



The Globe

Der Investmentausblick von Eurizon

30. Mai 2023

Wirtschaftlicher Hintergrund

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld zeichnet sich durch eine langsam sinkende Inflation und ein nachlassendes, aber immer noch positives Wirtschaftswachstum aus.

Der Inflationsrückgang ist hauptsächlich auf die sinkenden Energiepreise zurückzuführen, während der Preisanstieg bei den Kernkomponenten immer noch höher ist als in der Zeit vor Corona. Demgegenüber hat sich die Konjunktur zwar abgeschwächt, aber der Arbeitsmarkt befindet sich weiterhin im Aufschwung.

Eine rückläufige Inflation ist aus Sicht der Zentralbanken zunächst einmal ein Grund zur Beruhigung. Dennoch sprechen das schleppende Tempo des Rückgangs und die Robustheit des Wirtschaftswachstums für ein weiterhin vorsichtiges Vorgehen bei den Leitzinsen.

Der Konsens am Geldmarkt liegt irgendwo zwischen der Erwartung einer Fed, die für den Rest des Jahres unverändert agiert, und einer weiteren, letzten Anhebung um 25 Basispunkte zwischen Juni und Juli. Was die EZB betrifft, so erwartet der Geldmarkt zwei Anhebungen um 25 Basispunkte im Juni und Juli und anschließend eine Phase des Abwartens. Diese Erwartungshaltung ist mit einer leichten Konjunkturabschwächung vereinbar und bedarf der Prüfung anhand der anstehenden Inflations- und Wachstumsdaten.

Gegenwärtig wird China nur geringe Aufmerksamkeit zuteil, denn es wird bestätigt, dass sich die Konjunktur nach der Aufhebung der Null-Covid-Politik wieder beschleunigen wird, allerdings ohne die in den USA und der Eurozone verzeichneten Auswüchse. Ebenfalls mäßige Aufmerksamkeit wird dem Krieg Russlands in der Ukraine gewidmet, da die Energiepreisentwicklung seit langem rückläufig ist.



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 die Fed die geldpolitische Straffung beendet hat und die EZB ihre Maßnahmen dazu bis Juli 2023 abschließen wird.



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 Marktbewertungen liegen auf historisch attraktiven Niveaus. Nichtsdestotrotz stellt das Risiko einer unerwartet starken Konjunkturabschwächung möglicherweise eine Ursache für Volatilität dar.



Währungen

- Angesichts der im Vergleich zu den USA verzögerten Inflation in der Eurozone dürfte die geldpolitische Straffung der EZB im Gegensatz zur Fed länger andauern, wodurch der Euro gegenüber dem Dollar gestärkt wird.
- Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Szenario und der Führungswechsel bei der Bank of Japan können sich günstig auf den Yen auswirken.

Investmentausblick

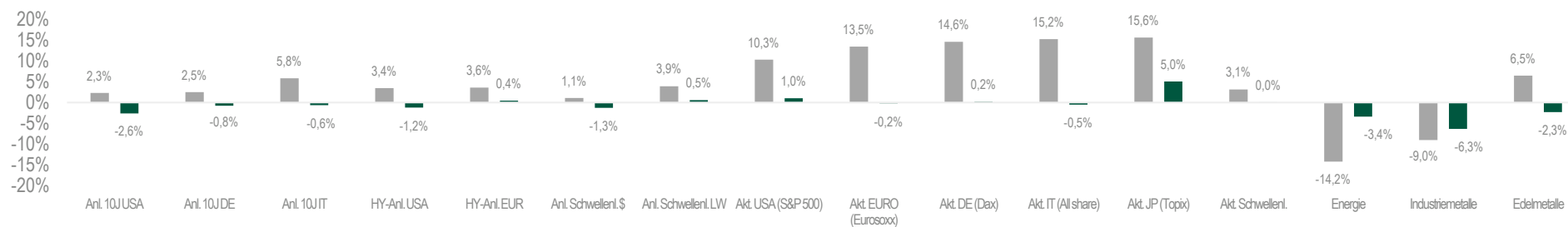
Das Referenzszenario beruht auf einem nachlassenden Wirtschaftswachstum und einer rückläufigen Inflation, die aber immer noch über dem Zielwert der Zentralbanken liegt. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Übergewichtung von US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen. Unsere neutrale Haltung gegenüber Aktien und Spread-Anleihen behalten wir jedoch bei. Solange das Ausmaß der Konjunkturabschwächung 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 Beurteilungen 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. Die neutrale Beurteilung von Aktien wird beibehalten. Die relative Gewichtung von europäischen Aktien wird erhöht und die der Schwellenländer verringert. Die Reihenfolge der geografischen Präferenz sieht folgendermaßen aus: (1) Europa; (2) USA, Japan und Pazifik ohne Japan; (3) Schwellenländer.
WÄHRUNGEN	 NEGATIV DOLLAR (-) POSITIV YEN (+)	Negative Beurteilung des Dollars, positive Beurteilung des Yens und neutrale Beurteilung der anderen Währungen. Die Untergewichtung des Dollars, die Übergewichtung des Yens und die neutrale Beurteilung der anderen Währungen werden bestätigt.

Anlageklassen im Vergleich

Die Zinsen für Staatsanleihen sind im Mai gestiegen, insbesondere für US-Anleihen mit kürzerer Laufzeit. Die Zinsniveaus bleiben jedoch über alle Laufzeiten hinweg unter den Höchstständen von Anfang März, und die Kurven in den USA und Deutschland sind nach wie vor invertiert. Die Spreads in der Eurozone und an den Kreditmärkten blieben hingegen unverändert. Die Aktienmärkte schlossen insgesamt positiv ab und bewegten sich in der Nähe ihrer Jahreshöchststände. Der US-Dollar konnte weiter zulegen. Der Euro steht somit bei 1,07 USD.

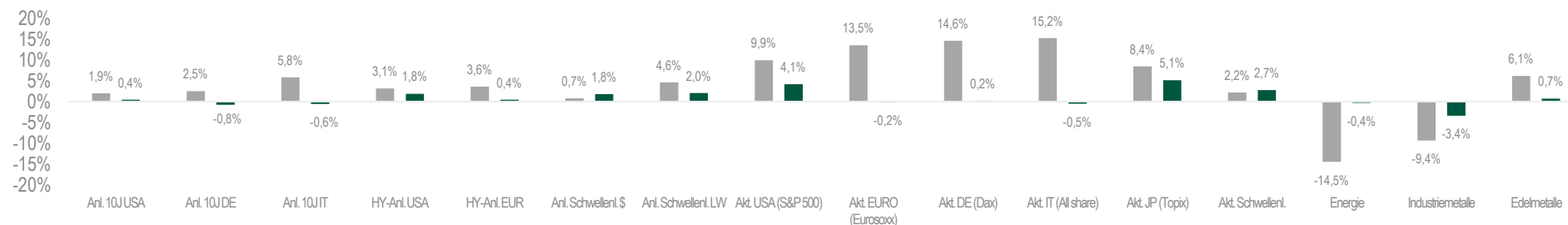
Märkte im Vergleich in Landeswährung



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

■ YTD ■ 1M

Märkte im Vergleich in Euro



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

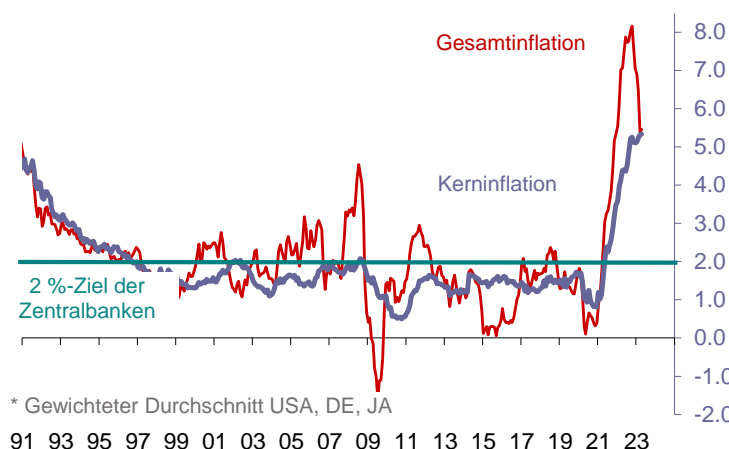
■ YTD ■ 1M

Thema des Monats

Der schmale Pfad zum Soft Landing

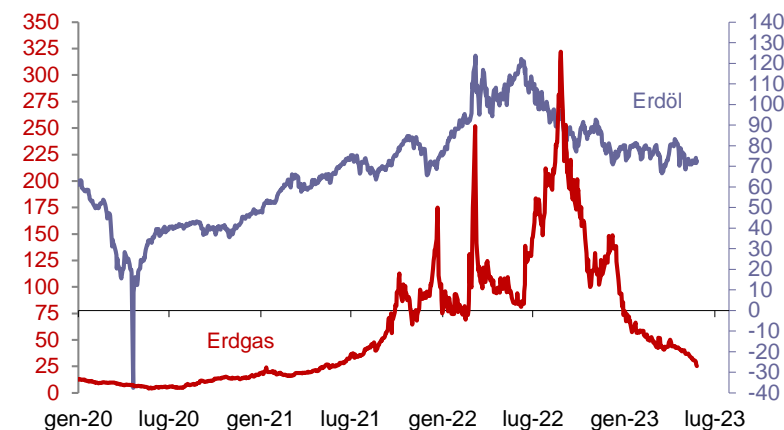
- Im Makroszenario ist die Inflation weiterhin die wichtigste Variable.
- Die Inflation kennt offensichtlich nur noch eine Richtung – nach unten: im Oktober lag sie in der Eurozone bei 10,6 % und heute bei 7,0 %; in den USA lag sie im Juni vor einem Jahr bei 9,1 % und im April, den letzten verfügbaren Daten, bei 4,9 %. Dennoch kann **der Normalisierungspfad nicht als abgeschlossen betrachtet werden**, da das Niveau immer noch deutlich über den 2 % liegt, die von den Zentralbanken als ideal angesehen werden. Außerdem ist die sinkende Inflation fast ausschließlich auf den Rückgang der Rohstoffpreise zurückzuführen; die Kernkomponenten stehen weiterhin unter Druck.
- Das wahrscheinlichste Szenario ist, dass der Rückgang der Rohstoffpreise, insbesondere der Energiepreise, dazu führen wird, dass der Druck auf die anderen Komponenten allmählich nachlässt. Aber **der Desinflationsprozess wird einige Zeit in Anspruch nehmen, vor allem, weil die Wirtschaftstätigkeit immer noch expandiert** und es den Sektoren, die im letzten Jahr Preissteigerungen erfahren haben, ermöglicht, diese Preise weiterhin an die nachgelagerten Bereiche weiterzugeben.
- **Der wichtigste Faktor jedoch, der zur Beruhigung der Märkte beiträgt, ist die Tatsache, dass die Inflationsquelle versiegt, d. h. dass die Rohstoffpreise seit einigen Monaten nicht mehr steigen.** Ein Beleg dafür ist der Ölpreis, der seit mehreren Monaten zwischen 70 und 80 US-Dollar liegt, sowie der niedrige und weiter fallende Erdgaspreis.

Inflation in den Industrieländern*



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

Erdöl- und Erdgaspreise

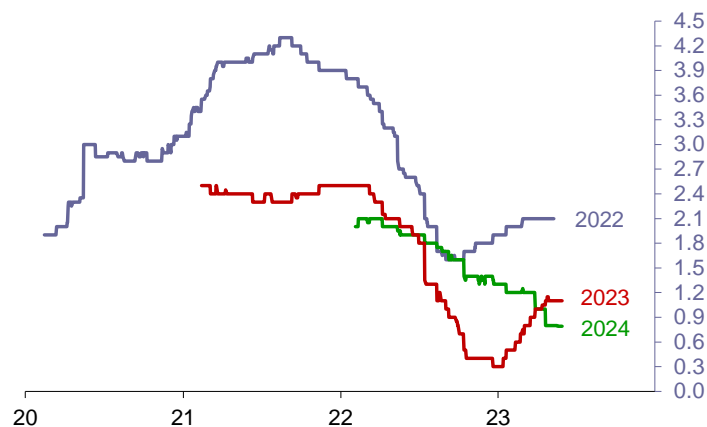


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Thema des Monats (Fortsetzung)

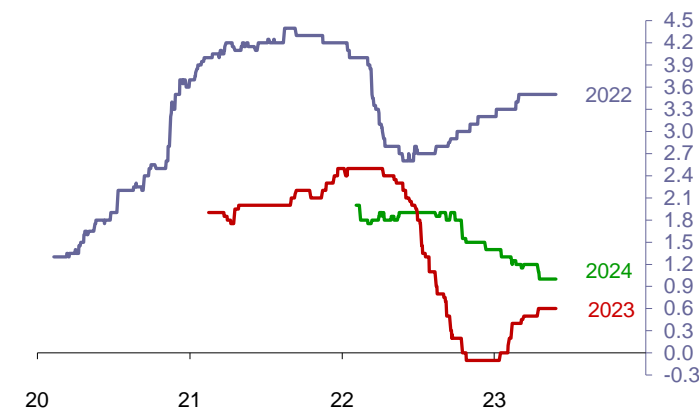
- Glücklicherweise oder unglücklicherweise hält das Wirtschaftswachstum der starken geldpolitischen Straffung des vergangenen Jahres bemerkenswert gut stand.
- „Glücklicherweise“, weil niemand eine Rezession will. „Unglücklicherweise“, weil bei einer etwas stärkeren Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit die Inflationswelle bereits vorbei wäre — was den Zentralbanken erneut in die Hände spielen würde. Das ist der Pfad des Soft Landings: Auf der einen Seite droht die Gefahr einer überhitzten Wirtschaft (Hot Economy), auf der anderen Seite die Gefahr einer Rezession (Hard Landing).
- Die Daten der letzten Monate deuten jedoch darauf hin, dass ein Soft Landing möglich ist. Sowohl für die USA als auch für die Eurozone wurden die Wachstumsschätzungen für 2023 seit Anfang des Jahres systematisch nach oben korrigiert, nachdem sie Ende 2022 auf Null gesunken waren.
- Ein gewisses Maß an Unsicherheit zwischen weicher und harter Landung wird jedoch noch einige Zeit bestehen bleiben. Nach den Turbulenzen im Bankensektor Mitte März kommt zur Straffung der Geldpolitik eine Verschärfung der Kreditvergabe in den USA hinzu. In der Eurozone hat die EZB ihre Munition hingegen noch nicht ganz verschossen. Unter diesen Bedingungen besteht das Risiko einer starken Konjunkturabschwächung zwar weiterhin, wird aber lediglich hinausgezögert, bis die Zentralbanken den Kampf gegen die Inflation für gewonnen erklären.

USA: BIP-Wachstum 2022 bis 2024 – Konsensschätzungen



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

Eurozone: BIP-Wachstum 2022 bis 2024 – Konsensschätzungen

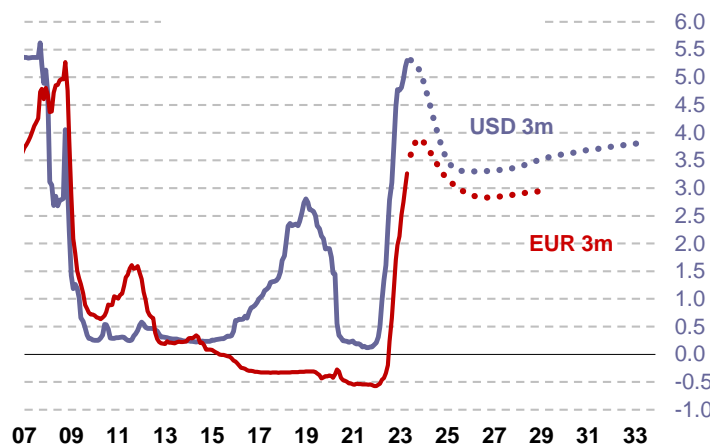


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Thema des Monats (Fortsetzung)

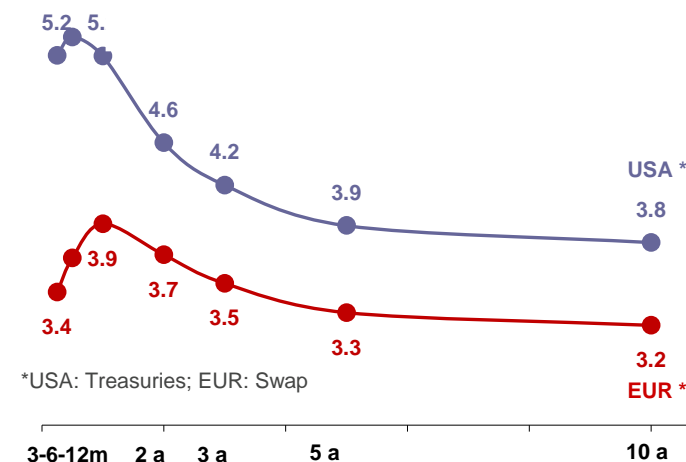
- Die geldpolitischen Erwartungen spiegeln dieses sich noch entwickelnde Umfeld wider. **Die Zentralbanken betrachten den Kampf gegen die Inflation als weit fortgeschritten, aber nicht als abgeschlossen.**
- Angesichts der Tatsache, dass die Fed Funds Rates in den USA bereits über 5 % liegen, **gehen die Einschätzungen allgemeinen entweder von einer Zinspause für den Rest des Jahres oder von einer abschließenden Erhöhung um 25 BP im Juni oder Juli aus.** Für 2024 gehen die Futures von einem Rückgang der Zinssätze in Richtung 3 % aus, eine Normalisierung, die im Falle einer schwachen Inflation angebracht erscheint. **Für die EZB wird mit zwei Anhebungen um 25 BP gerechnet, dann mit einer mehrmonatigen Pause und einer erneuten Anhebung 2024, die dann im Zeichen der Normalisierung stünde.**
- Der Verlauf der Anleihezinskurven entspricht ebenfalls dieser Interpretation. **Die kurz- und mittelfristigen Zinssätze liegen auf dem Niveau, auf dem der Geldmarkt das Ende der Straffung erwartet, nämlich im Bereich von 5 % in den USA und 4 % in der Eurozone.** Die Zinssätze für längere Laufzeiten liegen auf einem niedrigeren Niveau als die Zinssätze für kurze Laufzeiten und lassen eine Normalisierung der Geldzinsen im Jahr 2024 erwarten, sobald die Inflation überwunden ist.
- Aus Anlegersicht **sind die kurzen und mittleren Abschnitte der Anleihekurven attraktiv, um bei relativ geringer Volatilität mit deutlich steigenden Fälligkeitssätzen Gewinne zu erzielen.** Die langen Abschnitte haben im Falle einer abrupten Konjunkturabschwächung reichlich Abwärtspotenzial (Kapitalgewinn).

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

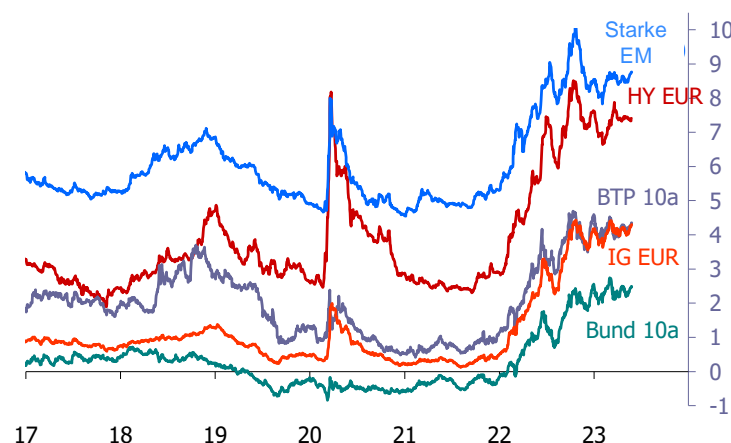


Quelle: Daten von Refinitiv Eikon, Bearbeitung durch Eurizon Capital.

Thema des Monats (Fortsetzung)

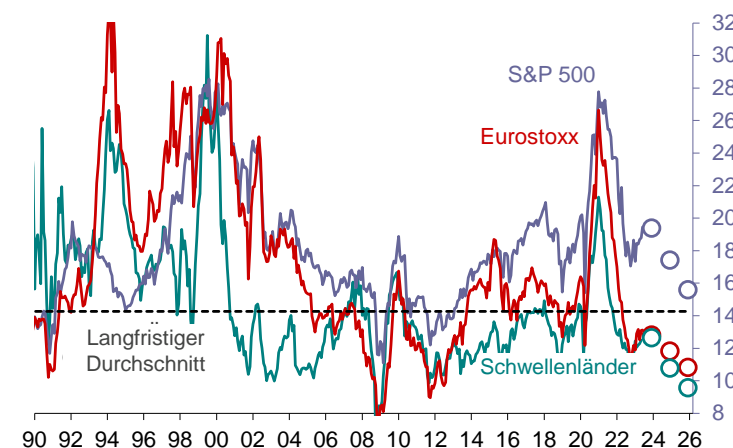
- Risikoaktiva weisen eine Kombination aus attraktiven Bewertungen und einem immer noch unsicheren makroökonomischen Umfeld auf, das erneut zu erhöhter Volatilität führen kann.
- Unter den Unternehmensanleihen weisen Investment-Grade-Anleihen ein attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis mit historisch hohen Renditen und Spreads auf, bei denen ein gewisser Grad an Konjunkturabschwächung bereits berücksichtigt ist. Ein größeres Volatilitätsrisiko im Falle eines ungünstigen makroökonomischen Szenarios besteht für Hochzinsanleihen. Interessant unter den Spread-Anleihen sind diejenigen, die von Schwellenländern begeben werden, deren Zentralbanken die Zinsen noch vor der Fed und der EZB aggressiv angehoben haben und nun Spielraum haben, um eine mögliche deutliche Abkühlung der Wirtschaft aufzufangen.
- Was Aktien betrifft, so erscheinen die absoluten Bewertungen (Kurs-Gewinn-Verhältnis) und die relativen Bewertungen (Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen) historisch attraktiv. Zudem entsprechen die mittelfristig erwarteten Renditen den historischen Durchschnittswerten. Eine mögliche Verlängerung der geldpolitischen Straffung oder aber eine abrupte Verlangsamung der Wirtschaft könnte jedoch die Volatilität wieder anheizen, die in letzter Zeit aufgrund der Erwartung eines Soft Landings in den Hintergrund getreten ist.

Spread-Wertpapiere im Vergleich (Rendite bis zur Fälligkeit)



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

Ein Maß für die Bewertung des Aktienmarktes: das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis)



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

Thema des Monats (Fortsetzung)

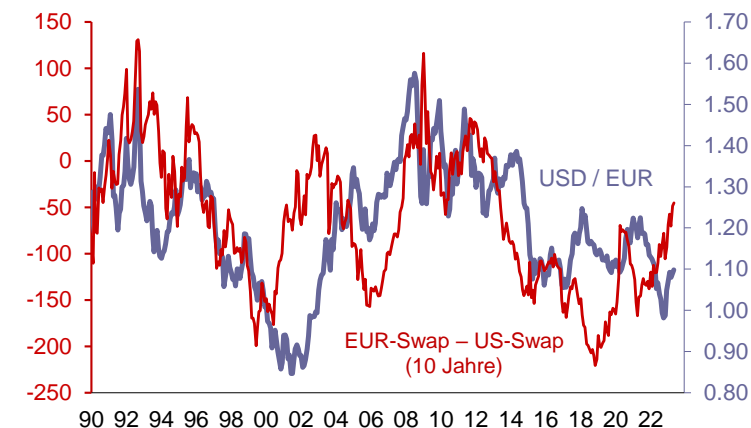
- Das Umfeld einer gegenwärtig boomenden Konjunktur, d.h. das rasche und inflationstreibende Ende der durch Corona ausgelösten Rezession, hat sich günstig auf den US-Dollar ausgewirkt, der sowohl 2021 als auch 2022 an Wert gewonnen hat. Dafür gab es zwei Gründe: Erstens war die Fed unter den Banken der Industrieländer diejenige, die den Takt für die Zinssätze vorgab. Zweitens hat die durch den Inflationsschub entstandene Unsicherheit die Funktion des US-Dollars als sicherer Hafen verstärkt.
- Nachdem sich Ende 2022 ein Auslaufen der Hochkonjunktur abgezeichnet hatte, verlor der US-Dollar an Stärke, auch wenn der Rückgang der US-Währung in letzter Zeit zum Stillstand gekommen ist.
- Geht man von der zentralen Annahme aus, dass die Inflation allmählich zurückgeht und sich die Wirtschaft in geordneter Weise verlangsamt, dürfte der Dollar aufgrund eines weniger unsicheren Umfelds wieder an Wert verlieren. Andererseits könnte der US-Dollar auch im alternativen Szenario, dem eines Hard Landings, schwächer werden. In diesem Fall könnte die Fed zu einem bestimmten Zeitpunkt beschließen, die Zinsen früher und schneller als andere zu senken und die schwache Währung zur Stützung ihrer Wirtschaft zu nutzen.

U.S. Dollar Index



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

Wechselkurs Dollar/Euro und Zinsspanne



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.