

October 2, 2024

BILBoard Oktober 2024 – Erntezeit



Zusammenfassung

Mit dem Herannahen des Herbstes war eine erhöhte Volatilität an den Kapitalmärkten zu verzeichnen. Auf schlechte Tage folgten schnell ausgeprägte Rallys, und unsere Bildschirme zeigten wie die Blätter auf den Bäumen zu dieser Jahreszeit eine sich ständig verändernde Mischung aus rot, grün und gelb-orange. Insgesamt entwickelten sich die Märkte im September jedoch weiterhin positiv. Passend zur Erntezeit haben wir beschlossen, einige der im Laufe des Jahres im Aktiensegment unserer Portfolios generierten Gewinne mitzunehmen.

Diese Entscheidung beruht auf unserer Einschätzung, dass die Volatilität in den kommenden Monaten anhalten wird. Die Märkte versuchen immer noch herauszufinden, ob die massive Zinssenkung der Fed ausreichen wird, um eine sanfte Landung der Wirtschaft einzuleiten. Daher könnten die Veröffentlichungen von Wirtschaftsdaten starke Emotionen auslösen und entsprechend zu übertriebenen Marktschwankungen führen. Gleichzeitig geht der US-Präsidentenwahlkampf in die heiße Phase. Bei Verschiebungen in den Umfragen könnte es

auch zu Trendwenden auf den Märkten kommen, insbesondere aufgrund der sehr unterschiedlichen Programme der beiden Kandidaten.

Wie Konsumenten, die ihr Geld für den „Black Friday“ zurücklegen, verfügen wir durch den Verkauf eines Teils unserer Bestände nun über Barmittel, um Gelegenheiten zu nutzen, die sich aus der voraussichtlichen Volatilität der kommenden Monate ergeben könnten, insbesondere bei US-Aktien.

Der makroökonomische Hintergrund

„Der Herbst hat mehr Gold in der Tasche als alle anderen Jahreszeiten“, hat der amerikanische Autor Jim Bishop einmal geschrieben. Ein zentrales Problem der **US-Wirtschaft** ist, dass die Geldbörsen der Verbraucher alles andere als prall gefüllt sind. Überschüssige Ersparnisse aus den Lockdowns sind längst dahingeschmolzen, die Schulden auf Kreditkarten sind rasant gestiegen und die Ausfallraten sind hoch. Dies ist durchaus von Bedeutung, da der Konsum der bedeutendste Wachstumstreiber ist und zwei Drittel der Wirtschaftsleistung ausmacht. Sofern es nicht zu einer weiteren **Abkühlung des Arbeitsmarktes** kommt, dürften Verbraucher weiterhin Ausgaben tätigen, da sie darauf bauen, dass ihre künftigen Einkommen nicht gefährdet sind. Sollte sich der Arbeitsmarkt jedoch weiter abschwächen, könnten die Ausgaben nachlassen, was für die ersehnte sanfte Landung problematisch wäre. Darüber ist sich die Fed im Klaren; im September senkte sie ihren Leitzins um 50 Bp., sodass dieser nunmehr zwischen 4,75 % und 5 % liegt. Dies war die erste Zinssenkung seit mehr als vier Jahren und zugleich das Signal für einen Wechsel von einem Kurs der geldpolitischen Straffung hin zu einer Lockerung. Nun stellt sich die Frage, ob die Fed zu spät dran ist oder ob ihre Maßnahmen die Wirtschaft und das Gewinnwachstum der Unternehmen stärken werden. Bis diesbezüglich mehr Klarheit herrscht, werden die Marktteilnehmer besonders sensibel für etwaige Anzeichen einer Konjunkturschwäche sein.

Die **Präsidentenwahl am 5. November** rückt zügig näher. Es entstehen Muster eines „Trump Trade“ und eines entsprechenden „Harris Trade“. Ersterer wirbt mit niedrigen Steuern, wenig Regulierung, geringen Energiekosten und höheren Handelszöllen. Zu den potenziellen Nutznießern zählen der allgemeinen Einschätzung nach große Ölgesellschaften, Finanzunternehmen und Small-Caps (die tendenziell stärker auf den Binnenmarkt fokussiert sind). Einfuhrzölle und strengere Regeln für die Immigration könnten eine inflationäre Wirkung entfalten, was wiederum zu höheren langfristigen Renditen und einer steileren Renditekurve führen könnte. Harris spricht von höheren Unternehmenssteuern, Steuererleichterungen für Familien mit geringen bis mittleren Einkommen und einem nationalen Verbot von Preistreiberei bei Lebensmitteln. An dem von Biden eingeführten Inflation Reduction Act wird sie voraussichtlich festhalten. Verbraucher, Unternehmen im Bereich erneuerbarer Energien und Hersteller von Elektrofahrzeugen dürften hier die größten Nutznießer sein. Unternehmen im

Gesundheitswesen könnten möglicherweise durch die Pläne von Harris zur Ausweitung von Medicare sowie durch die angestrebte Reform bei Arzneimittelpreisen belastet werden. Bei Redaktionsschluss lag Harris in den Umfragen leicht vor Trump (48,4 % gegenüber 45,8 %[\[1\]](#)). Dies ist allerdings nicht in Stein gemeißelt; es lassen sich noch keine endgültigen Schlüsse ziehen.

In weiten Teilen der **Eurozone**, einschließlich Luxemburg, kann man kaum glauben, dass der Herbst schon angekommen ist, da wir in diesem Jahr ein wenig um den Sommer geprellt wurden. Hier lassen sich Parallelen zur Wirtschaft ziehen. Zu Jahresbeginn deutete zwar alles auf einen Wirtschaftsaufschwung hin, doch der Sonnenschein über der Region blieb aus. Die Wirtschaft steckt weiter fest und lässt kaum Zeichen einer Besserung erkennen. Während sich dienstleistungsorientierte Volkswirtschaften Südeuropas relativ gut behaupten, ist **der kränkelnde Fertigungssektor** eine große Belastung für die europäische Wirtschaft, wobei Deutschland im zweiten Quartal erneut in eine Rezession rutschte. Der erwartete Aufschwung beim **Konsum** stellt sich trotz steigender Realeinkommen in den wichtigsten Volkswirtschaften nur langsam ein. Die EZB hat angesichts der Hartnäckigkeit der Inflationszahlen einen Zyklus allmählicher Zinssenkungen ins Auge gefasst. Diese hartnäckige Inflation ist in erster Linie auf den Dienstleistungssektor zurückzuführen, wo das unangenehm hohe Lohnwachstum die Kosten in die Höhe treibt. Die Arbeitslosenquote liegt weiterhin auf einem Rekordtief von 6,4 %.

In **China** ist die gesamtwirtschaftliche Lage nach wie vor schwierig. Der Konsum ist immer noch äußerst schwach und treibt das Land fast an den Rand einer Deflation. Mit dem Ziel, die Wirtschaft wieder anzukurbeln, hat die PBoC ein umfassendes Paket geldpolitischer Anreizmaßnahmen vorgestellt. Hierzu gehören Zinssenkungen, herabgesetzte Mindestreserven und zusätzliche Unterstützung für den Immobiliensektor. Aus der Sicht einiger Analysten fehlt es noch an direkten Maßnahmen zur Belebung des Konsums.

Anlageentscheidungen

Im Rahmen unserer jüngsten Vermögensallokation **haben wir sowohl das Engagement in US-amerikanischen als auch in europäischen Aktien verringert**. Damit sind wir in Aktien insgesamt leicht untergewichtet, bei einer moderaten Übergewichtung der USA. Wir sind in den Schwellenländern ohne China leicht übergewichtet und in Europa, Japan und China leicht untergewichtet.

Die Erlöse aus dem Verkauf dieser Aktien werden als Barmittel gehalten. Diese horten wir jedoch nicht, und wir gehen auch nicht in den Winterschlaf. Wir suchen aktiv nach Gelegenheiten, um uns die möglicherweise aufkommende Volatilität zunutze zu machen. Dabei wollen wir interessante Einstiegspunkte ermitteln, insbesondere bei US-Aktien, bei denen das Gewinnwachstum noch anhält und bei denen die Erwartungen an die künftigen Gewinne mittlerweile niedriger sind.

Bei den Währungen haben wir das **Engagement im US-Dollar in den Portfolios verringert** (die Erlöse der erwähnten Transaktionen werden in Euro gehalten, und wir haben auch eine Währungsabsicherung auf zwei Prozentpunkte unseres US-Aktienengagements in allen Risikoprofilen aufgenommen). Der Dollar ist kürzlich gegenüber einem Währungskorb auf ein 14-Monats-Tief gesunken, und ein weiteres Nachgeben ist durchaus möglich. Denn obwohl die Fed wahrscheinlich nicht den Rhythmus von Zinssenkungen um einen halben Prozentpunkt beibehalten wird, ist sie weiter um eine schnellere geldpolitische Lockerung bemüht als die EZB, was unter ansonsten unveränderten Bedingungen den USD belasten würde.

Auf Sektorebene haben wir **US-Nicht-Basiskonsumgüter von negativ auf neutral heraufgestuft**. Zwar herrscht in Bezug auf das langfristige Durchhaltevermögen der US-Verbraucher immer noch Ungewissheit, aber kurzfristig zeigen sie sich gegenüber hohen Zinsen und Preisen immer noch widerstandsfähig. Dabei sind die Ausgaben im zweiten Quartal um beachtliche 2,9 % gestiegen. Auf kurze Sicht könnte das Konsumverhalten durch die mittlerweile sinkenden Hypothekenzinsen weitere Unterstützung erhalten. Zudem könnte sich bei den Verbrauchern angesichts der fest verwurzelten Kultur des Autofahrens in den USA auch der Vorteil niedrigerer Ölpreise bemerkbar machen. Die Benzinpreise sind trotz anhaltender geopolitischer Spannungen stark gesunken, nachdem die Nachfrage zum Ende der reiseintensiven Sommersaison zurückgegangen ist. In einigen Bundesstaaten und an einigen Tankstellen sind die Preise unter drei US-Dollar pro Gallone (ca. 3,8 Liter) und damit auf das niedrigste Niveau seit über drei Jahren zurückgegangen.

Darüber hinaus bevorzugen wir unter den Sektoren weiterhin **IT** (bei der Marktpositionierung herrscht mittlerweile weniger starker Andrang), **Versorger, Immobilien, US-Kommunikationsdienstleistungen** und **europäische Pharmawerte**.

Vor dem Hintergrund einer Wirtschaft, die weder überhitzt noch unterkühlt ist, bevorzugen wir im **Anleihenbereich** hochwertige Investment-Grade-Papiere. Wir haben nach wie vor nur ein **geringes Engagement in Staatsanleihen**, da uns die Zinsmärkte anfällig für einen Rückschlag erscheinen. Denn die Marktteilnehmer sind bei ihren Zinserwartungen für dieses und das kommende Jahr weiterhin wesentlich optimistischer gestimmt als die Fed. Ungewissheiten bezüglich der Haushaltsdefizite in den USA und Europa könnten in den kommenden Monaten auch wieder eine Rolle spielen, da die beiden US-Präsidentschaftskandidaten kaum etwas unternommen haben, um die Sorgen zu zerstreuen, und der Haushalt der französischen Regierung erst noch verabschiedet werden muss. Hinsichtlich der **Duration** konzentrieren wir uns auf den mittleren Bereich der Kurve und versuchen damit, uns vor möglicher Volatilität am kurzen Ende (ständig wechselnde Erwartungen bezüglich der Geldpolitik) und am langen Ende (wechselnde Einschätzungen in Bezug auf Schulden, Wachstum und Inflation) zu schützen.

Unabhängig davon, ob die Märkte ähnliche Entwicklungen durchmachen wie Herbst, Winter, Sommer und Frühling, versuchen wir, mit einem Ganzjahresansatz Performance für unsere Kunden zu generieren. Konkret bedeutet das, dass wir über den gesamten Zyklus hinweg

investiert bleiben und bei Bedarf Anpassungen vornehmen, um kurzfristige Gelegenheiten zu ergreifen.



Lionel De Broux

Group Chief Investment Officer



Jade Bajai

Macro Strategist / Investment Communication Manager

[1] Laut fivethirtyeight, Stand 26.09.2024

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeliness of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.