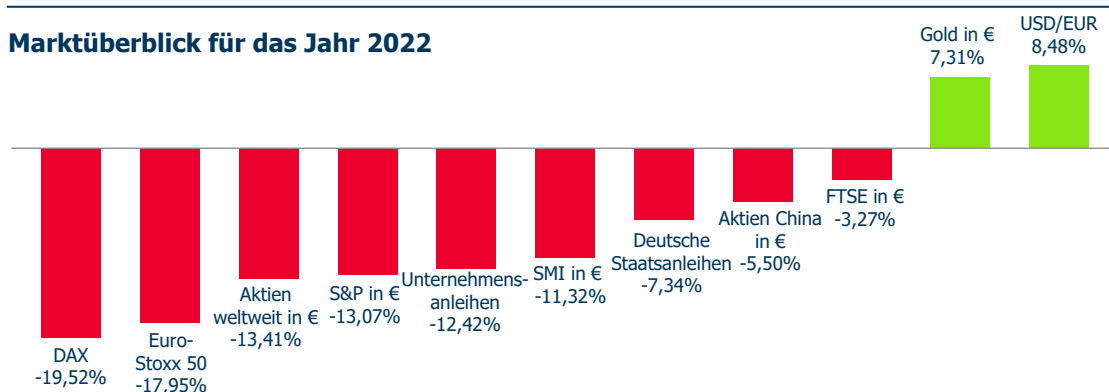


1. Überblick

Hinter uns liegt ein niederschmetterndes und deprimierendes 1. Halbjahr 2022. Und dies gilt nicht nur allein für die Finanzmärkte, auch die Sorgen über den weiteren wirtschaftlichen Verlauf scheinen bereits in der Realwirtschaft angekommen zu sein. Unsere gedämpfte Prognose für das Jahr 2022 wurde von den pessimistischsten Einschätzungen der ewigen Börsenskeptiker von den Märkten deutlich übertroffen. Dies gilt für die Aktien- und Rentenmärkte gleichermaßen. Die Erwartung von höheren Inflationsraten hatten die Marktteilnehmer schon Ende des Jahres 2021 in ihrem Kalkül für das Jahr 2022 berücksichtigt. Viele gingen aber davon aus, dass dieser Preisschub überwiegend temporär sei und durch einmalige Basiseffekte und höhere Energiepreise durch moderate Zinsschritte der Zentralbanken schnell eingefangen werden könnte. Dies war leider eine Fehleinschätzung! Schon mit dem Beginn des Ukraine-Krieges und den daraus resultierenden Preisanstiegen für Öl und andere fossile Energieträger trat zwar nach ersten schmerzhaften Kursverlusten eine Erholung an den Aktienmärkten ein, aber bei den Zinsmärkten blieb eine nachhaltige Erholung aus und der Abwärtstrend wurde durch die weiter steigenden Inflationsraten zusätzlich verstärkt. Zu dem verschärften sich die Lieferkettenprobleme, die durch die Lockdown-Politik Chinas neu entfacht bzw. verstärkt wurden. Zusätzlich kamen Ängste auf, dass Russland seine Gaslieferungen nach Europa nicht nur deutlich drosseln, sondern auch vollends einstellen könnte. Der daraus erwachsende negative Effekt auf die Industrieproduktion in Europa führte zu einer weiteren Belastung. Auch wenn Panikverkäufe bis jetzt ausblieben, zogen sich viele Anleger sukzessive aus den Märkten zurück und es kam nicht nur an den Aktienmärkten, sondern auch an den Rentenmärkten zu scheinweisen Kursverlusten. Besonders im Monat Juni verstärkte sich dieser Trend. Die nur geringen Erholungstendenzen nach Tagen mit deutlicheren Kursverlusten lassen befürchten, dass dieser Vorgang noch nicht abgeschlossen ist.

Marktüberblick für das Jahr 2022



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Auch wenn es schwerfällt, aktuell eine Kehrtwende vorherzusagen, sind entweder die Inflations- oder die Rezessionssorgen der Marktteilnehmer überzogen. Beides kann dauerhaft nicht zusammen auftreten. Im Falle einer Rezession oder auch nur einem deutlichen Abschwung der Konjunktur geht die Nachfrage schnell und merklich zurück und bremst die Preissteigerungen. Dies gilt auch für die Energiepreise. Zusätzlich werden die Notenbanken ihre Zinserhöhungsschritte vorsichtiger dosieren oder sogar aussetzen.

„Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.“ sage einst Mark Twain. Auch wenn der Vergleich zu den 70er Jahren mit hoher Inflation, ausgelöst durch zwei Ölkrisen berechtigt ist, werden sich die Notenbanken den Einsatz der damaligen Gegenmaßnahmen mit einer Hochzinspolitik sehr gut überlegen müssen. Diese Politik würde vermutlich in eine lang andauernde Rezession münden, die heute nicht nur Europa und die USA sondern auch China und andere Wachstumszonen auf der Welt unbedingt vermeiden möchten. Auch wenn weiter schwache Märkte im 2. Halbjahr wahrscheinlich sind, müssen wir uns stets bewusst sein, dass es zu einem späteren Zeitpunkt auch wieder aufwärts gehen wird. Den tiefsten Punkt auszutarieren, wäre reines Glück und ist eher unwahrscheinlich. Hingegen den Wiedereinstieg zu verpassen und an der dann positiven Marktentwicklung nicht teilzuhaben, spricht für eine Auswahl an Qualitätswerten, die weiterhin auch durch die Krise gehalten werden. Wir dürfen einen weiteren Aspekt des Ausverkaufs ebenfalls nicht vergessen: viele günstige Einstiegsmöglichkeiten in weiterhin stabile, wachstumsstarke und qualitativ hochwertige Unternehmen.



2. Unsere Einschätzungen für das Jahr 2022 im Überblick

WACHSTUM: Die Finanzierungsbedingungen in den USA haben sich seit Jahresbeginn, gemessen anhand langlaufender Staatsanleihen, um 180 Basispunkte (bp) verteuert. Dies führt zu einem ca. 2%-Punkte niedrigerem BIP-Wachstum im kommenden Jahr 2023. Wir erwarten aber im weiteren Jahresverlauf 2022 eine deutliche Verlangsamung des BIP-Wachstums auf ca. 1,9%. China muss hingegen wegen Schwächen am Wohnungsmarkt und bei der Auslandsnachfrage vorsichtig zwischen seinem Wachstumsziel und seiner Null-Covid-Politik abwägen. Das BIP-Wachstum in China wird sich 2022 abschwächen. Gleiches gilt für Europa, das mit massiven Belastungen aufgrund steigender Energiekosten und Lieferkettenproblematiken zu tun hat.

INFLATION: Eine Kerninflation der US-Verbraucherpreise von 4,5 % zum Jahresende 2022 erscheint möglich, aufgrund dreier potentieller deflationären Treibern: 1. Die durch das beschränkte Angebot verursachte Inflation fällt bei langlebigen Gütern netto auf null, 2. die Teuerung der Wohnkosten erreicht ihren oberen Wendepunkt und 3. die Inflation im Dienstleistungssektor lässt dank eines stabilen, aber moderaten Lohnwachstums nach. Für die Eurozone erwarten wir eine HVPI-Inflation bei 4% aufgrund hoher Energiepreise, des Lohndrucks und der Euroschwäche.

GELDPOLITIK: Die US-Notenbank wird die am Markt eingepreisten Leitzinserhöhungen vermutlich umsetzen, um die Arbeitsmarktlage zu entspannen und den Lohn-Preis-Druck zu mäßigen. Die Inflationsentwicklung in der Eurozone sorgt zunehmend für Druck auf die EZB, trotz des schwächeren Wachstums schneller an der Zinsschraube zu drehen. Die erste Leitzinsanhebung der EZB wird in diesem Monat mit 25bp umgesetzt werden.

ARBEITSMARKT: In den USA gibt es weiter etwa doppelt so viele offene Stellen wie Arbeitslose. Durch die Verlangsamung des US-Wachstums könnte die Zahl der offenen Stellen besonders in konjunkturrempfindlichen Branchen zurückgehen. Dennoch kann ein drastischer Anstieg der Arbeitslosenquote dank der guten Finanzlage privater Haushalte und starker Unternehmensbilanzen voraussichtlich vorerst vermieden werden. Somit sollte die US-Arbeitslosenquote bei 3,5 % bleiben.

GEOPOLITIK: Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession ist durch den weiter andauernden Invasionskrieg Russlands in der Ukraine deutlich gestiegen, da kein kurzfristiges Ende zu erwarten ist. Öl- und Gas-Embargen bzw. ein womöglich baldiger russischer Gas-Lieferstopp erscheint nicht ausgeschlossen. Die Inflation steigt, auch die Lohnforderungen passen sich den Inflationsraten an. Sollte die kriegerische Auseinandersetzung länger bestehen und / oder Energielieferungen seitens Russlands eingestellt werden, ist eine Rezession in Europa unvermeidbar.

AKTIEN: Aufgrund der weiter erhöhten Inflation, den zunehmenden geopolitischen Spannungen und der restriktiveren Notenbankpolitik bleiben wir vorsichtig. Kurzfristige Erholungen in einem „Bärenmarkt“ sind nicht ungewöhnlich und möglich. Ein Boden scheint aber noch nicht erreicht. Es wird Gewinnrevisionen geben, die die Märkte sowohl in den USA als auch in Europa noch nicht in den Kursen berücksichtigt haben. Wichtig bleibt die Branchen- und Einzeltitelwahl. Wachstumswerte aus dem Technologiebereich sollten weiter unter Druck stehen. Wir favorisieren defensive Unternehmen in den Branchen ERNÄHRUNG&AGRAR, BASISKONSUM, GESUNDHEIT und ENERGIE/VERSORGER.

ZINSEN / ANLEIHEN: Hoffen auf eine Rezession? Der aggressive Zinserhöhungspfad der FED könnte neben anderen Belastungsfaktoren in den USA zu einer Rezession führen. Auch in der EWU-Zone erwarten die Marktteilnehmer bereits einen EZB-Leitzins von 1%, was einer Erhöhung von 150 Basispunkten entspräche. Sollten sich die Anzeichen einer Rezession weiter verdichten, könnte dies die Notenbanken davon abhalten, ihre geplanten Zinserhöhungen zu Ende zu bringen. Rückläufige Renditen und höhere Kurse für Anleihen sehr guter Bonitäten wären die Folge. Der Fokus sollte im 2. Halbjahr auf die Qualität der Anleihen und der Bonität ihrer Schuldner liegen.

GOLD: Das Edelmetall konnte in EUR gerechnet weiter als ein „sicherer Hafen“ fungieren. 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 ein wichtiger Portfoliobestandteil.



3. Bericht vom Markt – Globale Sicht

Ein ganzes Potpourri von Belastungsfaktoren an den globalen Märkten drückt weiter auf die Stimmung. Der anhaltende Ukraine-Krieg, hohe damit verbundene Energiekosten (inkl. Versorgungssicherheit), die Inflation und die einhergehende straffere Geldpolitik der Zentralbanken wie auch die Corona-Politik in China, lässt viele Marktteilnehmer immer stärker eine Rezession in Europa, aber auch in den USA befürchten.

Zuletzt gab die Aussage von FED Chef Powell „...will be very challenging to achieve soft landing...“ dem Markt kurzfristig wieder Hoffnung, dass die US-Notenbank die vom Markt zwischenzeitlich erwarteten Zinserhöhungen von 350bp im Jahr 2022 nicht im vollen Maße umsetzen werde. Scheinbar gibt es auch innerhalb der FED erste Zweifel an einer Vermeidung einer US-Rezession. In der Vergangenheit wurde stets von Seiten der Zentralbank zurückgerudert, sobald der Konjunkturmotor zu sehr ins Stottern kam.

Viele Marktteilnehmer hoffen jetzt sogar auf eine US-Rezession (nach dem Motto: „bad news are good news“). Die aktuell hohen Inflationsraten würden aufgrund nachlassender Nachfrage (u.a. nach Rohstoffen) deutlich sinken. In Folge könnte auch die aggressive Zinspolitik der FED zum Ende kommen, so die dahinter liegende Argumentationskette. Die letzten Daten aus den USA verstärken diese Annahme. So fiel die Erwartungskomponente im Konsumenten-Vertrauensindex des Conference Board für den Mai auf 66,4 Punkte, den niedrigsten Stand seit 2013. Nach Angaben des Conference Board deutet dieses Ergebnis auf ein schwächeres Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2022 und ein wachsendes Risiko einer Kontraktion bis zum Ende des Jahres hin. Dies folgt auf ein Rekordtief beim Stimmungsindikator der University of Michigan für den Juni, der in der letzten Woche veröffentlicht wurde. Solche Umfragen werden zwar durch die politische Polarisierung verzerrt, sie decken sich aber mit den Zahlen anderer Indikatoren, die auf eine zunehmende Belastung der privaten US-Haushalte hindeuten, wie der erste Rückgang der Einzelhandelsumsätze seit fünf Monaten im Mai. Die Meldungen zur Lage in der US-Industrie waren ebenfalls entmutigend. In der mittleren Atlantikregion der USA ging die industrielle Aktivität im Juni den zweiten Monat in Folge zurück. Dies ging aus einer Umfrage der Notenbank von Richmond hervor, die dies als schwächstes Ergebnis seit Mai 2020, also mitten im ersten covid-bedingten Lockdown, bezeichnete.

Es scheint aber, bei aller Hoffnung der Marktteilnehmer auf eine weniger aggressive Zinspolitik, FED-Präsident Powell zuallererst um die Bekämpfung der Inflationsentwicklung der nächsten Monate anzukommen. So erwähnt Powell immer wieder auch den Name Paul Volcker in seinen Reden. Dieser dämmte in den siebziger Jahren mit einer radikalen Zinspolitik die Inflation in den USA ein. Der US-Notenbankchef Powell sagte noch am Mittwoch (29.06), dass man „alles dafür tun werde, um ein Abgleiten in ein höheres Inflationsregime zu verhindern, auch wenn dies erfordert, die Zinsen auf ein Niveau zu erhöhen, welches das Wachstum gefährdet“. Diese klare Aussage zeigt einmal mehr, wie ernst es ihm ist und dass weiter von einer aggressiven Zinssteigerung ausgegangen werden muss, zumindest solange der Arbeitsmarkt in den USA nicht darunter leidet.

Aufgrund der weltweiten Schuldenproblematik (Weltkonjunktur ist mit 300% des Bruttoinlandsproduktes verschuldet) erscheint es wichtig, dass besonders der FED und der US-Regierung monetär wie auch fiskalpolitisch bei der aktuellen Kontraktionsphase keine allzu großen Fehler unterlaufen, die das insgesamt weltweite labile konjunkturelle Gleichgewicht stören könnten. Den bisherigen Rezessionen ging ein deutlicher Ölpreisanstieg voraus, wie auch dieses Mal. Dieser könnte sich bei der aktuell sehr labilen Weltkonjunkturlage als zusätzliche Gefahr erweisen. Powell sollte also gewarnt sein, mit seinen zukünftigen Maßnahmen nicht zu schnell zu viel zu machen, um nicht noch Schlimmeres loszutreten.

Der EZB dagegen muss die Quadratur des Kreises gelingen. Sie darf keine Staatsfinanzierung betreiben, muss aber gleichzeitig die Stabilität der Finanzmärkte wahren. Als vor ein paar Tagen die Rendite der 10jährigen Italien-Anleihen die 4%-Marke übersprangen, wurde sogleich eine Notsitzung einberufen, die als Ergebnis eine „Anti-Fragmentierungswaffe“ implementierte. Eine genaue Erläuterung wurde zwar nicht gegeben. Auszugehen ist aber, dass deutlichere Zinsausweitungen einzelner Länder der Eurozone genau betrachtet werden und die EZB handeln lassen, wenn eine Gefährdung der Schuldentragfähigkeit gegeben sein könnte. Wie dieses mit dem vorrangigen Ziel der EZB „Gewährleistung der Preisniveaustabilität in der Eurozone“ vereinbar ist, bleibt bei aktuellen Inflationsraten von deutlich über 6% schwer zu verstehen. Hinzu kommt, dass die Wachstumsaussichten der Eurozone mit jedem weiteren Monat zusammengestrichen werden, so dass für 2022 vermutlich nur ein leichtes Plus zu erwarten sein werden kann. Die EZB spielt mit Ihrem Minizins Schritt von 25bp in diesem Monat Juli auf Zeit. Dahin liegt vermutlich die Hoffnung,



dass die Inflation sich von selbst beruhigen wird und den Zenit evtl. sogar schon überschritten hat. Der Markt geht indes schon von deutlich höheren Zinsen für Europa aus. Mit ihrem vorsichtigen Verhalten der Zinsanhebungen kann sie sich nicht vorwerfen lassen, nichts gegen die Inflation getan zu haben und schadet auch der Wirtschaft nicht all zu sehr. Sie bleibt mit ihrem Verhalten aber „hinter der (Inflations-)Welle“. Dass dies bei den aktuellen Inflationsraten vermutlich nicht ausreichen wird, zeigen die hohen Lohnforderungen der Gewerkschaften. Auch sind allein die Produzentenpreissteigerungen in Deutschland im Mai auf einem historischen Rekordanstieg von über 30% im Jahresvergleich angezogen.

Die bisherige Wachstumslokomotive China kommt weiterhin nicht richtig in Fahrt. Ihre Null-Covid-Strategie sorgt immer wieder für neue Lockdowns ganzer Städte oder gar Regionen. Diese Strategie wird vermutlich langfristig zum Scheitern verurteilt sein, da immer wieder neue Virusvarianten dafür sorgen werden, dass gehandelt werden muss. Das Problem gestörter Lieferketten bleibt damit die nächsten Jahre bestehen, da viele Vorkomponenten aus China in die Welt exportiert werden und deren Liefersicherheit nicht immer gewährleistet scheint. Auch der Immobilienmarkt steckt weiterhin in einer Strukturkrise. Hier sorgt die Zentralregierung dafür, dass die Luft weiter vorsichtig aus dem Markt genommen wird, ohne allzu große Vermögensverluste entstehen zu lassen. Grundsätzlich wird ein weiter schwieriger Immobilienmarkt auch negative Auswirkungen auf den Binnenkonsum haben und das Wachstum in China schwächen. Hinzu kommt der zunehmend internationale politische Druck auf deutsche Unternehmen bzgl. Geschäften mit China. Mit der Ankündigung Joe Bidens, man werde Taiwan zur Seite stehen, kündigt sich ein Konflikt für die Zukunft an, da China wie im letzten Quartalsbericht beschrieben, Taiwan als Teil seines Territoriums ansieht. China, als zweitgrößte Volkswirtschaft und seinen starken Handelsverflechtungen, vor allem nach Europa, steht aktuell nicht als Motor für das Weltwirtschaftswachstum zur Verfügung, auch wenn die offiziellen Zahlen noch von 5,5 % Wachstum in diesem Jahr ausgehen. Realistischer sind Zahlen zwischen 3 – 4 %. Hinzukommt, dass die durch Donald Trump begonnenen Deglobalisierungstendenzen auch unter der aktuellen US-Administration weitergeführt werden. Sie tragen zusätzlich zu steigenden Inflationsraten, besonders in Europa bei, da Importpreise weiter anziehen und geringere Exporte nach China aufgrund der schwachen Konjunktur die Folge sein werden.

Der Krieg in der Ukraine setzt sich ebenfalls unvermindert fort und ein Ende scheint nicht in Sicht. Es stellt sich immer mehr die Frage, was Putin erreichen möchte. Einige Politwissenschaftler beschreiben seine vermeintlichen Ziele folgendermaßen: Putins bzw. Russlands Kriegsziel ist vermutlich nicht nur die Ukraine, sondern geht weit darüber hinaus. Er möchte Europa dominieren, um mit den Weltmächten China und den USA auf Augenhöhe über die internationale Ordnung mitzubestimmen. Dazu wird Russland weiterhin versuchen sich als eine Garantiemacht autoritärer europäischer Staaten zu positionieren, wie es bei Belarus jetzt schon der Fall ist. Ungarn ist sicher ein Land, das hierfür in Frage kommen könnte und den Bruch mit Russland bisher vermieden hat. Russisches Gas wird ebenfalls aufgrund enger Beziehungen zu den entscheidenden Stellen uneingeschränkt bezogen, während dieses für viele andere europäische Staaten nicht gesichert ist.

Bei den vier Kernstaaten Europas, Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien, gibt es gefestigte Demokratien. Hier dürfte Russland ein Interesse haben, diese sukzessive politisch und kulturell auszuhöhlen. Putin selbst sieht, wie viele Autokraten, die Demokratie als unterlegenes politisches System an. Schaut man tiefer in die vier Kernländer Europas, erkennt man jetzt schon eine gewisse Zerrissenheit in der Bevölkerung. Sollte der Ukraine-Krieg zu noch tieferen Rissen innerhalb der Bevölkerungsschichten Europas und evtl. Verteilungskämpfen um Ressourcen führen, könnte es sehr schnell mit der gefühlten Stabilität in Europa vorbei sein. Aus diesem Grund muss sich Europa entsprechend als Allianz auch auf einen möglichen Krieg mit Russland vorbereiten und alles für das Gemeinschaftsgefühl seiner Bevölkerung und Europa als Ganzes tun. Russland wird nur dann seine imperialistischen Ziele erreichen können, wenn es illiberale, autoritäre und nationalistische Tendenzen in den Staaten Europas fördert und auch installieren kann.

Die Herausforderungen für uns als Investoren in dieser Zeit sind komplex. Auf verschiedenen wirtschaftlichen, politischen wie auch gesellschaftlichen Ebenen gilt es interdependäre Prozesse einzuschätzen und daraus Entscheidungen abzuleiten. In einer solch schwierigen Zeit hilft die Erfahrung von vielen erlebten Krisen, sei es die Dotcom Blase (2000), die Wirtschaft- und Finanzkrise (2008), die Eurokrise (2010) oder auch die Corona-Krise (2020), um die Krisen der letzten zwanzig Jahre zu nennen. Man lernt durch Extremereignisse einzuschätzen, wie dynamisch sich Situationen entwickeln können und welche Auswirkungen damit auf die Märkte entstehen und was zu Belastungen führen kann. Erfahrung ist keine Garantie für richtige Entscheidungen, aber in diesen Zeiten schützt sie davor, die „einfachen Fehler“ zu begehen. Auf Ihr Depot bezogen, ist genau dieses unser Bestreben, um Sie damit gut und stabil durch die aktuelle Krise führen zu können.

4. Aktienmarkt

4.1 Der Weg in Richtung Eskalationsszenario

Die Aktienmärkte erlebten im 2. Quartal deutliche Kursverluste. Die Belastungsfaktoren sind vielfältig, aber besonders die aggressive Zins- und die Liquiditätspolitik der amerikanischen Notenbank, wie auch die Lieferkettenproblematik aufgrund der Null-Covid-Strategie Chinas machen den Unternehmen weltweit besonders zu schaffen. Im Ukraine-Konflikt ist ein kurzfristiges Ende unrealistisch und die damit verbundenen hohen Rohstoff-, Energie- und Transportkosten schlagen sich direkt in den Margen der Unternehmen nieder. In unseren letztmalig aufgeführten Szenarien haben wir uns von Hauptszenario ein ganzes Stück nach rechts Richtung Eskalationsszenario bewegt.

Waffenstillstandsszenario (Wahrscheinlichkeit 20%)	Hauptszenario (Wahrscheinlichkeit 65%)	Eskalationsszenario (Wahrscheinlichkeit 15%)
<ul style="list-style-type: none"> • Zeitnaher 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

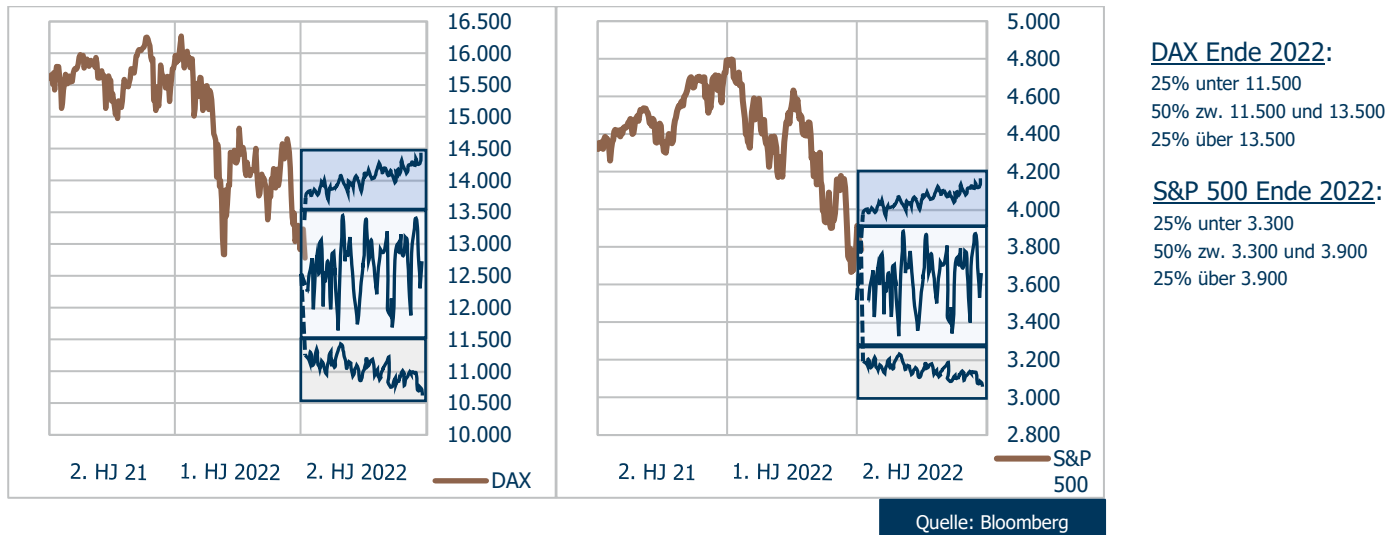
Die Märkte sind zwischenzeitlich in den „Bärenmarktmodus“ abgedriftet (ein Fünftel Verlust oder mehr) und eine Rezession wird unter den aktuellen Bedingungen sowohl in Europa wie auch in den USA wahrscheinlicher. Das Schreckgespenst der Stagflation in den nächsten Jahren wabert ebenfalls über den Märkten.

Vorerst spricht wenig für höhere Aktienkurse an den Märkten, sowohl an der Wall Street als auch an den europäischen Börsen. Lediglich kurze sogenannte „Bear Market Rallies“ (technische Kursanstiege im intakten Abwärtstrend) aufgrund von zu hohem kurzfristigen Marktpessimismus erscheinen möglich. Aus diesem Grund halten wir an unseren unterdurchschnittlichen Aktienquoten fest und konzentrieren uns weiter auf erstklassige Qualitätsunternehmen aus defensiven Branchen mit positivem Cashflow und einer guten Ausschüttungspolitik. In der jetzigen Marktphase muss mehr gesteigerten Wert auf das „Managen“ der aktuellen Markt- und Unternehmensrisiken gelegt werden, als auf die Erzielung möglicher Überrenditen.

Aus unserer Sicht werden steigende Zinsen weiter die Wachstumswerte belasten, die wir in allen Depots seit letztem Jahr deutlich untergewichtet und dieses Quartal nochmals leicht reduziert haben. Der Fokus auf Value-Aktien mit stabilen Gewinnerwartungen, sowie eine grundsätzlich defensive Ausrichtung der Aktienquoten in den Portfolios, haben sich bis heute ausgezahlt und werden von uns weiter präferiert. Branchenschwerpunkte liegen weiter auf Titeln aus ERNÄHRUNG&AGRAR, BASISKONSUM, GESUNDHEIT und ENERGIE/VERSORGER, die sich in einem solchen Umfeld relativ besser als der Gesamtmarkt entwickeln sollten. Die Mischung aus qualitativ hochwertigen US-Titeln und defensiven, wenig rohstoffintensiven Unternehmen aus Europa, behalten wir bei und sehen sie als die sinnvollste Mischung in der aktuellen Börsensituation an. Auf der Einzeltitelebene kommt einer hohen Preissetzungsmacht eine besondere Bedeutung zu. Diese Art von Firmen schaffen es, ihre Umsätze und Gewinne mit der Inflationsrate zu erhöhen und so auch stabile Dividenden und Cashflows zu generieren. Zudem bauen sie ihre Marktanteile weiter aus. Dies sind Unternehmen, auf die weiter unser Fokus liegt.

4.2 Wie könnte es weitergehen?

Unsere zu Beginn des Jahres vorsichtig positiven Erwartungen für die Märkte müssen wir radikal an die aktuellen Rahmenbedingungen anpassen und erwarten zum Ende des Jahres mit 75% Wahrscheinlichkeit einen DAX von unter 13.500 und einen S&P unter 3.900 Punkten. Auf Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach stark begrenzt bleiben.



Derzeit erscheint auch eine mögliche Rezession noch nicht in den Aktienkursen vollständig abgebildet zu sein. Vergleicht man die aktuelle Bewertung mit Zeiten anderer Bärenmärkte / Rezessionsphasen von 2000 – 2003 oder 2008-2009, so fällt auf, dass noch weitere 10 -15% Potential nach unten möglich sein könnten. Dies gilt sowohl für Europa als auch für die USA. Zielmarken wären im S&P 500 bei rund 3.300 und im DAX bei 11.500. Auch die aktuelle Bewertung der Indizes ist historisch noch nicht all zu günstig, so dass sich jetzt schon Käufe anbieten würden (S&P 500 handelt bei aktuell 18x und der DAX um die 12x der Gewinne für 2022). Besonders die Gewinnseite der Unternehmen dürfte mit steigenden Vorproduktkosten, Schwierigkeiten in den Lieferketten, höheren Personalkosten und einem starken US-Dollar (für US-Aktien) noch unter Druck geraten. Hinzu kommt vermutlich ein deutlich vorsichtigerer Ausblickes auf da Jahr 2023 von Seiten der Unternehmen. Aktien neigen dazu ca. 2 – 3 Wochen vor den Gewinnrevisionen ihren Tiefpunkt zu erreichen. Dieses könnte evtl. im Herbst der Fall sein, was uns wieder zu einer positiveren Sicht auf Aktien führen könnte. In einer solchen Phase sollten Indexinvestments zugunsten von interessanten Einzelwerten zurückgestellt werden. Hier gibt es eine Reihe von Unternehmen, die wir derzeit beobachten und bei attraktiven Bewertungen investieren würden.

Auch wenn die nächsten Monate unter Schwankungen herausfordernd bleiben, gehen wir davon aus, dass sich gegen Ende des dritten, Anfang des vierten Quartals wieder Chancen ergeben könnten, die es zu nutzen gilt. Wir stehen Ihnen in dieser Phase gerne zur Seite!

5. Anleihenmarkt

5.1 Hoffen auf eine Rezession?

Die globalen Anleihenmärkte verzeichneten unabhängig, ob Staatsanleihen, Unternehmensanleihen guter oder schlechter Bonitäten, den stärksten Halbjahresverlust seit vielen Jahrzehnten. Sämtliche Indizes notieren seit Jahresbeginn zweistellig im Minus. So stieg bspw. die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen in der Spitze um über 2%-Punkte, was sogar das Ausmaß und die Geschwindigkeit des Zinsanstieges aus dem bisher stärksten Rentencrash-Jahr 1994 übertrifft.

Hauptauslöser der massiv gestiegenen Kapitalmarktzinsen ist die weiterhin hartnäckige Inflation, die im zweiten Quartal stark zulegte. Steigende Zinsen am Markt bedeuten, dass neue Anleihen im Vergleich mit bisherigen am Markt mit deutlich höheren Kupons ausgestattet werden. Dieser höhere Zinskupons führt dazu, dass die Rendite, der bereits am Markt notierenden Anleihen ansteigt und entsprechend deren Anleihekurse fallen.

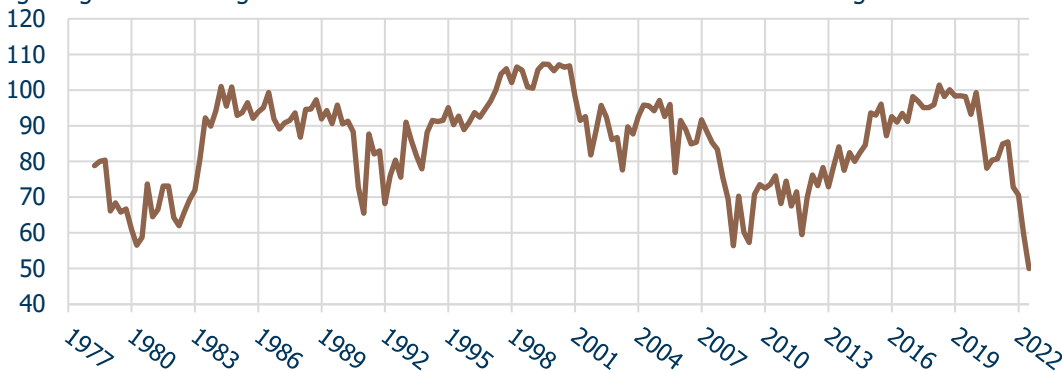
Hier ein vereinfachtes Beispiel: Wenn z.B. die Verzinsung einer 5-jährigen Anleihe zu Jahresbeginn bei 1% lag und nun für einen vergleichbaren Bond eine 3% Verzinsung marktgerecht ist, muss die

1%-Anleihe diesen „Nachteil“ über den Kurs ausgleichen. Um ebenfalls auf 3% p.a. zu kommen bzw. einen Wertzuwachs von 15% in 5 Jahren zu erzielen, passt sich der Kurs der 1% Anleihe auf ca. 90% an, sodass diese Anleihe ebenfalls über 5 Jahre einen Wertzuwachs von 15% (5x 1% Kupon und einen Wertzuwachs von 90% auf 100% bis Jahr 5) erzielt. Dieser „Anpassungsprozess“ bestehender Anleihen, der im ersten Halbjahr zu beobachten war, führte zu Wertverlusten (nicht realisiert) von über 10%. Diese Wertverluste werden im Zeitablauf, spätestens bei Fälligkeit der Anleihen, wenn diese zu Pari (zum Nennwert) zurückgezahlt werden, entsprechend aufgeholt.

Was könnten Auslöser für eine Erholung bzw. Bodenbildung der Anleihemärkte sein? Die nachhaltigste Entspannung auf den Bondmärkten wäre möglich, wenn sich abzeichnet, dass die Inflation ihren Höhepunkt überschritten hat und sich sukzessive zurückbildet. Im Euroraum könnte der Höhepunkt der Inflation im Verlauf des dritten Quartals erreicht werden. Die gestiegenen Rezessionsrisiken, z.B. ablesbar an den fallenden Preisen für Industriemetalle und Öl, sollten dieses Szenario unterstützen.

Auch der aggressive Zinserhöhungspfad der FED (der Markt erwartet zurzeit einen Leitzins von 3,5% zum Jahresende) könnte ebenfalls im nächsten Jahr eine Rezession in den USA auslösen. Die Vielzahl an Belastungsfaktoren zeigen bereits Wirkungen beim für das amerikanische Wirtschaftswachstum sehr wichtigen Konsumenten. So liegt bspw. der von der Universität Michigan (siehe Grafik) berechnete Index zur Einschätzung des Konsumentenvertrauens auf einem 45-Jahre Tief, also tiefer als bei den letzten Rezessionen zu beobachten war.

Langfristige Betrachtung des US-Konsumentenvertrauens der Universität Michigan



Quelle: Bloomberg

Die Marktteilnehmer erwarten mehrere Zinserhöhungen durch die EZB. So lag die Erwartung für die EZB-Einlagefazilität (aktuell -0,5%) bis kurz vor Quartalsende noch bei 1% (siehe Grafik). Das entspricht einer Zinserhöhung von 1,5% - Punkte im Verlauf des 2. Halbjahres. Ob dies so umgesetzt wird, bleibt abzuwarten und hängt von dem weiteren Verlauf der Inflation ab. Sollten sich die Anzeichen einer Rezession weiter verdichten, könnte die EZB ihren geplanten Zinserhöhungszyklus früher beenden. Dies würde sich positiv auf Staatsanleihen und Anleihen sehr guter Bonitäten auswirken.

Markterwartungen des EZB-Leitzins zum Jahresende 2022



Quelle: Bloomberg

5.2 Unternehmensanleihen: Fokus auf Qualität aufgrund gestiegener Rezessionsorgen

Die Angst vor Rezession und Inflation ließ im Bereich der Unternehmensanleihen keinen Platz zum Verstecken und es kam zu weiteren massiven Kursrückgängen über alle Bonitätsklassen hinweg. Neben stark gestiegener Kapitalmarktzinsen führte eine gestiegene Risikoprämie (Credit-Spreads) aufgrund der Unsicherheit zu zusätzlichen Rückgängen.

Mit Blick auf die konjunkturellen Abwärtsrisiken dürfte der Markt für Unternehmensanleihen in den kommenden Monaten weiter von einer erhöhten Volatilität geprägt sein. Um eine Erholung der im Kurs gedrückten Anleihen erzielen zu können, ist die bilanzielle Qualität der Unternehmen von großer Bedeutung. Daher sollte der Fokus auf Unternehmen aus eher konjunkturunabhängigen Branchen mit stabilen Cashflows liegen. Dies gilt sowohl für Senior- als auch für Nachranganleihen. Historisch betrachtet verfügen „Corporate Hybrids“ zurzeit über ein attraktives Chance- / Risikoprofil. Die Anleihen von bilanziell gesunden Unternehmen, die nahezu kein Ausfallrisiko und zugleich hohe Coupons haben, sollten künftige Ausweitungen der Risikoprämien mittelfristig überkompensieren.

6. Währungen

Während die typischen „sicheren Häfen“ US-Dollar (+5,5%) und der Schweizer Franken (+2%) im zweiten Quartal weiter zulegen konnten, standen aufgrund zunehmender Konjunktursorgen die Währungen rohstoffreicher Länder, wie Australien (-3%), und Norwegen (-6%) auf der Verliererseite. Gerade diese Währungen konnten in den ersten drei Monaten im Jahr 2022 noch zulegen. Auch der Japanische Yen (-5%) wertete gegenüber dem Euro weiter ab. Grund dafür ist das weitere Festhalten an der Niedrigzinspolitik in Japan. Die Bank of Japan ist somit die einzige internationale Notenbank, die bisher keine Zinsen erhöht bzw. dies auch nicht in Aussicht gestellt hat.

Die bereits angepasste Prognose des EUR/USD von ursprünglich 1,10-1,20 auf 1,00 – 1,10 hat aus unserer Sicht weiterhin Bestand. Der US-Dollar, der in Krisenzeiten seinem Status als „sicherer Hafen“ Rechnung trägt, sollte aufgrund der anhaltenden Unsicherheiten weiter gesucht bleiben. Eine entsprechende Beimischung von US-Dollar-Anlagen, wie z.B. kurzlaufende US-Staatsanleihen oder defensive Qualitätsaktien, bleibt im Portfoliokontext attraktiv.

7. Gold

Gold zeigt in Zeiten (geo)politischer und finanzieller Unsicherheit seine Stärke als wertstabile Anlage und wird als Absicherung gegen steigende Inflationsraten betrachtet. Allerdings gab auch das Edelmetall im zweiten Quartal ab. Aufgefangen wurde dieser Abschlag durch die Aufwertung des US-Dollars gegen den Euro, der einen Großteil des Kursverlustes wieder kompensierte. Unter dem Strich bleibt ein kleiner Verlust von 1,4% im zweiten Quartal.

Wichtig für Gold bleiben die weiterhin negativen Realzinsen aufgrund der aktuellen Inflationsraten in den USA wie auch in Europa, die deutlich über den Nominalzinsen liegen. Somit dürfte Gold für die nächsten Jahre die wertstabilere „Kasse“ eines Depots darstellen. Hinzu kauft man sich eine Art Versicherung für die Probleme, die die Notenbanker mit dem Erhalten des klassischen „Fiatgeld-Systems“ haben, ein.

Aus unserer Sicht ist es somit weiter richtig, 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 2.000 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.