

1. Überblick

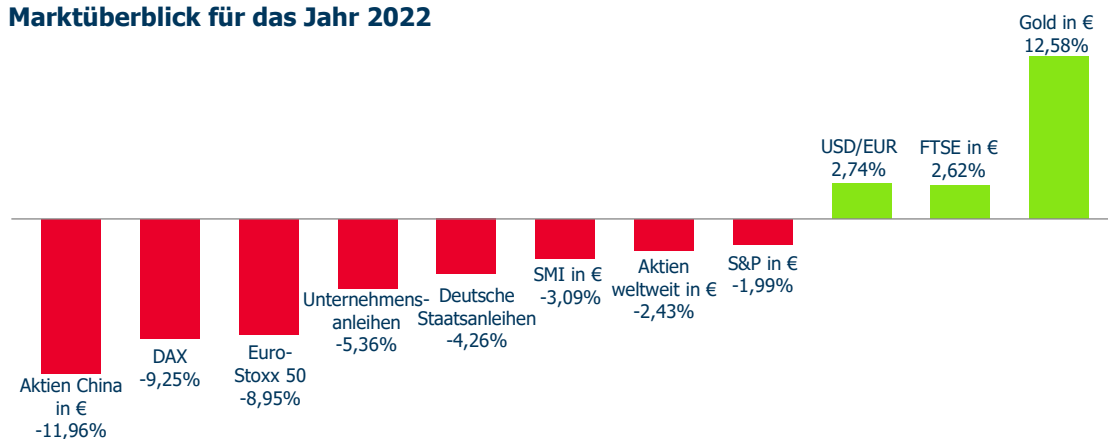
„There are decades where nothing happens, and there are weeks where decades happen.“

Dieses Zitat von Vladimir Lenin steht stellvertretend für das erste Quartal. Seit dem 24. Februar hat sich die Welt – besonders für uns Europäer – nachhaltig verändert. Der russische Überfall auf die Ukraine sorgt für eine „Zeitenwende“ und führt damit zu einer radikalen geopolitischen Veränderung. Diese wird mit einer lange nicht mehr für möglich gehaltenen Entschlossenheit des „Westens“ gegenüber dem Aggressor Putin beantwortet. Mit koordinierten Maßnahmen z.B. gegenüber der russischen Zentralbank, der Abkehr Deutschlands keine Waffen in Konfliktgebiete zu liefern oder auch der Weigerung der Türkei russischem Militär den Zugang zum Schwarzen Meer zu gewähren, zeigen die NATO-Mitglieder ihre Einheit und sorgen für eine weitgehende Isolation Russlands. Mit weitreichenden Sanktionen hat der Westen Russland den Zugang zu seinen Kapitalmärkten versperrt. Die kurzfristigen entstehenden wirtschaftlichen Verwerfungen werden vermutlich zu langfristigen und tiefgreifenden strukturellen Veränderungen führen. So entfällt nach über dreißig Jahren die „Friedensdividende“ für Europa. Der eiserne Vorhang erlebt eine Renaissance. Alle Europäer müssen sich der neuen Realität stellen. Das Verteidigungsbündnis NATO und ihre östlichen Außengrenzen rücken ins Zentrum der neuen Lage.

China konnte die russische Invasion weder aufhalten noch wird sie offiziell verurteilt. Die chinesische Führung nimmt eine zurückhaltende und mahnende Haltung ein. Ihr Abwarten dient dazu, um genau zu beobachten, wie die westlichen Staaten mit Sanktionen auf die russische Aggression reagieren und ob die geschlossene Einheit auch dauerhaft anhält. Der chinesischen Führung geht es um ihre eigene Agenda und der Ukraine-Krieg dient für sie als eine Art Lackmuse für Taiwan, das China als Teil seines Territoriums betrachtet. Auf westliche Absatzmärkte für die eigenen Produkte ist China zwar weiter angewiesen, gleichzeitig verbindet aber eine ähnliche Gesellschaftsordnung die beiden Länder. Hinzu kommt die Gelegenheit durch die Isolation Russlands zukünftig günstigere Rohstoff- und Energielieferungen aus dieser Region importieren zu können.

Die Kapitalmärkte reagierten auf die neuen geopolitischen Spannungen mit Unsicherheit und teils deutlichen Abschlügen. Die weiter anziehenden Zinsen, sowie die Reaktion der Zentralbanken auf stark steigende Inflationsdaten, sorgten dafür, dass die Anleihemärkte eines ihrer schwierigsten Quartale erlebten. Der US-Dollar wie auch der Goldpreis konnten sich dagegen als Krisenwährung auszeichnen. Der Goldpreis erlebte den stärksten Quartalsgewinn seit dem 3. Quartal 2020.

Marktüberblick für das Jahr 2022



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Die russische Invasion verstärkt die aktuelle De-Globalisierung und unterstützt die Bipolarisierung zweier gegensätzlicher Gesellschaftsordnungen. Während im Osten eher auf einzelne Herrschende zugeschnittene Staatsformen existieren, die sich immer stärker in Richtung von Autokratien entwickeln, gibt es im Westen die rechtsstaatliche, demokratische Bürgergesellschaft. Erstere glauben an ihre systematische Überlegenheit, da sie dem Westen weder Einigkeit noch Wehrhaftigkeit zutrauen. Sie attestieren dem Westen Unfähigkeit und Uneinigkeit bei kriegerischen Auseinandersetzungen, weswegen sie glauben, seine (noch) vorhandene wirtschaftliche und militärische Überlegenheit mit der Zeit außer Kraft setzen zu können. Ihr Kalkül könnte sich aber als falsch erweisen. Sollte es der Westen schaffen, seine Einigkeit zu bewahren und die ukrainische Entschlossenheit zu übernehmen, dürfte der zukünftige Ost-West-Konflikt (wie schon in der Vergangenheit) zu einer Bestätigung der überlegenen westlichen Gesellschaftsstruktur führen.

2. Unsere komprimierten Einschätzungen für das Jahr 2022

WACHSTUM: Trotz negativer Impulse, die in den USA von der geld- und fiskalpolitischen Seite ausgehen und in Europa v.a. geopolitisch bedingt sind, sehen wir die Kombination von tiefen realen Zinsen und globalem Wachstum mittelfristig weiterhin noch als günstig an. Für das Jahr 2022 erwarten wir sowohl ein US- als auch ein globales Wachstum i.H.v. ca. 3%, was weiterhin von den globalen Ersparnisüberschüssen beflügelt ist. Die Wachstumsrisiken nehmen aber rasant zu.

INFLATION: Die Inflation in den USA ist hartnäckiger und breiter als erwartet, denn der Inflationsdruck erstreckt sich über langlebige Güter hinaus. Kerndienstleistungen, Löhne und Energie zeigen deutliche Anstiege der Preise. In Europa hat sich die Inflation besonders durch die höheren Energiepreise stark erhöht. 2023 könnte eine Beruhigung einsetzen. Allerdings muss grundsätzlich von einem höheren Gesamtniveau und auch einer höheren Kerninflation ausgegangen werden.

GELDPOLITIK: Aufgrund der steigenden Inflation ziehen die Zentralbanken weltweit die „Normalisierung“ ihrer Geldpolitik vor. Wir rechnen für 2022 mit mehreren Leitzinserhöhungen der US-Notenbank, da die Arbeitsmarktlage angespannt ist und die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale zunimmt. Besonderes Augenmerk gilt es auf die Liquiditätseinengung der FED („Tightening“) zu richten, die mittelfristig einen deutlich negativen Effekt auf die Kapitalmärkte entfalten könnte. Die Europäische Zentralbank hat ebenfalls eine restriktivere Haltung eingenommen, wenngleich die Wahrscheinlichkeit - nach den letzten Geschehnissen in der Ukraine - geringer geworden ist, dass sie ihre Negativzinspolitik in diesem Jahr noch beenden wird.

GEOPOLITIK: Der militärische Konflikt zwischen Russland und der Ukraine ist eskaliert, was die Marktvolatilität erhöht und eine Flucht in sichere Anlagen ausgelöst hat. Die Risiken für Aktien dürften unserer Ansicht nach noch von kürzerer Dauer sein. Doch die Situation ist nach wie vor wechselhaft und es besteht die Gefahr, dass sie längerfristige, direkte Auswirkungen auf das Wachstum, die Energiepreise und die Inflation bekommen könnte. Sollte eine längere kriegerische Auseinandersetzung entstehen und/oder Energielieferungen seitens Russlands eingestellt werden, ist eine Rezession in Europa unvermeidbar. Die Wahrscheinlichkeit eines Stagflation-Szenarios würde dann deutlich ansteigen.

AKTIEN: Aufgrund der erhöhten Inflation und dem damit verbundenen Zinsdruck der FED sowie den geopolitischen Spannungen bleiben wir kurzfristig vorsichtig bzgl. der weiteren Aktienmarktentwicklung. Die Gewinnprognosen prognostizieren wir in den USA stabiler als in Europa. Die Bewertungen haben derzeit einen begrenzten Raum nach oben. Wichtiger wird die Branchen- und Einzeltitelauswahl sein. Wir favorisieren defensive Unternehmen in den Branchen ERNÄHRUNG&AGRAR, BASISKONSUM, GESUNDHEIT und ENERGIE/VERSORGER.

ZINSEN/ANLEIHEN: Unsere Prognose für die Renditen der 2- und der 10-jährigen US-Staatsanleihen bis Ende 2022 von 1,9% beziehungsweise 2,3% wurden zum Ende des ersten Quartals bereits übertroffen. Auch die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe hat ihre Höchststände seit 2017 erreicht. Aufgrund der höheren Inflationsraten, bedingt durch die höheren Energiepreise, die wegen der Eskalation des Ukraine-Krieges teilweise historische Höchststände erreicht haben, ist ein Ende des Zinsanstiegs noch nicht absehbar und könnte sich im nächsten Quartal weiter fortsetzen. Aber auch Überraschungen aufgrund von Wachstumsängsten sind möglich. Uns scheint eine defensive Position vernünftig.

GOLD: Das Edelmetall konnte als „sicherer Hafen“ seine Daseinsberechtigung im abgelaufenen Quartal unter Beweis stellen, wenn auch etwas gedämpft. Wir erwarten auch für die kommenden Monate höhere Notierungen, da die Unsicherheit anhalten wird und auch die Realrenditen (Nominalrendite abzüglich Inflation) vorerst nicht steigen sollten. Es bleibt weiter eine sinnvolle Portfoliobeimischung.



3. Bericht vom Markt – Globale Sicht

Die aktuellen Nachrichten zum Ukraine-Krieg und seine humanitäre Katastrophe, aber auch die geopolitischen Konsequenzen, sind täglich in den Nachrichten präsent und erzeugen auch viele Emotionen. Wir möchten versuchen, die Auswirkungen des Krieges auf die globale Konjunktur- und Marktsituation möglichst emotionsfrei miteinzubeziehen, um so einen Blick auf das große Ganze zu werfen.

Die US-Notenbank hat mit einem ersten Zinsschritt (Erhöhung des Leitzinses um 0,25%) auf ihrer letzten Sitzung erwartungsgemäß die Phase der Zinssteigerungen eingeleitet. Der Markt erwartet ein Anziehen des Leitzinssatzes auf bis zu 2,75% im Jahr 2023. Stärkere Auswirkungen auf die Märkte könnte allerdings die angekündigte Liquiditätsreduzierung („Quantitative Tightening“) ab Mai in Form von Anleiheverkäufen haben. Schon 2018/2019 kam es zu erheblichen Turbulenzen an den Märkten, nachdem die FED „getightend“ hatte und schlussendlich sogar eine Kehrtwende einleiten musste. Führt die US-Notenbank ihren Anti-Inflationskurs mit beiden Mitteln konsequent fort, könnte dies die Märkte bis zum Jahresende zusätzlich belasten.

Dass die FED etwas tun muss, zeigt die aktuelle Inflationsrate in Höhe von fast 8% und die Tatsache, dass die USA wirtschaftlich derzeit als der große Gewinner der Auseinandersetzung der russischen Invasion dasteht. So werden aktuell die Hauptausfuhrsgüter der USA – Agrarprodukte und Rüstung – stark von europäischen NATO-Ländern nachgefragt. Zusätzlich kann die US-Öl- und Gasindustrie von höheren Energiepreisen und dem zwangsweise zu verändernden Energiemix vieler europäischer Länder profitieren, womit sich eine kleine US-„Sonder“-Konjunktur entwickeln könnte.

Dagegen sieht sich Europa mit extremen Energie- und Transportkostensteigerungen konfrontiert, die viele Unternehmensgewinne im Laufe des Jahres belasten sollten. Kommt es tatsächlich zu einem kompletten Lieferstopp von russischem Gas, wären ganze Industrien (Chemie, Papier...) stark davon betroffen und eine längere Rezession mit deutlich zunehmender Arbeitslosigkeit in Deutschland/Europa wäre wahrscheinlich. Während der Ausfall russischen Öls und auch Kohle scheinbar gut und auch zeitnah kompensiert werden könnten, sieht dies bei der Abhängigkeit von Erdgaslieferungen wesentlich schwieriger aus. Da das Gas über Pipelines aus Russland und Norwegen nach Europa kommt, ist hier eine Kompensation rein logistisch deutlich schwieriger. Die immer wieder genannten Flüssiggase (LNG) benötigen nicht nur neue Transportkapazitäten in Form von Spezialschiffen, sondern auch LNG-Terminals, in denen das LNG wieder in Erdgas umgewandelt wird. Deutschland steht hier erst am Anfang. Eine komplette Abkoppelung Deutschlands von russischem Erdgas wird erst in den nächsten Jahren möglich sein.

Die EZB hat aufgrund der höheren Arbeitslosenquote in der EU vermutlich weniger „Bremspolitik“ zu leisten als die FED, weswegen auch weniger liquiditätseinschränkende Maßnahmen zu erwarten sind. Damit bleiben die Rahmenbedingungen für Europa trotz zuletzt eher „hawkisher“ EZB-Töne von Frau Lagarde im Vergleich zu den USA eher neutral ausgerichtet. Dies auch vor dem Hintergrund der völlig unkalkulierbaren geopolitischen Entwicklung in der Ukraine. Sollte der Konflikt länger andauern, wären die derzeit prognostizierten Wachstumsraten von aktuell noch ca. 2% für Europa sehr wahrscheinlich nicht mehr zu halten und ein Stagflation-Szenario wäre die Konsequenz.

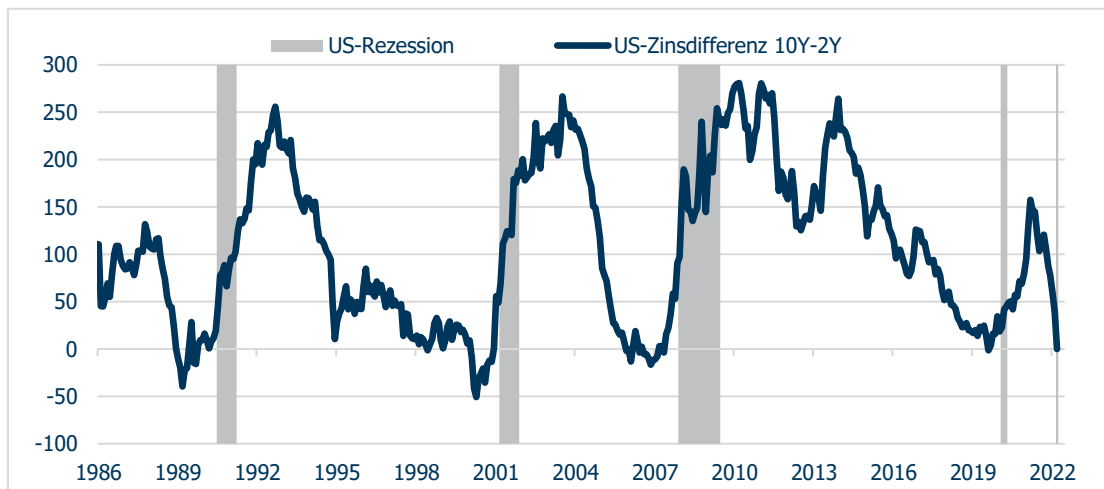
Die USA wären von einer solchen Verschärfung weniger stark betroffen. Zumal sowieso fraglich ist, ob die alte Lehrbuchmeinung bzgl. Inflationsbekämpfung in der aktuellen Situation funktionieren würde. So wurde in der Vergangenheit (wie in den 70er-Jahren) die Eindämmung der Inflation durch Ölpreisschocks entweder komplett ignoriert oder über eine deutliche Rezession bekämpft (durch den damaligen US-Notenbankchef Volcker). Der jetzige FED-Vorsitzende Jerome Powell hofft derweil die steigende Inflation ohne Rezession mit einer Reihe von Zinserhöhungen zu senken und das Wachstum in den USA weiter aufrecht zu erhalten. Hintergrund ist das starke, aber vermutlich noch nicht nachhaltige Wirtschaftswachstum in den USA. Hinzu kommt eine Inflation, die aktuell viel höher als gewünscht ist, aber in Zukunft zu starken Schwankungen (auch nach unten!) führen könnte.

Ob es dem FED-Chef Powell gelingt vom Lehrbuch abweichen zu können, wird sich zeigen. Schon seit einiger Zeit sind wir der festen Überzeugung, dass der gesamte Wirtschaftszyklus kürzer und auch deutlich dynamischer voranschreitet als die bekannten, historischen 7- bis 10-Jahres-Konjunkturzyklen. Und so befinden wir uns knapp zwei Jahre nach der letzten Rezession schon wieder auf Spitzenwerten in den USA in Form von Unternehmenserträgen, Umsätzen und Gewinnspannen. Allerdings zeigen die letzten Daten bereits eine leicht abnehmende Tendenz, gerade bei den eher zyklischen und wirtschaftlich sensiblen Sektoren, was auf eine „späte“ Phase im Konjunkturzyklus hindeuten könnte. Somit kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Inflationsentwicklung insbesondere durch die überschüssigen Ersparnisse der privaten Haushalte

ausgelöst wurde. Diese Ersparnisse treffen nun auf ein durch die Corona-Situation deutlich eingeschränktes Angebot. In dessen Folge ist die Inflation in die Höhe geschneilt und hat die FED gezwungen, in dem glaubwürdigen Bemühen die Preise zu stabilisieren, die Leitzinsen aggressiv nach oben anzupassen.

In der Folge müsste eine Verlangsamung der Konjunkturerholung eintreten und damit ein deutlich kürzerer Konjunkturzyklus entstehen. Entsprechend könnte das Risiko von steigender Lagerhaltung, gerade bei zyklischen Konsumgütern und im Technologiebereich, deutlich zunehmen. Interessanterweise zeigt Ähnliches auch der Frühindikator an den Rentenmärkten in Form der US-Zinskurve. Besonders die Zinsen der kurzfristigen (2-jährigen-)Staatsanleihe und der langfristigen (10-jährigen) werden hierbei beobachtet und ins Verhältnis gesetzt. Diese Kurve (siehe Grafik) flacht sich seit Monaten deutlich ab und nähert sich gefährlich der Null-Linie. Dies war in der Vergangenheit ein Indikator dafür, dass nach ca. 12-15 Monaten eine Rezession folgt.

US-Rezessionsfrühindikator bedenklich nah der Null Linie



Quelle: Bloomberg

Die US-Wirtschaft ist heute zinsabhängiger denn je, weshalb der obige Indikator (wie schon in der Vergangenheit) sehr verlässlich bleiben dürfte. Somit ist auch für das Jahr 2023 eine Rezession in den USA nicht gänzlich ausgeschlossen. In dieser Gemengelage dürfte sich auch die FED sehr genau überlegen, wie lange sie an den Maßnahmen der Zinserhöhung und Liquiditätseinengung festhält. Das Risiko eines „Überziehens“ beim Entzug von Marktliquidität könnte die aktuell bereits leicht abklingende Konjunkturdynamik und in Folge auch die Kapitalmärkte massiv belasten. Kurzfristig wären Korrekturen seitens der FED schwer vorzunehmen, da monetäre Maßnahmen erst nach ca. 6-9 Monaten ihre volle Wirkung zeigen.

Neben den beiden Hauptproblemen, die inflationsinduzierte monetäre „Bremspolitik“ in den USA und die angespannte geopolitische Lage mit der Gefahr einer Eskalation in Richtung NATO, stellt China eine weitere Gefahr für die Märkte dar. Peking hat mit drei großen Problemen zu kämpfen: Neben den COVID-Fällen (Festhalten der Null-Covid-Strategie), welche zu Lockdowns teils riesiger Städte und/oder Regionen führen, leidet das Land weiter unter einer sich verschlimmernden Immobilienkrise, in deren Fokus die großen Immobilienentwickler mit Ihrer massiven Verschuldung stehen. Hinzu kommen Probleme in den USA mit den gehandelten ADR-China-Aktien, deren Delisting aufgrund von nicht ausreichender Transparenz und Regulatorik immer wieder diskutiert wird und sowohl die Marktkapitalisierung als auch die Kreditfähigkeit der Unternehmen belastet. International gehandelte chinesische Aktien sind auf ausländische Kapitalgeber für das zukünftige Auslandswachstum weiter angewiesen.

Auch tut sich ein immer stärker moralisches Defizit durch die „wohlwollende Neutralität“ gegenüber Russland bzgl. Putins Angriffskrieg in der Ukraine auf. Hinzu kommen steigende Öl- und Gaspreise, die China als weltweit größten Importeur von Energie kurzfristig ebenfalls belasten dürften. Alles summiert sich zu einem historisch niedrigen BIP-Wachstum von derzeit 3,5%. Dieses dürfte der Zentralregierung dauerhaft nicht ausreichen, um die Gefahr einer unzufriedenen Bevölkerung abwenden zu können, weswegen Stimulierungsmaßnahmen der eigenen Wirtschaft sehr wahrscheinlich erscheinen. So stehen bei aller Sympathie für Putin vor allem die eigenen wirtschaftlichen und geopolitischen Interessen im Vordergrund, warum Präsident Xi Jinping sich auch



neutral verhält. China wird aus Fehlern der russischen Kriegsführung lernen und Schlüsse für die eigenen Interessen ziehen. Auch die Möglichkeit anstelle des Westens in die Öl-, Gas- und Kohlelieferungen günstig einzuspringen, wird die chinesische Führung sicher erwogen haben. Die Sanktionen des Westens gegenüber Russland werden sehr genau zur Kenntnis genommen. Man ist auf die Absatzmärkte im Westen (noch) angewiesen, um ein Wachstum zu erreichen, das der politischen Führung die Zufriedenheit ihrer Bevölkerung gewährleistet (5–7% p.a.). Mit Blick auf die Eingliederung bzw. Eroberung Taiwans wird China nichts tun, was seine Handlungsfähigkeit in Zukunft einschränken könnte. Peking sieht in der Insel eine abtrünnige Provinz, die notfalls mit Gewalt zurückgeholt werden soll. Es besteht sogar die Möglichkeit, dass sich die Beziehungen zwischen Peking und Moskau abkühlen und Russland eine Art „Gefangener“ der chinesischen Politik wird. Dieser Fall könnte dann eintreten, wenn Russland in der Ukraine einen offensichtlichen militärischen Misserfolg hinnehmen müsste. Dann würde die chinesische Führung umso mehr Gründe finden, ihre Strategie zu ändern. Russland wäre dann international noch isolierter. An Chinas langfristigen Zielen ändert dieses Verhalten jedoch nichts.

Die aktuelle globale Komplexität ergibt sich aus den verschiedenen, sich unterschiedlich entwickelnden Regionen. Während die USA zurzeit die Inflation aufgrund eines starken Wirtschaftswachstums über Zinserhöhungen und Liquiditätseinschränkungen zu bekämpfen versucht, sieht sich Europa (besonders Deutschland) ganz anderen Herausforderungen ausgesetzt. Starke Inflationstendenzen bei Rohstoffen und Energie belasten das Wachstum und führen zu höheren Importpreisen und sinkenden Margen. Hinzu kommt das „Damoklesschwert“ Putin mit der Gefahr eines kompletten Stopps von Gaslieferungen aus Russland, die schnell in eine Rezession führen könnten. Die Dauer des Kriegs in der Ukraine ist hier ein wichtiger Faktor. Zieht er sich weiter hin, dürften die Auswirkungen für die europäischen Länder weiter hoch bleiben, was die EZB mit einer weniger restriktiven Politik begleiten müsste.

China hat weniger Inflationsprobleme (wie übrigens viele andere asiatische Länder auch), sondern eher Wachstumssorgen. Die Politik und Notenbank besitzen aber im Vergleich zu anderen Nationen noch die größte fiskalische und monetäre „Feuerkraft“. Immer stärker wirken sich aus internationaler Sicht aber „politische Faktoren“ wie z.B. Probleme der Transparenz bei Unternehmensbilanzen (Auswirkungen auf die ADR's an den US-Börsen) oder auch die politische Nähe der beiden Führer Xi und Putin aus.

Die Herausforderungen für die Weltgemeinschaft, wie auch global für Investoren, scheinen aktuell so hoch wie schon lange nicht mehr zu sein.

4. Aktienmarkt

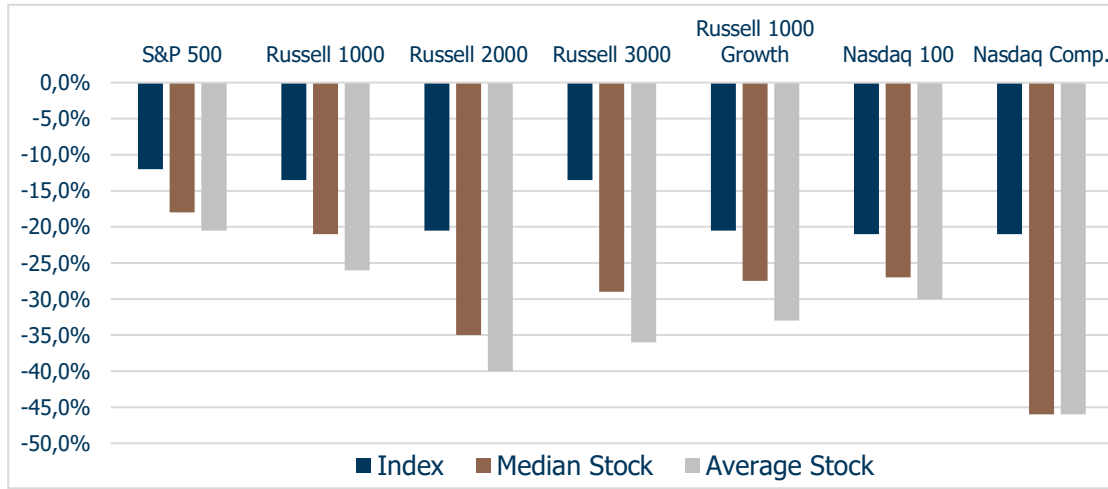
4.1 Herausfordernde Gemengelage

Wie zuvor beschrieben, herrscht an den globalen Finanzmärkten aktuell eine äußerst komplexe Situation, inklusive vielschichtiger Probleme der unterschiedlichen Länder und Regionen. Aus unserer Sicht bleibt die alles entscheidende Komponente die verfügbare Liquidität der Notenbanken. Diese wird von der Höhe der jeweiligen Inflation bestimmt sein. Sie ist und bleibt der „Treibstoff“ für Kurssteigerungen. In den USA dürfte es im Laufe des Jahres zu einer deutlichen Einengung der Liquidität kommen. Europäische Unternehmen werden dagegen durch Energiepreissteigerungen starke Gewinnreduktionen hinnehmen müssen. China hat wie zuvor beschrieben ein stärker werdendes politisches Risiko zu schultern. Die beiden letztgenannten Regionen können sich aber zumindest der monetären Unterstützung der Zentralbanken und der Fiskalpolitik sicher sein.

Vorerst spricht Vieles gegen höhere Aktienkurse an den Märkten, sowohl an der Wall Street als auch an den europäischen Börsen. Steigende Zinsen belasten vermutlich weiter die Wachstumswerte, die wir im letzten Quartal schon in allen Depots deutlich reduziert haben. Preiswerte Value-Aktien sowie eine defensive Ausrichtung der Aktienquoten mit speziellen Branchenschwerpunkten erscheinen uns am sinnvollsten. Wir favorisieren Werte aus den Branchen ERNÄHRUNG&AGRAR, BASISKONSUM, GESUNDHEIT und ENERGIE/VERSORGER, die sich in einem solchen Umfeld relativ am besten entwickeln sollten. Eine gute Mischung aus qualitativ hochwertigen US-Titeln und weniger rohstoffintensive Unternehmen aus Europa sollten eine sinnvolle Mischung in der aktuellen Börsensituation darstellen. Einzelwerte sollten eine hohe Preissetzungsmacht haben und stabile Dividenden und Cashflows generieren. Im Hinblick auf die Bewertung ist in den USA der Gesamtmarkt viel stärker abverkauft worden als die 25 Aktien mit der größten Marktkapitalisierung, die immer noch ein KGV von 25 besitzen. Dies spiegelt das Vertrauen der Anleger in ihre Ertragskraft

wider. Die folgende Grafik, die die Verluste seit ihrem 52-Wochen Hoch auf Indexebene (mit gewichteten Einzeltitel vs. ungewichtet) aufzeigen, dokumentiert dieses eindrucksvoll.

Gewichtete Index-Rückgänge vs. Gesamtaktienmarkt ungewichtet



Quelle: Bloomberg

Nicht nur aufgrund der stärkeren Korrektur vieler Einzelwerte, sondern auch aufgrund der aktuellen geopolitischen Situation ist eine leicht höhere Gewichtung von US-Titeln vernünftig. Der massive Ausverkauf der chinesischen Internet-Werte setzte sich im 1. Quartal fort und preist aus unserer Sicht viele negative Nachrichten ein. So ist eine noch nicht erfolgte aber noch aktuell diskutierte Abschaffung der chinesischen ADR's mit höheren zukünftigen Kapitalkosten sowie auch die aktuellen Auswirkungen der Lockdowns in Shenzhen und Shanghai in den Kursen vermutlich eingepreist. Das Repertoire an marktstimulierenden Maßnahmen scheint von Seiten des Staates nicht ansatzweise ausgeschöpft zu sein und die kommunistische Partei wird im Laufe des Jahres vermutlich alles versuchen, um das angestrebte Ziel von 5,5% BIP-Wachstum zu erreichen.

Für europäische Aktien stellt sich die Frage wie sich der aktuelle Rohstoffpreisschock auf die Wachstumsaussichten auswirken wird. Derzeit werden die Erwartungen vonseiten der Marktteilnehmer kontinuierlich zurückgeschraubt. Grund dafür sind die sich eintrübenden Gewinnmargen, die nachlassenden Investitionsausgaben und rückläufige Neueinstellungen. Vieles läuft bei einer sich weiter andauernden Eskalation mit Russland auf eine Rezession hinaus. Bei einer aktuellen Marktbewertung von ca. 13-fachem Jahresgewinn 2022 wäre in einem solchen Fall noch weiteres Korrekturpotential von ca. 20% gegeben. Es sei denn, die russische Invasion in der Ukraine wird unerwartet schnell durch bspw. ein Friedensabkommen beendet.

4.2 Wie könnte es weitergehen...

Aufgrund der ungewissen Situation arbeiten wir mit folgenden Szenarien:

Waffenstillstandsszenario (Wahrscheinlichkeit 20%)	Hauptszenario (Wahrscheinlichkeit 65%)	Eskalationsszenario (Wahrscheinlichkeit 15%)
<ul style="list-style-type: none"> • Zeitnahe Waffenstillstand / Friedensverhandlungen • Ukraine muss Gebietsverluste hinnehmen • Ukraine muss sich als neutral erklären - kein NATO- oder EU-Beitritt • Gaslieferungen laufen ohne Lieferschwierigkeiten weiter • Sanktionen werden gelockert 	<ul style="list-style-type: none"> • Krieg zieht sich bis zur zweiten Hälfte des Jahres 2022 • Russland gibt seine Maximalziele nicht auf und greift weiter die Ukraine an • Globales BIP wird belastet und Zentralbanken (EZB, FED?) vermutlich weniger restriktiv in ihrer Geldpolitik • Gas fließt weiter nach Europa, hohe Preisvolatilität der Energiepreise 	<ul style="list-style-type: none"> • Russland erreicht seine militärischen Ziele – kann aber die Ukraine nicht annähernd kontrollieren • Russland stellt die Öl- und Gaslieferungen nach Europa ein • Sanktionen werden noch härter, SWIFT Cut • Langfristiger Ost / West Konflikt mit allen Konsequenzen
<ul style="list-style-type: none"> • Europäische Aktien und hier konjunktursensible, zyklische Werte sowie Industrietitel als Anlage • High Beta Werte • China und EM-Exposure 	<ul style="list-style-type: none"> • Global ausgewogenes Aktiendepot sinnvoll, mit Chinabeimischung, USA und Europa • Gold für den „Fall der Fälle“ • Defensive Ausrichtung (Value / Stabilität) 	<ul style="list-style-type: none"> • Stärkere USA Ausrichtung in der Anlage • Gold und Energie- / Rohstoffwerte • Aktien mit defensiver Ausrichtung und bester Qualität und Preissetzungsmacht • Cash
<ul style="list-style-type: none"> • Gold sollte leicht nachgeben • Defensives Branchen werden sich unterdurchschnittlich erholen 	<ul style="list-style-type: none"> • Zyklische und rohstoffabhängige europäische Branchen stehen weiter unter Druck 	<ul style="list-style-type: none"> • Märkte kommen deutlich unter Druck • Europa am sensibelsten
RISK ON	SELECTIVE RISK ON / RISK OFF	RISK OFF

Derzeit gehen wir vom Hauptszenario aus und sehen im Laufe des Jahres eine Lösung des Konflikts, jedoch mit einem andauernden fragilen Frieden in der Region. Der wichtigste Punkt wird sein, inwieweit sich bis dahin die Inflationseffekte auf die europäische Industrie ausgewirkt haben. Wichtig bleibt es für uns, Titel zu finden, die über eine solide Bewertung verfügen, einen stabilen Cashflow generieren und eine solide Gewinnentwicklung aufweisen. Derzeit findet man diese bevorzugt in der Schweiz, Großbritannien oder den USA. Ergibt sich eine schnellere geopolitische Lösung sollten dann wieder mehr konjunktursensitive, europäische Werte beigemischt werden. Hierzu wird die Nachrichtenlage weiter fortlaufend verfolgt.

5. Anleihenmarkt

5.1 *Inflationsbekämpfung vor Krisenunterstützung*

Die jüngsten Notenbanksitzungen diesseits und jenseits des Atlantiks haben verdeutlicht, dass bei den Zentralbanken der Inflationsbekämpfung oberste Priorität eingeräumt wird. Dieses Handeln in Verbindung mit der kriegesischen Auseinandersetzung führte dazu, dass US-Staatsanleihen die schlechteste Performance in einem Quartal seit 1980 aufweisen und Bundesanleihen wie zuletzt 1994 ebenfalls starke Verluste hinnehmen mussten. So konnten amerikanische und deutsche Staatsanleihen erstmals seit langer Zeit in einer Krisensituation nicht als der normalerweise gesuchte „sichere Hafen“ fungieren.

Die Krisenerfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass die Zentralbanken üblicherweise in unruhigen Zeiten ihre „Geld-Schleusen“ öffnen, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hochzuhalten und so wiederum den volkswirtschaftlichen Schaden zu minimieren. Doch durch die Inflationsentwicklung, die sich durch die Ukraine-Krise bedingten Preisschocks der Agrar- und Energiepreise zusätzlich beschleunigt, bleibt der restriktive Pfad der Notenbanken ohne echte Alternative.

Neben einer für März 2022 erfassten Inflationsrate im Euroraum von 7,5% werden der Ukraine-Krieg und die Rückkehr der Corona-Pandemie in China den Preisdruck weiter hochhalten. Daher ist zu erwarten, dass sich diese Neubewertung der Bondmärkte in den nächsten Monaten kaum umkehren sollte. Erst wenn sichtbar wird, dass durch die deutliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen der Wirtschaftsteilnehmer sich ein zu starker Gegenwind für die Konjunktur abzeichnet, könnte eine Erholungsbewegung einsetzen. Sowohl der in den aktuellen Markterwartungen eingepreiste Zinserhöhungspfad als auch die durchschnittlichen Prognosen der FOMC-Mitglieder (sog. „dot plots“), die auf weitere sechs Zinserhöhungen bis Jahresende hindeuten, könnte dann vorzeitig beendet werden. Ob die EZB den Leitzins bereits dieses Jahr anhebt, bleibt abzuwarten. Allerdings wird sie sich schneller aus den Nettokäufen von Anleihen zurückziehen und diese endgültig im dritten Quartal auslaufen lassen. In diesem Umfeld haben wir selektiv kurzlaufende US-Staatsanleihen ohne Absicherung der Währung mit aufgenommen. Neben einer aktuell bereits attraktiven Verzinsung von über 2% p.a. sollte der USD-Dollar bei einem anhaltenden Konflikt in der Ukraine über weiteres Potential verfügen.

5.2 *Unternehmensanleihen: Schwieriges Umfeld durch doppelten Gegenwind*

Im ersten Quartal war das Umfeld für Unternehmensanleihen besonders herausfordernd und wird es in den nächsten Monaten auch bleiben. Neben steigender Kapitalmarktzinsen im Zuge höherer Inflationsraten weiteten sich Kreditspreads durch die Invasion in der Ukraine zusätzlich aus. Auch wenn sich diese Renditeaufschläge gegen Ende des Quartals etwas erholt haben, waren deutliche Verluste auf breiter Front in allen Anleihesegmenten zu beobachten. Die entsprechenden Renditeaufschläge bleiben zwischen den wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Kriegs sowie den erhöhten geopolitischen Risiken auf der einen und den energischen Versuchen der Zentralbanken, die Inflation wieder unter Kontrolle zu bringen, auf der anderen Seite, gefangen.

Andererseits bieten solche Krisensituationen auch Chancen. So werden in diesen Marktphasen unter anderem durch starke Abflüsse aus ETF-Anlagen undifferenziert Unternehmensanleihen nahezu sämtlicher Emittenten abverkauft. Während bei zyklischen und rohstoffintensiven Branchen vermutlich die Rückgänge gerechtfertigt sind, ergeben sich in eher defensiven Sektoren und strukturellen Wachstumsbereichen attraktive Renditen und Anlagemöglichkeiten. Beispiele hierfür sind die im Januar erworbene Anleihe von AT&S (ein Weltmarktführer für die Herstellung von Leiterplatten) sowie der schon länger im Bestand befindliche Nahrungsmittelhersteller mit Fokus auf Molkereiprodukte FrieslandCampina (Landliebe, Frico-Käse).

6. Währungen

An den Devisenmärkten waren neben den sogenannten „sicheren Häfen“, wie der US-Dollar (+3%) und der Schweizer Franken (+2%), insbesondere Währungen rohstoffreicher Länder, wie Australien (+6%), Kanada (+4%) und Norwegen (+3%) gesucht. Sie werteten entsprechend gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung auf. Lediglich beim Japanischen Yen (-3%) und der Schwedischen Krone (-1%) waren Kursrückgänge gegenüber dem Euro zu beobachten.

Auch wenn wir zu Jahresbeginn eine Handelsspanne von EUR/USD 1,10-1,20 erwartet haben und das Niveau von EUR/USD 1,10 zum Quartalsende fast erreicht wurde, müssen wir aufgrund der neuen geopolitischen Ausgangslage unsere Prognosen anpassen. Die größere Vulnerabilität der Eurozone im Vergleich zu den USA sollte dem US-Dollar weiteren Auftrieb verleihen. Auch weil der US-Dollar in Krisenzeiten seinem Status als „sicherer Hafen“ Rechnung trägt, erwarten wir im Jahresverlauf eine weitere Aufwertung gegenüber dem Euro, die durchaus EUR/USD 1,05 bzw. bei einer länger andauernden Eskalation in der Ukraine erreichen kann. Eine entsprechende Beimischung von US-Dollar-Anlagen, wie z.B. kurzlaufende US-Staatsanleihen, ist im Portfoliokontext attraktiv.

7. Gold

Gold gilt in Zeiten politischer und finanzieller Unsicherheit als stabile Anlage und wird zudem als Absicherung gegen steigende Inflationsraten betrachtet. Der Goldpreis schoss kurz nach der russischen Invasion auf ein neues Jahreshoch von US-Dollar 2.070, um in der Folge in Richtung US-Dollar 1.940 zum Quartalsende zurückzufallen. Es bleiben unter dem Strich in US-Dollar ca. 5% Kursgewinn für das erste Quartal. Insgesamt eine eher moderate Reaktion, wenn auch gegenüber Aktien- und Renteninvestments mit positiven Vorzeichen. Die Krisenwährung Gold hat also funktioniert. Warum war die Reaktion aber so gedämpft? Eine Erklärung fällt schwer, da die Realzinsen aufgrund der aktuell Rekordinflationsraten in den USA wie auch in Europa sogar gesunken sind. Insofern könnten eventuell doch russische Goldverkäufe der Grund für den gedrückten Preisanstieg sein (wie auch immer die Verkäufe abseits der Sanktionen an den Markt kamen...).

Aus unserer Sicht dürfte es weiter richtig sein, in der aktuellen Gemengelage eine Beimischung an Gold im Depot zu halten. Jederzeit könnte die Eskalation des Ost-West-Konflikts eine neue Stufe erreichen. Wir erwarten einen Goldpreis, der sich wieder in Richtung von US-Dollar/Unze 2.100 zum Jahresende bewegen könnte, sollte der Konflikt nicht kurzfristig beendet werden können. Gold bleibt somit weiter eine gute und unerlässliche Diversifizierung in den Depots.

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 Marktkommentar 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 Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.