

Méi héich Zënse op eng länger Zäit



« An eise Juli-BilBoard hu mir vun zwou Tendenze geschwat, déi 2022 bis elo gréisstendeels de Maart bestëmmt hunn: Déi eng huet sech op eng konstant méi héich Inflatoun konzentréiert, déi d'Zentralbanke forcéiert, d'Zënssätz esou laang ze erhéijen, bis d'Inflatoun erfogheet, déi aner, op eng potenziell Richtungsännerung an der Geldpolitik virum Hannergrond vun enger méi schwacher Demande. Dëst zweet Tendenz huet am Summer dominéiert, a Risikoassets hu sech deemno gutt entwéckelt – dat heescht bis zur Zentralbankkonferenz zu Jackson Hole de 26. August. »

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

An enger aggressiver Ried huet de Fed-President all Hoffnungen op eng méi fräi, expansiv Geldpolitik zerschloe mat der Ausso, datt d'Lutte géint d'Inflatoun fir zeréck op en normalen Niveau ze kommen, d'Wirtschaft genuch bremst, an datt d'Geldpolitik fir „eng gewëssen Zäit“ restriktiv muss sinn. Och d'EZB an aner wichteg Zentralbanke mussen sech och mat dëser Ausso ausenanersetzen, an esou bleift „Méi héich Zënse op eng länger Zäit“ den aktuelle Motto.

Makro-Iwwersiicht

Obschon d'Fed hire Referenzzënssaz vu bal Null op e Beräich tëschent 2,25 – 2,5% bannent manner wéi sechs Méint eropgesat huet, huet d'US-Wirtschaft sech gutt gehalen. Den Aarbechtsmaart ass nach ëmmer immens staark, mat engem Chômage vun 3,7%, eng Grimmel iwwer dem 50-Joresdéif an et gi bal zwou ausgeschriwwene Plaze fir all Chomeur. Gläichzäiteg gétt geschat, datt d'US-Stéit nach fir ongeféier sechs Méint déi Erspuernesser zur Verfügung hunn, déi se während der Pandemie gemaach hunn. Encouragéiert vun dësen zwee Faktore ginn d'US-Verbraucher nach ëmmer Suen aus an trotzten esou de schwache Stëmmungsindicateuren. Den Émsaz am Einzelhandel – en Indicateur fir de Verbrauch bei der Berechnung vum BIP – ass ëm 0,8% am Juli geklommen a mir erwaarden, datt de Verbrauch an nächster Zukunft weiderhi stabil bleift.

Schonn elo ass ze gesinn, datt d'Verbraucher positiv op déi méi moderat Inflatoun reagieren (de CPI war op 8,5% am Juli, erf

vun 9,1%) a besonnesch op d'Baisse vun de Bensinnspräisser. Als Konsequenz dervun ass d'Gesamtkafkraaft relativ séier eropgaangen, woumat d'Verbraucherstëmmung (gemeoss duerch de „Conference Board“) ugefaangen huet, sech ze erhuelen an en 3-Méint-Héich am August erreicht huet. Verschidden Daten, zum Beispill d'Zuel vun de Gäschter bei Open-Table-Restauranten a vu Fluchgesellschaften, weisen eng Tendenz no uewen, während d'Hierschtëmfro iwwer d'Reesgewunnechte vun der AAA (American Automobile Association) weist, datt 73% vun de Leit eng Vakanz nom Labour Day geplangt hunn an dovun 52% eng Rees mam Auto. Normalerweis markéiert dësen amerikanesche Feierdag de 5. September d'Enn vun der Vakanzesaison, mee dëst Joer schéngt et, wéi wann d'Kuerztrippen an den Hierscht verluecht gi wieren, wuel haaptsächlech wéinst de méi niddrege Bensinnspräisser. Dës Informatioun léisst den alarméierend niddrege Stand vum Services PMI op 43,7 am August, direkt manner bedreelech erschéngen.

Op der Säit vun den Entrepen ass d'Geschäftsvertrauen och erëm amgang, sech ze erhuelen. De Produktiounssektor leeft stabil virun, ënnerstëtzt vu reduzierten Inputkäschten an der lueser Neiorientéierung vun Offer an Demande. D'Erholung am Automobilssektor (de leschte grouse Beräich mat gestauter Nofro), wou d'Produktioun am Juli ëm 6,6% geklomme war, misst an den nächste Méint d'Industrieproduktioun ënnerstëtzen, och well den Chip-Mangel nolléist. Eng erhéichten Offer vun neie Gefierer dierft och e positiven Afloss op d'Inflatoundynamik hunn, well nei an Occasionsauto 10% vum Core-CPI ausmaachen.

Am Resumé heescht dat, datt mir mengen, datt d'US-Wirtschaft an der nächster Zukunft stabil bleift an am 3. Trimester erëm positive Wuesstum verzechent. Mee, doduerch datt d'Fed mat hirer Straffungscampagne virufiert, gi warscheinlech schonn ufanks 2023 déi éischt Rëss bemierkbar, wann den Aarbechtsmaart sech passt, well méi héich Zënssätz sech op den Entrepen hir Investissementer auswirken an d'Erspuernesser aus der Pandemiezeit lues a lues verschwannen.

An der Eurozon ass schonn dëst Joer den Ufank vun enger technescher Rezessioun virausgesinn. D'Energieknappheet ass dobäi den Hauptproblem. Virum Ukrain-Konflikt huet Russland ongeféier 40% vun der Gasdemande vun Europa ausgemaach. Elo, just virum Wanter, huet Russland all Gasliwwerungen duerch d'Nord Stream 1-Pipeline agehallt. D'Stocken (Gasreserve) sti mat 80% zwar op engem gesonden Niveau, mee trotzdem muss d'Demande gebremst ginn. D'Onsécherheete ronderëm d'Energie-liwwerungen hunn de Gas- a Strompräisser geschuet. Mat der Aussicht op méiglecherweis exorbitant Rechnunge spüren d'Verbraucher Boergeld fir dat Noutwendegst, an energieintensiv Industriemachen entweder zou oder fueren d'Produktioun erf.

D'Energiepräisser sinn och en Indicateur fir d'Inflatoun, déi nach keen Héichpunkt erkenne gelooss huet. Am August hunn den HVPI an de PPI, béid ganz nei Héichte mat 9,1% resp. 37,9% erreicht.

Och wann d'Regierungen an d'Energiemäert agräifen, si verschidde Firmen net kapabel hir Produktioun trotz méi héije

Stocken unzepassen. Parallel dozou geet weinst der héijer Inflation d'Kafkraaft vun de Stéit weiderhin erof.

Déi chineesesch Wirtschaft gouf am August mat enger Rëtsch Erausfuerrunge konfrontéiert: nei Covid-19-Ausbréch, wouduerch ëm déi 70 Stied an e kompletten oder partielle Lockdown gaange sinn, noloossend global Nofro fir Industriegidder, den Drock op den Immobiliësecteur, well verschidde Leit hir Hypothék net méi bezuele kënnen, an en intensiv waarme Summer deen zu reduzéiertem Transport iwwert d'Flëss an zu Stroumausfäll geféiert huet. Positiv betruecht, ass China e kloren Ausräisser an deem weltwäite Straffungszyklus. Mat enger Inflation vun 2,7%, ënner dem Joreszil vun 3%, hunn d'Autoritéiten nach Sputt fir d'Wirtschaft ze stimuléieren. Dat ass och scho geschitt an de rezente 44 Milliarden \$-Ënnerstützungspak ass amgaang an d'Ekonomie ze flëssen.

BIL-Investissementsstrategie

Virum Hannergrond vum aktuelle Kontext, hu mir e puer wichteg Upassung bei eiser Assetallokatioun den 2. September gemaach.

Ëschterns hu mir eist Aktieniwwergewicht erof op neutral gesat, andeem mir eist Engagement géintwuer US- an europäeschen Aktien a gläichen Undeeler reduzéiert hunn. Während dëst eist Ënnergewicht géintwuer Europa vergréissert, behale mir awer weider en Iwwergewicht géintwuer den USA, der Region, wou mir nach ëmmer déi gréisst makroekonomesch Stärkt gesinn. D'Begrënnung ass, datt d'Erhuelung vum Aktiemaart zesumme mat der Hoffnung, datt d'Zënspositiv dach nach eng expansiv Richtungsännerung aschleët, elo ofgeklonge sinn a mir erwaarden, datt d'Aktiemäert sech weider der makroekonomescher Realitéit upassen, woubäi et weesentlech bleift, d'Entwécklung vun de Fundamentaldaten, wéi d'Inflation an d'Aarbeitsmaartdynamik, wéinst der weiderer Verschäerfung vun de finanzielle Konditiounen am A ze behalen. Mir erwaarden och elo, datt Analysten ufänken, hir Beneficeerwaardunge fir 2023 zeréckzeschrauwen.

Bei de Secteuren hu mir eist Iwwergewicht bei den europäesche Versuenger reduzéiert, well dat aktuell gesetzlecht Ëmfeld – Brëssel iwwerleet, eng Zousazsteier ze erhiewen – ze volatil ass, fir defensiv Qualitéiten ze bidden, no deene mir sichen. Zudeem, stellen d'Energiepräisser, déi op Rekordniveau leien, déi **europäesch Versuenger** virum en existenzielle Problem: Obwuel de Stroum zu Rekordpräisser verkaaft gëtt, sinn si mat Sécherheitsuferderungen

gen um Futures-Maart, déi immens wichteg sinn, fir d'Energie- an d'Stroumversuenger ze gereieren, konfrontéiert. Finland huet gewarnt, datt den Energiesector kéint e „Lehman“-Moment erliewen, wann d'Regierungen net agräifen, fir eng Noutfallfinanzierung bereet ze stellen. All Schrëtt fir d'Energiepräisser ze kontrolléieren, wier e positiven Impuls fir déi **europäesch Industrierwäerter**, déi mir vun Ënnergewicht op neutral eropgesat hunn.

Mir sinn iwwergewicht bei IT (nach ëmmer de Wuesstemsmotor) a bei der **Gesondheitsuferuenger** (e Sector mat staarke Beneficer, deen de Maartrisike manner ausgesat ass).

Bei eiser Allokatioun vu **feste Rendementer**, preferéiere mir **héichqualitativ Investment-Grade-Sociétéiten**, well mir mengen, datt de Rapport Risiko/Gewënn attraktiv bleift: Entreprisé sinn nach ëmmer kapitalstaark, an d'Verschuldung ass am ganzen IG-Universum déi lescht 18 Méint gefall.

Bei de **Staatsobligatiounen** gouf et no engem staarke Juli am August déi stärkst Korrektur an der Geschicht bannent engem Mount (+72 Bp fir déi däitsch 10-järeg Bund-Obligatiounen) a mir hu vun engem "iwwerkaafte Maart" ufank Juli aus elo eng "iwwerverkaafte" Situatioun erreicht. Aus technescher Perspektiv ass dofir en Abroch vun de Gewënner bei de Staatsobligatiounen méiglech a mir hunn decidéiert, d'Lafzäit vun eise Kärsitiounen aus taktische Grënn ze erhéien (obwuel mir d'Lafzäit insgesamt Ënnergewicht loosse). Zudeem hu mir eist Engagement bei **italieenesche Staatsobligatiounen** weider reduzéiert: mat virgezunne Parlamentswahlen am September, si mir léiwer net der potenzieller Volatilität am Virfeld an duerno bei der Regierungsbildung ausgesat. Mat de steigenden Zënsätz, réckelt och déi italieenesch Staatsschuld erëm an de Mëttelpunkt.

Mir sinn neutral bei **Gold**. Gold ass zwar nach ëmmer wäertvoll fir ze diversifizéieren, mee d'Realzënsen déi klammen an d'Attraktivitéit vu sécher feste Rendementer, maachen d'Gold manner interessant.

Mir hunn eist Positionnement beim **Ueleg** vun neutral op optimistescher geréckelt. Mat der Energieknappheet an Europa am Virdergrond misst Ueleg vum Fait profitéieren, datt et net vill Energiealternative ginn (wéineg Wand, Ofschaltung vun Atomkraftwierker, a.s.w.), mee duerch d'Eeneegung vun den OPEC+,

d'Produktioun ëm 100 000 Barrel/Dag am Oktober ze kierzen, gëtt d'Situatioun am September komplett ëmgedréint.

Am **Währungsberäich** hu mir eisen Ausbléck op de japanesche Yen vun neutral op falend geännert. D'Boj widderst sech kloer der weltwäiter Straffungstendenz, an déi politesch Divergenz déi doduerch entstinn, setzen d'Währung ënner Drock. De **Chineesesche Yuan** gouf vu positiv op neutral gesat, well déi méi labber Finanzbedéngungen an de Verloscht vu Geldmëttel am Portfolio der Währung Schwierigkeete bereeden.

Am Allgemenge sinn déi **privat Mäert** mat Erausfuerrungen duerch méi héich Zënsätz an d'Inflation konfrontéiert. Mee et ginn och Lichtblécker. Ëschterns ass am Infrastruktureberäich d'Geschäftsaktivitéit grous an d'Industrie gëtt vu Regierungsinvestissementer ënnerstëtzt. Infrastrukturassete kënnen warscheinlech vun der héijer an undauernder Inflation profitéieren, well d'Revenue oft u Präisindexer gebonne sinn. Mir gesinn och Potenzial op de Sekundärplazen, wou méi Geleechheeten a Remisen sech ofzeechen. Trotzdem bleift d'Auswiel vun de Geschäftspartner de Schlëssel.

Conclusion

Déi restriktiv Geldpolitik bei de Banken an d'Perspektiven, dass Zënsen och nach méi laang héich blieden oder nach erop ginn an d'Inflation, maachen den Investisseuren d'Liewe schwéier. Zënter dem Ufank vum Joer ass d'Performance vun de Portfolio mixes (60% Aktien, 40% Obligatiounen) immens enttäuschend, och duerch eng Inflation, déi d'Beneficer komplett zerstéiert huet. D'Kreativitéit bleift also dat bescht Mëttel fir eng adequat Diversifikatioun sécherzestellen.

Zënsheijungen an de Gedanken, während längerer Zäit méi héich Zënsen an Inflation ze hunn, si fir Investisseuren en erausfuerrend Ëmfeld. Säit dem Ufank vum Joer hu balancéiert Portfeuilleen aus 60% Aktien a 40% Obligatiounen u Wäert verluer, well duerch d'Inflation d'Obligatiounen als Ofseicherung manner effektiv sinn. Vun elo un ass Kreativitéit gefrot, fir eng adequat Diversifizierung sécherzestellen. Dofir hu mir eise Prozess vun eise Vermögensallokatiounen op privat Vermögenswäerter vergréissert. Selektivitéit gëtt och elo grous geschriwwen, fir déi Entrepreneuren, déi genuch Muecht hunn d'Präisser festzesetzen, an déi sech der Baisse vun der Konjunktur am beschte Stelle kënnen.

Investitionsstrategie

02/09/2022

Weltwäit Allokatiounen	-	N	+	Aktien	-	N	+	Obligatiounen	-	N	+
Aktien		▼	▼	US		▼	▼	Staatsobligatiounen – Industrielänner	♥		
Obligatiounen	♥			Eurozon	♥		▼	Schold Schwëllelänner	♥		
Gold		▼		China		▼	▼	Entreprise-Obligatiounen – IG		▼	
Pëtrol			▼	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 Vermögensallokatiounskomitee verännert huet: Méi, manner oder neutral.