

Frankfurt am Main, den 26. März 2022

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Die unmittelbare Reaktion der Finanzmärkte auf den russischen Überfall auf die Ukraine war robust. Gegenüber dem Vorabend der militärischen Invasion – dem 23. Februar – verzeichnete der globale Aktienindex *MSCI World* zum Monatsende einen bemerkenswerten Kursanstieg von +3,3% (in Euro), der US-amerikanische S&P 500 +3,5% und der Technologieindex Nasdaq +5,4% (jeweils in US-Dollar). Auch der deutsche Dax hielt sich mit einem leichten Rückgang von -1,2% recht stabil. Markante Kursrückgänge zeigten sich lediglich in geographisch nahen Aktienmärkten, wie zum Beispiel dem österreichischen ATX mit -6,7%, und der Abwertung des russischen Rubel (gegenüber dem Euro um -13,7%). Kurzfristig blieb der Ausbruch des Ukraine-Krieges damit ohne deutlichen Einfluss auf die Aktienmärkte (illustriert in unserer *Graphik des Monats*).
- Dennoch schlossen die bedeutenden Aktienmärkte im Februar im Minus. Der *MSCI World* sowie der globale Schwellenländerindex, der *MSCI Emerging Markets*, gaben um -2,7% bzw. -3,2% nach (seit Jahresbeginn -6,5% und -3,6%; jeweils in EUR). Der US-amerikanische *S&P 500* mit -3,1% (-8,2%) und der japanische *Topix 100* mit -1,8% (-3,0%) zeigten ähnliche Verluste. Sowohl im Februar als auch seit Jahresbeginn blieben der europäische *Euro Stoxx 50* (-6,0% bzw. -8,7%) und der deutsche Dax (-6,5% bzw. -9,0%, jeweils in lokaler Währung) hinter den globalen Indizes zurück.
- Damit einher ging ein weiterer Anstieg der kurzfristigen Zinsen. Die Rendite der zweijährigen *US Treasuries* stieg im Februar von 1,20% auf 1,45%, deutsche zweijährige Staatsanleihen marginal von -0,55% auf -0,50%. Indem die Renditen langjähriger Staatsanleihen sich weniger erhöhten, wurden die Zinskurven flacher.
- Eine geldpolitische Lockerung schien aus Sicht der Marktteilnehmer trotz der geopolitischen Ungewissheit nicht wahrscheinlich. Begründet erscheint dies in den weiter anziehenden Inflationsraten. Im Februar verzeichneten die USA eine Preissteigerung in Höhe von +7,9% gegenüber dem Vorjahresmonat (Vormonat: +7,5%), der Euroraum +5,8% (+5,1%) und Deutschland + 5,1% (+4,9%). Die hohen Energiepreise stiegen durch den Ukraine-Krieg weiter, etwa der Preis für Rohöl der Sorte Brent im Februar um +10,7%, der Preis für europäisches Gas der Sorte *Natural Gas EU Dutch TTF* um +8,7%. Als direkte Folge des Ukraine-Krieges ist auch der deutliche Anstieg in den Preisen anderer Rohstoffe im Februar zu erwähnen, etwa von Mais (+11,5%), Weizen (+21,2%) und Nickel (+11,5%).
- Wachsende Risikoscheu prägte nicht nur die Aktien-, sondern auch einzelne Renten- und die Devisenmärkte. So erhöhten sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen im Hochzinssegment in Europa im Februar von 3,3% auf 4,5% (Jahresbeginn: 3,3%), deutlicher als in den USA (von 3,6% auf 3,8%; Jahresbeginn: 3,1%). An den Devisenmärkten sank der Außenwert des Euro nicht nur gegenüber dem US-Dollar (-2,1% im Februar), sondern auch gegenüber den häufig als „sichere Häfen“ bezeichneten Währungen: dem japanischen Yen (-1,1%) und dem Schweizer Franken (-0,7%). Stimmig erscheint hiermit der deutliche Anstieg im Preis von Gold um +5,8% im Februar, entsprechend einem Preis von USD 1.910 USD pro Feinunze. Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang, dass auch die Währungen rohstoffreicher Staaten tendenziell kräftig gegenüber dem Euro aufwerteten, etwa der brasilianische Real (+4,9%), der südafrikanische Rand (+4,1%) sowie der australische Dollar (+3,3%).
- Für das letzte Quartal des vergangenen Jahres präsentierten die Unternehmen weiterhin erfreuliche Ergebnisse. In den USA übertrafen 75% der Unternehmen des S&P 500 die Gewinn- und 69% die Umsatzprognosen. Das Gewinnplus gegenüber dem Vorjahresquartal betrug beachtliche 48%. In Europa wird für die Unternehmen im europäischen Stoxx 600 ein Gewinnwachstum von 59% erwartet.

- Wie der Ukraine-Krieg den Handel trifft, lässt sich bislang erst in Ansätzen absehen. Durch Probleme bei Materialversorgung und Lieferketten – zum Beispiel Kabelbäume aus der Ukraine – werden zum Beispiel bei Volkswagen fast 1,5 Millionen Fahrzeuge nicht produziert werden können. Unter den deutschen Maschinenbauern erwarten ca. 85% gravierende oder merkbare Auswirkungen des Ukraine-Konfliktes auf ihr Geschäft.
- Der unabsehbare weitere Verlauf der militärischen und (wirtschafts-)politischen Ereignisse erlaubt keine seriösen Prognosen. Außer Frage steht allerdings, dass das wirtschaftliche Wachstum deutlich gebremst wird und der Inflationsdruck weiter steigt. Neben schweren Rezessionen in Russland und Osteuropa erwartet die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), dass die Weltwirtschaft um -1,0% und die Wirtschaft des Euroraumes um -1,4% weniger wachsen wird als bisher erwartet. Für Deutschland erwarten Experten eine Inflationsrate in diesem Jahr von ca. 5,3% (Vorjahr: 3,1%). Das Risiko einer Stagflation – einer Kombination aus schwachem Wachstum und hoher Inflation – steigt deutlich.

Unsere Einschätzung

- Vordergründig könnte die erste Reaktion der Aktienmärkte auf den russischen Überfall am 24. Februar als Bestätigung der oft zitierten „kurzen Beine von politischen Börsen“ bewertet werden. Unabhängig vom schwer fassbaren, unsäglichen menschlichen Leid, der Zerstörung und dem sogenannten „Zivilisationsbruch“, den der Überfall Russlands bedeutet, markiert er allerdings eine Zäsur für die Weltwirtschaft. Wie weitreichend die Auswirkungen für die Realwirtschaft und die Finanzmärkte sein können, legt die knappheitsbedingte explosionsartige Erhöhung der Rohstoffpreise nahe.
- Abweichend von unseren Einschätzungen zum Jahresbeginn erwarten wir nun nicht mehr sinkende, sondern tendenziell steigende Inflationsraten im Euroraum und den USA und schätzen die Wahrscheinlichkeit geldpolitischer restriktiver Maßnahmen - und Verwerfungen im Zuge von deren Erläuterung - höher ein als bisher. Daneben erwarten wir nun, dass die US-amerikanische Wirtschaft stärker wachsen wird als die europäische.
- Wohin die ökonomischen Schockwellen führen, ist noch längst nicht absehbar. Drei Aspekte verdienen aus unserer Sicht bereits heute Beachtung:
 - **Rohstoffpreise als Wohlstandsrisiko:** Nicht nur innerhalb einzelner Gesellschaften, sondern auch zwischen Volkswirtschaften dürfte der Anstieg der Rohstoffpreise zu makroökonomischen Schieflagen führen und Wohlstand mindern – über die Effekte einer vorübergehenden Rezession hinaus. So zählen zum Beispiel China, Indien, die Türkei und 42 von 54 Staaten in Afrika zu den Importeuren von Energie, in vielen Fällen mit begrenzten Mitteln für staatliche Energiesubventionen. Analog gilt dies für die Bedeutung von Getreideimporten für einzelne Länder, insbesondere Ägypten und die Türkei.
 - **China als „unsicherer Kantonist“:** Wie in unseren Thesen im Februar formuliert, halten wir China nicht nur wegen seiner Abhängigkeit von Energieimporten, sondern auch wegen seiner sogenannten *Zero Covid*-Politik und daraus eventuell folgenden Begrenzungen im Wirtschaftsleben für ein Risiko für die Weltwirtschaft. Dieses Risiko steigt durch die Unklarheit in der geopolitischen Position der chinesischen Regierung gegenüber Russland deutlich. Sollten die wirtschaftlichen Sanktionen auf China ausgeweitet werden, wäre der Effekt gravierend, insbesondere für Deutschland. Für die 40 Unternehmen des Dax hängt lediglich ein knappes Prozent ihres Umsatzes an Russland und der Ukraine – an China allerdings 16 Prozent. Dem politischen Klumpenrisiko Deutschlands bei der Energieversorgung in Russland entspricht ein ökonomisches Klumpenrisiko deutscher Konzerne in China.
 - **Deutschland und Europa im Hintertreffen:** Die Abhängigkeit Europas von Energieimporten aus Russland kann nach unserer Einschätzung nicht kurzfristig reduziert werden. Insbeson-

dere Begrenzungen im weiteren Angebot von Flüssiggas aus den USA und die Bauzeit von Flüssiggas-Terminals sprechen dagegen. Die mittelfristige Diversifizierung der Energieversorgung erhöht zwar die Versorgungssicherheit, doch auch die Energiekosten. Damit sinkt die Attraktivität Europas als Standort für energieintensive Industrien und wächst die strukturelle Belastung zusätzlich zu den bisherigen Herausforderungen: dem Umbau zur Klimaneutralität, der digitalen Transformation und der voranschreitenden demographischen Alterung. In verschiedener Hinsicht werden die USA zu den relativen Gewinnern zählen.

- In unserer Strategie erhöhen wir den Anteil von Gold und Rohstoffen bzw. rohstoffnahen Engagements. Mit einer mindestens neutralen Gewichtung setzen wir weiterhin auf Aktien als wichtigste Renditequelle mit einer nach wie vor globalen Ausrichtung und einem seit Jahresbeginn reduzierten, doch nach wie vor bedeutenden Anteil von Wachstumstiteln.

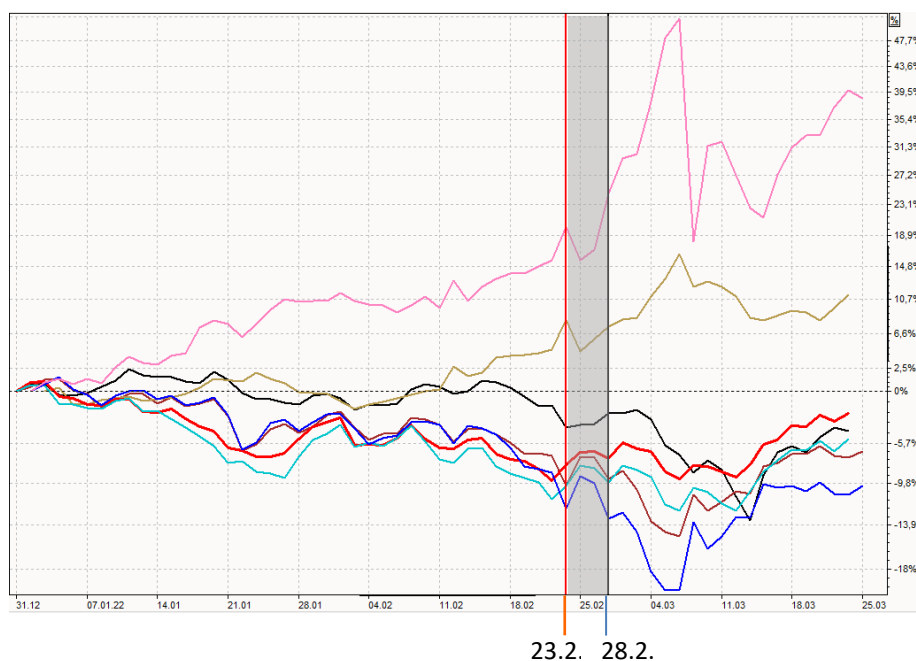
Positionierung

In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtsmonat die folgenden Anpassungen:

- Gewinnmitnahmen und Absicherungen von Aktienengagements;
- Aufstockung von Gold und Rohstoffen bzw. rohstoffnahen Konzepten.

Graphik des Monats:

Entwicklung ausgewählter Marktindizes seit Jahresbeginn und dem 23. Februar 2022



MSCI World (EUR): rot | MSCI Emerging Markets (EUR): schwarz | Dax: blau |
STOXX Europe 600: braun | S&P 500: türkis | Gold: ocker | Rohstoffe: rosé
Quelle: Stand: 25. März 2022; Infront Portfolio Manager

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