



Frankfurt am Main, den 30. Mai 2023

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Trotz anhaltender bedeutender Unwägbarkeiten verzeichneten die Finanzmärkte einen insgesamt robusten Auftakt ins zwei Quartal. Bedeutende Aktienindizes verzeichneten im April moderate Kursgewinne, sowohl der deutsche *DAX* mit +1,9% (seit Jahresbeginn +14,4%), der Schweizer *SMI* mit +3,9 (+6,6%) und der europäische *STOXX Europe 600* mit +1,9% (9,8%) als auch der US-amerikanische *S&P 500* mit +1,5% (+8,6%) oder der japanische *Topix 100* mit +2,5% (+8,9%, jeweils in lokaler Währung). Gedämpft durch die relative Aufwertung des EUR im Monatsverlauf notierte der globale Aktienindex *MSCI ACWI* nach -0,2% im April bei einem Kursgewinn von +5,2 seit Jahresbeginn – noch immer mit -8,5% deutlich unter dem Stand vom 1. Januar 2022. Gegenüber Industrieländern blieben die Aktienmärkte der Schwellenländer in diesem Jahr weiterhin zurück mit -2,7% im April (-0,6%, jeweils in EUR).
- Eine Unwägbarkeit gewann im April an Bedeutung und verunsicherte die Marktteilnehmer: die Frage, ob die US-amerikanische Regierung mit dem Kongress rechtzeitig eine Einigung über die künftige Verschuldung erzielen würde, um die sonst drohende Zahlungsunfähigkeit abzuwenden. Obwohl diese Einigung nun jüngst erzielt wurde, darf die mit dieser Frage verbundene Nervosität nicht unterschätzt werden. So senkte mit Fitch eine der bedeutenden *Rating*-Agenturen ihren Ausblick auf die weitere Bonität der USA. Zwischenzeitlich stieg die Prämie, mit der sich Gläubiger gegen Zahlungsausfälle des US-amerikanischen Staates mit einjähriger Laufzeit versichern können, um mehr als das 10-Fache seit Jahresbeginn auf ein Allzeithoch von 1,95%.
- Erwähnung verdient, dass eine der bedeutenden Unwägbarkeiten des Vormonats, nämlich die Schieflagen im US-amerikanischen Bankensektor, auch im April auf das Segment der weniger streng regulierten US-amerikanischen Regionalbanken beschränkt zu bleiben schien: Der entsprechende Index – der *KBW Regional Banking*-Index - verzeichnete einen weiteren Kursverlust von -3,1% und damit einen Rückgang seit Jahresbeginn von -20,9%. Dies kontrastierte deutlich mit der Erholung, die der breiter definierte US-Bankensektor im April zeigte: So stieg der *S&P Bank*-Index um +3,4% und reduzierte damit den Verlust seit Jahresbeginn auf -9,3%. Dass die Schieflagen bei regionalen Banken damit auf den Bankensektor übergreifen würden, wurde damit weniger wahrscheinlich.
- Mit dem sinkenden Risiko einer weitreichenden Bankenkrise normalisierte sich zugleich die Erwartung zu den weiteren geldpolitischen Schritten der Zentralbanken. Waren weitere geldpolitisch restriktive Maßnahmen im März im Lichte der Schieflagen von Banken zunächst ausgeschlossen worden, wurden nun für die USA für dieses Jahr wieder zwei weitere Zinsschritte bis zu einem Leitzins von 5,5% erwartet (von 5,0% seit dem 22. März 2023). In mindestens gleichem Umfang rechneten Marktteilnehmer nun auch mit weiteren Erhöhungen der Leitzinsen durch die Europäischen Zentralbank (EZB).
- Dies reflektiert die hartnäckige Natur, die jüngste Daten der nach wie vor hohen Inflation attestierten. Zwar sanken die Inflationsraten erwartungsgemäß im März sowohl in der Eurozone (auf 6,9% von 8,5% im Vormonat) als auch in den USA (auf 5,0% von 6,0%). Dies war allerdings erheblich getrieben durch eine freundliche Entwicklung der Energiepreise, insbesondere von Gas (zum Beispiel -19,4% der Sorte *Natural Gas EUR Dutch TTF* im April, damit -49,5% seit Jahresbeginn und beachtliche -89% seit dem jüngsten Hoch im August 2022). Um den Effekt von Energie- und Lebensmittelpreisen bereinigt, blieb die sogenannte Kerninflation sowohl in den USA mit 5,6% (vs. 5,5% im Vormonat) und in Europa mit 5,7% (vs. 5,6%) etwa unverändert hoch. Der sukzessive Rückgang der Teuerung aus den Vormonaten kam damit im April ins Stocken.
- Damit einher geht anhaltende Skepsis zur weiteren konjunkturellen Entwicklung. Für die Industrieländer erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) für dieses Jahr ein Wachstum von 1,1%, für die Schwellenländer von 4,5%, ohne für das kommende Jahr mit nennenswerter Dynamik zu rechnen (Erwartung 2024: 1,6% bzw. 4,6%). Wie zurückhaltend die weitere wirtschaftliche Entwicklung eingeschätzt wird, zeigt auch der Vergleich von kurzfristigen zu langfristigen Zinsen: In 31 Ländern liegen die Zinsen für zweijährige Staatsanleihen derzeit über den Zinsen mit zehnjähriger Laufzeit, unter anderem in Deutschland, den USA,



Kanada, Mexiko, der Schweiz, Großbritannien und Frankreich. Dies gilt gemeinhin als Erwartung einer Rezession.

- Unterstützung boten dagegen die Unternehmen, deren Ergebnisse für das erste Quartal die geringen Erwartungen übertrafen. So stand bei den Unternehmen des US-amerikanischen *S&P 500* gegenüber dem Vorjahr nach aktuellem Stand einem leichten Umsatzwachstum von +4% ein Rückgang der Gewinne um -3% gegenüber, glimpflicher als erwartet. In Europa lagen die Gewinne bei 70% der Unternehmen des *STOXX Europe 600* über den Erwartungen. Damit entwickelten sich die Gewinne der europäischen Unternehmen seit Beginn der Corona-Pandemie dynamischer als in den USA. (Diese Daten sind insofern vorläufig, als bislang erst 90% der US-amerikanischen und 84% der europäischen Unternehmen ihre Zahlen präsentierten.)
- Aufwind verzeichnete vor diesem Hintergrund der Euro, dessen Außenwert im April gegenüber bedeutenden anderen Währungen wie dem US-Dollar (mit +1,7% | seit Jahresbeginn +3,0%), dem japanischen Yen (+4,3% | +7,0%) und dem chinesischen Renminbi (+2,3% | 3,2%) weiter zulegen. Für den Weltaktienmarkt *MSCI ACWI* beziffert sich der durchschnittliche Währungseffekt auf eine Renditedifferenz zwischen EUR-Investoren zu den lokalen Notierungen von -3,2%. Gold hielt sich im April stabil und bot EUR-Investoren einen Wertzuwachs von +5,8% seit Jahresbeginn.

Unsere Einschätzung

- Die jüngsten Entwicklungen liegen insofern im Korridor unserer Erwartung, als wir weiterhin keine breit einschneidende Rezession, sondern ein moderates Wirtschaftswachstum erwarten, begünstigt durch eine weiterhin abnehmende Inflationsdynamik und damit einhergehend eine begrenzte Zahl weiterer Zinsschritte in Europa und den USA. Aufmerksamkeit verlangen vor diesem Hintergrund die Impulse, die von China für die Weltwirtschaft zu erwarten sind, und die Entwicklung der Arbeitsmärkte als wichtigem Einflussfaktor der Inflationserwartung. Über den Zeitraum der kommenden fünf Jahre erwarten wir eine durchschnittliche Inflation von ca. 4%.
- In zweifacher Hinsicht verdient der Schuldenstreit in den USA besondere Beachtung. Erstens illustriert er, wie die wachsende Polarisierung im US-amerikanischen politischen System parteiübergreifende Kompromisse erschwert, was auch künftig zu Verwaltungsstillständen und Einschränkungen in der Unabhängigkeit der *Federal Reserve* führen könnte. Zweitens zeigt er, unter welchem Druck die derzeitige Kombination aus gestiegenen Zinsen und höheren Rohstoff- und Lebensmittelpreisen einzelne Staatshaushalte setzt. Verglichen mit den USA, sind andere Länder hier deutlich anfälliger. Drei Aspekte verdienen aus unserer Sicht in diesem Zusammenhang Beachtung.
 - **Zahlungsunfähigkeit durch Schuldenlast:** Seit Beginn der Covid-Pandemie hat sich die Solidität der Staatsfinanzen global deutlich verschlechtert. Einer Analyse der Ratingagentur Moody's zufolge stieg das Ausfallrisiko für Staatsanleihen im vergangenen Jahr auf ca. 5% und damit auf das Fünffache der durchschnittlichen Ausfallquote im Zeitraum 1983-2022. Gegenüber ihren Verpflichtungen säumig („defaulted“) wurden im Jahr 2022 sieben Staaten (Mali, Russland, Sri Lanka, Belarus, El Salvador, Ukraine und Ghana) und 2023 bislang zwei (Argentinien und Mozambique). Wie in unserer *Graphik des Monats* illustriert, sind Staatsanleihen mit steigenden Ausfallrisiken verbunden.
 - **Risikoaufschläge und Zugang zum Kapitalmarkt:** Ihren Gläubigern müssen einige Staaten inzwischen neben den Marktzinsen so hohe Risikoaufschläge vergüten, dass die Last des Schuldendienstes empfindlich steigt und – bei fälligen Refinanzierungen – der Zugang zum globalen Kapitalmarkt schwierig wird. Dem jüngsten *Global Financial Stability Report* des IWF zufolge gilt dies ab einem Risikoaufschlag von ca. 7,0%. Anspruchsvolle Bedingungen gelten in diesem Sinne inzwischen nicht nur für vergleichsweise kleine Volkswirtschaften wie Uganda, Nigeria, Pakistan und Sambia, sondern auch für Länder wie Brasilien (Risikoaufschlag gegenüber *US Treasuries*: +7,8%), Russland (+8,2%), die Türkei (+5,3%) und Mexiko (+5,4%).
 - **Abhängigkeiten und Gegenwind durch US-Dollar-Stärke:** Im Gegensatz zu Deutschland, anderen Ländern der Eurozone, Japan, Australien und China sind die meisten Staaten auf Kapitalimporte angewiesen. Die Kombination aus gestiegenen Marktzinsen und wachsenden Zweifeln an ihrer

Kreditwürdigkeit beschränkt ihren wirtschaftspolitischen Spielraum, die Binnenkonjunktur zu fördern. Relevant ist in diesem Zusammenhang, dass der US-Dollar nach wie vor die wichtigste Währung im internationalen Handel ist und auch Rohstoffe in US-Dollar gehandelt werden. Der über einen längeren Zeitraum steigende Außenwert des US-Dollar bedeutet deshalb eine weitere strukturelle Beeinträchtigung im Wachstum vieler Volkswirtschaften.

- Vor diesem Hintergrund halten wir nach wie vor an einer neutralen Aktienquote mit wachsendem Gewicht von Wachstumsunternehmen und defensiven Engagements fest. Schwellenländer gewichten wir sukzessive geringer und sehr selektiv. Finanziert aus Alternativen Investitionen gewinnen Anleihen in EUR weiter an Bedeutung.

Positionierung

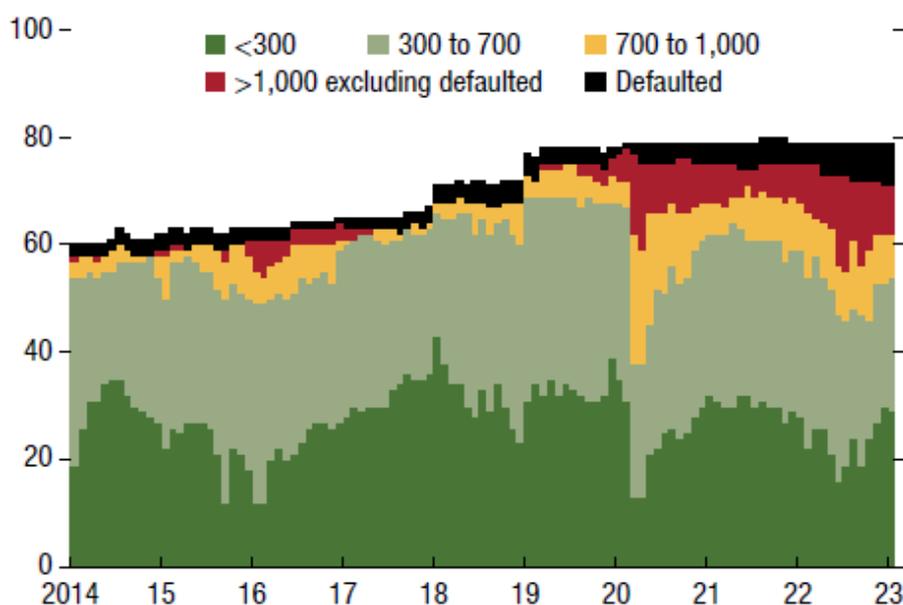
In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtszeitraum die folgenden Anpassungen:

- Reduzierung von Aktienengagements in den USA und im Gesundheitssektor;
- Aufbau von Emissionszertifikaten;
- Reduzierung von marktneutralen Engagements („Absolute Return“-Konzepte im Rahmen unserer sogenannten Hantel-Strategie) zur Finanzierung von Engagements in Wachstumsunternehmen und Anleihen.

Graphik des Monats:

Anzahl von Staaten mit Staatsanleihen nach Risikoauflagen

2014–2023 | in Basispunkten, also 0,01%-Einheiten



Quelle: Global Financial Stability Report des IWF, Stand per April 2023

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.