

Frankfurt am Main, den 23. August 2022

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Im Juli waren die Finanzmärkte von beachtlicher Risikobereitschaft geprägt. Deutliche Kursgewinne führten einige wichtige Indizes zurück in moderate einstellige Verluste seit Jahresbeginn. So stieg der globale Aktienindex *MSCI World* um -10,7% (seit Jahresbeginn -4,3%) und der Index der Schwellenländer *MSCI Emerging Markets* um +2,3% (-8,4%, jeweils in EUR). Auf Länderebene verzeichneten die USA mit +9,1% im *S&P 500* (seit Jahresbeginn -13,3%) einen markanten *Rebound*, deutlich dynamischer als die Märkte in Europa (*Euro Stoxx 50*: +7,3% bzw. -13,7%), Deutschland (*DAX*: +5,5% bzw. -15,1%) oder Japan (+3,9% bzw. -3,1%). Rückläufig entwickelte sich dagegen China mit einem Kursrückgang von -4,3% im Juli (-10,6%, jeweils in lokaler Währung).
- Getragen war diese Entwicklung von überproportionalem Appetit der Anleger auf jene Sektoren, die zuvor eher gemieden worden waren: Informationstechnologie (+14,9% bzw. -12,5%), und zyklische Konsumgüter (+14,7% bzw. -11,8%). Gegenüber sogenannten Substantiteln schlossen die Wachstumstitel damit deutlich auf mit einer Minderrendite von nur noch 13% (+1,6% bei Substantiteln vs. -11,4% bei Wachstumstiteln, jeweils bezogen auf das entsprechende Segment in der global ausgerichteten Indexfamilie *MSCI ACWI [All Countries Weighted Index]*, in EUR).
- Freundliche Marktdaten in den USA beflügelten dies. So fiel die Inflationsrate in den USA mit 8,5% nicht nur niedriger aus als erwartet (8,7%), sondern auch geringer als im Vormonat (9,1%). Getrieben nicht zuletzt durch die Reduzierung der strategischen Ölreserve durch die US-Administration, sank zudem der Benzinpreis an den Zapfsäulen in den USA im Juli vom jüngsten Höchststand von US-Dollar 5,10 um ca. 15% auf US-Dollar 4,30 zum Monatsende und wirkte entlastend. Damit einher ging die Erwartung, dass bei sinkender Inflationsdynamik der künftige geldpolitische Kurs der US-amerikanischen *Federal Reserve* moderater ausfallen könnte als bisher erwartet.
- Die Aussicht auf die weitere konjunkturelle Entwicklung blieb allerdings skeptisch. So reduzierte der Internationale Währungsfonds (IWF) im Juli seine Erwartung für das Wachstum der Weltwirtschaft in diesem Jahr von bislang 3,6% (im April) auf nur noch 3,2%. Besondere Skepsis galt den beiden Lokomotiven der Weltwirtschaft – den USA und China –, die mit Herabstufungen von jeweils mehr als 1,0% demnach an Fahrt verlieren. Sowohl in den USA als auch in Europa verdichten sich die Anzeichen von sinkender Zahlungsmoral und steigenden Zahlungsausfällen und Insolvenzrisiken. (So verzögerten Schuldner in Deutschland ihre Zahlungen im ersten Halbjahr dieses Jahres um durchschnittlich 10,5 Tage, länger als im Vorjahr.)
- Unter besonderem Druck stand im Berichtsmonat Europa. Für die Eurozone lag die Inflation für den Juli mit 8,9% höher als erwartet und über dem Vormonat (jeweils 8,6%). Neben der ersten Leitzinserhöhung der EZB seit elf Jahren von 0,0% auf 0,5% führten die hohen Sommertemperaturen zu weiterem Druck auf die Energie- und Strompreise. Durch mangelndes Kühlwasser reduzierte sich zum Beispiel die Verfügbarkeit der Kernenergie in Frankreich auf 48,5% der Kapazitäten. Zum Monatsende notierte europäisches Gas der Sorte TTF mit EUR 206 pro MWh beim etwa Zehnfachen des Preises im Jahr 2020.
- Ihren Niederschlag fand die wachsende konjunkturelle Skepsis im Rückgang der langfristigen Zinsen. So rentierten die zehnjährigen Bundesanleihen zum Monatsende bei 0,9%, die US-amerikanischen *Treasuries* bei 2,7% – jeweils deutlich unter zwischenzeitlich höheren Niveaus. Unabhängig davon verzeichneten Unternehmensanleihen im Berichtsmonat deutliche Kursgewinne, indem sich die Risikoaufschläge deutlich einengten: In den USA sank die Prämie für Hochzinsanleihen im Juli von 5,9% auf 4,8%, in Europa von 6,4% auf 5,8%. Dies reflektierte allerdings nicht nur die wachsende

Risikobereitschaft der Anleger, sondern auch das im Juli typischerweise saisonal bedingt knappe Angebot infolge weniger Neuemissionen.

- Die anhaltend hohe Zinsdifferenz zwischen Europa und den USA spiegelte sich auch im weiter sinkenden Außenwert des Euro wider. Gegenüber dem US-Dollar sank der Euro am 12. Juli erstmals seit 20 Jahren auf Parität, verlor im Berichtsmonat weitere -2,5%, und notierte zum 31. Juli damit 10,1% niedriger als zum Beginn des Jahres. Auch gegenüber anderen wichtigen Währungen notierte der Euro schwächer, zum Beispiel gegenüber dem Schweizer Franken (-6,3%), dem chinesischen Renminbi (-4,6%) oder dem brasilianischen Real (-16,5%). Wie sehr die Währungseffekte für Investoren zu Buche schlagen, zeigt ein Vergleich des globalen Aktienmarktindex *MSCI ACWI*: Zum 31. Juli verzeichnete er in lokalen Währungen eine Entwicklung von -11,9%, für Euro-Investoren durch die Aufwertung der einzelnen Währungen dagegen nur -4,7%.
- Getragen wurde der Risikoappetit der Anleger im Juli von bemerkenswert robusten Unternehmensgewinnen für das zweite Quartal. Sowohl in den USA als auch in Europa übertrafen ca. 70% der berichtenden Unternehmen die Gewinnerwartungen. Erwähnung verdient allerdings, dass die starken Gewinne im Energiesektor das Gesamtbild verzerren und in der Breite ein Rückgang der Gewinnmargen zu erwarten steht.
- Die ausgeprägte Risikofreude bescherte Anlegern an den Aktienmärkten die höchsten monatlichen Kursgewinne seit zwei Jahren. Nicht nur gegenüber dem Jahresbeginn, auch gegenüber dem Vorabend der russischen Invasion in der Ukraine – dem 23. Februar – notierten die wichtigsten Indizes allerdings zum 31. Juli weiterhin im Minus, etwa der US-amerikanische *S&P 500* (um -2,3%), der europäische *EuroStoxx 50* (um -6,7%) der US-amerikanische Technologieindex *Nasdaq-100* (-4,2%, jeweils in lokaler Währung.)

Unsere Einschätzung

- Ist die dynamische Entwicklung im Juli als Beginn einer Trendwende oder als sogenannte Bärenmarkt-Rallye zu werten? Optimisten wittern Morgenluft und rechnen zwar mit geringerem Wachstum, doch mit keiner gravierenden anhaltenden Rezession, sinkender Inflationsdynamik und einer glimpflichen, konjunkturfrendlichen weiteren Erhöhung der Leitzinsen durch die Zentralbanken, oft beschrieben als sogenanntes „*soft landing*.“
- Wir sind skeptischer. Hohe Aufmerksamkeit erfordert unseres Erachtens der weitere geldpolitische Kurs der US-amerikanischen *Federal Reserve*. Zwei Aspekte verdienen aus unserer Sicht hier Beachtung.
 - **Inflationsdynamik:** Unabhängig von den jüngsten Daten gibt es bislang wenige Anzeichen, die auf gleichbleibende oder gar sinkende Inflation in den USA hinweisen würden. Alternative Berechnungen der Inflation, die Sondereffekte wie die Energiepreise herausrechnen (wie zum Beispiel eine Analyse der *Federal Reserve of Cleveland*), kommen auf Preissteigerungen von ca. 7%, getrieben insbesondere von steigenden Mieten und Immobilienpreisen. Nach ihrer Kampfansage im Mai kann es sich die US-amerikanische Notenbank nach unserer Einschätzung ihrer Glaubwürdigkeit wegen kaum leisten, dies zu tolerieren.
 - **US-Arbeitsmarkt:** Bisher zeigt der US-amerikanische Arbeitsmarkt wenige Anzeichen von Abkühlung, so dass die Dynamik steigender Löhne – bei höherer Mobilität und damit häufigeren Lohnabschlüssen als in Europa – weiter inflationstreibend wirken sollte. Einigen Analysten zufolge stehen dem US-amerikanischen Markt heute ca. 12% weniger Arbeitskräfte zur Verfügung als vor der Corona-Pandemie. Bei sinkender Produktivität bleibt

die Nachfrage hoch und führte zur niedrigsten Arbeitslosigkeit seit 50 Jahren (in 22 Staaten unter 3%). Analysten zufolge würde der preistreibende Effekt des Arbeitsmarktes erst bei einer Arbeitslosigkeit von 5% ausbleiben. Ohne gravierende Einschnitte scheint dies nicht zu erwarten.

- In unserer Strategie setzen wir weiterhin auf Aktien als wichtigste Renditequellen, reduzieren die Gewichtung allerdings auf neutral. Den Anteil des europäischen Marktes im Aktienanteil sowie die Gewichtung des Euros haben wir gesenkt. Zur Stabilisierung der Wertentwicklung im Rahmen unserer sogenannten „Hantel“-Strategie haben wir die defensiven Engagements erhöht und setzen auf eine stabilisierende strategische Kombination einzelner Vermögensklassen und -segmente.
- Für die kommenden Monate erwarten wir anhaltende hohe Schwankungsanfälligkeiten an den Finanzmärkten. Vom 16. Juni bis zum 31. Juli verzeichnete der US-amerikanische *Nasdaq* einen Kursgewinn von +16,3% (in US-Dollar), davon fünf Tage mit einem höheren Zuwachs als 2%. Wir würden uns nicht anmaßen, auf Bodenbildungen zu setzen, Wellen zu reiten und Renditen vor allem über die Wahl von Ein- und Ausstiegszeitpunkten anzustreben. Hier folgen wir der oft zitierten Erfahrung anderer Investoren: *„It is not about timing the market, but about time in the market.“* Wie unsere *Graphik des Monats* zeigt, zahlt in der Regel einen hohen Preis, wer sich im *Market-Timing* versucht: Ohne die jeweils zehn besten Tage wäre in der Vergangenheit nicht einmal die Hälfte der Markt-Rendite erzielt worden.

Positionierung

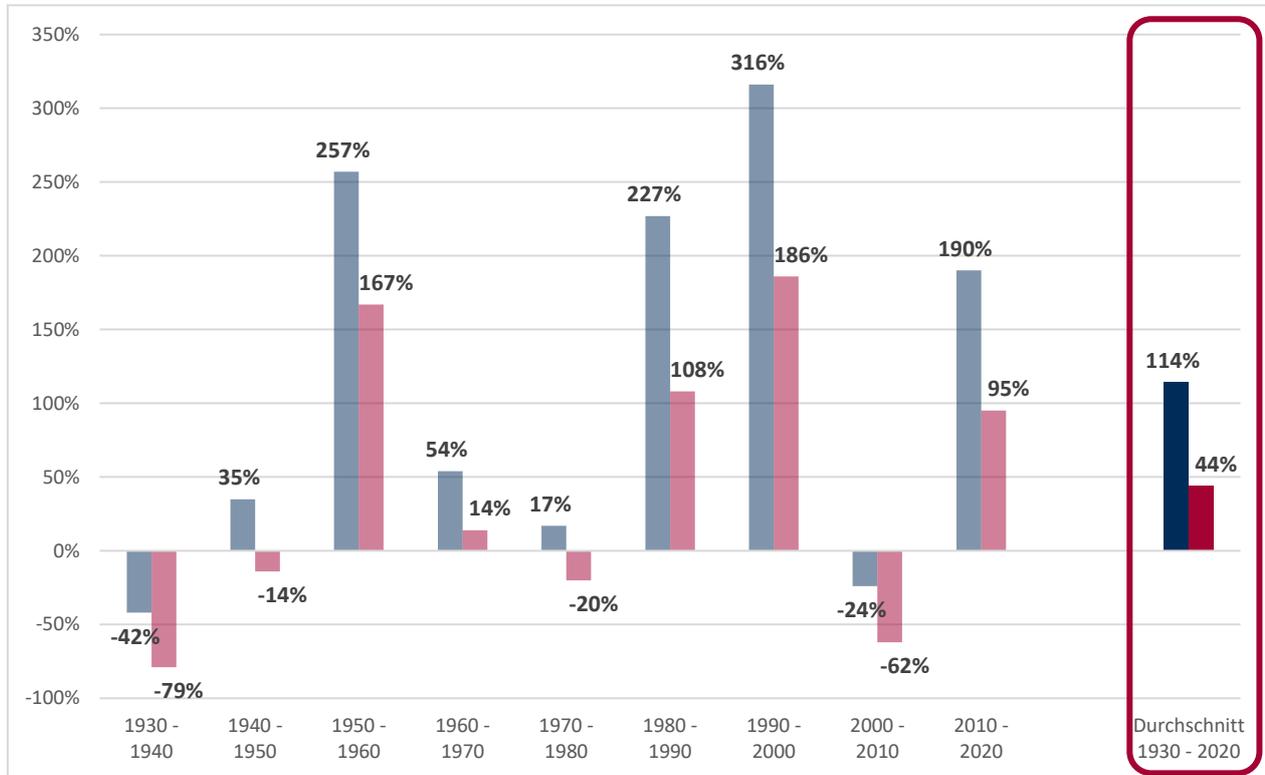
Im Berichtsmonat haben wir die folgenden Dispositionen vorgenommen:

- Absicherung von europäischen Aktien, konjunktursensiblen Engagements, Rohstoffen und rohstoffnahen Aktien;
- Aufbau von defensiven Engagements im Pharma- und Gesundheitssektor;
- Aufbau von Engagements, die Wertentwicklungen und Renditen unabhängig von den Aktien- und Rentenmärkten erwarten lassen.



Graphik des Monats:

Renditeentwicklung des S&P 500 seit 1930 mit (blau) und ohne (rot) die 10 besten Tage (in Dekaden und %)



Quelle: Bank of America, CNBC; Stand: März 2021

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