), und wir wechselten aus einem überkauften Markt Anfang Juli in einen überverkauften. Aus technischer Sicht ist daher ein Rückgang der Renditen von Staatsanleihen möglich, und wir haben uns zu einer taktischen Erhöhung der Duration unserer Positionen in Staatsanleihen der Kernländer entschlossen (obgleich wir die Duration insgesamt weiterhin untergewichten). Zudem haben wir das Engagement in italienischen Staatsanleihen weiter zurückgefahren: Angesichts der vorgezogenen Neuwahlen im September möchten wir die mögliche Volatilität im Vorfeld und während der anschließenden Regierungsbildung meiden. Im derzeitigen Umfeld steigender Zinsen rückt auch die **italienische Staatsverschuldung** wieder ins Zentrum der Aufmerksamkeit.

Gegenüber **Gold** sind wir neutral eingestellt. Es erfüllt zwar immer noch eine wichtige Diversifizierungsfunktion, doch die steigenden Realzinsen und die Attraktivität sicherer Alternativen im Anleihenbereich begrenzen das Aufwärtspotenzial.

In Bezug auf **Öl** sind wir von einer neutralen zu einer positiven Haltung übergegangen. Vor dem Hintergrund der europäischen Energiekrise dürfte Öl davon profitieren, dass es nur wenige Alternativen zur Energieerzeugung gibt (wenig Wind, stillgelegte Kernkraftwerke usw.). Zudem haben sich die Länder der OPEC+ darauf geeinigt, die Förderung im Oktober um 100.000 Barrel pro Tag zu kürzen und die Erhöhung vom September damit vollständig zurückzunehmen.

Im **Währungssegment** haben wir unseren Ausblick für den japanischen Yen von neutral auf pessimistisch geändert. Die BoJ stemmt sich offensichtlich gegen den weltweiten Trend zur Straffung der Geldpolitik, und die abweichenden politischen Maßnahmen, die daraus resultieren, setzen die Währung unter Druck. Der **chinesische Yuan** wurde von positiv auf neutral herabgestuft, da eine lockere Finanzpolitik und Mittelabflüsse aus den Portfolios eindeutige Belastungsfaktoren darstellen.

Allgemein stehen die **Private Equity** vor Herausforderungen aufgrund von Zinsanhebungen und steigender Inflation. Es gibt jedoch auch Lichtblicke. So ist etwa die Investitionstätigkeit im Infrastruktursegment robust, und die Branche wird durch staatliche Beteiligungen unterstützt. Eine hohe und beständige Inflation dürfte sich vorteilhaft auf Infrastrukturwerte auswirken, deren Erträge häufig an Preisindizes gekoppelt sind. Zudem sehen wir Potenzial am Sekundärmarkt, wo sich mehr Gelegenheiten und Preisabschlüsse abzeichnen. Entscheidend ist letztlich die Auswahl der Partner.

Fazit

Aus der unvermindert restriktiven Politik der Zentralbanken, der Erwartung langfristig steigender Zinsen und der deutlich über dem Zielwert liegenden Inflation ergibt sich ein schwieriges Umfeld für Anleger. Seit Jahresbeginn haben gewichtete Portfolios, die zu 60 % aus Aktien und zu 40 % aus Anleihen bestehen, stark an Wert verloren, und die Inflation schmälert die Absicherungswirkung von Anleihen. Zu diesem Zeitpunkt ist Kreativität gefragt, um eine angemessene Diversifizierung zu gewährleisten – daher haben wir etwa unser Vermögensallokationsverfahren um private Vermögenswerte erweitert. Auch Selektivität wird ein entscheidender Faktor bei der Ermittlung jener Unternehmen sein, die über hinreichende Preissetzungsmacht verfügen und die sich angesichts der drohenden Konjunkturschwäche am besten behaupten können.

Anlagestrategie

02/09/2022

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.