



# LETTER FROM THE CIO AM

MARKTANALYSE UND DIE WICHTIGSTEN  
ANLAGETHEMEN

FEBRUAR 2022

## FED UP

► Das Umfeld war geprägt von anhaltenden Spannungen bei den Realzinsen, insbesondere in den USA, was durch eine Verschärfung der Haltung der Federal Reserve, aber auch durch die Ankündigung einer wahrscheinlichen Umsetzung einer quantitativen Tightening-Politik (Reduzierung der Bilanz der Zentralbank) ausgelöst wurde. Zum Jahresende 2021 hatte die hohe Volatilität der Zinssätze die faktorielle und sektorielle relative Wertentwicklung der Aktienmärkte deutlich beeinträchtigt. Seit Jahresbeginn sind auch die absoluten Wertentwicklungen der Aktienmärkte betroffen, da die Volatilität der Zinsen und die Volatilität der Aktienmärkte miteinander verbunden sind, was eindeutig das Bild von sich bewegenden tektonischen Platten vermittelt. In den letzten Tagen kam die Eskalation der Spannungen zwischen Russland und dem Westen um die Ukraine, zu den Sorgen der Anleger hinzu. So erlebte der S&P 500 seit Jahresbeginn eine Korrektur (einen Rückgang um 10 %) und der VIX-Index<sup>1</sup> stieg auf 38, was ein sehr hohes Niveau ist. Trotz dieser sehr starken Risikoaversion, steigen die langfristigen US-Zinsen nach wie vor.



**BENJAMIN  
MELMAN**

*Global Chief  
Investment Officer,  
Asset Management*

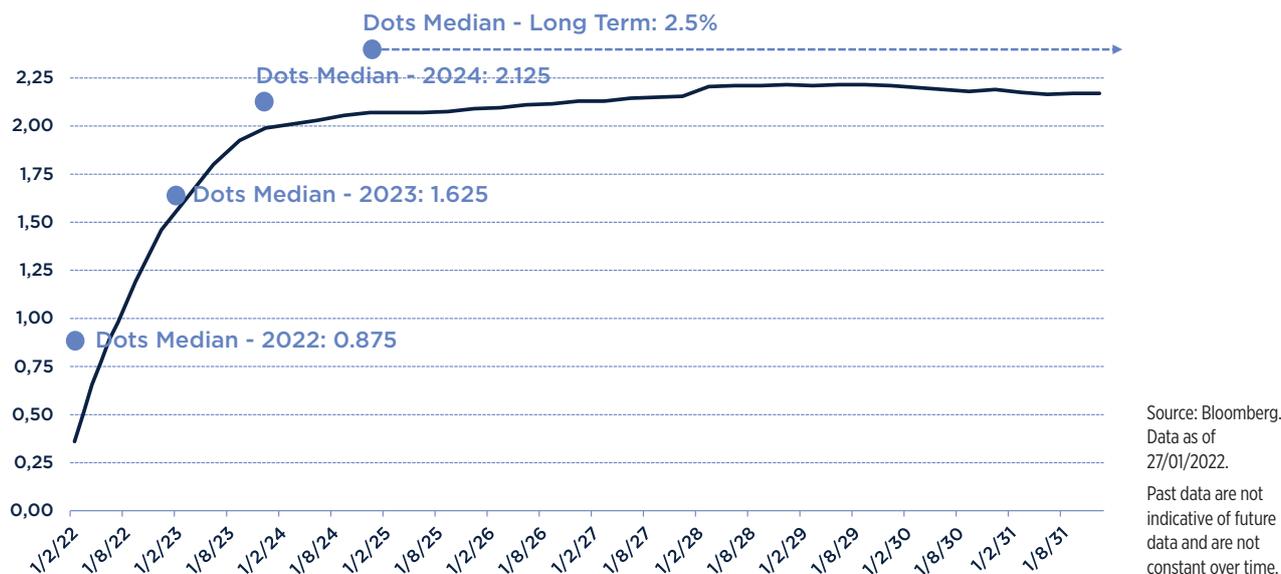
### DIE INFLATIONSFRAGE BLEIBT OFFEN

Anfang Oktober erwarteten die Märkte nur eine Zinsanhebung der Fed in 2022. Inzwischen wird über vier geredet. Wenn auch nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Anleger mehr erwarten, so haben sowohl die Fed als auch die Biden-Regierung einen deutlich anti-inflationären Ton angeschlagen. Es ist jedoch möglich, oder sogar wahrscheinlich, dass der Großteil der Anpassungen bereits stattgefunden hat, da die Markterwartungen nun ziemlich gut mit den mittleren Projektionen der Federal Reserve übereinstimmen. Dennoch kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Fed ihr geldpolitisches Straffungsprogramm erneut nach oben korrigieren muss, wenn die Inflation nicht wie erwartet verlangsamt. In der Tat mag es erstaunlich erscheinen, dass die Fed angesichts ihrer Inflationsprognosen beabsichtigt, die reale Fed Funds Rate bis 2024 negativ zu halten. Ein ungewöhnlich niedriges Niveau, um die Inflation zu „bekämpfen“, obwohl die Wirtschaft anscheinend bereits bei einer Vollbeschäftigung angelangt ist. Wir antizipieren eine Entspannung der Inflation mit der Verringerung der Engpässe, die wahrscheinlich in den letzten Wochen bei bestimmten Gütern aufgetreten sind. Allerdings wird der Anstieg der Löhne in den USA weiter anhalten. Es ist jedoch noch zu früh, um zu dem Schluss zu kommen, dass die Inflationsfrage die Fed und die Anleger nicht erneut in Unruhe versetzen wird.

### EINE UNGLÜCKLICHE ERFAHRUNG

Das quantitative Tightening, das die Fed ankündigt, dieses Jahr in einigen Monaten einzuführen, ist keine gute Nachricht. Denn aus der Sicht der Zentralbank, die feststellt, dass es zu viel

## Government bond yields have moved towards the Fed's dot plot but are still slightly below



Liquidität gibt und die finanziellen Bedingungen weiterhin sehr akkommodierend sind, ist der Wunsch verständlich, die Zinsen nicht zu abrupt zu straffen und andere „einfache“ Instrumente zu nutzen, um die geldpolitische Straffung zu beschleunigen. Doch wie die Fed selbst im Protokoll ihres letzten geldpolitischen Ausschusses feststellt, sind die Auswirkungen einer Zinserhöhung besser zu kontrollieren als das quantitative Tightening. Es sei daran erinnert, dass die einzige Erfahrung in diesem Bereich (Ende 2017 - Mitte 2019) im vierten Quartal 2018 zu einen Börsencrash vor dem Hintergrund eines weltweiten Liquiditätsrückgangs und einer Krise am Repo-Markt<sup>2</sup> im Jahr 2019 führte. Alle Daten und Umfragen ließen die Fed damals jedoch glauben, dass es reichlich Liquidität gab: Der Prozess war schlecht gesteuert. Und abgesehen von einigen neuen technischen Vorkehrungen, die die Liquiditätssteuerung verbessern, gibt es keine Anzeichen dafür, dass der Prozess heute besser beherrscht wird.

Die Korrektur am US-Markt begann zwar mit der Veröffentlichung der letzten Protokolle der Federal Reserve, in denen die Möglichkeit eines quantitative Tightening in diesem Jahr angedeutet wurde, es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Märkte trotz dieses Abwärtstrends, die Auswirkungen einer Liquiditätsunterdeckung vollständig eingepreist haben. Die ausgezeichnete Widerstandsfähigkeit des US-Kreditmarktes in dieser Korrektur passt nicht zur Aussicht auf einen Rückgang der Liquidität, da die Spreads von Unternehmensanleihen besonders empfindlich auf dieses Phänomen reagieren. 2018 litten die Spreads schon sehr früh, schon vor den Aktienmärkten, unter dieser geldpolitischen Maßnahme. Anders ausgedrückt bleibt das quantitative Tightening unserer Meinung nach ein Risikofaktor, der genau beobachtet werden sollte.

### SPANNUNGEN IN DER UKRAINE WECKEN SORGEN

Die Krise in der Ukraine bringt die Risikoprämien mit den zunehmend schärfer werdenden amerikanischen und englischen Reden über die unmittelbare Invasion zum

steigen. Unter den vielen Fragen, die im Falle massiver Sanktionen gegen Russland gestellt werden, stellt sich für Anleger die Frage nach der Energieabhängigkeit Europas von Russland in einen Kontext, in dem die Versorgung und die Preise bereits sehr instabil sind.

### DIE AKTIENMÄRKTE WERDEN IHREN AUFWÄRTSTREND WOHL FORTSETZEN.

Vor diesem Hintergrund behalten wir unseren Exposure an den Aktienmärkten aufrecht, da wir davon ausgehen, dass viele schlechte Nachrichten bereits eingepreist wurden. Wir hatten vor einigen Wochen verlauten lassen, dass wir einen Anstieg der Volatilität im Zusammenhang mit der Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik erwarten, die Aktienmärkte jedoch an starkem Wachstum weiter zunehmen dürften, zumal die Erwartungen an die Gewinnerhöhungen relativ moderat sind. Jetzt, da einige große Länder die Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen planen und die Frage des Höhepunkts der Pandemie gestellt wird, sind wir von diesem Szenario noch mehr überzeugt. Wir sind jedoch nicht davon überzeugt, dass es schon an der Zeit ist, das Risiko in den Portfolios zu erhöhen.

Angesichts der Lockerungsmaßnahmen der chinesischen Wirtschaftspolitik und der Indikatoren, die eine leichte Erholung in China belegen, haben wir unseren Exposure in chinesische Aktien erhöht. Es handelt sich um eine taktische Strategie, da viele Unsicherheiten fortbestehen; insbesondere die Dauer der „Null-Covid“-Politik oder das Eindringen politischer Doktrinen in den Geschäftsverlauf. Wir sind jedoch der Ansicht, dass China, da es das einzige Land ist, das sich den Luxus einer Lockerung der Wirtschaftspolitik leisten kann, ein Diversifizierungspotenzial bietet. Demgegenüber reduzierten wir jedoch unseren Exposure in Investment-Grade-Anleihen<sup>3</sup> sowie am amerikanischen High-Yield-Markt<sup>4</sup>, da wir der Ansicht sind, dass der Markt für Unternehmensanleihen am empfindlichsten auf die Problematik des Rückgangs der globalen Liquidität reagieren wird.

	Our convictions*	Changes compared to the previous month
<b>ASSET CLASSES</b>		
Equities	=	→
Fixed Income	-	→
Cash	+	→
<b>EQUITIES</b>		
US	=	→
Europe (ex-UK)	=	→
UK	=	→
Japan	+	→
China	+	↑
Global Emerging	=	→
Convertibles	=	→
<b>SOVEREIGN BONDS</b>		
US	-	→
Euro Zone	-	↑
Emerging Markets	-	→
<b>CORPORATE BONDS</b>		
US Investment Grade	--	→
Euro Investment Grade	--	→
US High Yield	--	→
Euro High Yield	-	→

\*Range of investment committee ratings on the asset class/geographical zone (from -/- to +/+). Source: Edmond de Rothschild Asset Management (France). Ratings at 21/01/2022.

1. Indikator für die Volatilität des US-Finanzmarktes.
2. Sale and Repurchase Agreement: Ein Geschäft, bei dem beide Parteien gleichzeitig zwei Transaktionen vereinbaren, nämlich den Verkauf von Wertpapieren am Kassamarkt und den anschließenden Rückkauf am Terminmarkt zu einem im Voraus vereinbarten Zeitpunkt und Preis.
3. Mit „Investment-Grade-Wertpapiere“ werden Anleihen bezeichnet, die von Unternehmen mit sehr geringem (fast vollständige Rückzahlungssicherheit) bis mittlerem Zahlungsausfallrisiko ausgegeben werden. Dies entspricht einem Rating von AAA bis BBB- (Standard & Poor's).
4. High Yield-Papiere sind Unternehmensanleihen mit einem höheren Ausfallrisiko als bei Investment-Grade-Anleihen (oder der Kategorie „Investment“), die im Gegenzug einen höheren Kupon bieten.



## NICHT VERGESSEN

Es ist zu früh, um das Risiko in den Portfolios zu erhöhen

Wir erhöhen unseren Exposure in chinesische Aktien

Wir reduzieren unseren Exposure in Investment-Grade-Unternehmensanleihen sowie am US-High-Yield-Markt

RECHTLICHE HINWEISE: 28/01/2022. 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 Tätigkeit 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 Wertpapiere 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, 75401 Paris Cedex 08

11.033.769 - AMF Zulassungsnummer GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

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