

Frankfurt am Main, den 30. Mai 2022

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- War der März noch von wachsender Risikobereitschaft an den Finanzmärkten geprägt gewesen, ging dieser im April die Luft aus. Der globale Aktienindex *MSCI World* verzeichnete einen Kursrückgang von -3,3% (seit Jahresbeginn -6,3%, in EUR). Insbesondere der US-amerikanische Aktienmarkt geriet stark unter Druck, so schloss der *S&P 500* den Monat mit einem Verlust von -8,8% (-13,3%, in US-Dollar). Deutlich robuster zeigten sich im Berichtsmonat der japanische *Topix* mit -2,5% (-4,4%), der Schweizer *SMI* mit -0,3% (-5,8%, jeweils in lokaler Währung) und die Aktienmärkte der Schwellenländer, der *MSCI Emerging Markets* mit -0,4% (-5,3%, in EUR). Die europäischen Indizes wie der *Euro Stoxx 50* mit -2,6% (-11,5%) und der deutsche *Dax* mit -2,2% (-11,2%, jeweils in EUR) hielten sich ebenfalls relativ solide.
- Die Schwäche des US-amerikanischen Aktienmarktes reflektierte insbesondere den markanten Rückgang in den Kursen von Technologie-Unternehmen. So fiel der Kurs des Technologieindex *Nasdaq-100* im April um -13,4% (damit seit Jahresbeginn auf -21,2%, jeweils in US-Dollar). Wachsenden Zuspruch verzeichneten dagegen die Basiskonsumgüterbranche (mit +5,9% im April bzw. +3,9% seit Jahresbeginn), der Energiesektor (+3,9% bzw. +27,6%) und die Versorger (+2,1% bzw. +5,0%, jeweils in EUR bezogen auf die Indexfamilie *MSCI ACWI*). Damit forcierte der April die Entwicklung, die sich seit Beginn des Jahres abzeichnete: Wachstumsunternehmen verlieren die Gunst der Investoren (mit einem Kursverlust von -6,3% im April bzw. -13,6% seit Jahresbeginn), während sogenannte Substanztitel sich recht stabil halten (mit +0,1% im April bzw. +1,4% seit Jahresbeginn, jeweils in EUR bezogen auf den *MSCI ACWI*).
- Damit einher ging die Präferenz von Investoren für ertragsstarke Geschäftsmodelle mit kurzfristigen Erträgen und Dividenden. Dies zeigt ein detaillierter Blick auf einzelne Segmente des US-amerikanischen *S&P 500*: So betrug der Kursverlust der Dividendenzahler (395) in diesem Index im April -5,2%, der Kursverlust der Nichtzahler (105) -10,6%, seit Jahresbeginn jeweils -6,2% bzw. -19,1% (gleichgewichtet, jeweils in US-Dollar). Auch auf globaler Ebene entwickelten sich die Kurse von Unternehmen mit hohen Dividendenzahlungen deutlich robuster als der Gesamtmarkt mit einer Mehrrendite von mehr als 8% (+2,4% vs. -6,1%, bezogen auf das *High Dividend*-Segment des *MSCI ACWI*, in Euro).
- Schlüssig erscheint diese Entwicklung im Spiegel verschiedener Signale, wonach mit einer stärkeren geldpolitischen Straffung in den USA zu rechnen sein würde als bisher erwartet. In diesem Sinne äußerten sich einige ranghohe Vertreter der US-amerikanischen *Federal Reserve*. Dementsprechend erhöhte sich die Rendite der zweijährigen US-Staatsanleihen im April deutlich von 2,33% auf 2,72% (zum Vergleich der Wert zum Beginn des Jahres: 0,73%). Zinsanhebungen verkündeten auch die Zentralbanken weiterer bedeutender Volkswirtschaften wie die *Bank of England* mit +0,25% (auf 1%), die *Bank of Canada* mit +0,5% (1%), die *Reserve Bank of Australia* mit +0,25% (0,35%), die *Bank of Korea* mit +0,25% (1,5%) sowie die schwedische Zentralbank mit +0,25% (0,25%).
- Indem die europäische Zentralbank weiterhin an ihrem vergleichsweise freundlichen Kurs festhielt, stieg die Zinsdifferenz des Euroraums zu anderen Wirtschaftsräumen. Dies bietet eine plausible Erklärung für die weitere Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar im April von 1,11 auf 1,05, also um -4,7% (seit Jahresbeginn: -7,3%). Steigende US-Zinsen erhöhten zugleich die Opportunitätskosten von Gold, dessen Notierung im April um -1,6% auf USD 1.911,30 fiel (seit Jahresbeginn: +5,8%, für EUR-Investoren durch die USD-Aufwertung dagegen +13,1%).
- Zur wachsenden konjunkturellen Skepsis trug die Nachricht vom (um -1,4%) überraschend geschrumpften Bruttoinlandsprodukt in den USA bei, war doch ein moderates Wachstum von +1,1% erwartet worden. Zudem greift die chinesische Regierung zu immer drastischeren Maßnahmen zur Bekämpfung der rapide steigenden Fallzahlen der Omikron-Variante (illustriert in unserer *Graphik*

des Monats). Die damit einhergehenden Beschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität veranlassen Analysten, ihre Wachstumsprognosen für die chinesische Volkswirtschaft deutlich zu senken. Sie erwarten nun ein Wachstum der chinesischen Wirtschaft von nur noch 2% - 4,1%, deutlich weniger als das Ziel der Regierung in Höhe von 5,5%.

- Vor dem Hintergrund der Kursrückgänge an den Aktienmärkten verdient Beachtung, dass die Unternehmen für das erste Quartal dieses Jahres insgesamt robuste Gewinne erzielten. In den USA haben bereits 461 Unternehmen des *S&P 500* ihre Ergebnisse für das abgelaufen Quartal vorgelegt, wovon 74% die Gewinnprognosen übertrafen. In Europa haben bisher 231 Unternehmen im *Stoxx Europe 600* ihre Zahlen veröffentlicht, wovon 68% höhere Gewinne als erwartet berichten konnten. Die Erwartungen bezüglich der Gewinnsteigerungen gegenüber des Vorjahresquartals sind für europäische Aktien mit 41,5% deutlich höher als für die US-amerikanischen Unternehmen.
- Die wachsende Risikoscheu im April korrigiert den bisherigen Eindruck eines bislang insgesamt recht robusten Finanzmarktes nach der russischen Invasion in die Ukraine am 24. Februar. Nicht nur die europäischen Aktienmärkte, sondern auch der US-amerikanische *S&P 500* und der *Nasdaq-100* notierten zum 30. April seit dem Vorabend der Invasion im Minus (mit -2,2% bzw. -4,8%, jeweils in US-Dollar). Die Auswirkungen des Krieges verstärken die Entwicklung, die bereits zuvor - insbesondere im Januar - die Finanzmärkte prägte, nämlich steigende Inflationsdynamik in Verbindung mit geldpolitischer Straffung, nun einhergehend mit wachsender Skepsis zur weiteren konjunkturellen Entwicklung.

Unsere Einschätzung

- Die jüngsten Entwicklungen sehen wir im Einklang mit unserem inzwischen zwar verhalteneren, doch nach wie vor robusten Ausblick. Die derzeit erwartete Erhöhung der US-amerikanischen Leitzinsen auf 3,5% bis 2023 sollte hiermit vereinbar sein. Als größte Risiken betrachten wir einen weiteren Anstieg der Inflationsdynamik und die missverständliche Kommunikation weiterer geldpolitischer Maßnahmen von Seiten der Zentralbanken.
- Aufmerksamkeit verdient aus unserer Sicht, dass die Kombination von robusten Gewinnen und sinkenden Kursen die Aktienmärkte jüngst günstiger werden ließ. Im April notierten der US-amerikanische *S&P 500* bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von ca. 19, der europäische *Stoxx Europe 600* bei ca. 13,5, mindestens 15% unter ihrer jeweiligen Bewertung zum Beginn des Jahres. Obwohl Renten bei guten Bonitäten keinen realen Vermögenserhalt ermöglichen, markieren die deutlich gestiegenen Zinsen in den USA das Ende der Alternativlosigkeit von Aktien im Sinne des oft zitierten TINA-Regimes („*There is no alternative*“ to stocks). US-amerikanische Unternehmensanleihen mit einer Laufzeit von 4 Jahren bieten inzwischen eine nennenswerte Rendite von immerhin 3-4% (zum Beispiel eine vierjährige Anleihe der *Bank of New York Mellon* mit A-Rating mit einer Rendite von 3,45%). Bei einigermaßen effizienten Finanzmärkten müssen Aktien bei steigenden Anleihen-Renditen günstiger werden, um Investoren für das höhere Risiko zu vergüten.
- Besondere Aufmerksamkeit erfordert aus unserer Sicht die aktuelle Entwicklung in China im Zuge der Zero-Covid-Politik und der aktuellen Beschränkungen. Drei Aspekte halten wir für relevant:
 - **Einbruch mit Folgen:** Verglichen mit den im Rückblick breit gelobten Maßnahmen im Jahr 2020 in Wuhan betreffen die jüngsten Beschränkungen in Shanghai und Peking die wirtschaftlichen Zentren Chinas. Umfragen zufolge wurde im April kein einziges Auto in Shanghai verkauft (verglichen mit ca. 26.000 im Vorjahresmonat), der Umsatz im Einzelhandel sank gegenüber dem Vorjahr um ca. -11%. Gravierender dürften sich die aktuellen Maßnahmen mittelfristig auswirken: So droht Shanghai seine Attraktivität für Arbeitskräfte und Investitionen zu verlieren. Einer Umfrage der europäischen Handelskammer zufolge erwägen derzeit ca. 25% der in China engagierten ausländischen Unternehmen, ihre Investitionen zurückzufahren – die größte Zurückhaltung seit 10 Jahren.

- **Wirtschaftspolitischer Spielraum:** Im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern in Asien ist es China möglich, die Auswirkungen der Zero-Covid-Politik nicht nur mit fiskalpolitischen Stimuli, sondern auch mit geldpolitischen Maßnahmen zu fördern. Begünstigt wird dies durch die weiterhin niedrige Inflation in Höhe von ca. 1,5%. So wurde zum Beispiel der Einlagenzins jüngst um 0,10% gesenkt, um die Realwirtschaft und den Immobiliensektor zu fördern. Derartige Maßnahmen könnten die realwirtschaftlichen Auswirkungen mindern.
- **Primat des Politischen:** Aus Sicht der politischen Führung ist die Zero-Covid-Politik von prominenter Bedeutung, insbesondere auch im Hinblick auf die Ambitionen von Präsident Xi Jinping, beim 20. Parteitag im November dieses Jahres die Maßnahmen der Regierung zu erläutern und eine dritte Amtszeit anzustreben. Wie auch in den vergangenen Jahren könnten ökonomische Einbußen und politische Beschränkungen opportun erscheinen, um dieses Ziel zu erreichen.
- Weiterhin sind Aktien der Sockel unserer Strategie mit zunehmender Selektivität und wachsender Bedeutung von taktischen Engagements. Im Rahmen unserer sogenannten Hantel-Strategie setzen wir weiterhin insbesondere auf Gold und Rohstoffe.

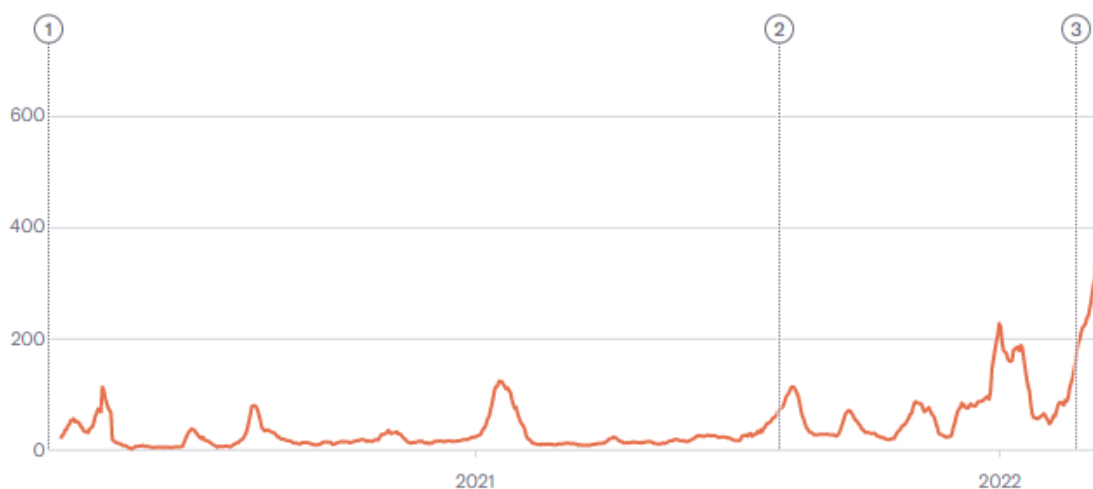
Positionierung

Im Rahmen der Strategie veranlassten wir im Berichtsmonat die folgenden Maßnahmen:

- selektiver Aufbau von taktischen Engagements, insbesondere im Bereich von Düngemitteln;
- Absicherung von Aktien, insbesondere bei sogenannten *Exchange Traded Funds* (ETFs).

Grafik des Monats:

Täglich bestätigte Neuinfektionen in China als gleitender 7-Tage-Durchschnitt



- ① Erster Covid-19-Ausbruch in Wuhan
- ② Delta-Welle in Xian
- ③ Omikron-Welle

Quelle: nzz.ch

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 Marktberichtes oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.