

Frankfurt am Main, den 21. Juli 2022

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Die zunehmenden Befürchtungen einer globalen Rezession dominierten im Juni das Geschehen an den Finanzmärkten. Der globale Aktienindex *MSCI World* verzeichnete einen Kursrückgang von -6,4% (seit Jahresbeginn -13,5%, in EUR). Der breite US-amerikanische Aktienindex *S&P 500* rutschte mit -8,4% (seit Jahresbeginn -20,6%) wie auch der *Euro Stoxx 50* mit -8,8% (-19,6%) in einen Bärenmarkt (-20% vom jüngsten Höchststand), ebenso der deutsche Dax mit -11,2% (-19,5%, jeweils in lokaler Währung). Während der japanische *Topix* einen vergleichsweise moderaten Rückgang von -3,1% (-6,7%) auswies, konnte der chinesische Hang Seng sogar um +2,1% (-6,6%, jeweils in lokaler Währung) zulegen. Die Aktienmärkte der Schwellenländer, der *MSCI Emerging Markets*, beendeten den Monat mit -4,3% (-10,4%, in EUR).
- Der Risikoscheu der Marktteilnehmer entsprach die deutliche Skepsis zur Wirtschaftslage. So enttäuschte der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe sowohl in den USA (53,0 vs. Erwartung 54,9) als auch in der Eurozone (52,0 vs. 53,9), ebenso die Daten zum Konsumentenvertrauen (USA: 98,7 vs. 100,4; Eurozone: -23,6 vs. -20,5). Weitere Indikatoren wie die Finanzierungsbedingungen und diverse Einkaufsmanagerindizes für Dienstleistungen dämpften ebenfalls die Erwartungen. Für die Eurozone trübte sich der Ausblick stärker ein als für die Weltwirtschaft.
- Die globalen Krisen sowie die steigenden US-Zinsen bieten eine plausible Erklärung für die globale Stärke des US-Dollars. So stieg der U.S. Dollar Index, der den Wert des US-Dollars gegen einen Währungskorb aus sechs Währungen misst, auf den höchsten Stand seit 20 Jahren. Der Euro wertete gegen den US-Dollar im Juni um -2,3% ab und büßte damit seit Jahresbeginn -7,8% ein. Belastet durch den starken US-Dollar und das gestiegene Zinsniveau notierte auch die Feinunze Gold zum Monatsultimo um -1,2% (0,6%, in USD) schwächer und schloss zu einem Preis von 1.817 USD. Euro-Investoren konnten durch die Währungsentwicklung seit Jahresbeginn einen Kursgewinn von +9,5% mit Gold verzeichnen.
- Die wachsenden Sorgen zur weiteren konjunkturellen Entwicklung zeigten sich auch in den Risikoaufschlägen für Hochzinsanleihen. In den USA kletterte die Risikoprämie von 4,2% auf 5,9% (Stand zum Jahresbeginn: 3,1%), und auch in Europa war ein nennenswerter Anstieg von 4,7% auf 6,4% (Jahresbeginn: 3,3%) zu verbuchen. Unternehmensanleihen in EUR mit guter Bonität und kurzer Laufzeit (1-5 Jahre) verzeichneten bei steigender Rendite damit seit Jahresbeginn eine Wertentwicklung von -7,1% (*iboxx EUR Corporates 1-5 TR*).
- Getragen war die konjunkturelle Skepsis von weiterhin hohen Inflationsraten. In den Vereinigten Staaten wurde im Juni eine Teuerungsrate von 9,1% (vs. Erwartung 8,8%) gegenüber dem Vorjahr gemessen, getrieben insbesondere von einer anhaltenden Verteuerung von Wohnraum. In der Eurozone übertraf die Inflation mit 8,6% die Erwartung (8,4%), bedingt vor allem durch den Anstieg der Energiepreise. Lediglich in Deutschland fiel die Inflationsrate mit 7,6% niedriger aus als erwartet (7,9%), bedingt allerdings durch Sondereffekte wie das 9-Euro-Ticket und den Tankrabbatt. (Um diese Effekte bereinigt betrug die Inflationsrate 8,6%.)
- Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang, dass die Inflation im Juni zwar hoch blieb, doch die Erwartung der weiteren Inflation sich abschwächte. Die sogenannten „*swap rates*“, die die Inflationserwartungen widerspiegeln, zeigen für die USA und die Eurozone sowohl für ein als auch fünf Jahre rückläufige Entwicklungen. Die Erwartung einer abnehmenden Inflationsdynamik spiegelte sich bereits in einem Rückgang der Rohstoffpreise wider: Um nicht weniger als -7,7% reduzierte sich der *S&P GSCI Enhanced Index* im Juni (in USD).

- Für die Ertragskraft der Unternehmen wird sowohl in den USA als auch in Europa nach den erfreulichen Quartalsergebnissen im ersten Quartal des Jahres auch für das zweite Quartal eine weiterhin robuste Gewinnentwicklung erwartet. Analysten rechnen für das Gesamtjahr 2022 für US-amerikanische Unternehmen des *S&P 500* mit einem Gewinnwachstum von etwa 10%, für die europäischen Unternehmen des *Stoxx 600* mit einem Wachstum von ca. 16%. Bei sinkenden Kursen sind Aktien damit seit Beginn des Jahres deutlich günstiger geworden: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sank für den *S&P 500* von ca. 21,4 auf 16,1 und für den *Stoxx 600* von ca. 15,5 auf 11,6.
- Mit seinen markanten Kursrückgängen beendete der Juni ein Halbjahr, das Investoren und Marktteilnehmer vor erhebliche Herausforderungen stellte. Für den US-amerikanischen *S&P 500* markierte der Verlust von -20,6% das schlechteste erste Halbjahr seit 1970. Lediglich sieben Episoden kennen Historiker seit dem Zweiten Weltkrieg, in denen zwei aufeinanderfolgende Quartale in diesem wichtigen Index zu einem Verlust von mehr als 20% führten. Anspruchsvoll war das Marktumfeld insofern, als neben den Aktienmärkten auch die Rentenmärkte im Zuge steigender Zinsen deutliche Verluste verzeichneten.

Unsere Einschätzung

- Wir halten an unserer verhaltenen Einschätzung des Vormonats fest. Insbesondere für Europa betrachten wir das Risiko einer nicht nur technischen, sondern gravierenden Rezession für bedeutend. Stimulierende Effekte wären zu erwarten, wenn sich die Anzeichen einer sich stabilisierenden und sinkenden Inflation bestätigen, wenn die chinesische Regierung die Beschränkungen im Zuge ihrer *Zero-Covid*-Politik lockern oder wenn eine politisch herbeigeführte Beendigung des Ukraine-Krieges den Energiemarkt und die Lieferketten entlasten würden. Innerhalb der kommenden drei bis sechs Monate halten wir dies allerdings nicht für wahrscheinlich.
- Hohe Aufmerksamkeit erfordern aus unserer Sicht die Daten zur Entwicklung der Unternehmensgewinne. Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Skepsis sind wir zurückhaltender als viele Analysten, ob sich die Gewinne von Unternehmen weiterhin robust oder zumindest stabil entwickeln.
- Besondere Beachtung verdienen unseres Erachtens zudem die Auswirkungen einer weiteren Beschränkung der russischen Gaslieferungen für Europa. Drei Effekte halten wir in diesem Zusammenhang für wichtig:
 - **Konjunktur:** Die Entscheidung, nach den Wartungsarbeiten wieder Gas durch die Gaspipeline *Nordstream 1* zu transportieren, bedeutet nicht, dass die gelieferten Mengen konstant bleiben. Würden russische Gaslieferungen deutlich reduziert oder eingestellt werden, hätte dies insbesondere in Europa gravierende Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Der Wachstumsrückgang würde in der Europäischen Union bis zu -2,7% betragen. Italien, das nach der Wirtschaftskraft drittgrößte Land der EU, könnte sogar bis zu -5,7% schrumpfen (siehe unsere *Graphik des Monats*).
 - **Unternehmensgewinne:** Nicht nur die verminderten Liefermengen, auch Einsparmaßnahmen und Rationierungen würden, wenngleich in unterschiedlicher Stärke, wirtschaftlichen Schaden in Europa verursachen. Besonders hart getroffen wäre die chemische Industrie, deren Vorprodukte auch in weiteren Industriezweigen europaweit fehlen würden. Ein russischer Gaslieferstopp könnte nach derzeitigen Einschätzungen die Gewinne europäischer Unternehmen im *Stoxx 600* Index um -15% einbrechen lassen und einen markanten Kursrückgang – von schätzungsweise ca. -20% – verursachen.
 - **Importierte Preiserhöhungen:** Die Stärke der US-Währung stellt für energieimportierende Volkswirtschaften eine weitere Herausforderung dar. Die derzeit ohnehin hohen

Rohstoffpreise, bedeutend insbesondere für das produzierende Gewerbe, werden in US-Dollar gehandelt und belasten die Herstellungskosten zusätzlich. Diesen Effekt halten wir für bedeutender als den relativen Wettbewerbsvorteil für Exporteure infolge der Euro-Abwertung.

- Vor diesem Hintergrund haben wir die Gewichtung von Aktien tendenziell reduziert, insbesondere in Europa und zugunsten defensiver Sektoren. Renten betrachten wir nach wie vor als wenig attraktiv und stärken eher die Gewichtung der sogenannten Alternativen Investitionen in unserer Strategie.

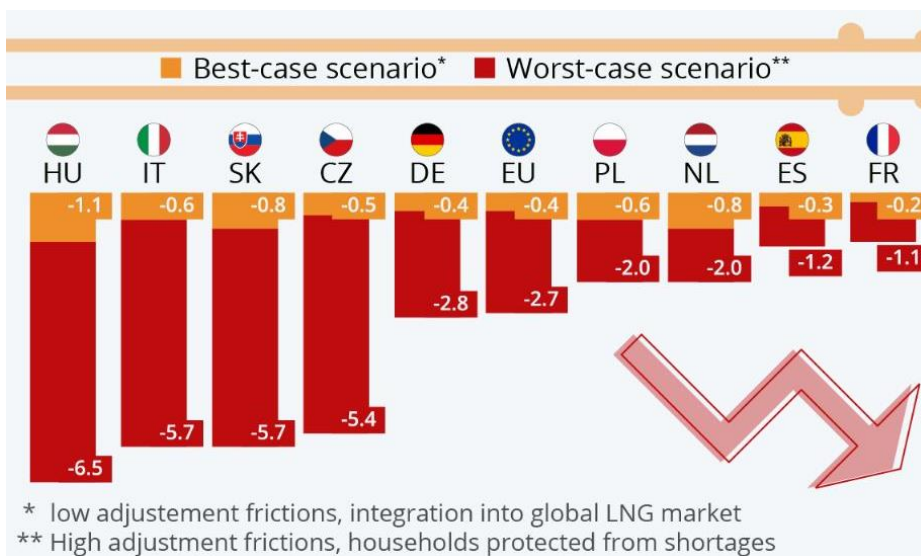
Positionierung

Im Berichtsmonat haben wir die folgenden Dispositionen vorgenommen:

- Reduzierung der Aktienquote;
- Aufstockung Gold.

Graphik des Monats:

Rückgang des BIPs nach Ländern und Szenarien in den zwölf Monaten nach einem etwaigen Gaslieferstopp Russlands (in %)



Quelle: *statista.com, imf.org*; 20. Juli 2022

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