

Frankfurt am Main, den 29. April 2022

## Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

### Jüngste Entwicklungen

- Trotz des Krieges in der Ukraine war der März von wachsender Risikobereitschaft an den Finanzmärkten geprägt. So verzeichnete der globale Aktienindex *MSCI World* zum Monatsende einen starken Kursanstieg von +3,7% (seit Jahresbeginn -3,1%, in EUR), getragen vom US-amerikanischen S&P 500 mit +3,6% (-4,9%) und dem japanischen Topix mit +4,4% (-1,9%, jeweils in lokaler Währung). Europäische Aktienmärkte blieben weiterhin zurück wie der Dax mit -0,3% (-9,3%) sowie der Euro Stoxx 50 mit -0,6% (-9,2%), ebenso die Aktienmärkte der Schwellenländer, der *MSCI Emerging Markets* mit -1,3% (-4,9% jeweils in EUR).
- Diese Unterschiede entsprechen dem Bild, das die Aktienmärkte seit der russischen Invasion am 24. Februar zeigen: Vom Vorabend der Invasion bis zum 31. März weisen sowohl die Schwellenländer (*MSCI Emerging Markets*: -3,4% in EUR oder der Hang-Seng-Index in Hong Kong: -7,0% in HK-Dollar) als auch europäische Aktienmärkte (der Dax: -1,5%, der Euro Stoxx 50: -1,8% und der österreichische ATX mit -8,8%, jeweils in EUR) einen Kursrückgang aus. Umso bemerkenswerter erscheinen im Vergleich die robusten Kursgewinne der Industrieländer (*MSCI World*: +7,1%, in EUR) sowie der US-amerikanischen Indizes wie des S&P 500 (+7,2%) und des Technologieindex Nasdaq-100 (+9,8%, jeweils in USD).
- Dass die Aktienmärkte trotz der wachsenden Risikobereitschaft der Investoren weiterhin weitgehend im Minus notieren, reflektiert die wachsende Skepsis zur konjunkturellen Entwicklung. Der Internationale Währungsfonds (IWF) senkte seine Prognose zum Wachstum der Weltwirtschaft für 2022 um -0,8% auf 3,6% (für 2023 um -0,2% ebenfalls auf 3,6%). Die sinkenden Wachstumsaussichten spiegeln sich ebenfalls in den Prognosen zum Welthandel wider. Die Welthandelsorganisation (WTO) reduzierte kürzlich die Wachstumsprognose des Welthandels für das laufende Jahr von 4,7% auf 3,0%.
- Daneben kam es im Berichtsmonat zu einem weiteren Anstieg der kurzfristigen Zinsen. So war bei den US-amerikanischen Staatsanleihen eine Invertierung der Zinsstrukturkurve zu beobachten: Die Rendite der 2-jährigen *US-Treasuries* lag im Berichtsmonat kurzzeitig erstmals seit 2019 über der Rendite der 10-jährigen. Im Monatsverlauf konnte die Rendite von 2-jährigen Papieren einen Anstieg von 1,5% auf 2,3% verzeichnen, wohingegen die Rendite der 10-jährigen von 1,9% auf 2,3% weniger dynamisch anstieg. Auch in Deutschland setzte sich der Trend des Vormonats weiter fort, indem sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im März von 0,1% auf 0,6% erhöhte.
- Für Investoren war damit im ersten Quartal der Vermögenserhalt im europäischen Rentenmarkt nicht einmal nominal möglich. Der Index für europäische Anleihen – iBoxx EUR Corporates 1-5 TR – verzeichnete zum 31. März seit Jahresbeginn einen Verlust von -3,1% (im März: -1,0%), der Index für europäische Staatsanleihen – iBoxx EUR Eurozone 1-5 TR – ca. -1,9% (im März: -1,1%).
- Maßgeblich getrieben wurde der Anstieg der kurzfristigen Zinsen von der weiterhin steigenden Inflation. So erreichte die Inflation im März in den USA (8,5%), im Euroraum (7,4%) und in Deutschland (7,3%) neue Rekordwerte. Im März stieg der Preis für Rohöl der Sorte Brent um +10,3%, der Preis für europäisches Gas der Sorte *Natural Gas EU Dutch TTF sogar* um +23,0% und der Preis von Weizen um 8,4%.
- Gefördert von Maßnahmen zur geldpolitischen Straffung durch die US-amerikanische *Federal Reserve*, bedeutet der Anstieg der kurzfristigen Zinsen restriktivere Bedingungen für Investoren und Schuldner, wie unsere *Graphik des Monats* illustriert. Mit der Ausnahme von China werden Kredite weltweit teurer und schwieriger zu bekommen. Wer in Deutschland Immobilien auf Kredit erwerben möchte, zahlte zum Jahresbeginn noch ca. 1,0% Zinsen – zum 31. März dagegen ca. 2,6%.

- Unterschiede in den geldpolitischen Rahmenbedingungen zwischen den USA und Europa bieten eine plausible Erklärung für den weiteren Rückgang im Außenwert des Euro, etwa gegenüber dem US-Dollar (im März: -1,4%, seit Jahresbeginn: -2,7%), dem Schweizer Franken (-0,7% bzw. -1,5%) sowie den Währungen rohstoffexportierender Länder wie Brasilien (-9,4% bzw. -17,2%) oder dem kanadischen Dollar (-2,7% bzw. -3,7%). Der Preis von Gold stieg im März weiterhin um +1,6% auf USD 1.805 per Feinunze (seit Jahresbeginn +7,6%).

## Unsere Einschätzung

- Die jüngsten Entwicklungen veranlassen uns nicht, unseren jüngst revidierten, nun verhalteneren Ausblick zu ändern: Weiterhin halten wir die Wahrscheinlichkeit einer Stagflation für bedeutend im Rahmen eines immer noch robusten mittelfristigen Ausblicks. Die größten Risiken für diese Einschätzung resultieren aus unserer Sicht aus der Dynamik einer eventuell nicht nur weiterhin hohen, sondern weiter steigenden Inflation sowie geldpolitischen Überraschungen.
- Zwei Aspekte verdienen aus unserer Sicht in diesem Zusammenhang Beachtung:
  - **Struktureller Charakter der Inflation:** Während der Ukraine-Krieg zu weiterer Knappheit bei Rohstoffen und damit steigenden Preisen führt, wäre es unseres Erachtens irreführend, die strukturellen Einflussfaktoren der derzeitigen Inflationsdynamik zu unterschätzen. Hierzu zählen insbesondere eine strukturelle Energiekrise, hoher Materialmangel, die Verknappung von Angeboten – etwa auf dem Arbeitsmarkt in den USA infolge der Corona-Krise sowie die Demografie in Industrieländern.
  - **Makroökonomische Schief lagen für Schuldner:** Die hartnäckige Inflation und das steigende Zinsniveau rücken die in der Pandemie um 28 Billionen USD auf 226 Billionen USD gestiegene globale Verschuldung vermehrt in den Fokus der Investoren. Dieser Schuldenstand markierte mit 256% des globalen BIPs zum Ende des Jahres 2020 einen historischen Höchststand. Für einige internationale Schuldner bedeutet die Kombination von steigendem US-Dollar, steigenden US-Zinsen und höheren Preisen beim Import von Energie und anderen Rohstoffen eine Belastung, die sie aus eigener Kraft nicht werden stemmen können. Ohne global koordinierte Maßnahmen zur Stundung oder zum Erlass von Schulden sowie Preisnachlässen oder Transferzahlungen könnten hieraus erhebliche Risiken für die Finanzmärkte und die Realwirtschaft resultieren.
- In unserer Strategie halten wir weiter an unserer Zurückhaltung gegenüber Renten, dem Übergewicht von Aktien und der Ergänzung durch Rohstoffe und Gold fest. Bei der Auswahl von Aktienmärkten und -segmenten sind wir zunehmend selektiv - durchaus im Einklang mit einer oft zitierten Einsicht des Investors Warren Buffet zum Effekt steigender Zinsen in Analogie zu zurückgehenden Wellen am Strand („*Only when the tide goes out do you discover who is swimming naked*“).

## Positionierung

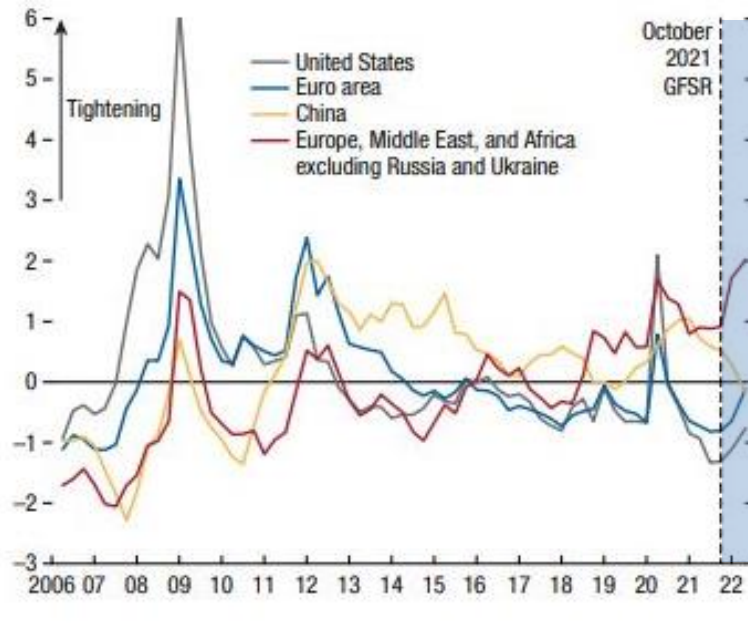
In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtsmonat die folgenden Anpassungen:

- Verringerung der Gewichtung von Europa im Rahmen der Aktienengagements;
- Absicherung von Rohstoff-Engagements;
- Selektiver Aufbau von Engagements im Agrarsektor sowie bei Hochzinsanleihen in Asien.

**Graphik des Monats:**

**Finanzkonditionen in ausgewählten Regionen**

in Standardabweichungen vom langfristigen Durchschnitt



Jüngster Anstieg

Anmerkung: GFSR = Global Financial Stability Report

Quelle: International Monetary Fund (IMF)

**Wichtige Hinweise:**

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktbericht zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.