



ELLWANGER.GEIGER

PRIVATBANKHAUS SEIT 1912

Kapital & Märkte

Kampf der Systeme

In der ersten Rede nach dem russischen Überfall auf die Ukraine am 24. Februar 2022 sprach Bundeskanzler Scholz von einer „Zeitenwende“. Dies war vor allem auf die neue, veränderte militärische Sicherheitslage und den immensen Aufwand gemünzt, der zukünftig betrieben werden muss, um die Bundeswehr in die Lage zu versetzen, einerseits ihre Landesverteidigungsaufgabe aber auch andererseits die NATO-Verpflichtungen umfänglich erfüllen zu können.

Monate nach dem Datum dieser Zäsur wird immer klarer, dass der Begriff der „Zeitenwende“ auch weltwirtschaftlich anzuwenden ist. Längst nicht alle Staaten der Welt beteiligen sich an den westlichen Sanktionen gegenüber Russland. Wichtige Protagonisten wie China üben sogar den Schulterschluss mit dem russischen Aggressor. Insgesamt werden derzeit ca. 50% der Weltbevölkerung von Demokratien regiert - die anderen 50% leben in autokratisch geführten Regimen. Die nähere Zukunft wird entscheiden, welches Gesellschaftsmodell die Oberhand gewinnen wird. Auf dem G7-Gipfel bemühten sich die sieben führenden westlichen Industrienationen bereits um große demokratisch geführte

Demokratie versus Autokratie

Nationen wie Indien, Indonesien oder Argentinien. Acht der Zehn größten Volkswirtschaften zählen zum „Westen“ und erwirtschaften (noch) ca. zwei Drittel der Weltwirtschaftsleistung. Doch die autokratisch geführten Volkswirtschaften, allen voran China, holen auf.

Die Weltwirtschaft erlebt derzeit einen epochalen Wandel. Die Globalisierung, die vor allem von China und den USA vorangetrieben worden ist, zu deflationären Tendenzen geführt hat, aber auch eine riesige Wohlstandsmehrung verursacht hat, ist in ihrer alten Form Geschichte. Weltweite Lieferketten werden wieder zunehmend regionalisiert und wichtige Güter wie Halbleiter oder Pharmaprodukte sollen zukünftig wieder in den USA und Europa produziert werden. Dies wird

die Kosten erhöhen und weiteren Inflationsdruck erzeugen. Aber es bedeutet auch, dass immense Investitionen anstehen und für Wirtschaftswachstum sorgen werden. Diese Investitionen will die EU jedoch auch in Schwellen- und Entwicklungsländern durchführen und mittels des geplanten Projekts „Global Gateway“, in Konkurrenz zum seit Jahren von China geführten „Seidenstraßen-Projekt“ treten. Die sich abzeichnende Knappheit von Rohstoffen und Ressourcen, nicht zuletzt im Bereich der E-Mobilität und erneuerbarer Energien zum Kampf gegen den Klimawandel, verdeutlicht die Notwendigkeit, in diesen weltweiten Wettlauf einzusteigen.

**ABONNIEREN SIE
KAPITAL & MÄRKTE**

WWW.PRIVATBANK.DE/NEWS





Anleihen

Das zweite Quartal war insbesondere für Anleihenbesitzer ein Quartal der Grausamkeiten. Ein Ausverkauf an den internationalen Rentenmärkten jagte den nächsten und die Renditen der langfristigen Anleihenrenditen stiegen in zum Jahresanfang nicht für möglich gehaltene Höhen. Ende 2021 lag die 10-Jährige Bundesanleihenrendite noch im negativen Bereich. Erst kürzlich erreichte sie die Marke von 1,75%. Die Rendite des 10-jährigen US-Treasuries übersprang mühelos die 3%-Marke und der Anstieg der italienischen 10-Jahresanleihe auf über 4% weckte ungute Erinnerungen an überwunden geglaubte Finanzkrisenzeiten. Hauptgrund waren erneut höher als erwartet ausgefallene Inflationsraten sowohl in den USA als auch Europa. Die jeweiligen Zentralbanken können noch zu stärkeren und schnelleren Zinserhöhungen gezwungen werden als sowieso schon befürchtet. Zwei Prozent Zinsanstieg in wenigen Monaten mag Investoren, die verzweifelt nach Anlagemöglichkeiten suchen, erfreuen, aber Anleihenbesitzer sehen sich aufgrund der Zinsbewegungen massiven Kursverlusten ausgesetzt. Je länger die

durchschnittliche Laufzeit der gehaltenen Anleihenbestände ist, desto höher sind die zu verzeichnenden Verluste.

Innerhalb der Ellwanger.Geiger Anleihen-Strategie wurden diese Verluste durch die traditionell kurz gehaltene mittlere Laufzeitenstruktur (Duration) abgemildert. Aber die Anleiheninvestoren wurden nicht nur durch die Zinsanstiege geschockt. Die allgemeine Risikoaversion aufgrund der vielfältigen Belastungen der Weltwirtschaft führte zu Einbrüchen in den Unternehmens- und High-Yield-Segmenten, die Teile der letztjährigen Gewinne ausradieren. Inzwischen sind die eingetretenen Kursverluste so ausgeprägt, dass insbesondere in Schwellen- und Entwicklungsländern so hohe Renditen bei attraktivem Währungsniveau gezahlt werden, dass ein Engagement in diesen Bereichen interessant erscheint bzw. Aufstockungen in Erwägung gezogen werden können. Eine Beruhigung an den Anleihemärkten dürfte jedoch erst eintreten, wenn sich die Inflationsraten nicht nur von ihren Höchstständen entfernen, sondern auch infolge rezessiver Tendenzen deutlich sinken. Dies erwarten wir für Ende des Jahres 2022 bzw. Anfang 2023.

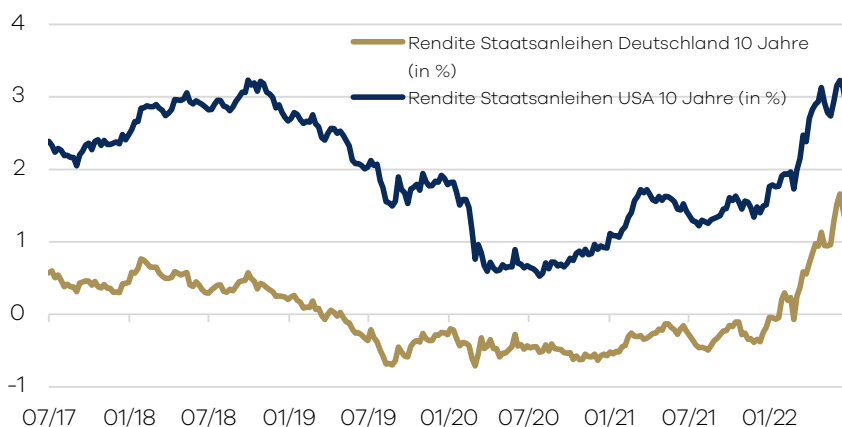


Abb. 1 Vergleich Rendite 10-Jahres Bund und 10-Jahres-Treasury
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

KAPITAL HIGHLIGHTS

Bewertungskennzahlen

Wie entscheiden Profis, welche Aktien in ein Portfolio aufgenommen werden oder nicht? „Investiere nur in eine Aktie, deren Geschäft Du auch verstehst“ ist eine Weisheit, die die altgediente Investoren-Legende Warren Buffet formuliert hat. Zusätzlich sollten finanzmathematische Kennzahlen betrachtet werden, um innerhalb eines systematischen Ansatzes zu Investment-Entscheidungen zu gelangen. Insbesondere werden hier Ertrags- und Unternehmensbewertungskennzahlen verwendet. Am gebräuchlichsten ist hierbei das „KGV“ (Kurs-Gewinn-Verhältnis) mit dem die Gewinnsituation von Unternehmen und Märkten vergleichbar gemacht werden. Auch das Kurs-Buch-Verhältnis, mit dem der Vergleich auf eine breitere Basis gestellt wird sowie Eigenkapitalrendite, Umsatzrentabilität, Verschuldungsquote sind Beispiele einer Vielzahl von Kennzahlen, die zur Auswahl von Aktieninvestments verwendet werden können.

AKTUELLES FINDEN SIE UNTER

WWW.PRIVATBANK.DE/NEWS





Aktien

Es ist etwas mehr als zwei Jahre her, als das Auftreten der weltweiten Covid-19-Pandemie für schockartige Zustände an den Börsen und einen über 40%-igen Crash sorgte. Vom Tiefpunkt der Kurse am 23. März 2020 setzten die internationalen Aktienmärkte zu einer fulminanten Aufholbewegung an, die mehrheitlich sogar zu neuen Rekordständen führten. Nun ist die mehr als zwei Jahre dauernde „Bullenmarkt“-Phase zu Ende gegangen. Die US-Leitindizes S&P 500 und Nasdaq 100 verloren von ihren Spitzen mehr als 20%. Allgemein wird dies als Definition zum Eintritt in einen „Bärenmarkt“ verstanden.

Aktien aus speziellen Bereichen, wie Technologie, dem Gesundheitswesen oder dem Umwelt-Bereich korrigierten sogar in noch weit höherem Maße. Dies waren allerdings auch jene Aktienmarktsegmente, die sich in den vergangenen Jahren eines großen Investoreninteresses erfreuten und markante Kurssteigerungen aufwiesen. Trotz der hervorragenden Gewinnsituationen und -steigerungen bei den Unternehmen führte dies zu sehr hohen Aktienbewertungen im historischen Vergleich. Wie so oft in Phasen langer Kursanstiege gewöhnten sich die Investoren an diese hohen Bewertungen und fanden viele Begründungen, weshalb im Vergleich zu früheren Zeiten heute höhere Aktienbewertungen gerechtfertigt sein könnten. Doch einmal mehr zeigte es sich auch dieses Mal, dass unvorhergesehene Ereignisse und Umstände für Ernüchterung sorgen. In diesem Fall war es das Ansteigen der Inflationsraten bereits gegen Jahresende 2021 aufgrund unterschiedlicher Probleme in den internationalen Lieferketten und gestiegenen Trans-

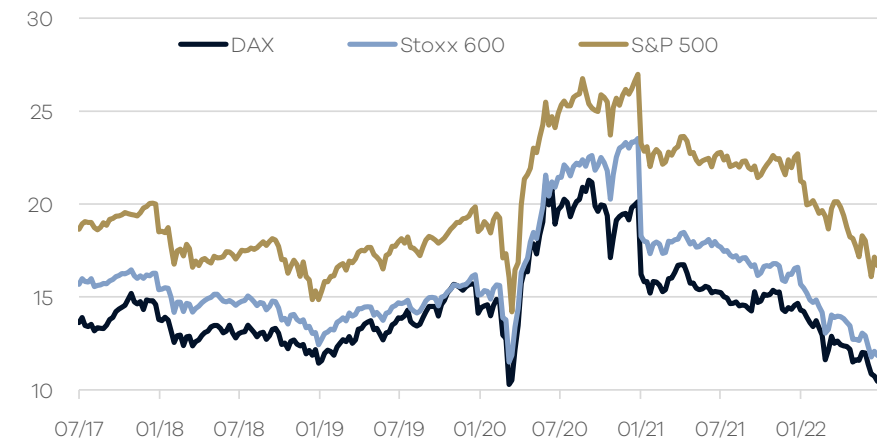


Abb. 2 Entwicklung Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX, Stoxx 600 und S&P 500 im Vergleich
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

port- bzw. Energie- und Rohstoffkosten, die den Beginn der Unsicherheitsphase markierten. Der völlig unerwartete Beginn des Ukraine-Kriegs durch den russischen Überfall verschärfte diese Situation markant. In der Folge mussten die Zentralbanken erkennen, dass die Inflation kein vorübergehendes Phänomen ist, sondern nie erwartete Höhen erklommen hat und wohl ein längerfristiges Problem darstellen wird. Die dadurch notwendig gewordene härtere Gangart der Zentralbanken lässt nun das jahrelang sprudelnde Geld-Füllhorn versiegen, welches die Aktienmärkte befeuert und unterstützt hat.

Üblicherweise wird die Bewertung von Aktien über das „Kurs-Gewinn-Verhältnis“ betrachtet und gemessen. Im langfristigen Durchschnitt beträgt dies z.B. für den US-Index S&P 500 ca. 15. Der S&P 500 schraubte sich in den vergangenen zwei Jahre auf ein KGV-Niveau von knapp 24 und korrigierte nun wieder auf ein Niveau knapp über den langfristigen Durchschnitt. Relevant sind bei dieser Betrachtung vor allem die Unternehmensgewinne. Diese geraten aktuell jenseits und diesseits des Atlantik stark unter Druck. Stark steigende Energie-, Rohstoff- und Transport-Kosten, massive

Knappheiten in diesen Bereichen und bei vielen Vorprodukten, wie z.B. Halbleiterschips und zusätzlich steigende Personalkosten aufgrund eines teils drastischen Personalmangels und inflationsausgleichenden Gewerkschafts-Lohnforderungen führen zu einer Erzeugerpreis-Inflation, die so hoch ist wie seit 1949 nicht mehr. Einige Unternehmen können den Großteil dieser Preissteigerungen an die Verbraucher weitergeben, aber längst nicht alle.

Sowohl in Europa als auch in den USA brechen die Konsumstimmungsindikatoren aufgrund der exorbitant hohen Inflationsraten ein, was die Preisüberwälzungsmacht der Unternehmen beschränkt. Sinkende Margen und Gewinne sind die Folge. Besserung ist hier erst in Sicht, wenn sich die Lieferketten-Problematiken, die sich aus den Lockdown-Maßnahmen in China (geschlossene Häfen und Produktionsanlagen) auflösen und sich die Inflationsraten ermäßigen. Obwohl wir damit im Verlauf des zweiten Halbjahrs rechnen, halten wir an unserer eher defensiven Ausrichtung unserer Aktienstrategie und höheren Cash-Quote (aktuell ca. 14%) fest.





Krypto-Crash

Die Erfolgsstory vieler Krypto-Währungen fand im zweiten Quartal 2022 ein jähes Ende. Der bekannteste Vertreter dieser neuen Anlagemedien – der Bitcoin beschleunigte seine vor Monaten aufgenommene Talfahrt und rutschte mit einem Minus von 56% unter einen Preis

von 20.000 \$ (Höchststand > 70.000\$). Die zweitbekannteste Krypto-Währung Ethereum verlor sogar 70% an Wert. Der gesamte Markt für Digitalwährungen fiel von über 3 Billionen (3.000 Mrd. \$) auf ca. 960 Mrd. \$ zurück.

Hauptauslöser dieser Turbulenzen war der Crash des sogenannten Stablecoins (digitale Währung, die an einen „stabilen“ Reservewert wie den US-Dollar gekoppelt ist) „TerraUSD“. Als sichtbar wurde,

dass dem wohl nicht so war, implodierte das virtuelle Gebilde in kürzester Zeit. Diese Kurseinbrüche belasten auch die in den letzten Jahren aufgebauten Krypto-Börsen und Digital-Projekte, deren Geschäftsmodelle sich nun bei den ermässigten Werten und dadurch sinkenden Provisionen nicht mehr lohnen. Der Kurs der US-amerikanischen Krypto-Börse „Coinbase“ brach um 80% ein und viele Fintechs müssen mit umfangreichem Personalabbau reagieren. Einige Digital-Asset-Dienstleister wie Celsius Network, die 2 Millionen Kunden mit einem Volumen von 12 Mrd. \$ betreuen und auf das Verleihen von Krypto-Währungen spezialisiert waren, sind von der Insolvenz bedroht.

Der Vertrauensverlust ist enorm und die in Krypto-Währungen gehegten Hoffnungen, als Inflationsschutz oder Alternative zu den normalen FIAT-Währungen (von Zentralbank ausgegebenem Geld, wie Euro oder USD) zu dienen, dürften erst einmal hinfällig sein. So wird den Projekten der etablierten Zentralbanken, wie der EZB und der Fed, einen digitalen Euro bzw. USD zu kreieren, wieder mehr Aufmerksamkeit zuteil werden. Diese werden allerdings noch einige Jahre benötigen, bevor sie zur Marktreife gelangen.

Marktentwicklung

WERTENTWICKLUNG	ytd	1 Jahr	5 Jahre
MSCI World USD AC	-20,94%	-17,11%	28,31%
Stoxx 50	-9,65%	-1,78%	10,50%
DAX	-19,52%	-17,69%	3,72%
Dow Jones 50 USD	-15,31%	-10,80%	44,15%
Nasdaq	-29,51%	-20,96%	103,72%
Nikkei 225 JPY	-8,33%	-8,33%	31,74%
Hang Seng	-6,57%	-24,17%	-15,16%
Shanghai Composite	-6,63%	-5,36%	6,46%
MSCI Emerging Markets USD	-18,78%	-27,20%	-1,00%
EUR/USD	-7,79%	-11,59%	-8,24%
Ölpreis/ Brent USD	48,52%	53,14%	138,52%
Gold USD	-1,20%	2,10%	45,56%
Gold EUR	7,15%	15,47%	58,66%
RENDITE ZU STICHTAGEN	30.06.2022	30.06.2021	30.06.2017
Bundesanleihe 10J.	1,336%	-0,207%	0,466%
USD-Staatsanleihe 10J.	3,0129%	1,468%	2,3037%

Quelle: Bloomberg Stand 30.06.2022

Impressum, Wichtige Hinweise

KONTAKT

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER AG

Michael Beck

Leiter Asset Management /Redaktion

michael.beck@privatbank.de

www.privatbank.de/news

Ausgabe Jun/Jul 2022

Amtsgericht Stuttgart, HRB 766641

Vorstand: Dr. Volker Gerstenmaier, Harald Brenner

Aufsichtsratsvorsitzender: Lars Hille

HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Bei den Performancedarstellungen handelt es sich um die Betrachtung früherer Wertentwicklungen. Diese Angaben, Vergleiche und Betrachtungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Trotz eines erfahrenen Portfoliomanagements mit umfassendem und aktivem Managementansatz lassen sich auch bei breiter Streuung insbesondere die Risiken von Kursschwankungen, die Länder- und Bonitätsrisiken der Emittenten sowie Währungsrisiken nicht ausschließen. Auch ein bisher bewährter Analyseansatz garantiert keine zukünftigen Anlageerfolge. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden

