



# LETTER FROM THE CIO AM

MARKTANALYSE UND

DIE WICHTIGSTEN ANLAGETHEMEN

MAI 2022

## DIE MARKTKRISE WIRD VORÜ- BERGEHEN. ABER WANN?



**BENJAMIN MELMAN**

*Global Chief Investment Officer,  
Asset Management*

### KENNZAHL

3,08%

Das vom Markt  
erwartete Niveau der  
Fed Funds (Future Fed  
Funds) im Juni 2023

*Der Markt erwartet ein  
Jahr steigender Zinsen  
und noch mehr als eine  
Straffung von 2,25 %*

► Die Aktien- und Anleihenmärkte stehen aufgrund steigender Realzinsen, einer anhaltend hohen Inflation und einer Verschlechterung der Konjunkturaussichten stark unter Druck. So beeindruckend wie dieser Rückgang auch ist, sehen wir dennoch keine Warnsignale, die darauf abzielen, von den zahlreichen sich ergebenden Chancen zu profitieren. Wir ziehen es vor, in dieser Hinsicht defensiv zu bleiben.

## WENIG ATTRAKTIVE BEWERTUNGEN

Eine defensive Haltung ist zur Norm geworden und die einvernehmliche Haltung kann gefährlich sein. Verschiedenen Umfragen zufolge sind die Anleger pessimistisch und haben sich vorsichtig positioniert, was eine gute Nachricht für die Erholung des Marktes darstellt, diese jedoch von Dauer sein muss. Die Vorsicht der Anleger spiegelt sich jedoch nur zum Teil in den Bewertungen der Aktienmärkte wider; da diese zwar gefallen sind, jedoch nicht auf besonders attraktive Niveaus, insbesondere auf dem US-Markt. Die Renditen der Anleihenmärkte steigen dank des Anstiegs der Zinsen und der Spreads schließlich an, wobei die Möglichkeit besteht, dass sich letztere im Falle einer Rezession noch weiter ausweiten. Anders ausgedrückt sind die Bewertungen noch nicht auf einem Niveau, das ohne einen weiteren soliden Grund bereits den Kauf auslöst, vielleicht mit Ausnahme des chinesischen Marktes, sofern man über einen ausreichend langen Anlagehorizont verfügt.

## GENAUE BEOBACHTUNG DER ZENTRALBANKEN

Gründe für die Aufrechterhaltung einer defensiven Strategie sind:

► **die offensichtliche mangelnde Vorhersehbarkeit der wirtschaftlichen Aussichten**

Das Fortbestehen der Null-Covid-Strategie in China und die bislang zurückhaltende Konjunkturpolitik führen den Wachstum Chinas in tiefe Gewässer. Natürlich könnte China seine Gesundheitspolitik oder die Wirtschaftspolitik ändern, aber es hat bereits die notwen-

digen Signale dafür erhalten und hat diesen Weg aus politischen Gründen nicht eingeschlagen. In Europa, wo die Rezession droht, nimmt die Vorhersehbarkeit weiter ab, da die Energieversorgung den geopolitischen Schwankungen ausgesetzt ist, insbesondere im Hinblick auf das Aussetzen der russischen Gaslieferungen nach Polen und Bulgarien. In den USA hält das Wachstum zwar weiterhin an (der Rückgang des BIP im ersten Quartal versteckte nach wie vor eine starke Binnennachfrage), die Aussichten bleiben jedoch aufgrund der Unsicherheit in Verbindung mit der Verschärfung der Geldpolitik der Federal Reserve undurchsichtig. Jerome Powell kämpft zweifellos für ein „Soft Landing“, das die Inflation zum Ziel zurückführt, aber es ist weder sicher, dass es gelingt eine Rezession zu vermeiden, noch dass ein Erfolg des ersten Ziels das Zweite garantiert. So hat jede Region mit ihren eigenen Problemen zu kämpfen. Und die Vorhersehbarkeit bleibt dabei eingeschränkt.

Die Märkte haben bereits eine deutliche Abkühlung der Weltwirtschaft eingepreist, Da Anleger aber beruhigende Signale über die derzeitigen Wirtschaftsprognosen brauchen, diese jedoch nicht kommen, kann nur schlecht davon ausgegangen werden, dass die Verschlechterung bereits eingepreist wurde.

### ► Zentralbanken im Kampf gegen die finanziellen Bedingungen

Das quantitative Tightening der US-Notenbank beginnt bereits im Juni. Die Auswirkungen dieser Politik sind angesichts der Tatsache, dass es nur eine einzige Erfahrung gegeben hat, noch nicht gut unter Kontrolle. Wir erinnern allerdings daran, dass laut einer Studie der Fed von Kansas City (The financial market effects of unwinding the Federal Reserve's balance sheet, Januar 2022) die Auswirkungen auf die finanziellen Bedingungen dieser Politik nicht bei ihrer Ankündigung, sondern bei ihrer Umsetzung zum Tragen kamen. Durch Berechnungen kann also nicht ausgeschlossen werden, dass sich das Phänomen wiederholen wird.

Am Rande sei gesagt, dass die EZB wahrscheinlich ihre Strategie noch weiter offenlegen werden muss. Der Krieg in der Ukraine hat dem Wachstum in Europa einen Schock versetzt, dessen Auswirkungen je nach Land unterschiedlich ausfallen. Hinzu kommen das Ende der quantitativen Lockerung in Europa und das Programm zur Zinsanhebung, dessen jüngste Aussagen darauf hindeuten, dass die erste im Juli beginnen könnte. Mit anderen Worten, die Spreads der Peripherieländer, die bisher gemeinsam unter dem Einfluss des Liquiditätseffekt standen, werden wieder zu unterschiedlichen Kursen zurückfinden. Die EZB hatte mitgeteilt, dass sie ein System zur Begrenzung der Spreads einsetzen könnte, ohne jedoch weitere Informationen diesbezüglich zu geben. Seit April stieg der Spread BTP-Bund um rund fünfzig Basispunkte, ohne dass es besondere Neuigkeiten zu Italien gab. Es ist nicht unmöglich, dass der Markt die EZB testet. Solange sie nicht erklärt hat, wie sie die finanziellen Bedingungen verschärfen und dabei gleich-

zeitig die Auswirkungen auf Spreads in Peripherieländer begrenzen will, besteht die Gefahr, dass die strengeren finanziellen Bedingungen verschärft werden.

Vor diesem Hintergrund reduzierten wir unser Engagement in japanische Aktien. Obwohl wir hinsichtlich der Laufzeit weiterhin vorsichtig bleiben, haben wir die Bewertung der US-Staatsanleihen (vorzugsweise kurze und mittlere Laufzeiten) angehoben. Wir finden, dass der Markt viele Zinsanhebungen vorwegnimmt, während die US-Notenbank nach Erreichen des „neutralen“ Zinssatzes eine Pause in Aussicht stellt. Dieser liegt laut Jerome Powell zwischen 2 % und 3 % - eine breite Spanne, wobei die Märkte Fed Funds vorwegnehmen, die darüber hinausgehen.

	Unsere Überzeugungen	Veränderungen gegenüber dem Vormonat
<b>ASSETKLASSEN</b>		
Aktien	-	→
Anleihen	-	→
Cash	++	↑
<b>AKTIEN</b>		
USA	=	→
Europa (ohne GB)	-	→
Großbritannien	=	→
Japan	-	↓
China	+	→
Global Emerging	=	→
Convertibles	=	→
<b>STAATSANLEIHEN</b>		
USA	=	↑
Euro Zone	-	→
Emerging Markets	-	→
<b>UNTERNEHMENSANLEIHEN</b>		
US Investment Grade	--	→
Euro Investment Grade	-	→
US High Yield	--	→
Euro High Yield	-	→

\*Spanne der Bewertungen des Anlageausschusses für die Anlageklasse/geografische Zone (von -/- bis +/+). Quelle: Edmond de Rothschild Asset Management (France). Ratings zum 16/05/2022.



### ZUR ERINNERUNG

Wir reduzieren unser Engagement in japanische Aktien

Wir bleiben vorsichtig bezüglich der Laufzeit

Wir heben die Bewertung der US-Staatsanleihen an

---

RECHTLICHE HINWEISE: Verfasst am 24/05/2022. Dieses Dokument wird von Edmond de Rothschild Asset Management (France) herausgegeben.

Dieses Dokument hat keinen vertraglichen Wert und ist nur zu Informationszwecken gedacht. Jegliche Vervielfältigung oder Nutzung des gesamten oder eines Teils des Inhalts ist ohne die Genehmigung der Edmond de Rothschild Gruppe strengstens untersagt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen nicht als Angebot oder Aufforderung zur Tätigung einer Transaktion in einer Rechtsordnung angesehen werden, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung ungesetzlich ist oder in der die Person, die ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung macht, nicht zum Handeln befugt ist. Dieses Dokument stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung oder eine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer Anlage dar und sollte auch nicht als solche verstanden werden. EdRAM haftet nicht für Investitions- oder Desinvestitionsentscheidungen, die auf der Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getroffen werden. Die Angaben zu den Wertpapieren stellen keine Stellungnahme von Edmond de Rothschild Asset Management (France) zur voraussichtlichen Entwicklung dieser Wert-papiere und ggf. zur voraussichtlichen Entwicklung des Kurses der von ihnen emittierten Finanzinstrumente dar. Diese Informationen stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere dar. Die Zusammensetzung des Portfolios kann sich im Laufe der Zeit ändern. Dieses Dokument wurde nicht von der Aufsichtsbehörde eines Landes geprüft oder genehmigt. Die in dieser Präsentation enthaltenen Zahlen, Kommentare, Projektionen und anderen Elemente spiegeln die Meinung von EdRAM über die Märkte und deren Entwicklung wider, wobei der wirtschaftliche Kontext und die bisher verfügbaren Informationen berücksichtigt werden. Sie können an dem Tag, an dem der Investor sie liest, nicht mehr relevant sein. EdRAM kann nicht für die Qualität oder Richtigkeit von Informationen und Wirtschaftsdaten von Dritten verantwortlich gemacht werden. Die Wertentwicklung und Volatilität in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und Volatilität und ist im Zeitverlauf nicht konstant. Insbesondere können sie unabhängig von Änderungen der Wechselkurse beeinflusst werden. «Edmond de Rothschild Asset Management» oder «EdRAM» ist der Handelsname der Vermögensverwaltungseinheiten der Edmond de Rothschild Gruppe. Dieser Name bezieht sich auch auf den Bereich Asset Management der Edmond de Rothschild Gruppe.

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT  
(FRANCE)**

47 rue du Faubourg Saint-Honoré / FR - 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme, geleitet von einem Vorstand und einem Aufsichtsrat mit  
Kapital von 11.033.769 € -

AMF-Registrierung Nr. GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S Paris

[www.edram.fr](http://www.edram.fr)