

Herbst



« Die Blätter fallen, die Wachstumsprognosen fallen und den Aktienkursen ergeht es nicht anders. Letztere sind allerdings vielleicht noch nicht ganz unten angekommen. An den Märkten ist noch keine Bodenbildung zu beobachten, denn hierzu müssten die Anleger mehr Sicherheit darüber haben, wie sich die Zinssätze entwickeln. Daher sind die Zentralbanken und die Inflation nach wie vor die Hauptthemen, die das Marktgeschehen beeinflussen, und die Volatilität dürfte uns in nächster Zeit erhalten bleiben, bis es überzeugendere Anzeichen für einen Rückgang des Preisdrucks gibt. »

Lionel De Broux Group Chief Investment Officer, BIL

Makroökonomischer Überblick

Während die Zentralbanken ihren Kampf gegen die unerwartet hartnäckige Inflation fortsetzen, verlangsamt sich das Wachstum. Der IWF prognostiziert inzwischen ein globales BIP-Wachstum von 3,2 % für dieses Jahr und 2,7 % für nächstes Jahr, wobei der Wert für 2023 0,2 % unter der Prognose vom Juli liegt. Für dieses oder nächstes Jahr wird ein Rückgang der Weltwirtschaft um mehr als ein Drittel erwartet.

Unserer Einschätzung nach steht die Eurozone angesichts einer beispiellosen Energiekrise, die das Vertrauen, den Konsum und die Produktion belastet, bereits unmittelbar vor einer Rezession. Deutschland ist besonders stark betroffen. So warnte Markus Steilemann, Leiter des Verbands der Chemischen Industrie (VCI), dass das Land Gefahr laufe, ein „Industriemuseum“ zu werden. Zwar wurde ein staatliches Unterstützungspaket im Umfang von 200 Mrd. Euro mit einer Gaspreisdeckel für Unternehmen und Privathaushalte beschlossen. Dieses Paket bietet jedoch keine unmittelbare Lösung, da die Preisobergrenze für die Industrie erst im Januar in Kraft treten wird. In ganz Europa verschärfen die Energiepreise das Handelsdefizit, belasten die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen unter Kostengesichtspunkten und wirken sich auf die Kaufkraft der Haushalte aus. Dies könnte dazu führen, dass das Wachstum nicht nur im bevorstehenden Winter, sondern auch in den kommenden Jahren verhalten ausfällt.

Gesamtwirtschaftlich sind die USA unserer Ansicht nach am stärksten aufgestellt. Der Arbeitsmarkt hat sich erstaunlich gut gehalten;

im September ging die Arbeitslosenquote auf 3,5 % zurück, was dem niedrigsten Stand seit 50 Jahren entspricht. Dennoch dürfte es im nächsten Jahr zur einer Arbeitsmarktabkühlung kommen, wenn die US-Notenbank die Straffung der Geldpolitik fortsetzt. Wir sehen bereits einige Anzeichen hierfür. Beispielsweise verlangsamt sich das Wachstum der Löhne und Gehälter außerhalb der Landwirtschaft (nonfarm payrolls), und es drängen deutlich mehr Menschen auf den Arbeitsmarkt, denn die hohe Inflation und die gestiegenen Zinsen wirken der großen Kündigungswelle („Great Resignation“) entgegen. Gegenwärtig wird der Konsum in den USA noch durch die günstige Beschäftigungsentwicklung, die Ersparnisse aus der Pandemie und den Rückgang der Kraftstoffpreise gestützt. Wir gehen davon aus, dass diese Unterstützung irgendwann schwinden wird.

Kleinere Schwächen der US-Daten werden von den Märkten jedoch womöglich nicht als negativ wahrgenommen, denn diese wären als Anzeichen dafür zu werten, dass die Bemühungen der Fed, eine Konjunkturüberhitzung zu verhindern, Früchte tragen. Vorerst hat sich die Grundeinstellung „good news is bad news“ durchgesetzt, da gute Nachrichten die Hoffnung auf einen Übergang der US-Zentralbank zu einer moderateren Geldpolitik zunichtemachen.

Im Hinblick auf die Inflation lassen die Daten aus den USA Anzeichen für eine Abkühlung erkennen, die allerdings nicht so schnell eintritt, wie vom Markt erhofft. Im Oktober lag die Inflationsrate bei 8,2 % gegenüber dem Vorjahr (8,1 % waren erwartet worden), doch bei genauerem Hinsehen zeigte sich eine Verfestigung des Inflationsdrucks. So stieg die Kerninflation – bei der die schwankungsanfälligen Preise für Lebensmittel und Energie außen vor bleiben

– auf 6,6 % und erreichte damit den höchsten Stand seit 1982. Die Inflation in der Eurozone klettert immer wieder auf neue Höchststände (zuletzt auf 10 %), wobei die Energiekosten einen Unsicherheitsfaktor darstellen. Da sich die Inflation ausgeweitet hat, werden die Zentralbanken mehr Zeit benötigen, um sie wieder auf das angestrebte Niveau zu bringen. Sowohl die Fed als auch die EZB gehen davon aus, dass ihnen dies nicht vor 2025 gelingen wird.

Der Wirtschaftsaufschwung in China blieb trotz der gezielten Konjunkturmaßnahmen verhalten. Das Land hält nach wie vor an seiner Null-Covid-Politik fest, und Berichten zufolge sind derzeit 313 Millionen Menschen von einem vollständigen oder teilweisen Lockdown betroffen. Wir gehen nicht davon aus, dass es bis zum Nationalen Volkskongress im März 2023 zu einer grundsätzlichen Kehrtwende im Umgang mit der Pandemie kommen wird, und erwarten daher, dass die makroökonomischen Aussichten schwierig bleiben.

ANLAGESTRATEGIE

Aktien

Trotz großer Kursbewegungen sind die Korrelationen am Aktienmarkt noch relativ niedrig. Das spricht dafür, dass bislang noch keine Kapitulation stattgefunden hat und die Aktienkurse offenbar noch nicht auf dem Tiefststand angelangt sind. Eine Voraussetzung für die Bodenbildung dürfte mehr Sicherheit im Hinblick auf die Zinsentwicklung sein. Derzeit ändern sich die Zinserwartungen so schnell wie das Wetter, denn sie werden durch zahlreiche Faktoren beeinflusst: angefangen bei den neuesten makroökono-

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

nomischen Daten bis hin zu Verlautbarungen der Zentralbanken und politischen Ereignissen (wie der Krise um den „Minihaushalt“ im Vereinigten Königreich). Auf diese Weise entsteht ein volatiles Umfeld für Aktienanleger. Gleichzeitig gilt die Maxime der Alternativlosigkeit von Aktien (There is no Alternative, TINA) nicht mehr; da Anleihen inzwischen attraktivere Renditen bieten, setzt sich die Ansicht durch, es gebe durchaus reale Alternativen (There are real Alternatives, TARA). Als ob das für den Aktienmarkt nicht schon schlimm genug wäre, rechnen wir auch mit einem allmählichen Rückgang der Gewinnerwartungen.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Untergewichtung von Aktien durch eine Verringerung unseres Engagements in chinesischen Aktien weiter vorangetrieben. China hat trotz verschiedener politischer Maßnahmen zur Konjunkturförderung Schwierigkeiten, sein Wachstumstempo zu halten. Wir sehen keine bedeutenden Impulse für eine kurzfristige Markterholung, die es rechtfertigen würden, im derzeitigen volatilen Umfeld an einer Übergewichtung festzuhalten.

In unserem Aktienportfolio sind China und Japan daher neutral eingestuft, die Schwellenmärkte sowie Europa untergewichtet und die USA übergewichtet.

Auf Sektorebene haben wir US-Versorger übergewichtet. Ihre Bewertungen sind attraktiver geworden, und dieser defensive Sektor dürfte unmittelbar vom Inflation Reduction Act profitieren, der mit 369 Mrd. US-Dollar die größte Investition in Klimaschutz und Energie in der Geschichte der USA darstellt. Im Technologiesektor bleiben wir übergewichtet. Wir meiden Technologieunternehmen, die keine Gewinne erwirtschaften, und konzentrieren uns auf solche mit stabilen, nachhaltigen Erträgen, solideren Bilanzen und höheren Margen. Der Sektor dürfte weiterhin Unterstützung genießen, denn die IT-Budgets der großen Unternehmen bleiben während der nächsten zwölf Monate hoch. Gleichzeitig weist der Technologiesektor insgesamt die stärkste Bilanz auf, denn die Unternehmen haben große Barmittelreserven angesammelt. Dadurch ergeben sich Gelegenheiten für Übernahmen (die den Gewinn steigern) und Aktienrückkäufe (die für einen höheren Gewinn pro Aktie sorgen). Und schließlich sind das Verhältnis der Gesamtverschuldung zum EBIT sowie das Verhältnis der Nettozinsaufwendungen zum EBIT die niedrigsten aller Sektoren. Der letzte von uns bevorzugte Sektor ist das europäische Gesundheitswesen – ein defensiver Sektor, dem der (im Vergleich zum Euro und zum britischen Pfund) stärkere US-Dollar zugutekommt, da 35 % aller Umsätze auf dem US-Markt erzielt werden.

Unser Engagement im US-Gesundheitssektor haben wir zurückgefahren, denn dieser könnte durch den Inflation Reduction Act, in dessen Rahmen eine Preisreform für verschreibungspflichtige Medikamente im Umfang von 265 Mrd. US-Dollar angestrebt wird, unter Druck geraten.

Festverzinsliche Anlagen

Bei unserer Anleihenkomponente bevorzugen wir hochwertige Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und einer vorzugsweise niedrigen Duration. Unserer Ansicht nach hat das Investment-Grade-Segment inzwischen mehr Rezessionsrisiken als andere Bereiche des Rentenmarktes eingepreist, und dort vertretene Qualitätsunternehmen zeichnen sich durch eine gute Mischung aus soliden Fundamentaldaten und attraktiven Renditen aus.

Staatsanleihen stehen immer noch unter Druck, da die Zentralbanken der Preisstabilität oberste Priorität einräumen und ihre überhöhte Unterstützung für die Rentenmärkte zurückfahren. An den Finanzmärkten wird letztlich davon ausgegangen, dass die EZB bei den nächsten Sitzungen bzw. solange die Zinserhöhung auf ein neutrales Niveau dauert, im „Automatikmodus“ die Zinsen anheben wird. Bei einem neutralen Zinssatz von rund 2 % entspricht dies Zinserhöhungen von 125 Bp. (die wahrscheinlich im Dezember erreicht sein werden). Unterdessen wird bei der Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) am 2. November die vierte Zinserhöhung der Fed um 75 Bp. erwartet. Die Geldmärkte rechnen damit, dass der endgültige Zinssatz in Übereinstimmung mit dem „Dot Plot“ der Fed bei etwa 4,5 % liegen wird. Offenbar fordert der Markt die Fed künftig jedoch noch weiter heraus, denn für Ende 2023 hat er eine Zinssenkung eingepreist. Mehrere Mitglieder des Fed-Direktoriums haben diese These zurückgewiesen und zu verstehen gegeben, dass sie beabsichtigen, für längere Zeit an den hohen Zinsen festzuhalten. Die Mitteilungen der EZB ähneln denen der Fed immer stärker. Obgleich die Währungshüter die Möglichkeit einer Rezession eingeräumt haben, bringt sie dies nicht von ihrem restriktiven Kurs ab. Christine Lagarde ließ verlauten, dass sich die EZB von der Preisstabilität leiten lässt und „diesem Ziel treu bleiben wird, während wir die Inflation bekämpfen, um für die Menschen in ganz Europa stabile Preise zu gewährleisten“.

In Anbetracht des immer noch recht volatilen Umfelds haben wir unser Engagement in hochverzinslichen Unternehmensanleihen weiter reduziert. Die Renditen sehen zwar allem Anschein

nach attraktiv aus, doch das Risiko-Rendite-Verhältnis hat sich verschlechtert und der Markt steht im Grunde inzwischen nur noch bekannten Emittenten offen, die bereit sind, hohe Kupons zu zahlen. Zudem hat der Zyklus der Hochstufungen bzw. Herabstufungen gedreht, die Ausfallrisiken steigen und Anleihen mit dem Rating CCC weisen wieder eine Underperformance auf, die einige als Indikator für eine ungünstige Entwicklung deuten.

Schwellenländeranleihen schätzen wir negativ ein. Der starke US-Dollar versetzt die Schwellenmärkte in Schrecken, denn er führt zu höheren Schuldendienst- und Importkosten. Wir gehen davon aus, dass die schwächeren Wachstumsaussichten in den Schwellenmärkten und die höhere Inflation die weitere Performance von Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern begrenzen werden.

Sonstige

Gegenüber Gold sind wir neutral eingestellt. Auf kurze Sicht steht der Goldpreis aufgrund höherer US-Realrenditen und der Attraktivität anderer sicherer Festzinsanlagen weiter unter Druck, doch dank der Wechselkursauswirkungen eines starken US-Dollars ist die Wertentwicklung akzeptabel. Längerfristig bleibt Gold als Diversifikationsmöglichkeit für das Portfolio und als Wertspeicher attraktiv.

Öl schätzen wir nach wie vor positiv ein. 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 um 2 Millionen Barrel pro Tag zu kürzen.

Fazit

Unseres Erachtens wird die künftige Marktentwicklung auch weiterhin von den Erwartungen in Bezug auf die Zinserhöhungen der Zentralbanken (vor allem der Fed) und dem voraussichtlichen Rückgang des erwarteten Gewinnwachstums bei Unternehmen bestimmt. Das Umfeld bleibt in hohem Maße unsicher. Deshalb haben wir den Umbau unseres Portfolios hin zu einer konservativeren Ausrichtung fortgesetzt und unser Engagement in risikoreicheren Vermögenswerten (vor allem Aktien und Hochzinsanleihen) weiter zugunsten von Barmitteln und Geldmarktanlagen sowie defensiveren Sektoren reduziert.

Anlagestrategie

12/10/2022

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	▼						
Barmittel und Geldmarktanlagen			▲								

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.