



MARKET *view*

8. Juli 2022



Prof. Dr. Jan Viebig
Global Co-CIO ODDO BHF

Die Lehren des ersten Halbjahres 2022 für die globalen Finanzmärkte



“
Aktien bleiben langfristig eine der attraktivsten Anlageklassen und die Aktienmärkte sind bereits stark gefallen. Da Angebotsschocks jedoch typischerweise länger als Nachfrageschocks dauern, warten wir noch mit Zukäufen.
”



Die Nerven der Anleger sind strapaziert. Die Aktien- und Rentenmärkte haben eines der schlechtesten Halbjahre seit Jahrzehnten erlitten. Der S&P500 ist im ersten Halbjahr um 19,97% in USD eingebrochen, während der Euro Stoxx 50 17,39% in EUR verloren hat. Noch höher waren die Verluste des Nasdaq Composite Index, der zum Halbjahresende ein Minus von 29,22% aufwies. Mit 10-jährigen Staatsanleihen haben Anleger in den USA, in Deutschland und in Frankreich im ersten Halbjahr jeweils über 10% verloren. Es gab wenig Möglichkeiten, sich dem Kurssturz zu entziehen: Der Bitcoin, der im November 2021 noch über 60.000 USD handelte, fiel Ende des ersten Halbjahres auf 18.731 USD. Über zwei Drittel des Wertes der Kryptowährung haben sich in wenigen Monaten in Luft aufgelöst. Allein die Energiepreise für Öl und Gas sowie als sicher erachtete Fluchtwährungen wie der USD und der CHF sind infolge des Ukrainekrieges im Wert gestiegen.

Die erste Lehre aus dem ersten Halbjahr ist, dass wir es mit einem Angebotsschock zu tun haben. Wie bei einem Nachfrageschock geht bei einem Angebotsschock das Bruttoinlandsprodukt zurück, der entscheidende Unterschied ist jedoch, dass die Preise steigen und nicht wie bei einem Nachfrageschock fallen. Die Konsumenten werden aufgrund der gestiegenen Preise weniger Geld für

zusätzliche Ausgaben zur Verfügung haben. Neben den Konsumausgaben werden auch die Investitionen sinken oder stagnieren, da die Zinsen steigen werden. Das Bruttoinlandsprodukt wird deutlich langsamer wachsen und könnte temporär sogar fallen. Das Rezessionsrisiko in den USA etwa liegt bei rund 50%.

Die zweite Lehre für das zweite Halbjahr ist, dass die Zeit des billigen Geldes vorbei ist. Die EZB ist bis Dezember 2021 davon ausgegangen, dass wir im Jahr 2022 eine Inflation von 1,7% in den 19 Volkswirtschaften haben werden, die der Eurozone angehören. Nunmehr geht die EZB in ihren Staff Projections vom Juni 2022 davon aus, dass die Inflation im Durchschnitt bei 6,8% im Jahr 2022 und bei 3,5% im Jahr 2023 liegen wird. Da die Inflation sowohl in der Eurozone wie auch in den USA mit weit über 8% deutlich über der Zielinflation der beiden Notenbanken von 2% liegt, werden die Notenbanken gezwungen, die Zinsen deutlich anzuheben. Wir erwarten, dass die effektive Federal Funds Rate auf 3,4% im Juni 2023 steigen wird. In Europa wird der EZB-Einlagesatz im Juni 2023 auf vermutlich über 1,4% steigen.

Die dritte Lehre ist, dass das Finanzierungsrisiko von hochverschuldeten Staaten steigt und Zentralbanken zu Interventionen zwingt.



Wer hohe Schulden hat leidet, wenn er sich zu steigenden Zinsen refinanzieren muss. Dies gilt für Unternehmen wie Staaten. Die 10-jährigen Renditen von Griechenland (Verschuldungsquote zum BIP: 193%) sind im letzten Monat kurzfristig auf 4,7%, die von Italien (Verschuldungsquote zum BIP: 151%) auf über 4,1% gestiegen. In Europa kam die EZB daher Mitte Juni zu einer Notfallsitzung zusammen. Sie möchte einer „Fragmentierung“ des Euroraums entgegenwirken, d.h. einen deutlichen Renditeanstieg in den südlichen Peripheriestaaten der Eurozone vermeiden. Die EZB hat angekündigt, dass sie die Rückflüsse aus dem PEPP-Programm nutzen wird, um einen sprunghaften Renditeanstieg der hoch verschuldeten Mitgliedstaaten zu vermeiden. Zudem hat die EZB in ihrer Stellungnahme nach der Notfallsitzung am 15.6.2022 darauf hingewiesen, dass sie an einem „Anti-Fragmentierungsinstrument“ arbeitet, was vermutlich weitere Ankäufe von Staatsanleihen der hoch verschuldeten Peripheriestaaten bedeutet. Auch in Japan ist die Zentralbank gezwungen, vermehrt Staatsanleihen zu kaufen. Hedgefonds wetten vermehrt darauf, dass die japanische Zentralbank ihre Yield Curve Kontrolle aufgeben oder modifizieren muss. Allein im letzten Monat hat die japanische Zentralbank Anleihen in Höhe von 119 Milliarden USD gekauft. Sie hält nun über 50% der Staatsanleihen Japans.

Die vierte Konsequenz ist, dass exogene Schocks aufgrund des Ukraine Konfliktes wahrscheinlicher werden. In Europa droht ein Energieembargo. Die

Bundesbank hält einen Einbruch des Bruttoinlandsproduktes von bis zu 5% für möglich, die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute prognostiziert einen Einbruch von bis zu 8,9% bei einem Gasembargo. Damit ist eine der schwersten Rezessionen in Deutschland und Europa in der Nachkriegszeit denkbar. Ob es dazu wirklich kommt, ist unsicher.

Die fünfte Lehre ist, dass sich langfristig investierende Anleger bei all den geschilderten Risiken fragen sollten, wann sie wieder das Risiko in ihren Portfolios erhöhen sollten. Aktien bleiben langfristig eine der attraktivsten Anlageklassen und die Aktienmärkte sind bereits stark gefallen. Die Bewertungen in Europa und in den Emerging Markets sind nach gängigen Bewertungsmaßstäben nicht mehr teuer. In den USA handeln Aktien allerdings immer noch deutlich über den durchschnittlichen Bewertungsniveaus der Vergangenheit. Das Shiller Kurs-/ Gewinn-Verhältnis, das Kurs-/ Buchwert-Verhältnis und der „Buffet-Indikator“ (US Marktkapitalisierung / US BIP), um die gängigsten Bewertungsmaßstäbe zu nennen, die sich in der Vergangenheit in Stressphasen an den Finanzmärkten bewährt haben, liegen in den USA immer noch über ihren langjährigen Durchschnittswerten.

Da Angebotsschocks jedoch typischerweise länger als Nachfrageschocks dauern, warten wir noch mit Zukäufen.

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF Aktiengesellschaft nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwaig dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

ODDO BHF

ODDO BHF Aktiengesellschaft · Bockenheimer Landstraße 10 · 60323 Frankfurt am Main · Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · www.oddo-bhf.com Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Thomas Fischer · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Monika Vicandi · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main. Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFDBDEF500 - www.oddo-bhf.com