



# The Globe

---

Der Investmentausblick von Eurizon

30. März 2023

# Wirtschaftlicher Hintergrund

Die Spannungen, die in den USA die Regionalbanken und in Europa die Credit Suisse betreffen, sind eine indirekte Folge der von der Fed und der EZB beschlossenen Straffung der Geldpolitik.

Die Fed, die den Banken wieder Kreditlinien zur Verfügung stellt, um eine Liquiditätskrise zu vermeiden, hat auf ihrer März-Sitzung die Zinssätze um 25 BP angehoben, **gleichzeitig aber darauf hingewiesen, dass sie die aufgetretenen Spannungen bei künftigen Sitzungen berücksichtigen wird.**

Selbst die EZB hat nach der Anhebung der Zinssätze um 50 BP von ihren ursprünglichen Absichten Abstand genommen und sich **die Möglichkeit offen gelassen, ihre Zinsanhebungen zu verlangsamen oder sogar auszusetzen.**

Die Markterwartungen haben sich **dramatisch verändert.** In den Fed-Funds-Futures ist nun eine Aussetzung der Zinserhöhung im Mai und ab Juni gar eine Zinssenkung eingepreist. Für die EZB rechnet der Markt mit einer weiteren Anhebung um 50 BP. Aber auch hier wird eine Zinspause erwartet.

In beiden Fällen wird von einer **drastischen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ausgegangen** — ein Szenario, das jedoch **vermieden werden könnte, wenn es den Zentralbanken gelingt, die Liquiditätskrise rasch einzudämmen.** Jedenfalls rechnet inzwischen kaum noch jemand mit einer Rückkehr zur aggressiven Geldpolitik. Schließlich haben die Bankenturbulenzen bereits gezeigt, wie groß die Einschränkungen sind, die mit dem Zinsanstieg einhergehen.

Der Fokus liegt somit derzeit auf China, wo **die Wirtschaft nach der Wiedereröffnung der Märkte allmählich wieder an Fahrt gewinnt**, ohne dass es dort zu ähnlichen Auswüchsen kommt, wie wir sie in den USA und der Eurozone gesehen haben.



## Makroökonomie

- Die Spannungen im Bankensektor zeigen, dass der Grad der geldpolitischen Straffung hoch ist und das Potenzial hat, die Wirtschaftstätigkeit zu verlangsamen und die Inflation einzudämmen.
- Geldmarkt-Futures gehen davon aus, dass das Ende der geldpolitischen Straffung nahe ist, und spekulieren darauf, dass die Fed und die EZB die Zinsen in der zweiten Jahreshälfte senken werden.



## Vermögensallokation

- Das mögliche Ende der Geldstraffung und die wahrscheinliche Konjunkturabschwächung sorgen dafür, dass die Märkte für Kernanleihen wieder attraktiv sind.
- Risikoanlagen sind attraktiv bewertet, könnten aber volatil bleiben, solange keine beruhigende Lösung für den Bankensektor gefunden wird und sich die Konjunktur weiter abschwächt.



## Festverzinsliche Anlagen

- Die Übergewichtung von US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen, die attraktive Laufzeiten haben und im Falle einer makroökonomischen Abschwächung Schutz bieten können, wird bestätigt.
- Bei den Spread-Anleihen bevorzugen wir weiterhin Investment-Grade- und Schwellenländeranleihen. Das Marktumfeld für Hochzinsanleihen erscheint uns hingegen nach wie vor unsicher. Gegenüber italienischen Staatsanleihen sind wir neutral positioniert.



## Aktien

- Die Notierungen an den Aktienmärkten befinden sich auf historisch attraktiven Niveaus, aber die Spannungen im Bankensektor und die wahrscheinliche makroökonomische Verlangsamung könnten weiter für Volatilität sorgen.
- Der US-Markt und die Wachstumssektoren könnten sich in einem Umfeld, in dem die Zinsen nicht mehr steigen, erneut besser entwickeln als andere.



## Währungen

- Das mögliche Ende der Zinsanhebungen durch die Fed kann dazu führen, dass der US-Dollar schwächer wird. Allerdings wird diese Bewegung durch die vom Bankensektor ausgehende Verunsicherung der Märkte wieder aufgewogen, sodass sich am Ende beide Entwicklungen die Waage halten.
- Die Unsicherheiten an den Märkten und der mögliche Wechsel an der Spitze der Bank of Japan könnten dem Yen Auftrieb geben.

# Investmentausblick

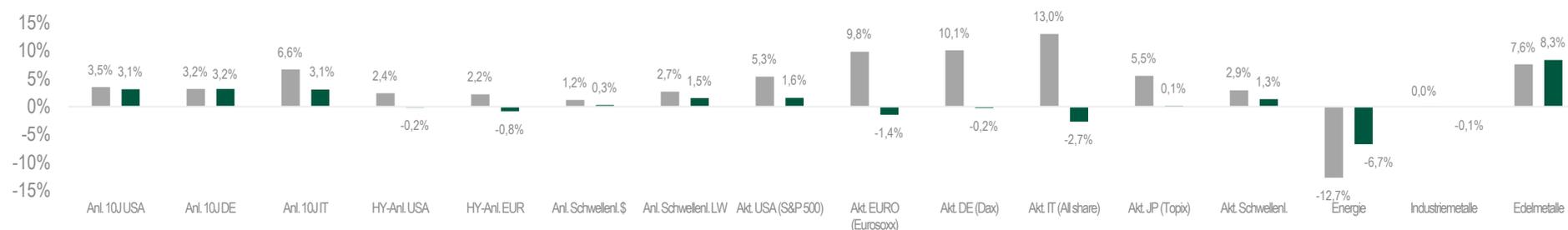
Im Basisszenario wird davon ausgegangen, dass die Zentralbanken eine weniger aggressive Haltung einnehmen werden. Der Grund dafür sind die Spannungen im Bankensystem, die eine wahrscheinliche Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit und eine Rückkehr der Inflation erwarten lassen. In diesem Zusammenhang wird die Übergewichtung von US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen bestätigt. Die neutrale Haltung gegenüber Aktien und Spread-Anleihen wird beibehalten. Letztere könnten in Erwartung einer beruhigenden Lösung für die Liquiditätsprobleme der Banken weiterhin volatil sein.

ANLAGEKLASSE	BEURTEILUNG	
<b>FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE</b> Global Government	 <b>POSITIV USA (+)</b> <b>POSITIV DE (+)</b>	<b>Positive Beurteilung für Treasuries und Bundesanleihen.</b> Die positiven Bewertungen für US-amerikanische und deutsche Staatsanleihen werden bestätigt.
	 <b>NEUTRAL PERIPHERIESTAATEN (=)</b>	<b>Neutrale Beurteilung für die Staatspapiere der Euro-Peripherie.</b> Die neutrale Beurteilung für Anleihen der Euro-Peripheriestaaten wird beibehalten.
<b>FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE</b> Kreditspreads	 <b>NEUTRAL (=)</b>	<b>Neutrale Beurteilung für Spread-Anleihen.</b> Die neutrale Beurteilung für die Spread-Märkte wird bestätigt. Es gilt die folgende Reihenfolge: (1) Investment Grade, (2) Schwellenländermärkte, (3) High Yield.
<b>AKTIEN</b>	 <b>NEUTRAL (=)</b>	<b>Neutrale Beurteilung für Aktien.</b> Die Beurteilung für Aktien bleibt neutral. Geografisch gesehen werden die USA stärker und Europa schwächer gewichtet, wobei sich die Reihenfolge der relativen Präferenz wie folgt ändert: (1) USA und Schwellenländer, (2) Pazifik ohne Japan, (3) Europa und Japan.
<b>WÄHRUNGEN</b>	 <b>NEUTRAL DOLLAR (=)</b> <b>POSITIV YEN (+)</b>	<b>Neutrale Beurteilung für den Dollar, positive Beurteilung für den Yen und neutrale Beurteilung für die anderen Währungen.</b> Die neutrale Positionierung gegenüber dem US-Dollar und die Übergewichtung des Yen werden bestätigt. Die neutralen Beurteilungen der übrigen Währungen werden ebenfalls beibehalten.

# Anlageklassen im Vergleich

Aufgrund der Spannungen im Bankensektor sind Staatsanleihen stark zurückgegangen. Der Rückgang betraf alle Laufzeiten, war aber am kurzen Ende stärker ausgeprägt. Die US-Kurve und die deutsche Kurve bleiben jedoch invertiert. Die Spreads in der Eurozone weiteten sich leicht aus, hielten sich aber im Vergleich zu früheren Unsicherheitsphasen eindeutig im Rahmen. Die Spreads für Investment-Grade-, Hochzins- und Schwellenländer-Unternehmensanleihen weiteten sich deutlich aus. Die Börsen weisen einen negativen Saldo auf, wobei der Finanz- und der Immobiliensektor den Markt nach unten zogen. Der US-Dollar schwächte sich leicht ab, der Yen wurde stärker.

## Märkte im Vergleich in Landeswährung



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital. Angaben vom 29. März 2023.

■ YTD ■ 1M

## Märkte im Vergleich in Euro



Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital. Angaben vom 29. März 2023.

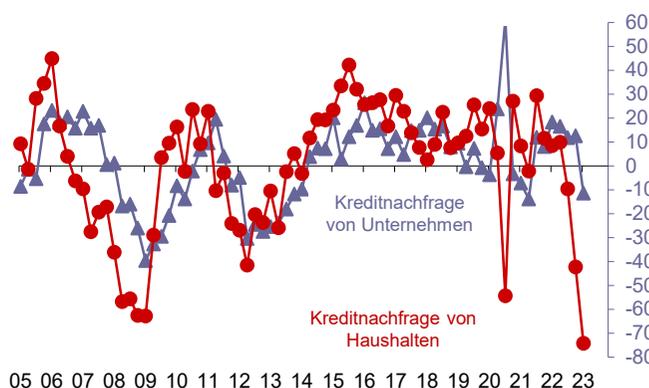
■ YTD ■ 1M

# Thema des Monats

## Die Fed, die EZB und der Beinahe-Crash der Banken

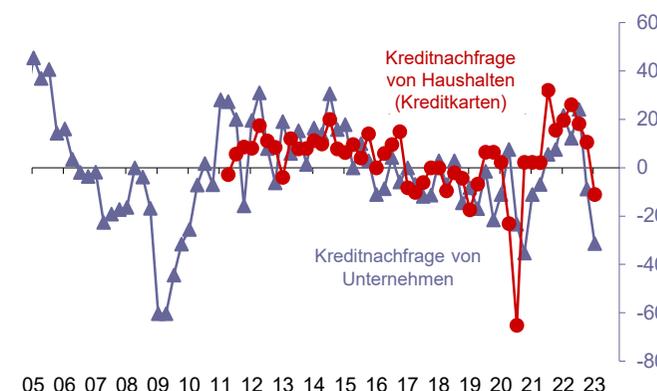
- Die Spannungen bezüglich der **US-Regionalbanken**, der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank und die Übernahme der Credit Suisse als Ansteckungspunkt in Europa **sind eine indirekte Folge** der von der Fed und der EZB im vergangenen Jahr beschlossenen **rigorosen Straffung der Geldpolitik**.
- Sie sind als **unerwünschter Nebeneffekt im Kampf gegen die Inflation zu sehen**, den die Fed und die EZB um jeden Preis führen wollten, selbst um den Preis einer möglichen Rezession oder, implizit, eines Finanzcrashs.
- Die Tatsache, dass ein Finanzcrash eintritt, ist ein Zeichen dafür, dass **die von den Zentralbanken ausgelösten Einschränkungen der Finanzmärkte ein hohes Maß erreicht haben** — ein Hinweis, dem die Zentralbanken nun Rechnung tragen müssen.
- Diese Spannungen treten nämlich zu einem Zeitpunkt auf, zu dem die Inanspruchnahme von Krediten durch Haushalte und Unternehmen aufgrund der hohen Zinsen bereits zurückgeht. **Die Unsicherheit im Bankensektor wird die Banken zu weiteren Verschärfungen der Kreditkonditionen veranlassen und damit die geldpolitischen Zwänge für das Wirtschaftssystem verstärken.**

### Eurozone: Kreditnachfrage laut EZB-Erhebung (% der Banken, die eine erhöhte Nachfrage melden)



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

### USA: Kreditnachfrage laut Fed-Erhebung (% der Banken, die eine erhöhte Nachfrage melden)

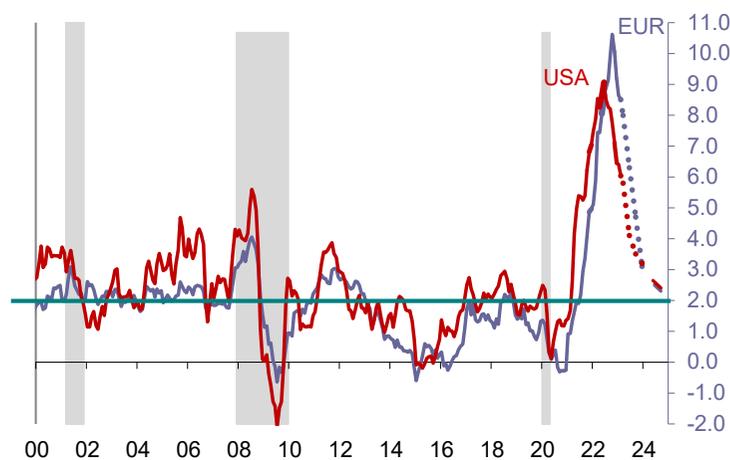


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

# Thema des Monats (Fortsetzung)

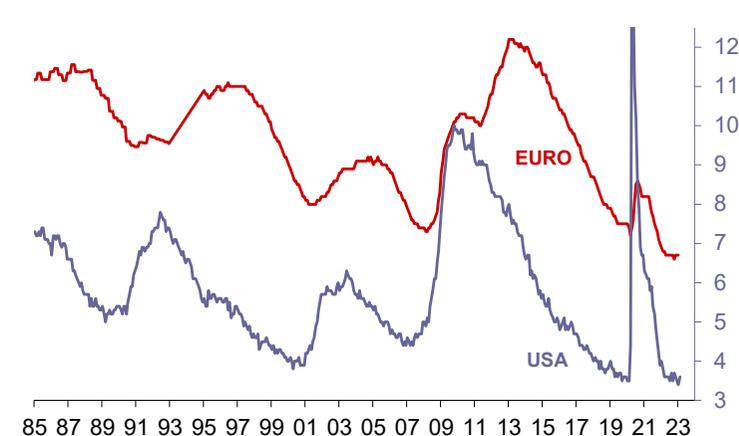
- Die derzeitige Kombination aus Wachstum und Inflation zeigt, dass die **Volkswirtschaften einer Überhitzung noch näher sind als einer Rezession.**
- Die allgemeine Inflation ist in den letzten Monaten dank niedrigerer Rohstoffpreise zurückgegangen. **Aber die Kerninflation geht nicht so schnell zurück wie erhofft, insbesondere in der Eurozone,** wo sie ihren Höhepunkt noch nicht erreicht hat.
- **Die Wirtschaftstätigkeit** schwächt sich nach dem rasanten Anstieg im Jahr 2021 ab, **bleibt aber stark genug, um die Arbeitslosenquoten in der Eurozone und in den USA auf einem absoluten Tiefstand zu halten.**
- Die Finanzmärkte haben auf die Spannungen bei den Banken mit einer drastischen Änderung der Erwartungen an die Geldpolitik reagiert.
- Die Fed-Funds-Futures lassen derzeit erwarten, dass die Fed die Zinsen auf ihrer Mai-Sitzung nicht anheben und zwischen Juni und Juli mit Zinssenkungen beginnen wird. Selbst der Geldmarkt rechnet mit einem Rückgang der Fed Funds von derzeit 5 % auf 3 % Ende 2024. **Für die EZB erwartet der Markt weitere Anhebungen um bis zu 50 BP vor dem Sommer. Aber auch die EZB wird ab Herbst eine Pause einlegen und die Zinsen senken.**

## Inflation in den USA und der Eurozone



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

## Arbeitslosenquote

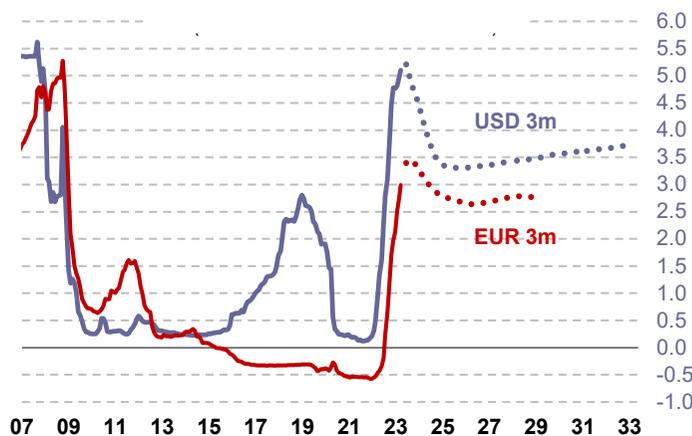


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

# Thema des Monats (Fortsetzung)

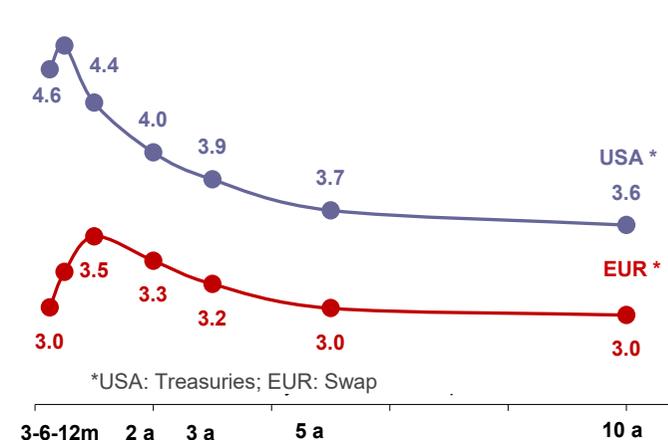
- Wenn die Zentralbanken, was wahrscheinlich ist, alles tun werden, um die finanzielle Instabilität erfolgreich einzudämmen, könnten diese Erwartungen allmählich nach oben korrigiert werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich die Makrodaten erneut als widerstandsfähiger erweisen als erwartet. Die Hypothese, dass die Zentralbanken wie in den vergangenen Monaten wieder einen aggressiven Ton anschlagen werden, muss allerdings als steil angesehen werden. Die Turbulenzen im Bankensektor haben nämlich gezeigt, dass der Grad der geldpolitischen Straffung bereits sehr hoch ist.
- Ein weniger aggressives Vorgehen der Zentralbanken stellt nach wie vor ein günstiges Umfeld für die Anleihemärkte dar. Zwar sind die Fälligkeitssätze gegenüber den Höchstständen von Anfang März gesunken, doch sind die Fälligkeitsrenditen im Vergleich zum Ausgangspunkt von vor einem Jahr nach wie vor attraktiv.
- Da die Zinskurven für Kernemittenten immer noch negativ geneigt sind, bieten Anleihen mit kurzen und mittleren Laufzeiten attraktive Kuponsätze (Carry). Längere Laufzeiten wiederum bieten reichlich Margen, um die Portfolios im Falle eines starken Konjunkturabschwungs zu schützen.
- Die Realsätze für inflationsgebundene Wertpapiere sind sowohl in den USA als auch in der Eurozone positiv und bieten bei angemessener Diversifizierung und unter Ausschluss der kurzfristigen Volatilität eine attraktive echte Renditechance für Portfolios.

## 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

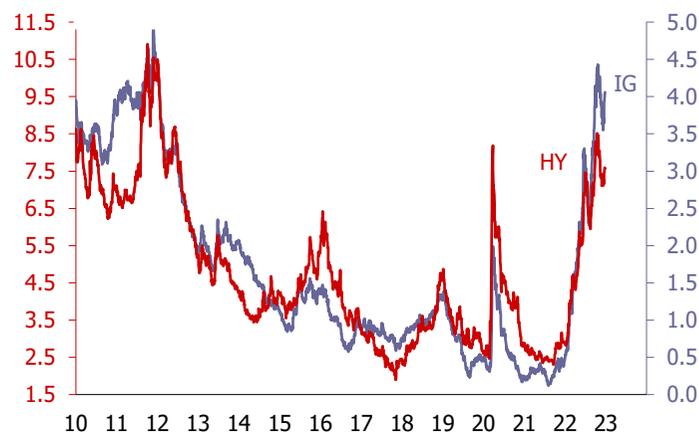


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

# Thema des Monats (Fortsetzung)

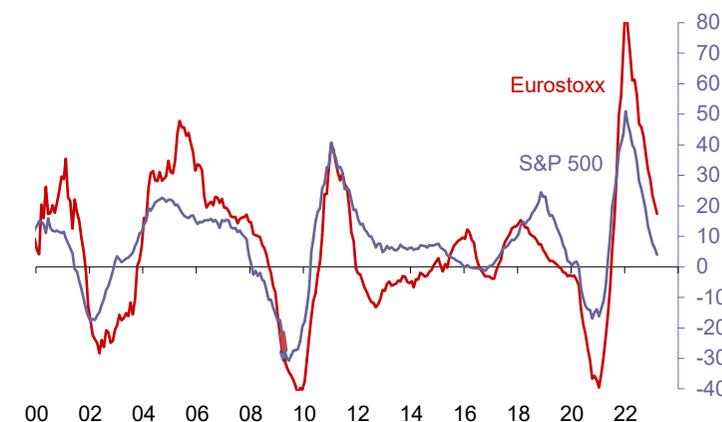
- Auf der Risikoseite **war die Volatilität bei Spread-Anleihen höher als bei Aktien**. Dies ist einerseits auf die Entscheidung der Schweizer Behörden zurückzuführen, nachrangige AT1-Anleihen der Credit Suisse gegenüber Aktien schlechter zu stellen. Andererseits haben die Spannungen bei den Banken die Aufmerksamkeit auf die Möglichkeit weiterer Turbulenzen in der Kreditwelt gelenkt.
- Bei den erreichten Spreads im Bereich von 500 BP gelten **Hochzinsanleihen als historisch attraktiv**. Vor dem Hintergrund einer makroökonomischen Verlangsamung und eines möglichen Anstiegs der Ausfallquoten **ist es jedoch sehr wahrscheinlich, dass die Volatilität hoch bleiben wird**. **Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating erscheinen attraktiver**, da sie weniger den Unsicherheiten des Marktumfelds ausgesetzt sind. Gleichwohl ist ihr Zinssatz bei Fälligkeit niedriger.
- **Auf dem Höhepunkt der Unsicherheit kam es an den Aktienmärkten zu einer Korrektur, die jedoch im Vergleich zu früheren Episoden mit einer begrenzten Volatilität einherging. Die absoluten Bewertungen sind im historischen Vergleich attraktiv, und die Risikoprämie ist im Vergleich zu Staatsanleihen hoch.** Die erwartete Konjunkturabschwächung, bei der ein Hard Landing nicht ausgeschlossen werden kann, könnte jedoch weiterhin für Volatilität sorgen und den bereits eingetretenen, aber noch nicht abgeschlossenen Ertragsrückgang fortsetzen.

## EUR-Unternehmensanleihen (Rendite bis zur 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](http://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.