



The Globe

Der Investmentausblick von Eurizon

28. April 2023

Wirtschaftlicher Hintergrund

Die Makrodaten deuten auf eine Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit hin. Gleichwohl verzeichnet die Wirtschaft sowohl in den USA als auch in der Eurozone nach wie vor eine positive Wachstumsrate.

Insgesamt ist die Inflation dank des Rückgangs der Rohstoffpreise in den letzten Monaten zwar gesunken, die Kerninflation scheint jedoch nach wie vor nur sehr langsam zurückzugehen. Der Inflationsrückgang ist im Gange, kann aber noch nicht als abgeschlossen betrachtet werden, insbesondere nicht aus Sicht der Zentralbanken.

Die Erwartungen an die Geldpolitik, wie sie in den Terminkontrakten für kurzfristige Zinssätze zum Ausdruck kommen, gehen davon aus, dass die Fed auf der FOMC-Tagung im Mai die Zinsen um 25 BP anheben wird. Erst danach dürfte die Fed eine Zinspause einlegen. Gegen Jahresende dürfte die Fed schließlich mit Zinssenkungen beginnen. Für die EZB rechnet der Markt mit drei Zinserhöhungen um jeweils 25 BP auf den Sitzungen im Mai, Juni und Juli. Ab Anfang 2024 dürfte auch die EZB die Zinssätze senken.

Im Gegensatz zu Mitte März, als es zu Spannungen im Bankensektor kam, haben sich die Märkte mittlerweile derart verlangsamt, dass man eher von einem Soft Landing als von einem Hard Landing ausgegangen werden kann. Die Anleger fragen sich jedoch nach wie vor, in welchem Ausmaß sich die Konjunktur abschwächt.

Während sich die Konjunktur in den USA und in der Eurozone verlangsamt, beschleunigt sich die Konjunktur in China, wo der Ausstieg aus der Null-Covid-Politik nicht zu den Exzessen in der USA und in der Eurozone führt. Sie waren die Ursache für das Aufflackern der Inflation.



Makroökonomie

- Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich, ist aber nach wie vor positiv. Gleichzeitig geht die Inflation zwar zurück, bleibt aber deutlich über den Zielvorgaben der Zentralbanken.
- Die Geldmarkt-Futures gehen davon aus, dass sowohl die Fed als auch die EZB die Straffung der Geldpolitik zwischen Mai und Juli 2023 abschließen und dann aussetzen werden.



Vermögensallokation

- Die Konjunkturabschwächung, der Inflationsrückgang und das bevorstehende Ende der geldpolitischen Straffung machen die Märkte für Kernanleihen attraktiv.
- Risikoanlagen sind attraktiv bewertet, könnten aber volatil bleiben, bis das Ausmaß der Konjunkturabschwächung abgeschätzt werden kann.



Festverzinsliche Anlagen

- Die Übergewichtung von US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen wird bestätigt, da sie attraktive Terminzinssätze aufweisen und im Falle einer makroökonomischen Abschwächung Schutz bieten können.
- Bei den Spread-Anleihen bevorzugen wir weiterhin Investment-Grade- und Schwellenländeranleihen; für High Yields erscheint uns das Umfeld noch zu unsicher. Gegenüber italienischen Staatsanleihen sind wir neutral positioniert.



Aktien

- Die Bewertungen an den Aktienmärkten befinden sich auf historisch attraktiven Niveau. Das Risiko einer unerwartet starken makroökonomischen Abschwächung könnte jedoch für Volatilität sorgen.



Währungen

- Der gegenüber den USA verzögerte Inflationszyklus in der Eurozone könnte die Geldstraffung der EZB im Vergleich zur Fed verlängern und den Euro gegenüber dem Dollar stärken.
- Die Unsicherheiten im Hinblick auf das Szenario und der Wechsel an der Spitze der Bank of Japan könnten sich günstig auf den Yen auswirken.

Investmentausblick

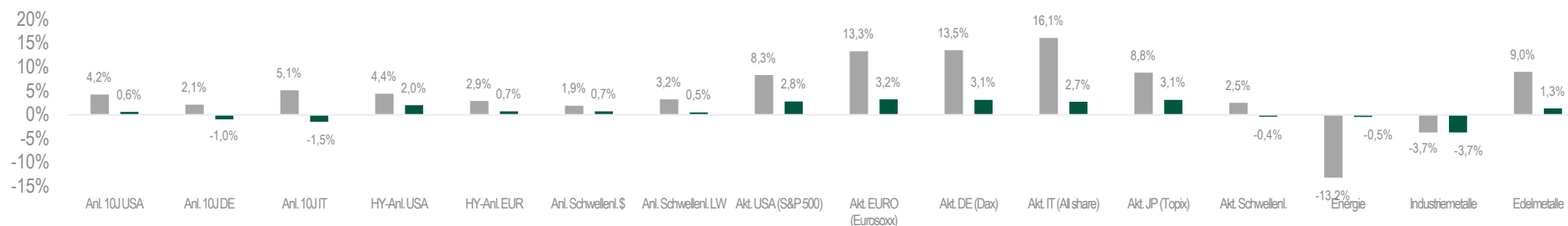
Das Referenzszenario beruht auf einem nachlassenden Wirtschaftswachstum und einer rückläufigen Inflation, die aber immer noch über dem Zielwert der Zentralbanken liegt. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Übergewichtung von US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen. Unsere neutrale Haltung gegenüber Aktien und Spread-Anleihen halten wir jedoch bei. Solange das Ausmaß der makroökonomischen Abschwächung noch nicht abschätzbar ist, könnten beide Anlageklassen sich als volatil erweisen.

ANLAGEKLASSE	BEURTEILUNG	
FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE Global Government	 POSITIV USA (+) POSITIV DE (+)	Positive Beurteilung für Treasuries und Bundesanleihen. Die positiven Bewertungen für US-amerikanische und deutsche Staatsanleihen werden bestätigt.
	 NEUTRAL PERIPHERIESTAATEN (=)	Neutrale Beurteilung für die Staatspapiere der Euro-Peripherie. Die neutrale Beurteilung für Anleihen der Euro-Peripheriestaaten wird beibehalten.
FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE Kreditspreads	 NEUTRAL (=)	Neutrale Beurteilung für Spread-Anleihen. Die neutrale Beurteilung für die Spread-Märkte wird bestätigt. Es gilt die folgende Reihenfolge: (1) Investment Grade und Schwellenländermärkte, (2) High Yield.
AKTIEN	 NEUTRAL (=)	Neutrale Beurteilung für Aktien. Wir bleiben bei einer neutralen Beurteilung für Aktien. Die Bewertungen für die USA, Europa, die Schwellenländer, Japan und den pazifischen Raum (ohne Japan) haben sich einander angeglichen.
WÄHRUNGEN	 NEGATIV DOLLAR (=) POSITIV YEN (+)	Negative Beurteilung für den Dollar, positive Beurteilung für den Yen und neutrale Beurteilung für die anderen Währungen. Wir haben den US-Dollar untergewichtet und behalten eine Übergewichtung des Yen sowie neutrale Bewertungen für die übrigen Währungen bei.

Anlageklassen im Vergleich

Die Zinsen für Staatsanleihen stiegen im April wieder an, nachdem sie durch die Turbulenzen im Bankensektor Mitte März rapide gesunken waren. Das Zinsniveau liegt jedoch unter den Höchstständen von Anfang März, und die Kurven in den USA und Deutschland sind weiterhin invertiert. Die Spreads in der Eurozone veränderten sich kaum, da sie nicht von der durch die Banken ausgelösten Volatilität betroffen waren. Die Spreads für Investment-Grade-, Hochzins- und Schwellenländeranleihen waren erneut rückläufig. Die Aktienmärkte, die Mitte März unter den Unsicherheiten litten, konnten sich wieder erholen. Der US-Dollar setzte seinen Abwärtstrend fort und erreichte gegenüber dem Euro wieder die Jahrestiefststände. Der Euro lag somit im Bereich von 1,10 US-Dollar.

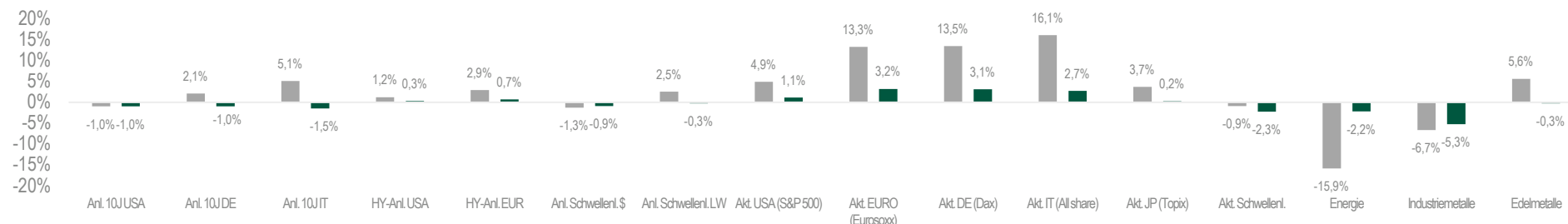
Märkte im Vergleich in Landeswährung



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital. Angaben vom 27. April 2023.

■ YTD ■ 1M

Märkte im Vergleich in Euro



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital. Angaben vom 27. April 2023.

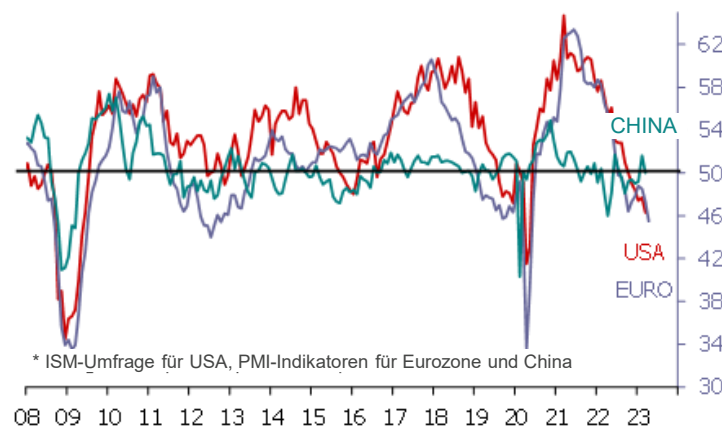
■ YTD ■ 1M

Thema des Monats

Die Wirtschaft wächst zwar langsam, aber nicht zu langsam

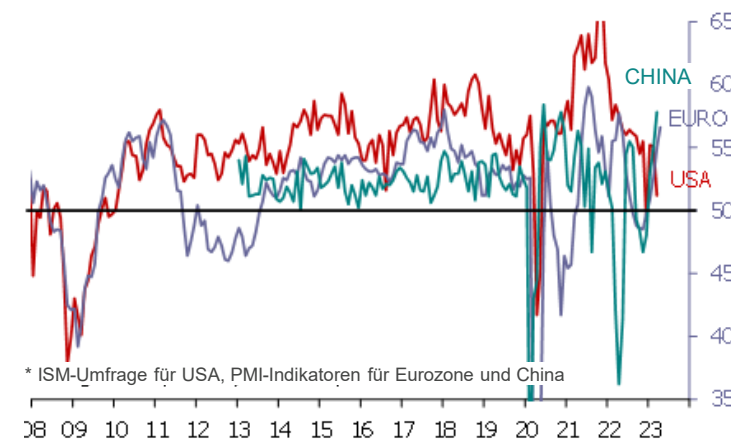
- In den letzten Wochen haben sich die Makrodaten tendenziell abgekühlt. Allerdings ist das **Wirtschaftswachstum sowohl in den USA als auch in der Eurozone weiterhin positiv**.
- **Somit ist das für Anfang 2023 erwartete negative Wachstum**, das aufgrund der Kombination aus Inflationsschock und Zinserhöhung im vergangenen Jahr eigentlich hätte eintreten müssen, **nicht eingetroffen**.
- **Tatsächlich haben sich die Vertrauensindizes des verarbeitenden Gewerbes in den letzten Monaten deutlich abgeschwächt und sind in den USA und der Eurozone in den Bereich der Kontraktion und in China in den Bereich der Stagnation gefallen**. Diese Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit spiegelt neben der Straffung der Geldpolitik auch die Auflösung der Überkapazitäten nach der Wiedereröffnung des Jahres 2021 wider.
- **Andererseits bleiben die Indikatoren für das Unternehmensvertrauen im Dienstleistungssektor**, die die Entwicklung der Binnennachfrage in den verschiedenen Bereichen abbilden, sowohl in der Eurozone als auch in China **in der Expansionszone**.
- **Diese Widerstandsfähigkeit wird durch verschiedene Faktoren gestützt: die nach wie vor positiven Auswirkungen der Steuerpolitik, die gute Arbeitsmarktlage, die Fähigkeit der Verbraucher, auf die sinkende Inflation zu reagieren, und die Wiedereröffnung der Märkte in China nach dem Ende der Corona-Krise**.

Vertrauensindizes für das verarbeitende Gewerbe*



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Vertrauensindizes für den Dienstleistungssektor*

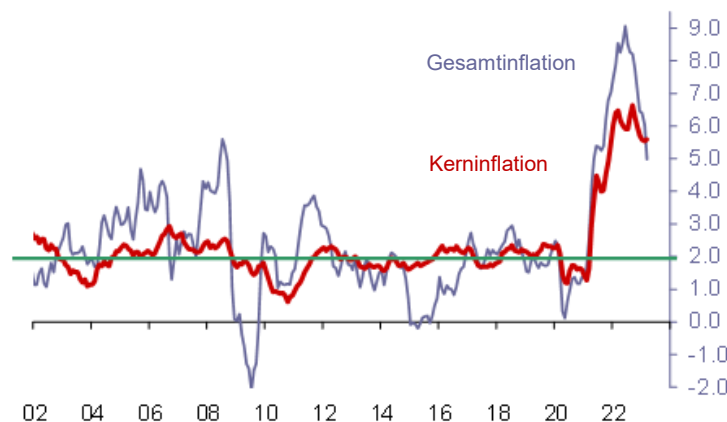


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Thema des Monats (Fortsetzung)

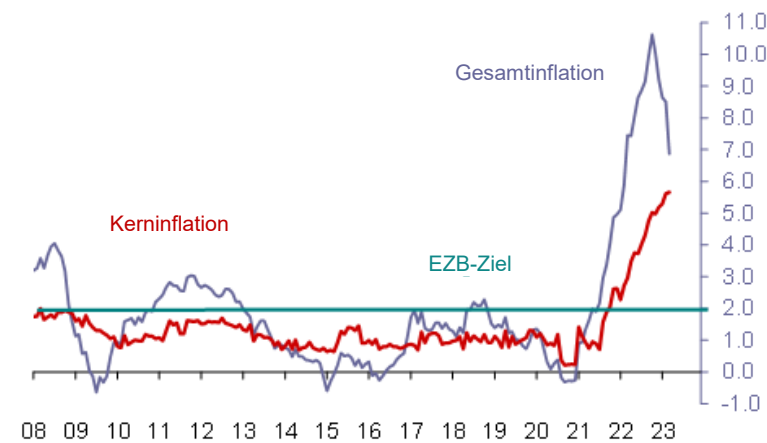
- Das Hauptaugenmerk der Anleger wird in den kommenden Monaten auf dem Ausmaß der Konjunkturabschwächung liegen. Dies nicht zuletzt deshalb, weil die Inflation nach wie vor über den Zielvorgaben der Zentralbanken liegt und diese daher die Geldpolitik weiter straffen werden.
- In den USA zeigt sich der Inflationsrückgang deutlich in der Gesamtinflationsrate: Sie sank von 9,1 % im Juni letzten Jahres auf 5 % im März. Die Gesamtinflation ist jedoch wieder unter die Kerninflation zurückgefallen, die immer noch bei 5,6 % liegt und dank der immer noch anhaltenden Endnachfrage nur sehr langsam zurückgeht.
- Im Vergleich zu den USA hinkt der Inflationszyklus in der Eurozone um einige Monate hinterher. Aber auch hier ist die Trendwende bei der Gesamtinflation in der Jahresveränderung deutlich zu erkennen: Nach einem Höchststand von 10,6 % im Oktober letzten Jahres fiel sie im März auf 6,9 %. In der Eurozone hingegen hat die Kerninflation mit 5,7 % im März im Vergleich zum Vorjahr noch nicht offiziell ihren Höhepunkt erreicht.
- Mit Blick auf die Zukunft werden wir in den USA die Wohnkosten im Auge behalten, die im vergangenen Monat erste Anzeichen für eine Abschwächung gezeigt haben. Sollten sich diese bestätigen, könnte die Kerninflation noch stärker zurückgehen.

US-Verbraucherinflation (jährliche Veränderung)



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Verbraucherinflation in der Eurozone (jährliche Veränderung)

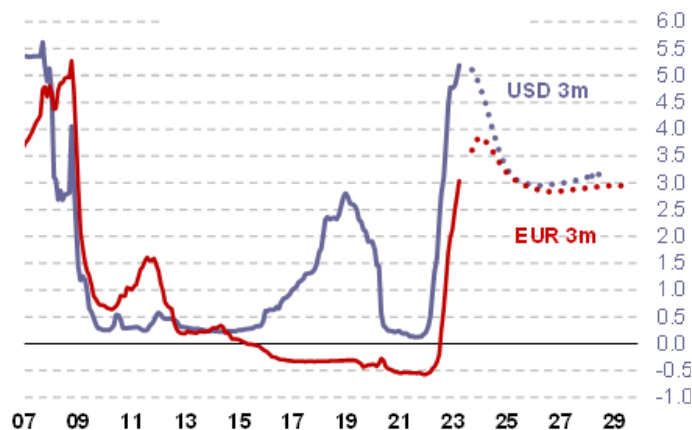


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Thema des Monats (Fortsetzung)

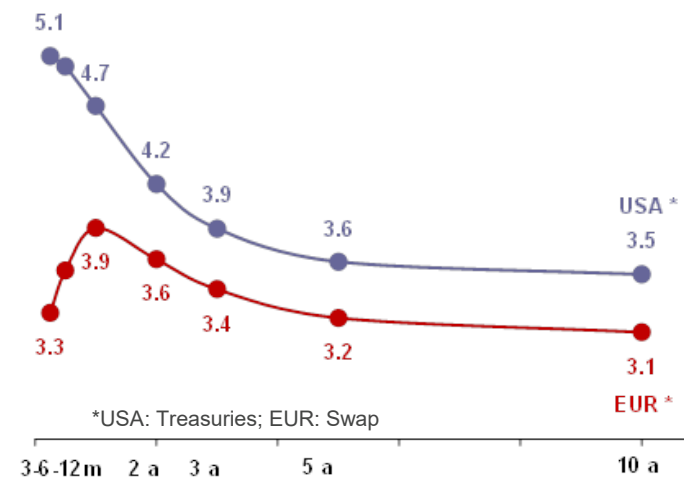
- In der Eurozone dürfte der Höhepunkt der Kerninflation nicht mehr weit entfernt sein, wenn man bedenkt, dass die Gesamtinflation seit fast sechs Monaten rückläufig ist.
- Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Zentralbanken die akkommodierende Wende vorwegnehmen werden, bevor sich der Inflationsrückgang gefestigt hat. Dies gilt insbesondere, wenn man bedenkt, wie wirksam die Zentralbanken eine systemische Ansteckung durch die Bankenturbulenzen verhindert haben.
- Just zum Zeitpunkt der Bankenturbulenzen, Mitte März, wurden die Markterwartungen für den Konjunkturzyklus in eine weniger pessimistische Richtung korrigiert. Hierdurch wurde das Endniveau der geldpolitischen Straffung angehoben und der Start der Zinssenkungsphase nach hinten geschoben. Es wird erwartet, dass die Fed die Zinsen um weitere 25 BP auf 5 bis 5,25 % anhebt und dann bis zum Herbst auf dem Niveau belassen wird. Die EZB wiederum wird die Zinsen bis Juli voraussichtlich um 75 BP anheben, wobei der Zielsatz für Einlagen bei 3,75 % liegen wird.
- Nachdem der Bankensektor sich stabilisiert hatte, bewegten sich die Märkte eher auf das Szenario einer sanften Verlangsamung des Konjunkturzyklus zu, als auf eine abrupte Abbremsung.
- Die Kurven der Anleihezinsen stiegen wieder an, blieben jedoch unter ihren Höchstständen vom März und tendierten weiterhin negativ. Kurze und mittlere Laufzeiten bieten attraktive Kuponsätze (Carry), während längere Laufzeiten einen ausreichenden Schutz für den Fall einer starken Konjunkturabschwächung bieten.

3-Monats-Sätze für USD und EUR (historisch + 3-Monats-Future-Zinssätze)



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Zinskurven: USA und EUR

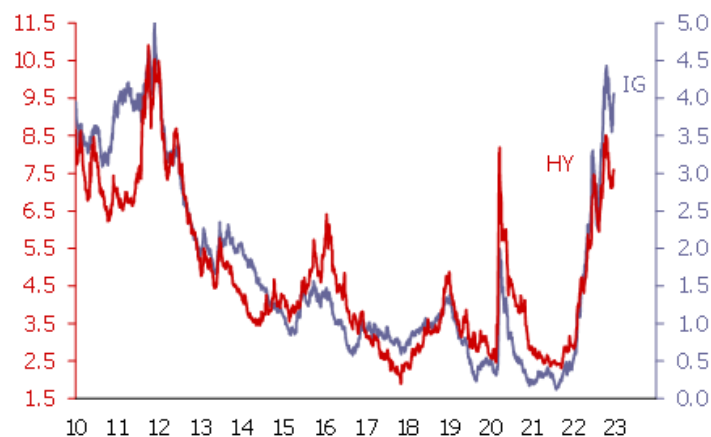


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Thema des Monats (Fortsetzung)

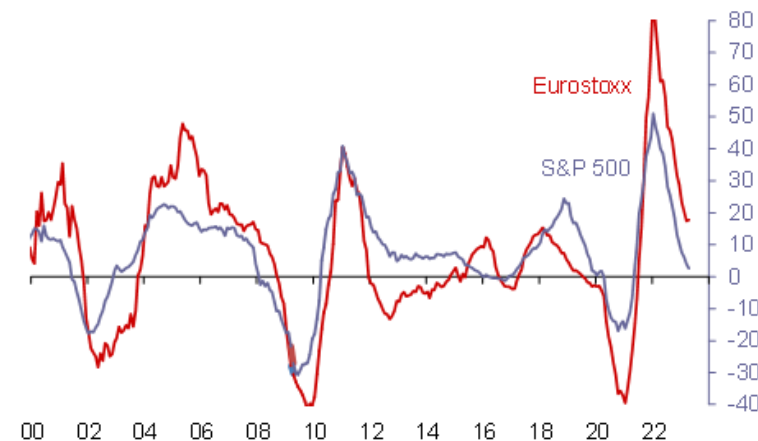
- Als die Spannungen im Bankensektor und in Bezug auf die Widerstandsfähigkeit des Wirtschaftswachstums nachließen, erholten sich die Risikoanlagen, ohne jedoch neue Jahreshochstände bei den Aktien oder neue Tiefststände bei den Spreads zu erreichen.
- Vielmehr erreichte die Aktienvolatilität einen neuen relativen Tiefstand und fiel auf das Niveau von Ende 2021 zurück, d. h. auf das Niveau vor der Straffung durch die Fed. Dies ist ein wichtiges Indiz, das die Erwartungen der Aktienanleger auf eine sanfte Verlangsamung der Weltwirtschaft widerzuspiegeln scheint.
- Dieser Trend könnte etwas verfrüht sein. Denn zum einen ist die Abkühlung der Ertragslage noch nicht abgeschlossen und zum anderen könnten sich die Anzeichen einer makroökonomischen Abschwächung in den kommenden Monaten infolge der Kreditverknappung, insbesondere in den USA, nach den Spannungen im Bankensektor im März noch verstärken.

EUR-Unternehmensanleihen (Rendite bis Fälligkeit)



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Jährliches Gewinnwachstum in % bei S&P 500 und EURO STOXX



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.



EURIZON

ASSET MANAGEMENT

DIESES DOKUMENT IST AUSSCHLIESSLICH FÜR INSTITUTIONELLE UND/ODER PROFESSIONELLE ANLEGER BESTIMMT. DIE ÖFFENTLICHE VERBREITUNG IST VERBOTEN.

Die vorliegende Veröffentlichung ist nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt, sondern dient institutionellen und professionellen Anlegern bzw. professionellen Führungskräften der Eurizon Capital SGR zu Informationszwecken für den persönlichen oder beruflichen Gebrauch. Die Eurizon Capital SGR übernimmt für die hierin enthaltenen Informationen keinerlei Verantwortung. Das gesamte Dokument, einzelne Teile, die Informationen und die in ihnen enthaltenen Daten stellen keinen Vorschlag oder Ratschlag zur Durchführung einer Finanztransaktion oder Zeichnung von Fonds dar und dürfen nicht Bestandteil der Herausgabe an oder Kommunikation mit Investoren sein, für die zu Informationszwecken ein jährlicher Tätigkeitsbericht und ein Halbjahresbericht sowie genaue Veröffentlichungen erhältlich sind. Das einzige unmittelbare Angebot für Finanzinstrumente, das Investoren vor der Zeichnung ausgehändigt werden darf, ist das KIID (Wesentliche Anlegerinformationen). Es wird darin erinnert, dass die Verbreitung von Nachrichten, Daten und Performance-Kennzahlen von Finanzinstrumenten bestimmten gesetzlichen Vorschriften unterliegt. Das Dokument enthält nähere Angaben und Ausarbeitungen, die zum Zeitpunkt der Emission gemacht wurden.

Weitere Informationen zur Entwicklung der Finanzmärkte sind auf der Website www.eurizoncapital.com als Video erhältlich.

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sitz: Piazzetta Giordano dell'Amore, 3, 20.121 Mailand, Italien

Stammkapital: 99.000.000,00 EUR (voll eingezahlt) - Steuernummer und Nr. im Handelsregister von Mailand Nr. 4.550.250.015 - Die Gesellschaft gehört der Umsatzsteuergruppe „Intesa Sanpaolo“ an, USt-IdNr. 11.991.500.015 (IT11991500015) - Eingetragene Kapitalanlagegesellschaft, Nr. 3 Abteilung Betreiber der Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) und Nr. 2 Abteilung Betreiber alternativer Investmentfonds (AIF) - Die Gesellschaft unterliegt der Leitung und Koordination der Intesa Sanpaolo S.p.A. und ist Mitglied der Bankengruppe Intesa Sanpaolo und eingetragen im Bankengruppenregister. Alleingesellschafter: Intesa Sanpaolo S.p.A. - Mitglied des Nationalen Garantiefonds.