



207.70

210.95

207.70

24.27

18.92

210.95

149.16

23.26

1.41%

LUNIS Kapitalmarktkommentar

2. Quartal 2022

WWW.LUNIS.DE



LUNIS Kapitalmarktkommentar

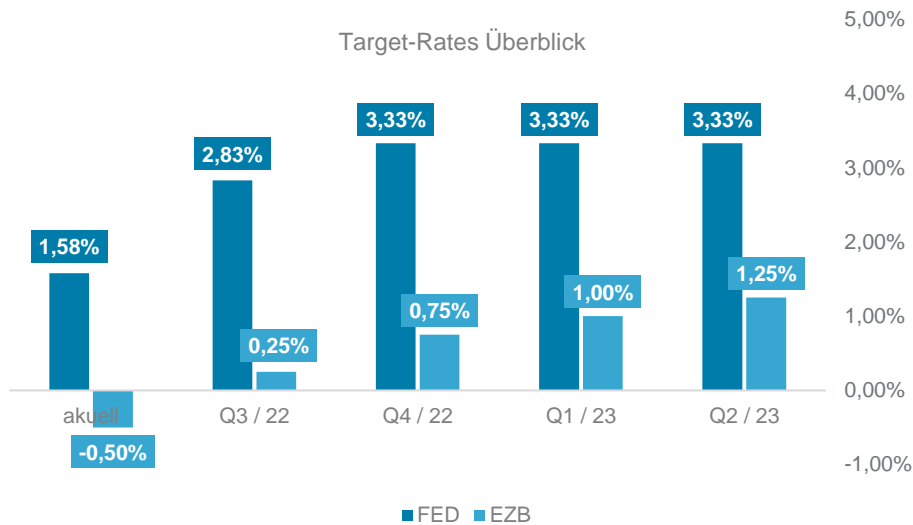
Vorwort

Wir blicken zurück auf ein erstes Halbjahr, in dem der Überfall Russlands auf die Ukraine am 24. Februar die täglichen Nachrichten bestimmt hat und den Begriff Zeitenwende auch in naher Zukunft prägen wird. Das unvorstellbare menschliche Leid der Menschen in der Ukraine ist eine Katastrophe. Die humanitäre, finanzielle und militärische Unterstützung des Westens ist gegenüber dem Aggressor Russland nicht nur ein Zeichen der Geschlossenheit, sondern gleichzeitig das Bekenntnis für unser Werteverständnis. Neben der anhaltenden Diskussion um den weiteren Verlauf der Pandemie zeigen sich die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges derweil insbesondere in der aktuellen Diskussion zur Rohstoffversorgung. Die befürchtete Gaskrise steht stellvertretend für die aktuell verschärften Konjunktur- und Inflations Sorgen, insbesondere in Deutschland. Immer mehr prägt die Angst vor einer deutlichen Wachstumsabschwächung vor allem in Europa und den USA die Markterwartungen. Vor dem Hintergrund der historisch hohen Inflationsraten und der sich abzeichnenden Abkühlung der Wirtschaft haben wir speziell in den letzten Monaten des ersten Halbjahres einen parallelen Sinkflug von Aktien- und Anleihekursen erleben müssen. Ein so deutlicher Anstieg der Kapitalmarktzinsen wie in den ersten sechs Monaten ist für den Markt ein Novum gewesen. Wir denken dennoch, dass es auch positive Signale in diesem schwierigen Umfeld gibt, obgleich die aktuellen Belastungsfaktoren für die Kapitalmärkte deutlich sind.

Die wichtigsten marktbewegenden Themen für Ihr Vermögen, die detaillierte Entwicklung der einzelnen Assetklassen und sowie unsere Einschätzung zu den getätigten Vermögensreallokationen möchten wir Ihnen in diesem Kommentar detailliert vorstellen.

Zentralbankpolitik: Ein Balanceakt

Rund um den Globus wurden die Zentralbanken durch die anhaltend hohe Inflation zu Änderungen ihrer Geldpolitik gezwungen. Das sorgte für Verwerfungen an den Zins- und Anleihemärkten. Bereits im letzten Jahr hatten einige Zentralbanken die Abkehr von der jahrelang lockeren Zinspolitik vollzogen und ihre Leitzinsen erhöht. Im März folgte nach einer langen Ankündigungsphase auch die amerikanische Notenbank, Fed, mit einem ersten Zinsschritt von 25 Basispunkten, dem Anfang Mai ein weiterer in Höhe von 50 Basispunkten folgte. Die Fed bekräftigte zudem ihr Ziel, die Notenbankbilanz schneller zurückzufahren und kündigte noch weitere Zinsschritte an. Da die Inflationsrate entgegen der Voraussage der Währungshüter im Mai auf 8,6 Prozent weiter anstieg, erfolgte im Juni eine Leitzinserhöhung um 0,75 Punkte auf nunmehr 1,50 bis 1,75 Prozent – der größte Zinsschritt seit 28 Jahren!



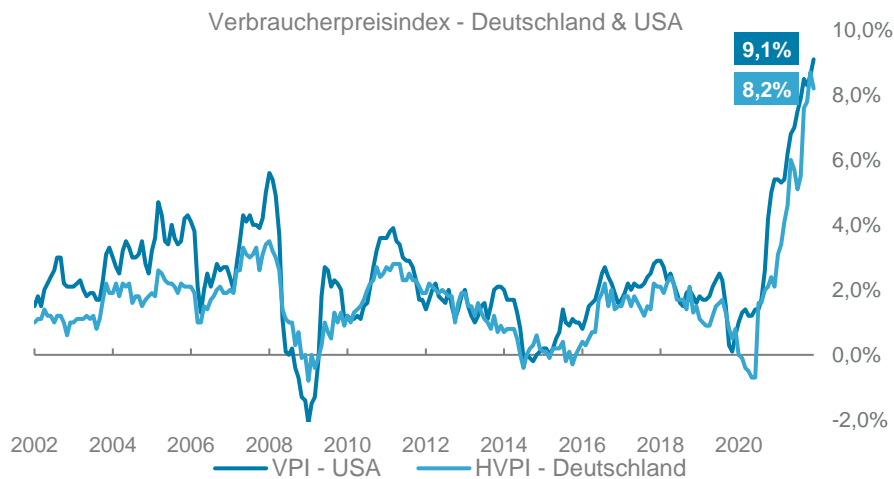
Quelle: Eigene Darstellung, UBS, Stand: 07.07.2022

Die Angst vor einer Verstärkung einer erhöhten Inflation über Zweit- und Drittrundeneffekte stellt ein „erhebliches Risiko“ dar und sorgt für eine deutlich restriktivere Geldpolitik, sagen die Währungshüter. Die Fed-Mitglieder stellten für die nächste Sitzung indes einen weiteren großen Zinsschritt (zwischen 50 und 75 Basispunkten) in Aussicht, um den Preissteigerungen Einhalt zu gebieten. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) rückte aufgrund der verstärkten Inflation von ihrer lockeren Zinspolitik mehr und mehr ab und kündigte den ersten Zinsschritt seit 2011 in der Eurozone für ihre Sitzung im Juli an: 25 Basispunkte sollen es sein, möglicherweise gefolgt von einem weiteren Zinsschritt von 50 Basispunkten im September. Nach diesen Ankündigungen der EZB kam es zu deutlichen Verwerfungen am Anleihemarkt. Die Renditen der Staatsanleihen der EU-Länder aus der Peripherie zogen deutlich an und ließen neue Ängste hinsichtlich einer Staatsschuldenkrise in der Eurozone aufkommen. Das Risiko einer zunehmenden Fragmentierung veranlasste die EZB daraufhin zu einer Sondersitzung, um über den Abverkauf in bestimmten Bereichen des Anleihemarktes in der Eurozone zu diskutieren. Details zu einem entsprechend neuen Instrument sollen noch im Juli präsentiert werden. Ebenfalls im Juni reihte sich auch die Schweizer Nationalbank (SNB) mit einem deutlichen Zinsschritt von 50 Basispunkten in den geldpolitischen Strafungszyklus ein.

Der Zinserhöhungszyklus, die geopolitischen Risiken und die hohen Inflationsdaten sorgen für erhebliche Rezessionsrisiken, welche dazu führen könnten, dass die Zentralbanken die Zinsen nicht ganz so stark anheben, wie es der Markt zum Teil eingepreist hat. Eine Rezession in der Eurozone scheint aber mittlerweile fast unausweichlich, da über ihr weiterhin das Damoklesschwert namens Gashahn schwebt. Die Zentralbanken müssen daher den Balanceakt schaffen, die Rekordinflation mit einer restriktiveren Geldpolitik abzufangen, ohne damit die Konjunktur zu stark abzuwürgen.



Für die Verbraucher ist das aktuelle Zinsumfeld ebenfalls eine große Herausforderung, da die Inflation – im Mai in Deutschland beispielsweise in Höhe von 8,7 Prozent, hauptsächlich getrieben durch die hohen Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie Angebotsengpässe – die Realeinkommen sinken lässt. Aufgrund der Zinswende haben sich gleichzeitig die Kredit- und Finanzierungskosten deutlich erhöht, was als weitere Konjunkturbremse wirkt sowie die Konsum- und Investitionsbereitschaft abschwächen wird.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.07.2002 – 30.06.2022

Rezessionsrisiko: Bärenmarkt und Marktvolatilität

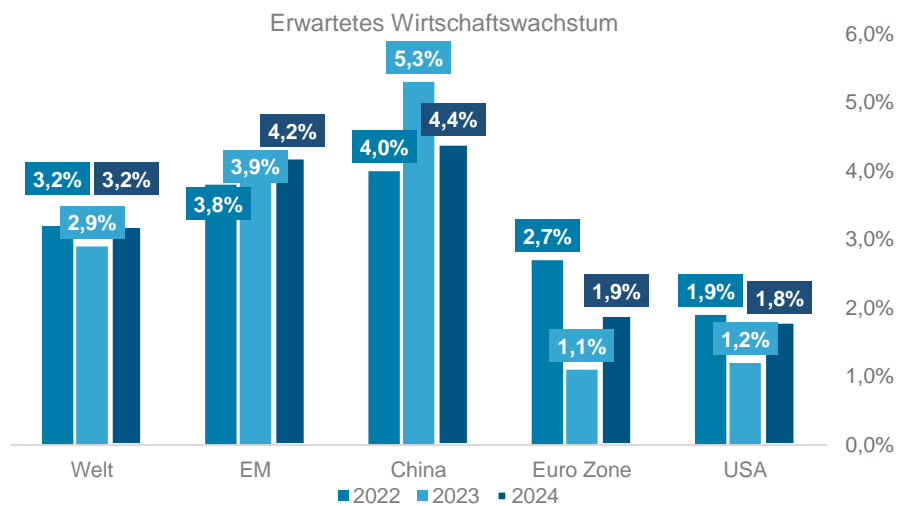
Vor dem Hintergrund der hohen Rohstoffpreise, der historisch hohen Inflation und der damit einhergehenden stetig steigenden Lebenshaltungskosten sowie der durch Zinssteigerungen restriktiveren finanziellen Bedingungen gehen wir nun davon aus, dass die meisten Volkswirtschaften, darunter die Eurozone, Großbritannien und die USA, voraussichtlich in eine überwiegend leichte technische Rezession fallen werden. Wir erwarten daher einen größtenteils synchronisierten globalen Abschwung.

In den USA hat die anhaltende Verschlechterung der Wirtschaftsdaten die Atlanta Fed dazu veranlasst, ihre Prognose für das BIP-Wachstum im 2. Quartal auf minus 2,1 Prozent zu senken, was bedeutet, dass sich die USA nun am Rande einer technischen Rezession (Schrumpfung in Q1: – 1,6 %) befinden. Neben dem BIP werden vom zuständigen „Business Cycle Dating Committee“ bei der Bestimmung der Konjunkturzyklen unter anderem auch die Indikatoren „Beschäftigtenzahlen außerhalb der Landwirtschaft“, „reale persönliche Einkommen abzüglich der Transferzahlungen“ und das Bruttoinlandseinkommen berücksichtigt, welche alle drei weiter angestiegen sind. Unabhängig davon, ob das BIP-Wachstum im zweiten Quartal negativ ist, halten wir es für unwahrscheinlich, dass im zweiten Quartal eine „echte“ Rezession ausgerufen wird.

Aufgrund der zunehmenden Rezessionsängste blieb zuletzt der Ruf nach weiteren US-Zinserhöhungen aus, während der nach anschließenden



Zinssenkungen lauter wurde. In der Folge wurden die weltweiten Inflationserwartungen weniger. Langfristige Inflationserwartungen scheinen unterdessen nach wie vor weitgehend gesetzt zu sein, zumal der US-Kerninflationindex (ohne Lebensmittel und Energie) seinen Abwärtstrend fortsetzte, sodass der Höhepunkt der Inflation in den USA bevorstehen könnte. Während der Markt eine technische Rezession immer mehr erwartet beziehungsweise befürchtet, verlagert sich die Diskussion dahingehend, ob ein starker oder schwacher Konjunkturrückgang bevorsteht: Schwere und Länge der Rezession werden weitgehend davon abhängen, wie hartnäckig die Inflation ist, da sie die Zentralbanken davon abhalten wird, dem Abschwung entgegenzuwirken. Eine Rezession bedeutet, dass die US-Notenbank ihren Zinserhöhungszyklus viel früher als bisher erwartet beenden wird, höchstwahrscheinlich um die Zeit rund um die Zwischenwahlen.



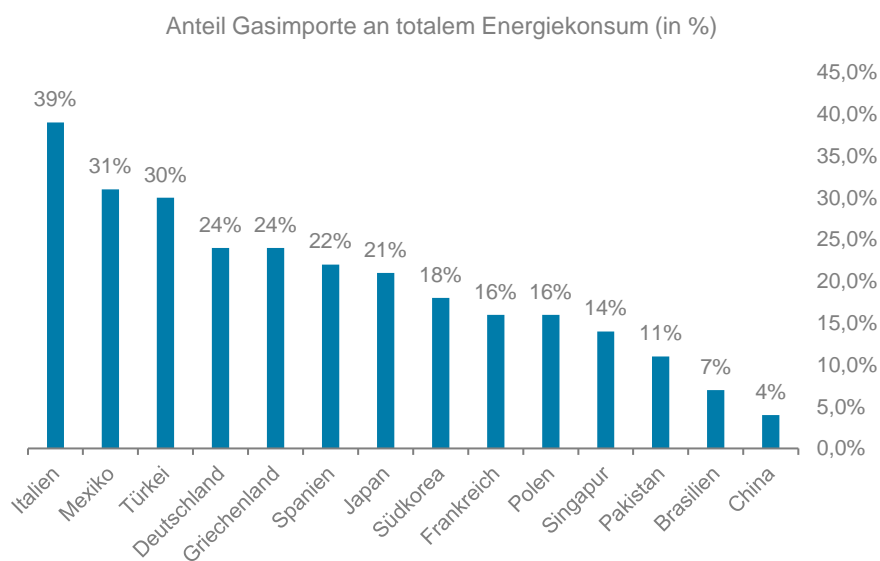
Quelle: Eigene Darstellung, Goldman Sachs, Stand: 14.07.2022

Der Markt rechnet in den USA aktuell mit Zinssenkungen ab dem ersten Quartal 2023 und preist bereits vier Zinssenkungen ein. Aus unserer Sicht ist die Inflation in der Wirtschaft und in der Wahrnehmung der Konsumenten noch nicht so stark verankert wie in den 1970er-Jahren. Wir erwarten daher einen moderateren Zinserhöhungszyklus als damals. Das Lohnwachstum und die Inflation sollten in einer leichten Rezession daher schneller zurückgehen als vor 50 Jahren. Zudem sind Verbraucher, Banken und der Immobilienmarkt heute besser dazu in der Lage, wirtschaftliche Turbulenzen zu überstehen als vor der Finanzkrise. Die Bilanzen des Privatsektors etwa sind in guter Verfassung. In den USA lagen die Schulden der privaten Haushalte zuletzt bei 9,5 Prozent des verfügbaren persönlichen Einkommens und damit deutlich unter den rund 13 Prozent aus der Zeit vor der Finanzkrise im Jahr 2007. Die Banken ihrerseits haben kürzlich den jüngsten Stresstest der Fed mit Bravour bestanden und damit bewiesen, dass sie in der Lage sind, einer unangenehmen Kombination aus zunehmender Arbeitslosigkeit, stark rückläufigen Immobilienpreisen und Einbrechen der Aktienkurse standzuhalten. Aus unserer Sicht wird die Fed daher vermutlich wie allgemein erwartet mit Zinssenkungen



reagieren. Allerdings wird die geldpolitische Reaktion schwächer ausfallen als üblich. Die fiskalische Reaktion wird vermutlich ebenfalls begrenzt sein, da der US-Kongress laut aktuellen Umfragen nach den Zwischenwahlen wahrscheinlich republikanisch dominiert sein wird. Wir erwarten daher, dass die Rezession in den USA moderat ausfallen wird, da die Wirtschaft nicht mit größeren Ungleichgewichten konfrontiert ist. Die schwerwiegenden Rezessionen in der Vergangenheit hatten zu einem sprunghaften Anstieg der Kreditaufschläge geführt, was schwerste Verwerfungen an den Kapitalmärkten verursachte. Gemessen an historischen Werten, sind die Kreditspreads derzeit noch sehr moderat (siehe unten); der Markt preist eine Schuldenkrise zu diesem Zeitpunkt noch nicht ein.

Auf makroökonomischer Ebene wäre die schmerzlichste Überraschung in der zweiten Jahreshälfte, wenn die Inflation auf hohem Niveau verbliebe. Dies würde den Glauben an eine rasche Lockerungskampagne im Jahr 2023 zunichtemachen. Ein solches Szenario erwarten der Kapitalmarkt und auch wir aktuell allerdings nicht.



Quelle: Eigene Darstellung, Bloomberg, Basis 2021 Daten aus BP Statistical Review of World Energy

Die Rezessionsrisiken in Europa sind aufgrund der Energieabhängigkeit in erster Linie politisch bedingt. Die Aussicht, dass Russland die Gaslieferungen kurz- bis mittelfristig einstellt, lässt trotz relativ robuster wirtschaftlicher Fundamentaldaten einen schweren Abschwung befürchten. Somit ist in Europa und im Speziellen in der Eurozone das Risiko deutlich stärker in Richtung einer viel tieferen Rezession verschoben. Aktuell sind die Gaslieferungen über die Pipeline „Nord Stream 1“ offiziell aufgrund von Wartungsarbeiten unterbrochen. Die Drosselung russischer Gasexporte wirkt sich verstärkt auf die Lieferketten aus, vor allem in Deutschland und mehr noch als die direkten Belastungen direkt betroffener Branchen. Deutschland meldete zudem das erste monatliche Handelsbilanzdefizit seit drei Jahrzehnten, was ebenfalls



einen negativen Beitrag zum Wachstum leisten wird. Die Verknappung der Energielieferungen erhöht sowohl die europäischen Rezessionsrisiken als auch den Inflationsdruck, was aufgrund der höheren europäischen Gaspreise und der „importierten Rohstoffwährungsinflation“ durch eine Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar weiter erschwert würde. Wird der Gasfluss durch Nord Stream 1 nicht wie geplant wieder in Gang gesetzt, dürfte sich der Euro gegenüber dem Dollar noch weiter abschwächen. Das Inflationsrisiko bliebe hoch.

Zwar nehmen aufgrund der hohen Inflation die Forderungen nach aggressiven Zinserhöhungen durch die EZB zu, so wie sie von den Zentralbanken in der ganzen Welt eingesetzt werden; gleichzeitig zeigen sich die Märkte jedoch deutlich besorgter wegen des globalen Wachstumsbildes. Die langfristigen Inflationserwartungen fielen für die Eurozone zuletzt unter zwei Prozent, da sich die Rezessionsängste nach Warnungen über eine mögliche Kürzung der russischen Gaslieferungen verstärkten. Darüber hinaus dürften die Zweifel an der Schuldentragfähigkeit in der Eurozone die EZB davon abhalten, die Zinserhöhungen in dem Maße einzuleiten, wie aktuell vom Kapitalmarkt erwartet wird und die Überlegung der EZB zu einem Fragmentierungsprogramm zeigen. Wir rechnen deshalb damit, dass die EZB ihren Einlagensatz bis zum Jahresende auf 0,75 Prozent anheben wird und daher die Erwartungen des Kapitalmarktes für Zinserhöhungen von aktuell mehr als 140 Basis-punkten nicht befriedigen wird. Daher sehen wir für die Eurozone länger anhaltende Stagflationsrisiken, was die Kapitalmärkte dazu veranlassen könnte, höhere Risikoprämien einzupreisen, was wiederum negative Folgen für die Kursentwicklung europäischer Aktien und Anleihen verursachen würde.

Während Inflationsdruck und Rezessionsängste in den meisten Teilen der Welt nach wie vor an der Tagesordnung sind, werden sie von den politischen Entscheidungsträgern in China derzeit nicht als Herausforderung gesehen, da die Verbraucherpreisinflation dort deutlich geringer ist, sodass mehr Spielraum für die Währungshüter besteht. Nach enttäuschenden Wirtschaftsdaten verstärkt Peking zudem seine politische Unterstützung. Wir erwarten somit, dass sich die chinesische Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte erholen wird. Denn das Land fährt auch andere wichtige politische Maßnahmen zurück, die für die Realwirtschaft von Bedeutung sind, insbesondere die Internetregulierung, die Wohnungspolitik und die Beschränkungen im Zusammenhang mit Corona. Wir erwarten, dass die Zero-Covid-Politik aus wirtschaftlichen und politischen Gründen bis zum ersten Halbjahr 2023 in Kraft bleiben wird. Allerdings schneidet China in der Regel jeweils im zweiten Halbjahr und im Vorfeld des Parteikongresses gut ab.

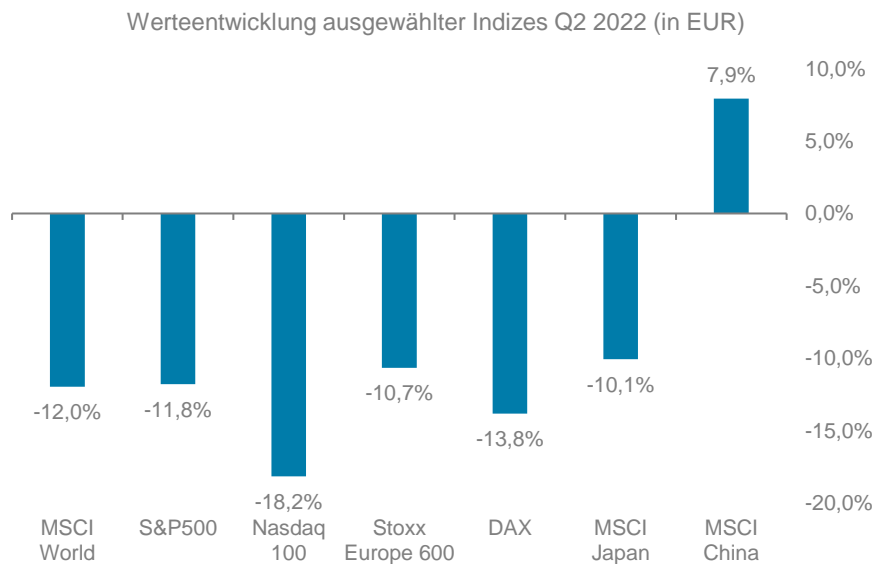


Assetklassen

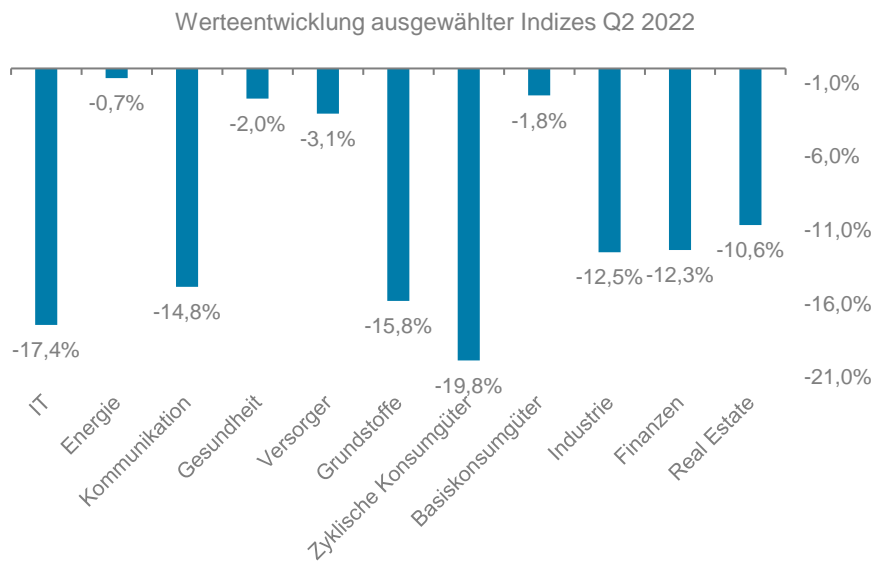
Aktienmärkte

Die Aktienmärkte haben sich auf Stagflation mit steigender und hartnäckiger Inflation sowie negativer Wachstumsdynamik in nahezu allen Märkten eingestellt. Weiterhin deutlich über den Erwartung liegende globale Inflationsszahlen, verbunden mit weiter steigenden Zinserhöhungserwartungen und damit negativen Auswirkungen auf die Konsumentenausgaben, waren Hauptefflussfaktor für die globalen Aktienmärkte im zweiten Quartal.

Die geopolitischen Risiken bleiben nach wie vor hoch. Russland hat seine Gaslieferungen nach Europa eingeschränkt – insbesondere mit einer 60 prozentigen Reduzierung der Exporte nach Deutschland über Nord Stream 1. Am Immobilienmarkt zeigt sich der Beginn einer Abkühlung. Investoren halten die höchsten Cashbestände seit 20 Jahren – damit sogar mehr als während der Finanzkrise – und haben so negative Aussichten hinsichtlich des globalen Wirtschaftswachstums wie noch nie. Die geldpolitische Unterstützung ist dem Markt weiter entzogen worden und hat nun bereits ein relativ restriktives Niveau erreicht. Weltweite Aktien sind aus diesen Gründen in der ersten Jahreshälfte in Euro um 14 Prozent gefallen (siehe MSCI World Index), was den größten Halbjahresverlust seit 1988 darstellt. Der S&P 500 verzeichnete gar die schlechteste Halbjahresperformance seit 1970.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.03.2022 – 31.06.2022



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.03.2022 – 31.06.2022

Das zweite Quartal ist ähnlich schwach wie das erste verlaufen. Weltweite Aktien verloren zwölf Prozent ihres Wertes. Keine Branche erzielte im zweiten Quartal eine positive Rendite. Die schwächste Wertentwicklung erzielten die Sektoren IT (ca. – 17 %), zyklische Konsumgüter (ca. – 20 %) und Grundstoffe (ca. – 16 %). Das Ausbleiben einer Kapitulationsbewegung bei den Aktienkursen ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass Anleger an gewissen Branchen als Inflationsschutz festgehalten haben, da sich die Industrien Energie (ca. – 0,7 %), Gesundheit (ca. – 2 %) und Basiskonsumgüter (ca. – 2 %) weiterhin gut hielten. Der Value-Sektor (ca. – 7 %) entwickelte sich im Umfeld steigender Zinsen und aggressiver Zinserhöhungserwartungen im zweiten Quartal weiterhin besser als der Growth-Sektor (ca. – 17%). US-Indizes wie der S&P 500 (ca. – 12 %) und der technologielastige Nasdaq-Index (ca. – 18 %) verloren überproportional stark an Wert. Europa schnitt insgesamt etwas besser ab (Stoxx Europe 600: ca. – 11 %), geriet jedoch in letzter Zeit aufgrund von Staatsrisiken und Sorgen wegen möglicher Gasausfälle stärker unter Druck. Aus diesem Grund entwickelten sich vor allem gegen Quartalsende auch deutsche Aktien (ca. – 14 %) unterdurchschnittlich. Die asiatischen Aktienmärkte entwickelten sich hingegen im zweiten Quartal deutlich besser. Chinesische Aktien stiegen beispielsweise um rund acht Prozent. Dies ist sowohl auf die günstigeren Bewertungen als auch auf die zyklische Erholung Chinas von erneuten Lockdowns zurückzuführen. Durch die höhere Rezessionswahrscheinlichkeit litten die Schwellenländer allerdings insgesamt aufgrund einer höheren Sensibilität gegenüber dem globalen Umfeld am stärksten. In Anbetracht der Performance Chinas und der hohen Gewichtung im MSCI Emerging Market (EM) und MSCI EM Asia entwickelten sich die beiden Indizes zuletzt besser als globale Aktien trotz des beträchtlichen Ausverkaufs sowie der Underperformance von Aktien in Lateinamerika und den Schwellenländern Osteuropas, des Nahen Ostens und Afrikas.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2021 – 30.06.2022



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2021 – 30.06.2022

Kurzfristig bleibt das Risiko eines weiteren Aktienmarktrückgangs weiterhin hoch, da die Aktienmärkte nur eine leichte Rezession einpreisen. Die globalen Aktienbewertungen liegen zwar mittlerweile unter dem Durchschnitt seit den 1990er Jahren, allerdings dürften die Gewinnrevisionen im zweiten Halbjahr aufgrund des makroökonomischen Gegenwindes negativ ausfallen. Des Weiteren liegen die Aktienbewertungen immer noch über den Niveaus, die in früheren Rezessionen erreicht worden sind. Aus diesem Grund sind die Bewertungen weiterhin mit Risiken behaftet. In Anbetracht der Wachstumsrisiken werden positive Realzinsen für längere Zeit nicht durchsetzbar sein. Wir erwarten daher, dass die US-Notenbank im Jahr 2022 insgesamt weniger straffe Maßnahmen ergreifen wird, als sie selbst und die Märkte derzeit erwarten. Wir glauben deshalb, dass die realen Anleiherenditen ihren Höhepunkt bereits erreicht haben könnten und der Straffungszyklus der Fed zunehmend eingepreist ist. Im zweiten Quartal sind die Gewinnerwartungen der

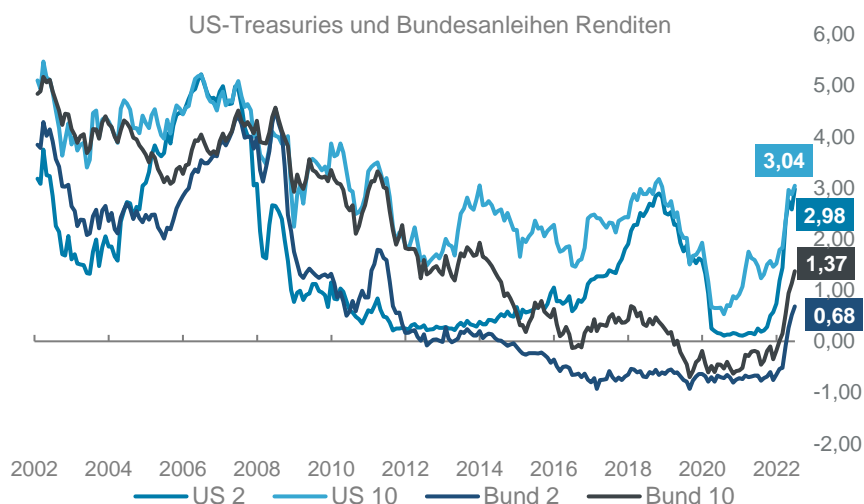


Analysten, vor allem getrieben durch den Rohstoff- und Energiesektor, allerdings weiter nach oben korrigiert worden. Aus unserer Sicht ist der zum derzeitigen Zeitpunkt im Konjunkturzyklus ungewöhnliche Anstieg bei den Konsensschätzungen auf die ungewöhnliche Rohstoffsituation, bedingt durch den Ukraine-Krieg, zurückzuführen, da die Gewinne außerhalb des Rohstoffsektors bereits begonnen haben zu fallen. Die größten Impulse durch korrigierte Gewinnerwartungen erwarten wir während der Berichtssaison für das zweite Quartal.

Anleihemärkte

Die Anleihemärkte waren im abgelaufenen Quartal geprägt von der restriktiveren Geldpolitik der Zentralbanken und der Angst vor einer aufziehenden Rezession. Mit einer hohen Volatilität und stark steigenden Renditen kam es innerhalb kürzester Zeit zu Marktverwerfungen und historischen Kursverlusten. Ursächlich hierfür waren wie beschrieben die hohen Inflationsraten, getrieben durch die geopolitischen Risiken und die weiterhin bestehenden Lieferkettenprobleme, welche die Zentralbanken zu einem schnelleren Handeln hin zu Zinserhöhungen zwang.

Die Renditen der zehnjährigen US-Treasuries stiegen im Hoch bis auf 3,5 Prozent an und erreichten ein Niveau, welches letztmalig im Jahr 2011 vorlag. Die Renditen der zehnjährigen deutschen Staatsanleihen kletterten bis auf 1,9 Prozent. Insbesondere die Anleihen der EU-Länder aus der Peripherie fielen deutlich zurück, da mit den steigenden Renditen wieder die Sorge einer neuen Staatsschuldenkrise aufkeimte.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.01.2002 – 30.06.2022

Während im ersten Quartal dieses Jahres die Renditen zwar bereits gestiegen waren, waren die Spread-Ausweitungen im Segment der Unternehmens-, Nachrang- und Hochzinsanleihen noch moderat ausgefallen. Dies änderte sich im zweiten Quartal mit den sich abschwächenden Wirtschaftsdaten und hiermit einhergehenden Rezessionsgefahren. Die Risikoprämien der



Anleihen, insbesondere mit tieferen Bonitäten, zogen kräftig an und sorgten vor allem in diesem Segment zu deutlichen Kursverlusten, da der Markt erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeiten einpreiste. Auch die Anleihen aus den Emerging-Markets blieben unter Druck, da der US-Dollar aufgrund der geopolitischen Risiken und der straffen Zinspolitik der amerikanischen Zentralbank weiter aufgewertet hat. Im zweiten Quartal beschleunigte sich somit der Ausverkauf an den Anleihemärkten nochmals und sorgte für deutlich negative Renditen in dieser Assetklasse. Der „Bloomberg Euro Aggregate Bond-Index“, welcher auf Euro lautende Anleihen im Investment-Grade-Bereich abbildet, gab im ersten Halbjahr zum Beispiel um rund 16 Prozent nach.

Währungen

Die anhaltenden negativen Inflationsüberraschungen und die damit verbundene Neubewertung der Zinserwartungen waren auch im zweiten Quartal ein beherrschendes Thema für die Devisenmärkte. Darüber hinaus sorgten die andauernden geopolitischen Konflikte und aufkommende Rezessionsängste für zusätzliche Volatilität bei den Währungspaaren. Demnach profitierte in den vergangenen Monaten insbesondere der US-Dollar nicht nur von seinem Status als „sicherer Hafen“, sondern auch durch das weiterhin aggressive Vorgehen der Fed gegen die Inflation in den USA. Die Kombination aus stark gestiegenen US-Realzinsen und der Aussicht auf ein schwächeres globales Wachstum hat dem „Greenback“ erheblichen Auftrieb gegeben. Seit Anfang April konnte der US-Dollar-Index (DXY) um rund 6,5 Prozent zulegen und notierte zum Ende des Berichtszeitraums auf dem höchsten Stand seit fast 20 Jahren. Allerdings dürften die geldpolitischen Divergenzen zwischen der US-Notenbank und anderen internationalen Zentralbanken künftig abnehmen und sich das Wirtschaftswachstum wie auch in vielen weiteren Regionen vorerst verlangsamen. In diesem Umfeld ist das Potenzial für den USD also zunächst begrenzt.

Inzwischen setzte der Euro-Kurs seinen langwierigen Abwärtstrend weiter fort und notierte zeitweilig unter der Marke von 1,04 US-Dollar – dem tiefsten Stand seit fünf Jahren und nahe dem niedrigsten Niveau Ende 2002. Während einige der großen Zentralbanken, beispielsweise die Fed und die Bank of England (BoE), die Zinswende bereits eingeleitet und die Leitzinsen zuletzt im Juni erhöht haben, belastet die zögerliche Haltung der EZB zur Normalisierung der Geldpolitik den Euro erneut. Obwohl die Europäische Zentralbank mittlerweile angekündigt hat, die Zinsen in diesem Jahr noch mehrfach und erstmals seit 2011 anzuheben, besteht die Gefahr, dass eine absehbare Rezession in der Eurozone die Strafungsmaßnahmen ins Stocken bringt. Darüber hinaus sorgte neben der hohen Inflation, den gestiegenen Energiepreisen und der Situation in der Ukraine vor allem die Arbeit an einem Anti-Fragmentierungsinstrument gegen die Ausweitung der Risikoaufschläge hochverschuldeter Euro-Länder wie Italien für Debatten und setzte die europäische Gemeinschaftswährung unter Druck.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.07.2002 – 30.06.2022

Obwohl die BoE die geldpolitische Wende bereits im Dezember letzten Jahres eingeleitet und die Zinsen im Juni zum fünften Mal erhöht hatte, schwächten die zuletzt eher verhaltenen konjunkturellen Nachrichten das Britische Pfund merklich ab. Dementsprechend notierte es zum Quartalsende auf einem Niveau von 0,86 Pfund je Euro. Obschon es wahrscheinlich ist, dass die BoE die Straffung der Geldpolitik weiter fortsetzen wird und damit die Währung unterstützen würde, ist eine deutliche Verlangsamung des Wachstums bereits zu erwarten und eine GBP-Aufwertung vorläufig beschränkt.

Nachdem die Norwegische Krone im vergangenen Jahr und im ersten Quartal dieses Jahres noch vor allem aufgrund höherer Ölpreise an Wert gewinnen konnte, gab die Währung aufgrund des aktuell negativen Risikoumfeldes und trotz der zuletzt überraschend verkündeten Zinserhöhung der Norges Bank gegenüber dem Euro deutlich nach. Dabei spielen auch fiskalische Mechanismen eine wichtige Rolle, da Norwegen überschüssige Einnahmen aus dem Energiesektor in den Staatsfonds investiert, der ausschließlich aus ausländischen Vermögenswerten besteht, die in Fremdwährungen gehalten werden. In der Folge verlor die Krone gegenüber dem Euro rund 7,4 Prozent im zweiten Quartal und stand zuletzt bei 10,33 NOK je EUR.

Wechselkursprognose	30.06.2022	6-Monats	12-Monats
EUR/ USD	1,04	1,10	1,15
EUR/ GBP	0,86	0,90	0,92
EUR/ NOK	10,33	10,70	10,80
EUR/ CHF	1,00	0,98	0,97

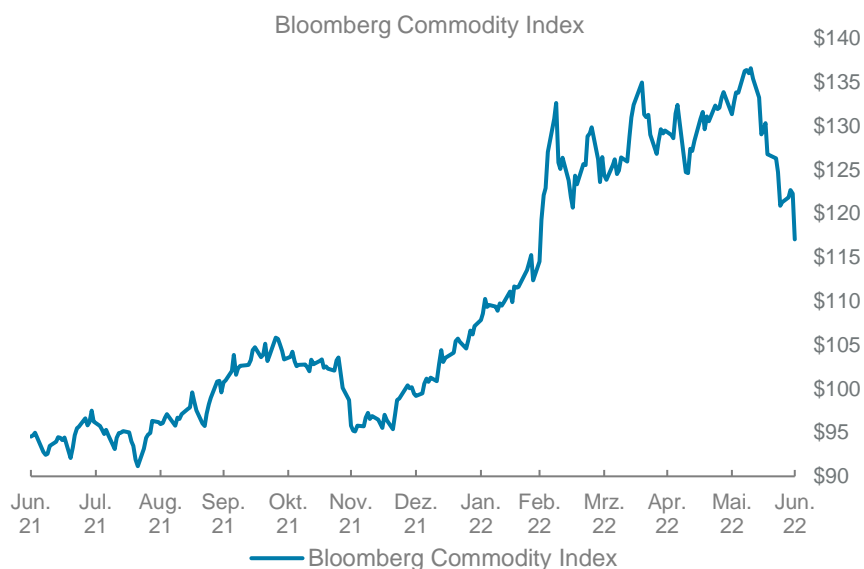
Quelle: Eigene Darstellung, Goldman Sachs, Stand: 14.07.2022

Rohstoffe

Der breit aufgestellte Bloomberg-Commodity-Index ist in Euro seit Jahresbeginn insgesamt um 28 Prozent gestiegen, wobei der Bereich Energie den höchsten Anstieg verzeichnete. Die Rohölpreise („Bloomberg Brent Crude



Subindex“) stiegen um 33 Prozent an, Gold legte seit Jahresbeginn um rund acht Prozent zu, wobei die Performance für Euro-Anleger überwiegend aus der Wechselkursentwicklung getrieben war. Fundamental wurde die Nachfrage nach „sicheren Häfen“ durch die steigenden Realrenditen und den stärkeren US-Dollar negativ beeinflusst.



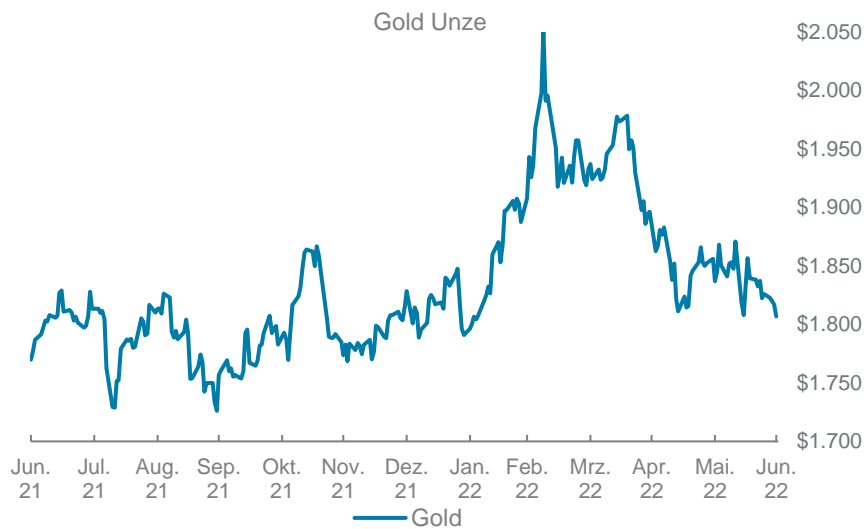
Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2021 – 30.06.2022

Im zweiten Quartal fielen Rohstoffwerte („Bloomberg Commodity Index“) um rund 0,7 Prozent. Aufgrund zunehmender Rezessionsängste korrelieren Rohstoffe seit Ende des zweiten Quartals positiv mit den Aktien- und Anleihemärkten sowie negativ mit dem US-Dollar – deutlich anders als in früheren Monaten, als Rohstoffe Anlegern Diversifizierungsvorteile boten. Der Ausverkauf, der zunächst bei den Industriemetallen (Kupfer im zweiten Quartal: – 5,9 %) begann, weitete sich nicht nur auf andere Sektoren aus, sondern verstärkte sich zudem. Rohstoffanlagen büßten damit einen erheblichen Teil der seit Jahresbeginn erzielten Gewinne wieder ein, was zu beschleunigten Abflüssen aus der Anlageklasse führte.

Gold konnte im aktuell schwierigen Makroumfeld aufgrund der steigenden Zinsen und der damit steigenden Opportunitätskosten der Goldhaltung sein Potenzial als Absicherung nicht entfalten. Der Goldpreis in Euro fiel im zweiten Quartal leicht (– 0,3 %). Wir sind der Ansicht, dass der gefallene Goldpreis in diesem Quartal im Einklang mit einem schwächeren Chinesischen Yuan (CNY) steht und in erster Linie die Auswirkungen der Lockdowns auf die chinesische Wirtschaft widerspiegelt. Edelmetalle, insbesondere Gold, hielten sich im vergangenen Monat allerdings deutlich besser als die Anlageklasse Rohstoffe insgesamt. Unseres Erachtens zeigt diese Dynamik, dass der Markt den Weg zu einer sanften Landung der Wirtschaft in den USA jetzt noch schwerer sieht. Das größere Risiko einer Rezession in den USA und Europa erhöht die Attraktivität von Gold als „sicheren Hafen“ und gleicht die Auswirkungen höherer Realzinsen auf Gold aus. Das Emergency Meeting der EZB

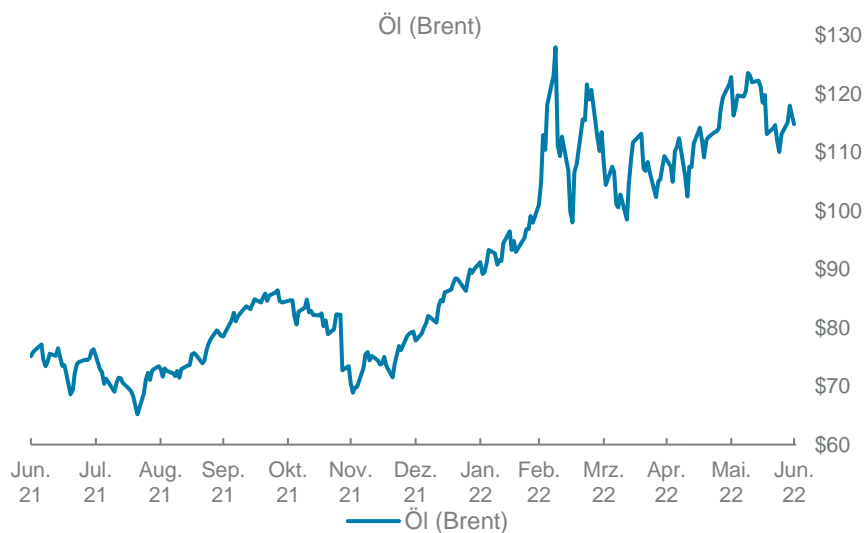


zuletzt zeigte zudem, dass Zentralbanken bei einer Rezession vermutlich ein weiteres Maßnahmenpaket auflegen würden sowie die Straffungen der Zentralbankbilanzen und globale Zinserhöhungen daher nur temporär sein werden. Da zudem alle Komponenten der Goldnachfrage auf dem Weg sind, sich zu erholen und insbesondere die Goldnachfrage in den Schwellenländern im zweiten Halbjahr wohl ansteigen sollte, sehen wir einen guten Einstiegspunkt für Anleger.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2021 – 30.06.2022

Die Silberpreise in Euro sind im zweiten Quartal um rund 13 Prozent gefallen. Silber entwickelte sich aufgrund von Bedenken hinsichtlich des weltweiten industriellen Wachstums schlechter als Gold. Steigende US-Zinsen, ein stärkerer USD und zunehmende US-Rezessionsrisiken setzten dem Metall zu. Bei zusätzlichen Wachstumssorgen, auch wenn ein beschleunigtes Konjunkturprogramm aus China im zweiten Halbjahr positiv wirken sollte, könnten die Silberpreise weiter zurückfallen auf das Niveau vor der Pandemie.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2021 – 30.06.2022



Der Preis für Rohöl stieg im zweiten Quartal leicht („Bloomberg Brent Oil Index“: + 1,1 %). Das aktuelle Umfeld war hier allerdings außerordentlich, da der Ukraine-Krieg den Rohstoff trotz fallender Risikoneigung an den Kapitalmärkten befeuerte und er als Inflationsabsicherung zum Tragen kam. Wir denken jedoch, dass sich dies durch die steigenden Rezessions Sorgen zunehmend umkehren wird. Denn wenn die Wirtschaft lange genug in einer Rezession steckt, sinkt die Nachfrage nach Rohstoffen – und damit auch die Preise –, da Rohstoffe Spot-Assets sind, die von der jeweils aktuell vorherrschenden Nachfrage im Verhältnis zum Angebot bestimmt werden und nicht wie Aktien auf die erwartete Angebot-Nachfrage-Situation reagieren. Ein belastender Faktor für den Ölpreis waren im zweiten Quartal allerdings die Lockdowns in China. Die eingeschränkte Mobilität beim zweitgrößten Ölnachfrager der Welt führte zu einer schwächeren Verbrauchsdynamik. Außerdem sorgte der starke USD dafür, dass der ohnehin schon hohe Ölpreis in Nicht-USD-Ländern noch höher wurde. In China erwarten wir allerdings eine Beschleunigung von Wachstum und Nachfrage, was sich leicht positiv auf Rohöl auswirken wird. Gleichwohl lösten Anleger gegen Ende des zweiten Quartals Ölpositionen als Inflationsabsicherung auf, was sich aus unserer Sicht noch verstärken wird, da wir in diesem Quartal den Höhepunkt bei den Inflationsraten erwarten.

Bei den Lebensmittelpreisen sehen wir (leider) weiterhin Aufwärtsdruck. In Agrarrohstoffe investiert unsere Vermögensverwaltung aus ethischen Gründen nicht. Versorgungsunterbrechungen durch den Krieg in der Ukraine, anhaltende klimabedingte Probleme in wichtigen Regionen und Exportverbote haben Lücken in den Fundamentaldaten offenbart und halten die Preise weit über den historischen Durchschnittswerten. Wir gehen davon aus, dass die Getreidepreise im dritten Quartal weiter steigen werden, zum einen wegen potenziell abnehmender Exporte aus der Ukraine sowie zum anderen aufgrund des dritten La-Niña-Ereignisses in Folge und einer Verschlechterung der Getreideerträge in Nordamerika und Westeuropa.

Transaktionen in der Vermögensverwaltung

Nach der starken Erholungsbewegung zum Ende des ersten Quartals entwickelten sich weltweite Aktien im April relativ schwach. Aus diesem Grund reduzierten wir im Folgenden das Risiko im Aktienbereich durch Umschichtungen in defensivere Marktsegmente aufgrund aggressiverer Zinserhöhungserwartungen und steigender Rezessionsgefahr bei weiterer Verschlechterung der Makrodaten. Darüber hinaus nahmen wir ein gleichzeitiges Rebalancing in Wertpapieren vor, welche in diesem Jahr bislang positiv zur Performance beigetragen haben. Außerdem reduzierten wir die Quote im Technologiesektor, da sich die Märkte zunehmend Sorgen über aggressive Zinserhöhungen machten. Des Weiteren reduzierten wir die Gewichtung in konjunktursensiblen Branchen infolge der zunehmenden Probleme durch die reduzierten Gaslieferungen. Außerdem fuhren wir die Gewichtung im Energie- und Basismetallsegment als Teil der Alternative Investments zunächst zurück und bauten



sie zum Quartalsende komplett ab, da wir der Meinung waren und auch weiterhin sind, dass sich das Marktgeschehen immer mehr auf das Wachstum verlagern wird und Rohstoffe, insbesondere Energie und Basismetalle, während einer Rezession über ein hohes Abwärtsrisiko verfügen. Ferner diversifizierten wir das Exposure gegenüber Edelmetallen durch eine Umschichtung.

Ausblick und taktische Positionierung

Was bleibt, ist der Blick in die Zukunft: Nach einem vergleichbar schlechten Start im ersten Halbjahr werden die Aktienkurse im zweiten Halbjahr tendenziell historisch steigen. Wir bleiben kurzfristig relativ defensiv aufgestellt und erwarten, dass die Aktienmärkte volatil bleiben, bis sich das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation verbessert. Für den Verlauf des zweiten Halbjahres prognostizieren wir allerdings, dass sich attraktive Kaufgelegenheiten ergeben, und planen daher, innerhalb der nächsten zwölf Monate die Aktiengewichtung zu erhöhen. Obwohl die Gefahr einer globalen Rezession gestiegen ist und wir uns unter Umständen in Teilen der Welt bereits in einer technischen Rezession befinden, erwarten wir nicht, dass sie zumindest in den USA tiefgreifend oder lang anhaltend sein wird. Der Zeitpunkt und das Ausmaß einer eventuellen Anpassung der US-Geldpolitik werden aus unserer Sicht der wichtigste Einflussfaktor dafür sein.

Wir erwarten, dass die Annahmen hinsichtlich der globalen Unternehmensgewinne um rund 15 Prozent nach unten korrigiert werden müssen. Basierend auf den aktuellen Marktpreisen, gehen wir davon aus, dass die europäischen Aktienmärkte eine Revision von minus fünf Prozent bereits eingepreist haben, was eine Differenz und damit ein mögliches Abwärtsrisiko von minus zehn Prozent ergibt.

Das nächste Quartal könnte volatil bleiben, aber der Höhepunkt des Pessimismus dürfte nicht mehr weit entfernt sein. Bärenmärkte erreichen in der Regel ihren Tiefpunkt, wenn sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet und die Produktion ihre Talsohle dabei noch nicht erreicht hat. Sobald sich die globalen Volkswirtschaften offiziell in einer Rezession befinden, schaut der Kapitalmarkt bereits nach vorne und fokussiert sich auf den folgenden Aufschwung. Der Wendepunkt ist häufig erreicht, wenn die Zinserwartungen zu sinken beginnen. An diesem Wendepunkt könnten wir uns aktuell bereits befinden. Denn nach ihrem Beginn fielen die Aktien in der Zeit der letzten elf Bärenmärkte noch ein bis zwei weitere Monate lang, was eine Bodenbildung während der Sommermonate bedeuten würde. Die letzte Ausverkaufswelle könnte allerdings mit den Quartalszahlen anstehen. Danach wird der Markt aus unserer Sicht in die sogenannte Hoffnungsphase übergehen, in welcher die Bewertungsmultiplikatoren deutlich zunehmen, die Gewinnerwartungen aber noch sechs bis neun Monate weiterfallen werden. Ein möglicher Grund dafür, weshalb die Gewinnerwartungen bisher noch relativ stabil sind, ist aus unserer Sicht, dass sie vor allem für Wachstumsaktien korrigiert worden sind, während sie für Value-Segmente (z. B. Energie, defensive Branchen)



beibehalten und erhöht worden sind. Aus unserer Sicht haben Wachstumsaktien daher bereits anders als Value-Aktien realistischere Prognosen eingepreist und könnten bei einer Verbesserung des Makrobildes relativ gesehen besser performen.

Voraussetzung hierfür wäre allerdings eine rückläufige Inflation, die die US-Notenbank in die Lage versetzen würde, eine Übertreibung ihrer restriktiven Geldpolitik zu vermeiden. Vor diesem unsicheren Hintergrund diversifizieren wir die Portfolios überwiegend auf Basis der Widerstandsfähigkeit der Erträge unter verschiedener Szenarien und bleiben bis auf Weiteres untergewichtet. Kurzfristig konzentrieren wir uns daher weiterhin auf Unternehmen, deren künftige Gewinnentwicklung aufgrund stabilen Wachstums verlässlicher eingeschätzt werden kann. Mittelfristig sehen wir die größten Chancen zum Aufbau der Aktienquote nach Ende des Bärenmarktes in den Sektoren Industrie, zyklischer Konsumgüter und Informationstechnologie, da diese die größte Abhängigkeit vom konjunkturellen Umfeld besitzen. Hier planen wir über den Sommer/ Herbst, die Gewichtungen und die Aktienquote insgesamt zu erhöhen, abhängig von der makroökonomischen Entwicklung sowie der vom Markt antizipierten Szenarien für Wachstum und Inflation. Darüber hinaus wollen wir den Anteil chinesischer Aktien aufgrund der relativ zum Rest der Welt besseren Wachstums-Inflations-Dynamik und der geringeren Bewertungen erhöhen. Aufgrund der politischen Unterstützung in China, welche eine langfristige Sicht auf die von der Regierung angestrebten Wachstumsbereiche ermöglicht, möchten wir uns insbesondere auf davon profitierende thematische Investitionen fokussieren.

Im Bereich der Anleihen werden durch die restriktivere Haltung der Zentralbanken und die zunehmende Bepreisung einer Rezession die Sorgen um das zugrunde liegende Kreditrisiko zunehmen. Die Kreditspreads haben sich zwar erhöht, bleiben aber hinter der allgemeinen Neubewertung des Rezessionsrisikos zurück. Wir erwarten höhere Risikoprämien bei Unternehmensanleihen, rechnen aber in den nächsten zwölf Monaten nicht mit einem sprunghaften Anstieg der Zahlungsausfälle. Obwohl der Ausblick der Ratingagenturen aufgrund vergleichsweise starker Unternehmensgewinne und nach wie vor solider Liquiditätsprofile derzeit neutral ist, wird sich der Trend mit zunehmendem Rezessionsrisiko wahrscheinlich weiter zum Schlechten entwickeln. Es sind daher weitere Preisanpassungen erforderlich, da die Spreads auf dem Weg in eine Rezession aktuell immer noch unter dem historischen Niveau liegen, insbesondere in den Marktsegmenten mit geringerer Qualität, weshalb wir planen, die Qualität des Anleiheportfolios zu erhöhen bzw. das Liquiditätsprofil zu verbessern. Aus den genannten Gründen bleiben wir im Anleihebereich untergewichtet. Wir sind vor allem hinsichtlich der Laufzeit vorsichtig und präferieren derzeit tendenziell das vordere Ende der Zinskurve, an dem ein steiler Zinserhöhungspfad der Zentralbanken aus unserer Sicht bereits eingepreist und die Volatilität geringer ist.



Rohstoffe neigen dazu, nach dem Höhepunkt einer Inflation eine schwache Wertentwicklung aufzuweisen – vor allem, wenn eine Rezession droht. Gold wird durch die gestiegenen, hohen Realzinsen belastet. Gold hat unserer Einschätzung nach weiterhin Absicherungs- und Diversifikationsvorteile im Portfoliokontext mit Kurspotenzial durch starke Nachfrage von Verbrauchern und Zentralbanken sowie aufgrund der geopolitischen Spannungen, der Unsicherheit beim globalen Wachstum und der hohen Inflation.

Die aktuelle Liquiditätsquote weist gegenüber der Aktien- und Anleihequote wegen der hohen Unsicherheiten an den Kapitalmärkten zur Risikominimierung eine Übergewichtung auf. Die Assetklasse Liquidität besaß aus unserer Sicht ein besseres Rendite-Risiko Verhältnis als Risiko-Assets wie Aktien und Anleihen. Diese Übergewichtung planen wir allerdings, demnächst abzubauen.

Ihre
LUNIS Vermögensmanagement AG
Investment Office

(15.07.2022)



Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der LUNIS Vermögensmanagement AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung/ Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung, durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/ oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/ oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die LUNIS Vermögensmanagement AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.

Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

LUNIS Vermögensmanagement AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.