

INVESTMENT COMPASS

II. QUARTAL 2022

DAS INVESTMENTRESEARCH DER SPARKASSE



SPARKASSE
CASSA DI RISPARMIO



Inflation auf dem höchsten Stand seit Jahrzehnten, Zinsen auf Rekordtiefs

Der Inflationsanstieg setzt sich fort. In der Eurozone kletterte die Teuerungsrate zuletzt auf den höchsten Stand seit Beginn der Datenreihe (und somit seit mindestens 1997), in den USA hingegen auf ein 40-Jahres-Hoch. Die Ursachen sind jedoch zum Teil unterschiedlich. In der Eurozone ist die

hohe Inflation vor allem Angebotsengpässen und insbesondere den stark gestiegenen Energiepreisen geschuldet, welche wiederum auch auf den Krieg in der Ukraine und die Angst vor Lieferausfällen von Gas aus Russland zurückzuführen sind. Das Lohnwachstum hingegen ist in der Eurozone aktuell noch insgesamt verhalten, im Unterschied zu den USA.

Die Vergangenheit zeigt, dass sich der vor allem von Angebotsengpässen ausgehende Inflationsdruck mit einer Straffung der Geldpolitik nicht wirksam bekämpfen lässt. Dies erklärt auch das vorsichtiger Vorgehen der Europäischen Zentralbank (EZB). Diese beschränkt sich momentan darauf, ihr Wertpapierankaufprogramm zu drosseln. Nachdem aber eine Einstellung der Nettoankäufe von Vermögenswerten Voraussetzung für eine Leitzinswende ist, ist damit wohl erst gegen Jahresende zu rechnen. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat hingegen bereits im März die Leitzinswende mit einer Zinserhöhung von 25 Basispunkten (0,25%) eingeleitet, und sechs weitere Zinsschritte binnen Jahresende in Aussicht gestellt. Zuletzt haben sich sogar mehrere Vertreter der Fed für Zinserhöhungen von 50 Basispunkten auch aufeinander folgenden Sitzungen des Federal Open Market Committee

(FOMC) ausgesprochen. Die Marktteilnehmer an den Futures-Märkten gehen für Ende 2022 von einem Zinssatz auf die Fed Funds von 2,5% aus. Aktuell liegt er hingegen bei 0,375%. Die Rendite der US-Treasuries ist daher bereits stark gestiegen, für die Laufzeit von zwei Jahren auf knapp 2,5% (ca. +175 Basispunkte seit Jahresbeginn). Dies hat kurzzeitig sogar zu einer inversen Renditekurve geführt. Davon spricht man, wenn die Rendite für kurze Laufzeiten höher als jene für lange Laufzeiten ist. In den vergangenen 50 Jahren ist auf eine inverse Renditekurve nach ein bis zwei Jahren immer eine Rezession gefolgt.

Welche Schlussfolgerungen lassen sich daraus für die Vermögensaufteilung ziehen?

Auf Grund der aktuell hohen Inflationsraten sind viele Anlageklassen uninteressant. Dies gilt vor allem für Anleihen von Emittenten bester Bonität wie Staaten oder Unternehmen mit Investment-Grade-Rating. Auch die Liquidität läuft aber Gefahr eines hohen Kaufkraftverlusts, sofern sie nicht für einen schrittweisen Ausbau der Position in riskantere Anlageklassen wie Aktien oder, im Bereich der Anleihen, Hochzinsanleihen und/oder in harter Währung begebene Staatsanleihen von Schwellenländern verwendet wird. Da Aktien einen Sachwert darstellen, sollten sie in einem Umfeld hoher Inflation auf mittlere Sicht besser vor einem Kaufkraftverlust schützen, sofern man nicht von einer Stagflation (darunter versteht man eine Stagnation der Wirtschaftstätigkeit bei gleichzeitig hoher Inflation) oder sogar einer Rezession ausgeht. Nachdem auch in den nächsten Monaten mit einer hohen Volatilität zu rechnen ist, sollte man eine schrittweise Erhöhung der Aktienquote im Zeitablauf in Betracht ziehen, vorzugsweise über Ansparpläne (PAC).

*Armin Weißenegger, Verantwortlicher der Direktion Finanzen und Treasury
Präsident des Investment- und Asset Allocation-Meetings*

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

WELTWIRTSCHAFT

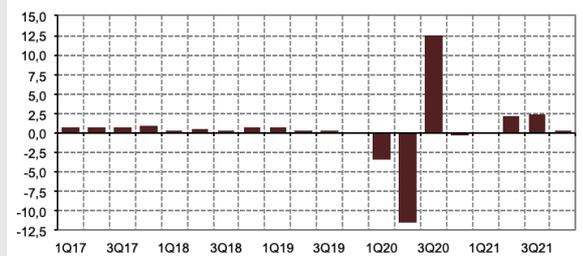
- Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im Schlussquartal 2021 abgeschwächt. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) stieg in den G20-Ländern (Gruppe der wichtigsten Industrie- und Schwellenländer) nur mehr um 1,4% zum Vorquartal, nach einem Plus von 1,9% im dritten Vierteljahr. Es überwiegen nun außerdem die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten. Dazu zählen vor allem der Krieg in der Ukraine, die Teuerung von Energie, die anhaltenden Angebotsengpässe und die Corona-Pandemie.
- Den jüngsten Umfrageergebnissen zufolge ist mit einer weiteren Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu rechnen. Wenngleich der globale Gesamteinkaufsmanagerindex im ersten Quartal 2022 einen Rückgang von 54,5 auf 52,4 Punkte verzeichnete, so bleibt er aber doch weiterhin deutlich über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.
- Der Inflationsanstieg setzt sich indessen fort. Er beruht nun aber nicht mehr nur auf den stark steigenden Energiepreisen.



EURORAUM

- Von Oktober bis Dezember kletterte die Wirtschaftsleistung nur um 0,3% zum Vorquartal, nach einem Plus von 2,3% im dritten Vierteljahr. Das BIP hat aber wieder den Stand erreicht, den es vor Ausbruch der Pandemie hatte. Die Bruttoanlageinvestitionen stiegen um 3,5% und die Ausgaben der öffentlichen Hand legten um 0,5% zu, während die privaten Konsumausgaben um 0,6% nachgaben. Unter den vier größten Euro-Ländern kletterte das BIP in Spanien um 2,2%, in Frankreich um 0,7% und in Italien um 0,6%, während es in Deutschland um 0,3% sank.
- Die jüngsten Konjunkturumfragen stehen im Einklang mit einer weiteren leichten Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit. Der Gesamteinkaufsmanagerindex sank im ersten Quartal 2022 nämlich von 54,3 auf 54,2 Punkte. Der Rückgang beruht auf einer Eintrübung sowohl im Dienstleistungssektor (auf 54,1 Punkte) als auch im verarbeitenden Gewerbe (auf 57,8 Punkte).
- Die Erholung am Arbeitsmarkt setzt sich fort. Im Februar sank die Arbeitslosenquote mit 6,8% auf den tiefsten Stand seit Beginn der Datenreihe. Im Dezember betrug sie noch 7,0%.
- Die Inflation markierte im März mit 7,5% ein neues Rekordhoch

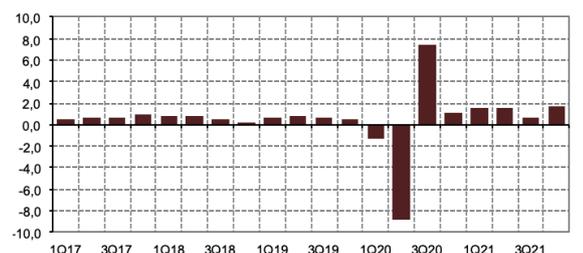
Euroraum: Bruttoinlandsprodukt
% gegen Vorquartal



USA

- Im vierten Quartal 2021 kletterte das BIP um 1,7% zum Vorquartal, nach einem Plus von nur 0,6% im dritten Vierteljahr.
- Die jüngsten Konjunkturumfragen sind zwar rückläufig, sie befinden sich aber insgesamt noch auf einem recht hohen Niveau und deuten somit auf ein anhaltend robustes Wachstum hin. Der vom ISM berechnete Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe sank im ersten Quartal 2022 nämlich von 60,1 auf 57,8 Punkte, während der Indikator für den Dienstleistungssektor von 65,8 auf 58,2 Zähler nachgab.
- Der Stellenaufbau fällt indessen nach wie vor überaus kräftig aus. Im Zeitraum Januar bis März kletterte die Anzahl der Beschäftigten um 1,685 Millionen, nachdem sie im Schlussquartal 2021 sogar um 1,912 Millionen zugelegt hatte. Die Arbeitslosenquote beläuft sich hingegen im März auf 3,6%. Ein niedrigerer Stand wurde zuletzt im Februar 2020 erzielt.
- Die Inflation erreichte im Februar mit 7,9% ein 40-Jahres-Hoch.

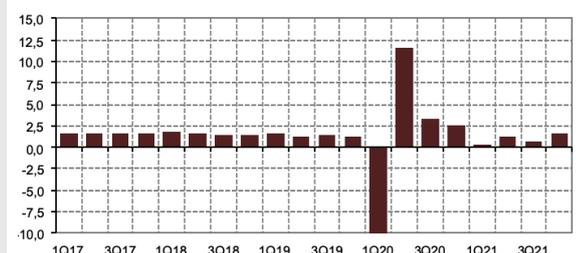
USA: Bruttoinlandsprodukt
% gegen Vorquartal



CHINA

- Das Wirtschaftswachstum hat im Schlussquartal 2021 deutlich an Fahrt aufgenommen. Das BIP kletterte um 1,6% zum Vorquartal, nach einem Plus von nur 0,7% im dritten Vierteljahr. 2021 betrug das Wachstum hingegen 8,1%, während die chinesische Regierung für heuer ein Plus von 5,5% erwartet.
- Das Aufkommen der ansteckenderen Omikron-Variante geht mit kurzfristigen Wachstumsrisiken einher. Die Null-Covid-Strategie könnte zu noch deutlich strengeren Eindämmungsmaßnahmen führen, was die Konjunktur weiter belasten würde.
- Enttäuschende Signale kommen indessen von den jüngsten Umfrageergebnissen. Der offizielle Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe verharrte im ersten Quartal 2022 unverändert auf 49,9 Punkten, während der Indikator für den Dienstleistungssektor von 51,6 auf 49,2 Zähler sank.
- Im Februar blieb die Inflation mit unverändert 0,9% auf dem tiefsten Stand seit September, nachdem sie im November mit 2,3% auf den höchsten Wert seit August 2020 geklettert war.

China: Bruttoinlandsprodukt
% gegen Vorquartal



FINANZMÄRKTE

INTERNATIONALE MÄRKTE

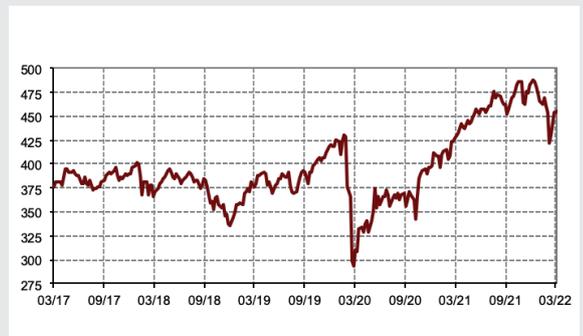


- Im ersten Quartal 2022 wurde der Aufwärtstrend an den wichtigsten Börsen abrupt gestoppt, nachdem diese noch um den Jahreswechsel neue Rekord- bzw. Mehrjahreshochs markiert hatten. Der MSCI World-Index sank in lokaler Währung um 5,0% und verzeichnete damit den ersten Rückgang seit dem ersten Quartal 2020. Zu Beginn des Berichtszeitraums hat sich vor allem der starke Renditeanstieg an den globalen Anleihemärkten negativ auf Wachstumsaktien sowie Aktien mit hohen Bewertungen ausgewirkt, während ab dem 24. Februar der Einmarsch Russlands in die Ukraine in den Mittelpunkt rückte.
- Von Januar bis März sind die Renditen der Staatsanleihen der Euroländer und der USA stark gestiegen. Steigende Inflationsraten haben dazu geführt, dass Marktteilnehmer in zunehmendem Maße eine Strafbung der Geldpolitik rund um den Globus (und insbesondere in den USA) eingepreist haben. Negativ wirkte sich aber auch die Einstellung der Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) durch die EZB aus.

AKTIENMÄRKTE

- Der europäische Aktienindex STOXX Europe 600 beendete den Berichtszeitraum mit einem Minus von 6,5%, nachdem er zuvor aber kurzzeitig sogar bis zu 15% eingebüßt hatte. Betrachtet man die Entwicklung der sektoralen Teilindizes, so sticht vor allem die negative Performance des Einzelhandelssektors (-27,8%), aber auch der Technologie- (-16,9%) und Konsumgüterunternehmen (-15,8%) ins Auge. Deutlich zulegen konnten hingegen der Rohstoff- (+18,3%) und Energiesektor (+14,1%) vor dem Hintergrund steigender Rohstoffpreise. Betrachtet man andererseits die Entwicklung der wichtigsten Börsenplätze, so ist das Minus in Frankfurt (-9,3%), Amsterdam (-9,2%), Mailand (-8,8%) und Paris (-6,9%) hervorzuheben, während London um 1,8% zulegen konnte.
- Deutlich besser entwickelte sich die Wall Street, da das Leitbarometer S&P 500 nur ein Minus von 4,9% verzeichnete.
- Der MSCI Emerging Markets-Index, der die Entwicklung der Aktienmärkte in den Schwellenländern widerspiegelt, sank hingegen in lokaler Währung um 6,5%.

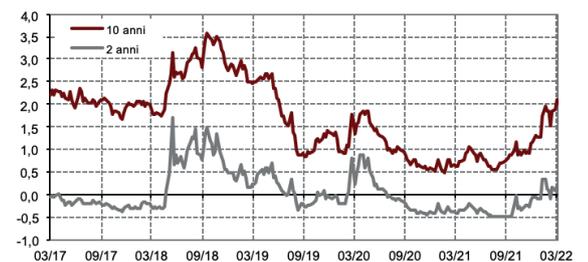
Europa: STOXX Europe 600



GELD- & ANLEIHEMÄRKTE

- Der EZB-Rat hat auf der Sitzung vom 9. März eine schnellere Verringerung der Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) angekündigt und somit die Voraussetzungen für eine Leitzinswende gegen Jahresende geschaffen. Gleichzeitig bestätigte der EZB-Rat die Einstellung der Nettoankäufe im Rahmen des PEPP mit Ende März.
- Die Rendite von zehnjährigen italienischen Staatsanleihen (BTP) beendete den Berichtszeitraum mit einem Anstieg von 87 Basispunkten (BP) auf 2,04%, nachdem sie kurzfristig mit 2,26% auf den höchsten Stand seit April 2020 geklettert war. Die Rendite von zehnjährigen deutschen Bundesanleihen beträgt Ende März hingegen 0,55% (+73 BP) und befindet sich erstmals seit Mai 2019 über Null. Der Spread zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen stieg somit auf 149 BP (+14 BP).

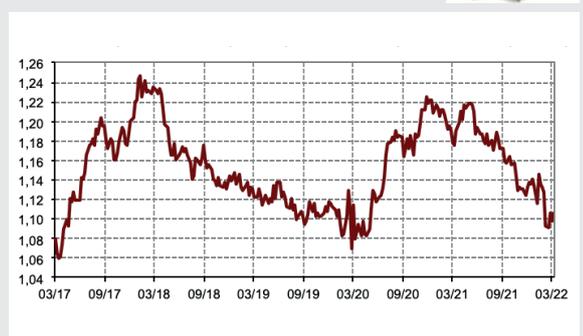
Italien: Renditen BTP 2 und 10 Jahre



WÄHRUNGS- & ROHSTOFFMÄRKTE

- Vor dem Hintergrund einer geringeren Risikobereitschaft und einer Eintrübung des Wirtschaftsausblicks für die Eurozone verlor der Euro gegenüber den wichtigsten Währungen weiter an Boden. Die Gemeinschaftswährung sank kurzfristig bis auf ca. 1,08 US-Dollar, und somit auf den tiefsten Stand seit Mai 2020, beendete den Berichtszeitraum dann aber bei 1,1067 US-Dollar (-2,7%). Schwächer zeigte sich der Euro auch gegenüber dem chinesischen Renminbi (-2,9%) und dem Schweizer Franken (-1,6%), deutlich stärker hingegen gegenüber dem Yen (+2,9%).
- Der Preis für Erdöl der Nordseesorte Brent beendete den Berichtszeitraum mit einem Plus von 38,7% auf 107,91 US-Dollar je Barrel, nachdem er aber Anfang März vorübergehend bis auf 139,13 US-Dollar je Barrel und somit auf den höchsten Stand seit Juli 2008 geklettert war. Vor allem die Unsicherheit bezüglich eventueller Lieferausfälle aus Russland haben den Erdölnotierungen Auftrieb verliehen. Der Goldpreis stieg hingegen kurzfristig bis auf 2.070 US-Dollar je Feinunze, beendete den Berichtszeitraum dann aber auf einem deutlich niedrigeren Niveau, auf 1.937 US-Dollar (+5,9%).

EUR/USD



ERWARTUNGEN



- Der Krieg in der Ukraine hat zu einer hohen Unsicherheit geführt. Die OECD hat daher vorerst keine neuen Wachstumsprognosen veröffentlicht. Sollten aber die Verwerfungen an den Rohstoff- und Finanzmärkten, die in den ersten zwei Wochen des Einmarsch Russlands in die Ukraine beobachtet wurden, mindestens ein Jahr lang anhalten, so könnte das Wachstum der Weltwirtschaft heuer um mehr als einen Prozentpunkt niedriger ausfallen. Im Dezember ging die OECD noch von einem Wachstum von 4,5% aus.
- Die Wirtschaftsleistung in der Eurozone wird heuer den jüngsten Projektionen der EZB zufolge im Basiszenario, das eine erste Einschätzung der Auswirkungen des Krieges in der Ukraine enthält, nur mehr um 3,7% und nicht um 4,2% wachsen.
- Im Laufe des heurigen Jahres wird die Geldpolitik in den wichtigsten Industrieländern weniger akkommodierend werden. Dies gilt vor allem für die USA. Die US-Notenbank hat im März die Leitzinswende eingeleitet und binnen Jahresende noch sechs weitere Zinsschritte in Aussicht gestellt. Die Europäische Zentralbank hingegen könnte gegen Jahresende die Zinsen erstmals anheben.

TREND *)

3 Monate 9 Monate

KOMMENTAR

ANLEIHEN

Instrument	Index	3 Monate	9 Monate	Kommentar
Staatsanleihen Eurozone	Bloomberg Euro-Aggregate Treasury Index	↘	↘	Die Rendite der Staatsanleihen der Euroländer befindet sich auch nach dem jüngsten deutlichen Anstieg auf einem niedrigen Niveau. Vor dem Hintergrund der hohen Inflation sowie der Reduzierung der Nettoanleihekäufe durch die EZB kann ein weiterer Renditeanstieg somit nicht ausgeschlossen werden. Die Eintrübung des Wirtschaftsausblicks und der Beginn der Normalisierung der Geldpolitik auch durch die EZB könnten sich hingegen negativ auf Unternehmensanleihen mit IG Rating und High Yield Bonds auswirken. Schwellenländeranleihen in harter Währung bleiben wiederum auf mittlere Sicht interessant. Ein weiterer Renditeanstieg der US-Treasuries könnte sie aber kurzfristig erneut belasten.
Corporate Investment Grade (IG) Euro	Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Index	↘	↘	
Corporate High Yield (HY) Euro	Bloomberg Euro High Yield Index	↘	↘	
Schwellenländer	Bloomberg EM Sovereign Index	↘	↘	

AKTIEN

Region	Index	3 Monate	9 Monate	Kommentar
Europa	STOXX Europe 600	→	→	Die Investoren konzentrieren sich zur Zeit vor allem auf die Entwicklung in der Ukraine. Wenngleich in den nächsten Monaten ein weiterer Kursrückgang an den Börsen nicht ausgeschlossen werden kann, so bleiben Aktien auf mittlere und lange Sicht so gut wie alternativlos. Das nach wie vor unbefriedigende Ertragsprofil bei weniger risikobehafteten Anlageformen und die Erwartung steigender Unternehmensgewinne dürften die Aktienkurse nämlich nach unten etwas absichern. Die Aktienkennzahlen entsprechen mittlerweile außerdem dem Median der letzten 15 Jahre, wenn man von der Wall Street einmal absieht. Obwohl die Geldpolitik schrittweise weniger akkommodierend wird, dürfte sie in der Eurozone und in Japan insgesamt noch lange locker bleiben.
USA	S&P 500	→	→	
Japan	Nikkei 225	→	↘	
Schwellenländer	MSCI EM (in €)	→	↘	

WÄHRUNGEN & ROHSTOFFE

Währung/Rohstoff	3 Monate	9 Monate	Kommentar
EUR/USD	↘	↘	Die Geldpolitik wird mit großer Wahrscheinlichkeit wohl auch in nächster Zeit die Entwicklung an den Devisenmärkten prägen. Die in Aussicht gestellten Zinserhöhungen in den USA könnten noch zu einem etwas stärkeren US-Dollar führen. Die Geldmärkte haben für heuer aber bereits 220 BP an Zinserhöhungen eingepreist. Der Renditeanstieg der US-Treasuries und der stärkere US-Dollar könnten sich negativ auf den Goldpreis auswirken, der jedoch noch durch den Krieg in der Ukraine sowie die hohe Inflation gestützt wird. Die starke Erholung der Ölnachfrage, mit der das Ölangebot auch auf Grund der nur langsamen Ausweitung der Ölförderung durch die OPEC+-Länder nicht Schritt halten kann, und die Sorge vor Lieferausfällen aus Russland sprechen für einen hohen Ölpreis.
EUR/JPY	→	→	
Gold (\$/Feinunze)	→	→	
Rohöl Sorte Brent (\$/Barrel)	→	→	

*) Die Markteinschätzung wurde vorwiegend auf Grundlage der technischen Analyse erstellt. Diese Prognosen sind jedoch kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Südtiroler Sparkasse AG

Abteilung Treasury

Michael Erlacher

Verantwortlicher Research

Redaktionsschluss: 6. April 2022; nächste Veröffentlichung Anfang/Mitte Juli 2022

DISCLAIMER:

Diese Veröffentlichung wurde von der Südtiroler Sparkasse AG verfasst. Die darin enthaltenen Angaben sind allgemein bekannt und stammen aus Quellen, die allgemein zugänglich sind. Das Dokument beruht auf Informationen, welche von Dritten stammen. Die Südtiroler Sparkasse erachtet diese als zuverlässig, übernimmt aber keine Gewähr für deren Vollständigkeit und Richtigkeit, da sie keine selbständige Überprüfung der Informationen vorgenommen hat. Hauptquelle für die Daten ist Bloomberg. Die Performance der Anlagen, sofern angegeben, bezieht sich auf die Vergangenheit. Die historischen Ergebnisse stellen keinen Indikator für die zukünftige Performance dar. Alle angeführten Angaben werden in gutem Glauben aufgrund der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren Informationen geliefert, können aber Änderungen, auch ohne Vorankündigung, zu jeglichem Zeitpunkt nach der Veröffentlichung unterliegen. Die Börseninformationen über Wertpapiere beinhalten in keiner Weise ein Urteil über die genannten Gesellschaften. Diese Veröffentlichung richtet sich an ein allgemeines Publikum und dient ausschließlich zum Zwecke der Information. Sie stellt weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Diese würden eine Analyse der spezifischen finanziellen Bedürfnisse des Kunden und seiner Risikoneigung erfordern. Jegliche Entscheidung ein Finanzgeschäft abzuschließen beruht somit ausschließlich auf dem eigenen Risiko der Adressaten der vorliegenden Publikation. Ein Haftungsanspruch aus der Nutzung der angeführten Informationen wird ausgeschlossen. Eine inhaltliche Verwertung der Publikation, zur Gänze oder auszugsweise, ist nur mit Quellenangabe der Südtiroler Sparkasse AG zulässig.