



207.70

210.95

207.70

24.27

18.92

210.95

149.16

23.26

1.41%

LUNIS-Kapitalmarktkommentar

1. Quartal 2022

WWW.LUNIS.DE



LUNIS-Kapitalmarktkommentar

Rückblick

Das Börsenjahr 2022 legte keinen guten Start hin. Zu den bereits im letzten Kommentar erwähnten Markteinflussfaktoren – insbesondere die Inflationsentwicklung und das weitere Vorgehen der Zentralbanken – kamen die Sorgen vieler Anleger aufgrund deutlich gestiegener geopolitischer Risiken hinzu. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine und Omikron in Verbindung mit Chinas Null-Covid-Politik verzögerten eine Normalisierung der Lieferketten während des ersten Quartals weiter und wirkten sich negativ auf die Inflations- und Wirtschaftswachstumserwartungen aus. Deshalb mussten wir unsere Marktmeinung zuletzt deutlich überarbeiten und uns neu positionieren. Doch nun können wir Ihnen die wichtigsten marktbewegenden Themen für Ihr Vermögen, die detaillierte Entwicklung der einzelnen Assetklassen und unsere Einschätzung zu den getätigten Vermögensreallokationen vorstellen.

Der Einfluss des Ukraine-Krieges auf Rohstoffmärkte und Wirtschaftswachstum

Der Überfall Russlands und die Wirtschaftssanktionen des Westens als Reaktion darauf werden das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage – die Ursache für steigende Inflation weltweit – unserer Ansicht nach weiter verstärken. Das Ergebnis wird eine stagflationäre Situation sein mit ähnlichen Ausmaßen wie das Ölembargo der OPEC 1973. Allerdings wird der Angebotschock diesmal nicht von den Produzenten, sondern von den Verbrauchern verursacht. Zwar hat der globale Rohstoffmarkt bereits vor dem 24. Februar vor einem Versorgungsproblem gestanden. Nun aber werden kriegsbedingte Versorgungsunterbrechungen die Märkte noch mehr unter Druck setzen. Russland ist hinsichtlich seiner Wirtschaftsleistung (BIP) zwar vergleichsweise unbedeutend, bei Erdöl deckt Russland allerdings 11 Prozent des weltweiten Verbrauchs ab. Bei Erdgas befriedigen russische Exporte sogar 17 Prozent des weltweiten und 40 Prozent des westeuropäischen Erdgaskonsums. Das genaue Ausmaß der Auswirkungen auf Wachstum und Inflation wird nun davon abhängen, wie stark die Energiepreise steigen und wie lange sie auf einem hohen Niveau verbleiben.

Die Nachfrage der Verbraucher nach Lebensmitteln und energiebezogenen Rohstoffen ist weitgehend unelastisch: Höhere Preise werden die Nachfrage nach diesen lebensnotwendigen Gütern nicht verringern, sondern die Verbraucher dazu zwingen, zur Kompensierung weniger für andere Waren und Dienstleistungen auszugeben, was wiederum das allgemeine Wachstum bremst. Je länger es dauert, bis die Rohstoffpreise in ein neues Gleichgewicht kommen, desto stärker ist der Abwärtsdruck auf das globale Wachstum. Steigende Rohstoffpreise werden die Verbraucher belasten, da sie – insbesondere diejenigen mit niedrigem Einkommen – gezwungen sind, einen



prozentual höheren Teil ihres Einkommens für Lebensmittel und Benzin auszugeben, obwohl viele Haushalte dies wahrscheinlich zunächst mit ihren Ersparnissen auszugleichen versuchen.

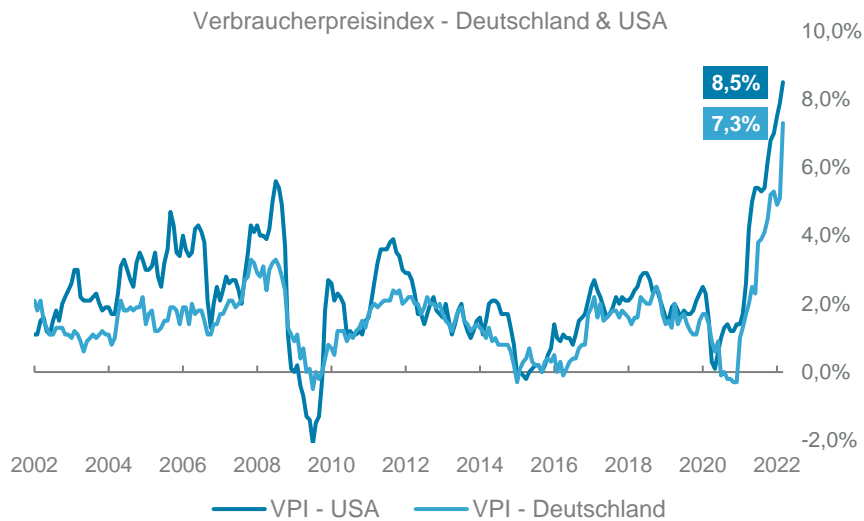
Der Euroraum wird von hohen Öl- und Erdgaspreisen stärker betroffen sein. Der Effekt auf das Wachstum ist allerdings davon abhängig, ob russisches Gas weiter fließt und es sich lediglich um höhere Preise handelt oder ob die Gaslieferungen bei einer weiteren Eskalation eingeschränkt werden, was zu einem entsprechend höheren Risiko für eine Energiekrise führt.

Bis es zu einer deutlichen Deeskalation kommt, wird es bei den Rekordpreisen für viele Rohstoffe bleiben und es weiterhin zu Lieferkettenproblemen kommen, sodass die Inflation lange hoch bleiben wird. Die Wirtschaftssanktionen sowie der damit verbundene Anstieg der Energiekosten und die Behinderung des weltweiten Schifffahrtsverkehrs, der sich gerade erst von der Pandemie teilweise erholt hat, werden dies noch verschärfen.

Deshalb gehen wir davon aus, dass die meisten Zentralbanken ihre straffe Geldpolitik beibehalten werden, selbst wenn die Verbraucher aufgrund der steigenden Energiepreise einen Rückgang ihrer Realeinkommen hinnehmen müssen. Die globalen Märkte werden in der Hoffnung auf einen Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine volatil bleiben. Anleger werden somit weiterhin die Auswirkungen des Krieges, mögliche Unterbrechungen der Rohstofflieferketten und die Verschärfung der weltweiten Sanktionen gegen Russland abwägen müssen.

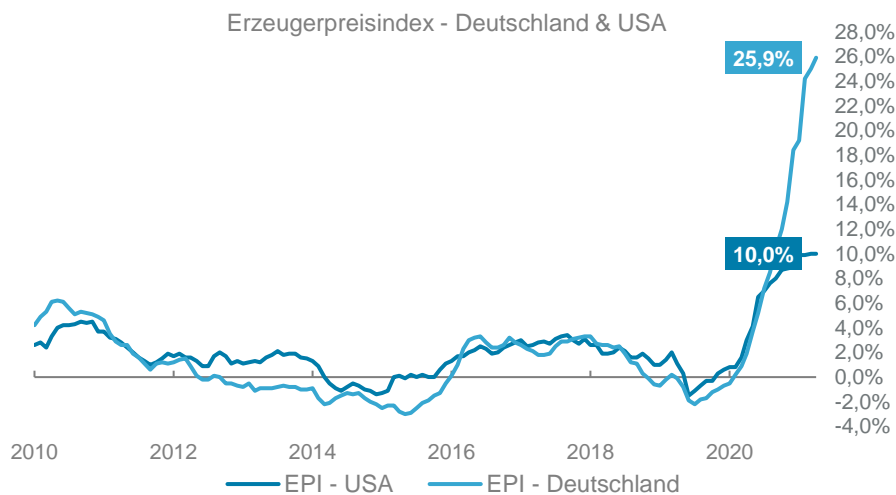
Inflation und Zinsen

Das erste Quartal war von einer weiterhin stark steigenden Inflation und anziehenden Kapitalmarktzinsen geprägt. Denn nachdem die Zentralbanken bereits Ende 2021 die Gefahr nachhaltiger Preissteigerungen gesehen und hinsichtlich ihrer Geldpolitik umgedacht hatten, beschleunigte sich dieser Trend wegen anhaltender Lieferkettenprobleme und durch Putins Angriffskrieg weiter. Aufgrund der geopolitischen Probleme und insbesondere der Sanktionen gegen Russland zogen die Preise für Energie, Rohstoffe und Nahrungsmittel noch einmal deutlich an und setzten die Zentralbanken noch mehr unter Druck, auf die ausufernde Inflation mit geeigneten Maßnahmen zu reagieren. Die Geldpolitik steht nun vor dem Dilemma, einerseits den Preisdruck abzuschwächen und andererseits die richtige Balance zu finden, um das Wirtschaftswachstum nicht noch weiter zu gefährden. Denn nachdem die Inflationsrate in Deutschland im Januar noch bei 4,9 Prozent gelegen hatte, kletterte sie auf 7,3 Prozent im März, hauptsächlich getrieben durch die höheren Energiepreise. Dies ist der höchste Stand seit 1981. Ein ähnliches Bild zeichnete sich mit einer Rate von 7,9 Prozent in den USA ab.



Quelle: Eigne Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.01.2002 – 31.03.2022

Die aktuellen Steigerungsraten bei den Erzeugerpreisen deuten darauf hin, dass der Inflationsdruck vorläufig weiter bestehen bleibt, da sich die höheren Kosten für die Unternehmen erst mit einer zeitlichen Verzögerung auf die Verbraucherpreise auswirken werden.



Quelle: Eigne Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.11.2010 – 28.02.2022

Mit Bekanntgabe ihrer nach oben korrigierten Inflationserwartungen gab die amerikanische Notenbank Fed gleichzeitig bekannt, ihre expansive Geldpolitik deutlich früher und schneller zurückzufahren. Mitte März erhöhte sie erstmals seit Ende 2018 den Leitzins, und zwar um 0,25 Prozentpunkte. Die Währungshüter kündigten für dieses Jahr zudem bis zu sieben Zinsschritte und eine schnellere Bilanzverkleinerung an, da sie das Wirtschaftswachstum derzeit als robust ansähen und der Arbeitsmarkt mittlerweile angespannt sei, weil er sich nah an der Vollbeschäftigung bewege. Die US-Zentralbank möchte damit auch eine mögliche Lohn-Preis-Spirale verhindern.



Die europäische Zentralbank sieht zwar ebenfalls die Gefahr einer längerfristigen hohen Inflation, hat sich aber bis dato nur zu einer schnelleren Reduzierung des Anleihekaufprogrammes durchringen können. Der Kapitalmarkt indes preist für die Eurozone bereits mindestens zwei Zinserhöhungen für 2022 ein.

Mit der Wende bei der Zinspolitik kam es an den Anleihemärkten zu erhöhter Volatilität, verbunden mit stark steigenden Renditen und somit zu markanten Kursrückgängen über alle Anleihe-segmente hinweg. Die Renditen der zweijährigen US-Treasuries legten in diesem Jahr von 0,75 auf 2,4 Prozent zu. Auch 10-jährige deutsche Staatsanleihen drehten in dieser Bewegung erstmals seit Mitte 2019 wieder in positives Terrain.

Die Unsicherheit hinsichtlich der Inflationsentwicklung und der künftigen Geldpolitik wird an den Zinsmärkten auch im nächsten Quartal zu einer erhöhten Volatilität führen.

China verspricht Marktunterstützung

China rechnet nach einem exportgetriebenen Anstieg von 8,1 Prozent im vergangenen Jahr diesmal mit einem Wirtschaftswachstum von 5,5 Prozent. Dies ist der niedrigste Wert seit 1991. Das von der Staatsführung in Peking ausgegebene Ziel steht allerdings aufgrund der Auswirkungen der Coronapandemie und den damit einhergehenden Lockdowns, nach Einbrüchen der chinesischen Immobilienbranche und drohenden Insolvenzen von Immobilienkonzernen wie dem Großunternehmen Evergrande, regulatorischen Maßnahmen im Technologiesektor und Unsicherheiten der globalen Wirtschaft infolge des Krieges auf wackligen Beinen.

Mit den Anhäufungen von Herausforderungen kam es im März zu deutlichen Kurskorrekturen und erhöhter Volatilität an den chinesischen Aktienmärkten. Die Kursverluste waren die stärksten seit der ersten Corona-Welle im Jahr 2020. Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten veranlasste die chinesischen Behörden gar zu versprechen, die Märkte zu stabilisieren. Die Ankündigungen, die Regulierungen der Technologiebranche zu einem Ende zu bringen, ausländische Listings chinesischer Unternehmen zu unterstützen und die Risiken im Immobilienmarkt zu begrenzen, sorgten für große Erleichterung und zu deutlichen Gewinnen am Aktienmarkt. Des Weiteren wollen die Behörden mit den USA eine Lösung für die in den Staaten gelisteten chinesischen ADRs erarbeiten, um ein Delisting und Illiquidität zu verhindern, nachdem die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC angedroht hat, Unternehmen von der Börse auszuschließen, die ihre Bilanzen nicht vollumfänglich offenlegen. Weitere Stabilisierung erfährt der Markt durch die Zentralbank, die anders als in anderen Regionen mit expansiver Geldpolitik unterstützend tätig ist. Die angekündigten Maßnahmen sorgten für eine Beruhigung an den Kapitalmärkten und dürften das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr positiv beeinflussen.

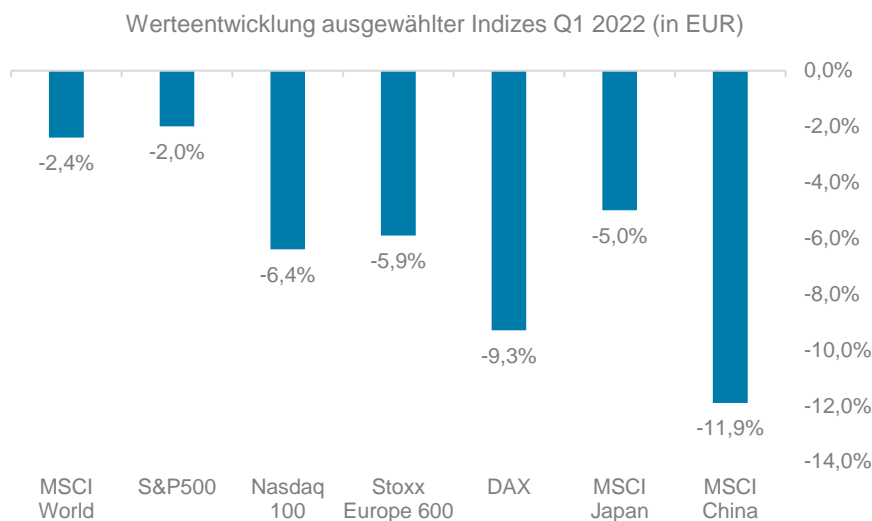


Unwägbarkeiten bleiben aber weiterhin die Rolle Chinas im Russland-Ukraine-Konflikt und die Entwicklung der Coronapandemie, die mit neuen Lock-downs wie in der Millionenmetropole Shanghai die Wirtschaftstätigkeit und den globalen Welthandel durch Lieferkettenengpässe immer noch negativ beeinflussen könnte.

Assetklassen

Aktienmärkte

Nach dem turbulenten ersten Quartal weisen die globalen Aktienmärkte eine negative Performance von ungefähr 3 Prozent auf. Europäische Aktien (ca. – 9 %) und insbesondere deutsche Aktien (– 9,5 %) entwickelten sich dabei schlechter als US-Aktien (ca. – 2 %).



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 01.01.2022 – 31.03.2022

In der Zwischenzeit hatten Aktien sogar noch deutlicher reagiert: Der DAX und der hoch bewertete Technologieindex Nasdaq 100 beispielsweise um über 20 Prozent. Diese Korrektur wurde in erster Linie durch den anhaltenden Inflationsdruck ausgelöst, der zu aggressiveren Zinsprognosen führte. Im Sommer 2021 hatte der Markt nicht mit Zinserhöhungen in den USA in diesem Jahr gerechnet; doch im Februar war man wie ausgeführt bereits von sieben Zinserhöhungen ausgegangen, da der Inflationsdruck angesichts der starken Nachfrage und der angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter zugenommen hatte. Die Anleger zeigten sich besorgt darüber, dass eine Zinsanhebung in einer Phase der Wachstumsverlangsamung das Risiko einer weiteren Verlangsamung und damit für eine Rezession erhöhen könnte.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.03.2021 – 31.03.2022

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine wurde vom Westen einhellig verurteilt. Strenge Sanktionen waren die Folge. Die Invasion ließ die Energiepreise sprunghaft ansteigen, führte zu einer weiteren drastischen Abwärtskorrektur der Wachstumserwartungen und erhöhte damit die Unsicherheit über den weiteren Wachstumspfad, insbesondere in Europa. Sie verstärkte die ohnehin schon bestehenden Bedenken hinsichtlich des Inflationsdrucks, vor allem durch Lebensmittel und Energie, während die US-Wirtschaftsdaten ansonsten stabil blieben.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.03.2021 – 31.03.2022

Die stärksten Rückgänge waren bei zyklischen Konsumgütern und Informationstechnologie zu verzeichnen. Die niedrigere Liquidität an den Aktienmärkten wirkte sich entsprechend auf die veränderten geopolitischen Risiken aus. Seit Jahresbeginn richteten Anleger ihren Fokus verstärkt auf Dividenden, Profitabilität und Bewertungen und damit die Unternehmensqualität, sodass Aktien mit geringer Volatilität stärker abschnitten und Large Caps gegenüber Small Caps überlegen waren. Unternehmen mit starken Dividendenrenditen



waren von den Kursrückgängen während des ersten Quartals nahezu vollständig isoliert. Ferner kam es zu einer Neubewertung des prozyklischen Aktienrisikos, sodass zyklische Werte schlechter abschnitten als defensive.

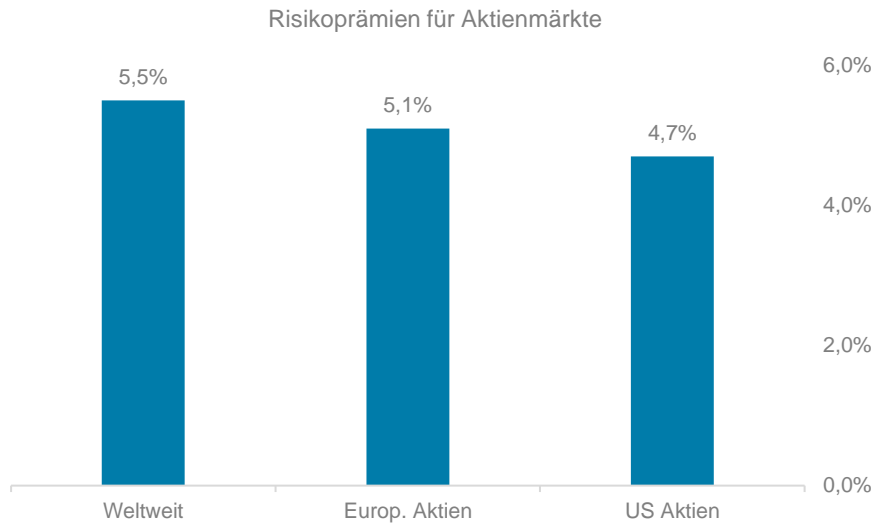
Obwohl natürlich Ungewissheiten bleiben, tendieren Aktien bei militärischen beziehungsweise geopolitischen Ereignissen dazu, sich schließlich wieder zu erholen, es sei denn, die Wirtschaft steuert in eine Rezession. Zwischen Mitte März und Quartalsende haben die globalen Aktienmärkte jedenfalls um rund 8 Prozent zugelegt, was auf nachlassende Sorgen ums Wirtschaftswachstum zurückzuführen ist. Ein deutlicher Rückgang der Ölpreise in Verbindung mit sinkenden Kreditrisikoprämien hat dabei die Risikobereitschaft gestützt. Die US-Notenbank Fed hat auf ihrer Sitzung im März wie von uns erwartet einen geldpolitischen Straffungszyklus eingeleitet.

Die Inversion der US-Zinskurve, also die Differenz zwischen zwei- und zehnjährigen US-Staatsanleihen, wird oft als Signal für eine bevorstehende Rezession bewertet. Allerdings invertiert die nominale Zinskurve in einem Umfeld hoher Inflation tendenziell relativ schnell, was bedeutet, dass eine deutlichere Invertierung als in den letzten Konjunkturzyklen erforderlich ist, um ein vergleichbares Rezessionssignal zu erzeugen. In unserem Basisszenario rechnen wir daher aktuell nicht mit einer globalen Rezession.

Trotz erheblichen Kostendrucks sind die Vorsteuer margins der Unternehmen bisher nur geringfügig gesunken, weil sie in der Lage gewesen sind, die Kostensteigerungen an die Verbraucher weiterzugeben. Die daraus folgenden Gewinnmargen gehören zu den besten Indikatoren für den Konjunkturzyklus. Für die demnächst beginnende Berichtssaison erwarten wir allerdings, dass sich das Gewinnwachstum auf 5 Prozent verlangsamt und die Margen leicht auf rund 12 Prozent fallen.

Obwohl die Renditekurve Anlass zur Besorgnis über das Rezessionsrisiko gegeben hat, deuten die Gewinnspannen für die USA damit jedoch auf ein geringes Rezessionsrisiko hin. Außerdem sind die Prognosen für das US-Gewinnwachstum trotz der hohen Unsicherheiten für die kommenden Quartale mit einer erwarteten Wachstumsbeschleunigung in der zweiten Jahreshälfte ermutigend und weisen weiterhin positive Tendenzen auf.

Für den europäischen Markt sind wir weniger optimistisch, da die Gewinnprognose beispielsweise von Goldman Sachs für den STOXX 600 nur noch bei 2 Prozent liegt. Dies zeigt, dass vor allem die europäischen Märkte vor der Gefahr einer Gewinnrezession stehen. Insgesamt sind die Bewertungen in den letzten Monaten allerdings deutlich zurückgekommen und die Risikoprämien sind im Vergleich zu den Realzinsen weiterhin attraktiv.



Quelle: Eigene Darstellung, Goldman Sachs, Stand: 14.04.2022

Für Aktien weltweit liegt die Risikoprämie aktuell bei 5,5 Prozent – für europäische Aktien bei 5,1 und für US-Aktien bei 4,7 Prozent. In unserem Basisszenario können Aktien damit weitere Anstiege der Realzinsen abfedern.

Anleihenmärkte

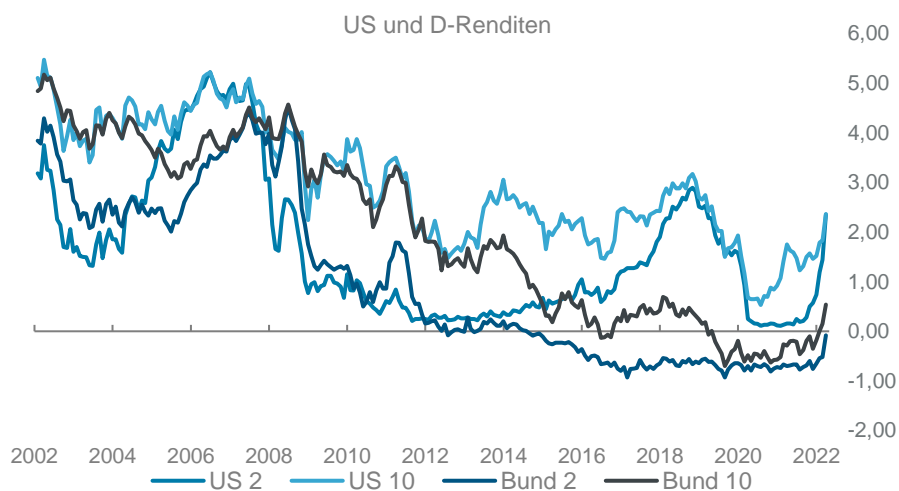
Das abgelaufene Quartal bescherte Anleihe-Investoren aufgrund der hohen Inflation und der damit einhergehenden restriktiveren Geldpolitik deutliche Verluste. Bereits Ende letzten Jahres waren die Zentralbanken von ihrer Meinung abgerückt, dass die Preissteigerungen nur temporärer Natur seien und sich in ein paar Monaten wieder deutlich reduzieren würden und hatten eine deutlich straffere Zinspolitik angekündigt. Die globalen Anleihenrenditen setzten zu Beginn des Jahres daraufhin ihren Aufwärtstrend beschleunigt fort. Dies sorgte für eine hohe Volatilität an den Anleihenmärkten.

Der russische Einmarsch in die Ukraine brachte erneut Unruhe in die Kapitalmärkte und ließ Marktteilnehmer kurzfristig in „sichere Häfen“ flüchten, was zu deutlichen Rücksetzern bei den Renditen amerikanischer und deutscher Staatsanleihen führte. Als Folge der geopolitischen Risiken mit weiter steigenden Energie-, Rohstoff- und Lebensmittelpreisen erhöhte sich der Druck auf die Notenbanken, die Zinsen anzuheben und ließ mit den neuen Schätzungen zu anstehenden Zinsschritten der US-Notenbank Fed und der EZB die Renditen wieder deutlich anziehen. Der Markt preiste mit den Inflationserwartungen für die USA wie bereits erläutert sieben und für die Eurozone zwei Zinsschritte für dieses Jahr ein. Mitte März nahmen die amerikanischen Währungshüter schließlich eine erste Leitzinserhöhung in Höhe von 0,25 Prozentpunkten vor. Sie bekräftigten, dass sie durch ein schnelleres Zurückfahren der Notenbankbilanz und weitere Zinsschritte auf die ausufernde Inflation reagieren würden. Einzelheiten ihres Plans zur quantitativen Straffung sollen auf der nächsten FOMC-Sitzung am 4. Mai bekanntgegeben werden.



Wir erwarten, dass die Fed die Bilanz um monatlich 95 Milliarden US-Dollar zurückfahren und damit die Bilanz, die seit Beginn der Pandemie von rund 4 auf fast 9 Billionen US-Dollar angewachsen ist, abgebaut wird. Die Geldmärkte rechnen zudem mit einer weiteren Straffung der Fed um 200 Basispunkte bis Ende 2022. Da der Markt für die Wirtschaft Risiken durch zu schnelle Zinserhöhungen sah, blieben die Zinsanstiege für lange Laufzeiten moderat und die Zinsstrukturkurven flachten ab oder invertierten sogar. Bis Ende des Jahres ist von einer weiteren Inversion auszugehen, sodass die kurzfristigen Zinsen die langfristigen unserer Ansicht nach um etwa 20 Basispunkte übersteigen werden. Die Renditen der zweijährigen US-Treasuries kletterten im ersten Quartal ja bereits von 0,75 auf 2,4 Prozent und die der zehnjährigen von 1,51 auf 2,35 Prozent.

Auch die Renditen der deutschen Staatsanleihen sind deutlich gestiegen, obwohl die Europäische Zentralbank bisher an einer expansiven Geldpolitik festhalten möchte. Die Renditen der zehnjährigen deutschen Staatsanleihen kehrten erstmals seit Mitte 2019 in positives Terrain zurück und stiegen im abgelaufenen Quartal von minus 0,18 auf 0,55 Prozent.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.01.2002 – 30.03.2022

Die geopolitischen Risiken zusammen mit der Unsicherheit hinsichtlich der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und die hohen Inflationsraten führten in den letzten Wochen zu deutlichen Spread-Ausweitungen bei Unternehmensanleihen und zu signifikant steigenden Risikoprämien im High-Yield-Bereich – und damit auch in diesen Segmenten zu deutlichen Kursrückgängen. In derselben Weise standen auch Anleihen aus den Emerging-Markets unter Druck, da der US-Dollar als „sicherer Hafen“ galt und aufgrund der Zinswende deutlich stabiler notierte.

Für die kommenden Monate rechnen wir weiterhin mit einer erhöhten Volatilität an den Anleihemärkten, sehen aber aufgrund der deutlich gestiegenen Renditen und Spread-Ausweitungen bereits Opportunitäten, da wir nicht



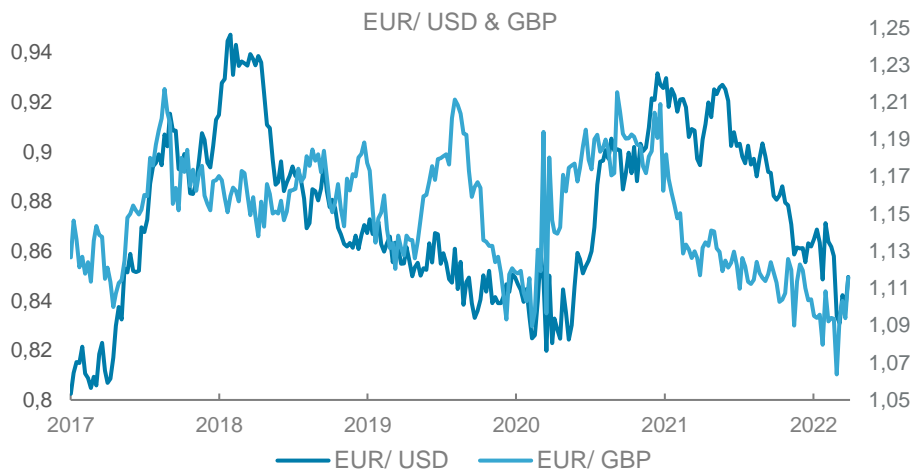
davon ausgehen, dass es zu einer globalen Rezession kommen wird, die Unternehmen gut kapitalisiert sind und die Inflationsentwicklung vor ihrem Höhepunkt stehen dürfte.

Währungen

In den letzten Monaten nahm der handelsgewichtete US-Dollar im Großen und Ganzen an Wert zu, was vor allem auf die wiederholten negativen Inflationsüberraschungen und die damit verbundene Neubewertung der Zinserwartungen zurückzuführen ist. Faktisch gehen die Märkte momentan davon aus, dass die Fed die Zinsen in diesem Jahr rasch auf „neutral“ anheben wird. Darüber hinaus hatten sich die Händler nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine in die Sicherheit des „Greenbacks“ geflüchtet, wodurch er gegenüber allen anderen Währungen des Währungskorbs zwischenzeitlich deutlich zulegen konnte. Anschließend verlor der breite US-Dollar-Index allerdings wieder an Wert, da die Schwäche des Euros und des japanischen Yens durch die Aufwertung der Währungen der rohstoffproduzierenden Länder, vor allem in Lateinamerika, mehr als ausgeglichen worden war. Gleichwohl dürften künftig insbesondere die Erwartungen schnellerer Zinserhöhungen den US-Dollar voraussichtlich weiterhin stützen. Dies spiegelt sich ebenfalls im US-Dollar-Index (DXY) wider, der im ersten Quartal des Jahres um fast 2,4 % gestiegen ist und sich damit den Höchstständen seit Juni 2020 nähert.

In der Zwischenzeit setzte der Euro seinen anhaltenden Abwärtstrend fort. Er fiel auf nunmehr 1,08 Dollar und damit sogar unter die wichtige Schwelle von 1,10 Dollar – so niedrig wie zuletzt zu Beginn der Pandemie Anfang 2020. Während die geldpolitischen Divergenzen zwischen der US-Notenbank und der EZB in den letzten beiden Quartalen eine wesentliche Ursache für die Entwicklung gewesen sind, wird die europäische Gemeinschaftswährung nunmehr von den hohen Energiepreisen und der Situation in der Ukraine zusätzlich belastet. Selbst wenn die EZB angesichts steigender Inflationsraten alsbald die Zinswende einleitet, stehen aktuell noch die geopolitischen Sorgen im Vordergrund, die den Euro weiterhin am stärksten beeinflussen und zeitweise zu erhöhter Volatilität führen dürften. Sollten sich die Nachrichten aus der Ukraine aber nicht noch weiter verschlimmern, wäre eine taktische Dollar-Abwertung gegenüber rohstoffexportierenden und konfliktbezogenen Währungen (z. B. dem Euro) durchaus wieder möglich.

Im Gegensatz zur EZB und zur Fed hat die Bank of England (BoE) die Zinswende bereits im Dezember letzten Jahres eingeleitet und die Zinsen im März zum dritten Mal erhöht. Dank dieser Unterstützung und aufgrund der gestiegenen geopolitischen Risiken konnte das Britische Pfund den Aufwärtstrend seit Ende 2020 weiter fortführen. Zeitweilig fiel der Euro auf ein Tief von 0,83 Pfund. Gleichwohl schwächten die neuesten Wachstumsaussichten und die zuletzt zurückhaltendere Position der BoE das Pfund. Zum Ende des Berichtszeitraums notierte es auf einem Niveau von 0,85 Pfund je Euro.



Nachdem der Kurs der Norwegischen Krone im vergangenen Jahr aufgrund höherer Ölpreise und steigender Aktien an Wert gewonnen hatte, konnte die Währung auch im ersten Quartal gegenüber dem Euro deutlich zulegen. Obwohl zuletzt einige eher verhaltene konjunkturelle Nachrichten zu verzeichnen waren, profitierte Norwegen unmittelbar vom gestiegenen Ölpreis und der relativ restriktiven Geldpolitik der Norges Bank, welche als eine der ersten Notenbanken letzten September die Leitzinsen erhöht hatte. In der Folge korrigierte die norwegische Zentralbank ihren Zinssatz im März zum dritten Mal seit Ausbruch der Pandemie nach oben auf jetzt 0,75 Prozent. Der Euro verlor gegenüber der Krone daraufhin rund 4,4 Prozent im ersten Quartal und wurde zuletzt mit 9,56 EUR/NOK gehandelt.

Wechselkursprognose	31.03.2022	6-Monats	12-Monats
EUR/ USD	1,12	1,13	1,20
EUR/ GBP	0,85	0,84	0,85
EUR/ NOK	9,56	9,80	9,60
EUR/ CHF	1,03	1,02	1,03

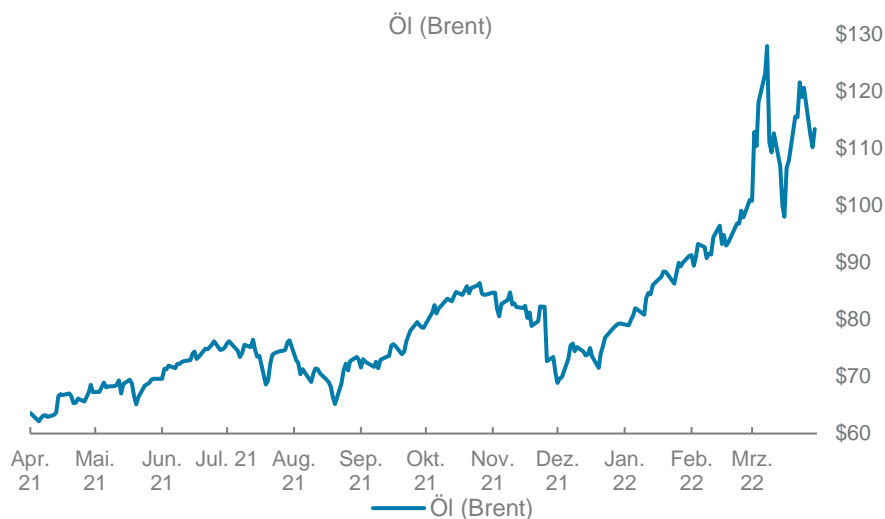
Quelle: Eigene Darstellung, Goldman Sachs, Stand: 14.04.2022

Rohstoffe

Den starken Aufwärtstrend des vergangenen Jahres setzte die Assetklasse Rohstoffe auch im ersten Quartal 2022 fort. Insbesondere Rohöl verzeichnete einen sehr guten Jahresstart trotz prognostizierter Nachfragedelle durch die Omikron-Variante des Coronavirus und die Produktionserhöhung der OPEC+ im Januar 2022. Bereits zu Jahresbeginn konzentrierte sich der Ölmarkt auf die Angebotsseite, und zwar mithilfe der Steuerung der Produktionsstrategie seitens der OPEC+ sowie der geopolitischen Spannungen, die in einer erhöhten Risikoprämie resultierten – trotz gesunkener Rohöl-Knappheit und Normalisierung der Angebot-Nachfrage-Relation.



Im Allgemeinen kommt es zu Energiekrisen oder auch Energiepreisschocks, wenn durch Energiereserven der Bedarf nicht ausreichend gedeckt werden kann. Angebots- (wie bei den Ölpreiskrisen 1973 und 1979) und Nachfrageschocks (Chinas Wirtschaftswunder, Post-Corona-Boom) führen durch das Aufeinandertreffen auf eine überwiegend unvorbereitete Angebotsseite zu Energiekrisen. Die Folge sind schwindende Lagerbestände und entsprechend große Preisspitzen. Die aktuelle Situation ist gekennzeichnet einerseits durch eine wirtschaftliche Erholung nach zwei Jahren Corona und andererseits durch Lieferunterbrechungen infolge des Ukraine-Kriegs sowie ein zurückhaltendes Angebot der OPEC+.



Quelle: Eigene Darstellung, yahoo finance, Zeitraum: 31.03.2021 – 31.03.2022

Die Ölpreise blieben je nach Nachrichtenlage äußerst volatil und führten im März zu einer Preisspitze von 130 US-Dollar je Barrel. Eine Beruhigung des Marktes ist erst nach Ende der Kampfhandlungen zu erwarten. Im Gegensatz dazu reagiert die Angebotsseite mit der Erhöhung der Erdölförderung ab Mai durch die OPEC+ und die Freigabe weiterer strategischer Ölreserven der US-Regierung. Das zusätzliche Angebot wird zum Ausgleich der Lieferunterbrechungen zwar beitragen, jedoch nicht die jahrelangen Investitionsdefizite der globalen Ölnachfrage beseitigen, die sich gerade erholt. Darüber hinaus verkleinert die Freigabe den Puffer für den Ausgleich künftiger Produktionsunterbrechungen und erhöht gleichzeitig die Anfälligkeit von Verbrauchernationen.

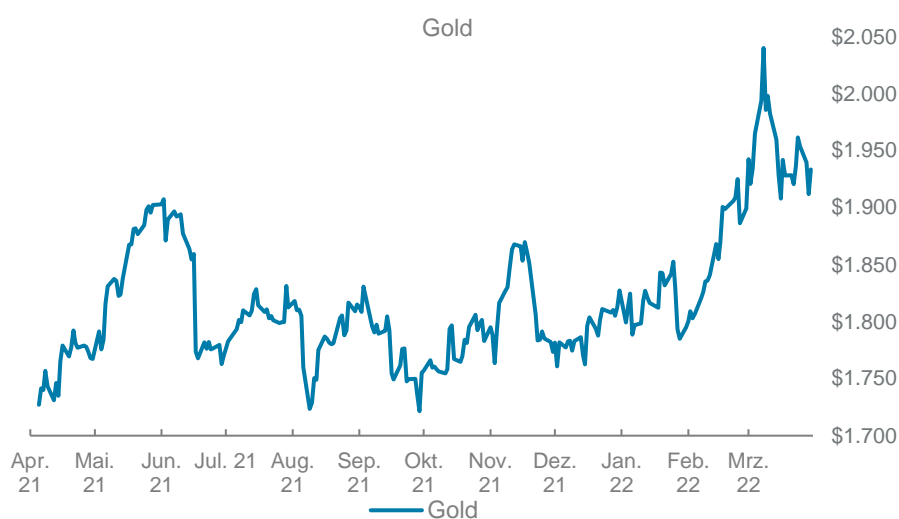
Mittelfristig indes ist unter Berücksichtigung der sehr hohen Preise von einer rückläufigen Nachfragedynamik und einem abnehmenden Rohöl-Knappheitsgrad auszugehen.

Aufgrund der derzeit noch hohen Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von russischem Gas werden massive Produktionsstörungen in der Industrie erwartet. Die im März auf 7,3 Prozent gestiegene Inflationsrate in Deutschland ist insbesondere auf einen Anstieg der Energiepreise um knapp 40 Prozent zurückzuführen, was wiederum für erhebliche Kostensteigerungen und einen



hohen Margendruck bei den Unternehmen sorgt, der aufgrund der verzögerten Anpassung vieler Lieferverträge für Erdgas voraussichtlich bis ins nächste Jahr anhalten dürfte.

In Zeiten hohen Inflationsdrucks und erheblicher Unsicherheit an den Kapitalmärkten steuern viele Anleger Gold als sicheren Hafen an. Trotz des kürzlichen Preisrückgangs bleibt das Edelmetall weiterhin aussichtsreich. Im Quartalsvergleich stieg der Goldpreis um 5,9 Prozent und schloss am 31. März bei 1.937,44 US-Dollar je Unze.



Quelle: Eigene Darstellung, yahoo finance, Zeitraum: 31.03.2021 – 31.03.2022

Während der Markt im ersten Quartal mit einem Wirtschaftswachstum und einem deutlichen Rückgang der Inflation rechnete, befanden wir uns in einem stagflationsähnlichen Szenario. Gründe dafür waren die sogenannte Wachstumssteuer der US-Wirtschaft mit steigenden Rohstoffpreisen und einem starken US-Dollar, ferner die Auswirkungen in Europa durch die Abschwächung der Wirtschaft in China im letzten Jahr und die stark steigenden Energiekosten im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine. All dies wird die Wirtschaft auch weiterhin belasten. Geringere fiskalische und monetäre Anreize, sinkende Realeinkommen und steigende CO₂-Steuern deuten bereits auf eine deutliche Verlangsamung der Wirtschaft in den nächsten Monaten hin.

Mit Blick auf die Goldpreise sind negative Realzinsen, ein unsicheres konjunkturelles Umfeld und eine robuste Nachfrage unterstützende Faktoren. Insbesondere Investoren und Zentralbanken in China und in den Emerging-Markets setzen weiterhin stark auf das Metall. Während es von langfristig steigenden Inflationserwartungen profitiert, könnte in den nächsten Monaten der geldpolitische Gegenwind wieder zunehmen.

Palladium setzte seine Achterbahnfahrt weiter fort. Schließlich entfallen etwa 40 Prozent des weltweiten Palladiumminenangebots auf Russland. Die extreme Volatilität des weißen Metalls resultiert aus Bedenken hinsichtlich des



Angebots infolge der Schließung des Luftraums, geringer Lagerbestände und des geringen Marktanteils. Bislang sind die Palladiumexporte nicht sanktioniert, jedoch besteht weiterhin die Möglichkeit von Lieferunterbrechungen. Ein Teil der russischen Palladiumexporte könnte dann an China umgeleitet werden, die als größter Palladiumverbraucher gelten.

Transaktionen in der Vermögensverwaltung

Im Rahmen unserer Vermögensverwaltungsstrategien starteten wir mit einer neutralen Aktienquote, einem Übergewicht an Rohstoffen und einem Untergewicht an Anleihen ins Börsenjahr. Die Aktienquote reduzierten wir während des ersten Quartals aufgrund der Unsicherheiten hinsichtlich des weiteren Vorgehens der US-Notenbank und des Ukraine-Konflikts ins Untergewicht und überarbeiteten demnach unsere im letzten Jahreskommentar dargelegten Annahmen und Ausblicke. Hierbei minimierten wir insbesondere zyklische Länderrisiken (u. a. bei der Gewichtung der Aktienregion Deutschland) und volatile Sektoren (z. B. Technologie, Small Caps) und ergänzten das Portfolio um Einzeltitel mit hoher Unternehmensqualität, um auf diese Weise die Stabilität des Portfolios in unsicheren Marktzeiten zu erhöhen.

Der Abbau der Aktienregion Deutschland beziehungsweise der europäischen Small-Cap-Unternehmen erfolgte, da wir die Risiken für das Wirtschaftswachstum infolge der Unsicherheiten bezüglich der globalen Wachstums-/Inflationsentwicklung durch die Entwicklung des Ukraine-Konflikts im Euroraum als höher ansahen als in den USA. Die betroffenen Unternehmen waren aus unserer Sicht überproportionalen Kursrisiken ausgesetzt. Der Abbau in der Branche Technologie erfolgte vor dem Hintergrund der hohen Sensitivität des Sektors gegenüber den schnellen Anstiegen bei den Zinserwartungen.

Darüber hinaus tätigten wir einige marktneutrale Umschichtungen zur Verbesserung der Rendite-Risiko-Aussichten des Portfolios in den Branchen „Saubere Energie“ und Halbleiter. Der Sektor „Erneuerbare Energie“ beispielsweise wird infolge des Ukraine-Krieges eine verstärkte Nachfrage erfahren, da Länder damit ihre Abhängigkeit von Energieimporten aus Drittstaaten reduzieren können. Zusätzlich zu den Anstrengungen gegen den Klimawandel werden aus unserer Sicht dadurch politisch motivierte mittel- bis langfristige Investitionen in erneuerbare Energie vorangetrieben. Die Anleihegewichtung ließen wir während des kompletten Quartals im Untergewicht und konnten auf diese Weise im Umfeld steigender Zinsen und der damit verbundenen steigenden Kreditrisikoaufschläge die negativen Performanceeffekte begrenzen. Das deutliche Übergewicht an Rohstoffen, das über das komplette Quartal beibehalten wurde, erzielte deutlich positive Performancebeiträge, ebenso wie die Investitionen in rohstoffnahe Aktientitel aus den Sektoren „Saubere Energie“/Versorger, Bergbau beziehungsweise Öl/Gas.



Ausblick und taktische Positionierung

Das zweite Quartal wird wahrscheinlich volatil bleiben, da die Märkte mit den Rohstoff- und Wirtschaftswachstumsschocks zurechtkommen und sich gleichzeitig auf ein höheres Renditeumfeld einstellen müssen. In diesem Umfeld erwarten wir bei deutlichen Schwankungen einen Seitwärtstrend bei den globalen Aktienindizes und bis Jahresende moderat steigende Aktienkurse.

Wir planen daher, die Aktienquote insgesamt geringfügig zu erhöhen, sie allerdings unterhalb der strategischen Aktienquote zu belassen und zusätzlich unter Ausnutzung der Schwankungsbreiten renditeoptimierende Zusatzerträge zu erwirtschaften. Da sich wie oben erwähnt Dividendenaktien in diesem Umfeld überdurchschnittlich gut entwickeln, planen wir ferner, die entsprechende Gewichtung im Portfolio leicht zu erhöhen. Zu nennen sind hierbei insbesondere Value-Titel, die nicht nur weiterhin günstig bewertet sind, sondern auch einen Hedge für längerfristig hohe Inflationsraten bieten.

Allerdings sind wir nach unseren Korrekturen ebenfalls wieder positiver gegenüber Wachstumswerten eingestellt, da vor allem Large-Cap-Wachstumsunternehmen mittlerweile zu angemessenen Bewertungen gehandelt werden. Deswegen werden wir hinsichtlich der Value- und Growth-Gewichtung im Portfolio weiterhin ein ausgewogenes Gleichgewicht suchen.

Zum Ende des ersten Quartals konzentrieren sich unsere Aktieninvestitionen überwiegend auf die Regionen Europa und USA. Wir planen, die Gewichtung von US-Aktien relativ zur strategischen Asset-Allokation im zweiten Quartal – unter anderem aufgrund der hohen Energieabhängigkeit Europas und den damit verbundenen höheren Risiken für die Wirtschaft der Eurozone – insgesamt nochmals leicht zu erhöhen. Im Anleihebereich beabsichtigen wir, unser Untergewicht beizubehalten. Wir erwarten, dass die Kreditrisikoaufschläge für Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen bis Jahresmitte von den aktuell hohen Niveaus wieder leicht fallen und das Segment insgesamt stützen werden. Im Bereich der alternativen Investments werden wir an unserer hohen Rohstoffquote festhalten.

Bis es zu einer deutlichen Deeskalation im Ukraine-Krieg kommt, werden aus unserer Sicht die Rekordpreise für viele Rohstoffe aufgrund von Sanktionen und unterbrochenen Lieferketten bleiben. Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass Rohstoffe nach wie vor eine wirksame Portfolioabsicherung im aktuellen Makroumfeld darstellen.

Ihre
LUNIS Vermögensmanagement AG
Investment Office

(14.04.2022)



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.