

INVESTMENT COMPASS

III. QUARTAL 2022

DAS INVESTMENTRESEARCH DER SPARKASSE



SPARKASSE
CASSA DI RISPARMIO



Paradigmenwechsel an den Finanzmärkten: von TINA zu TARA

Viele Jahre lang wurde die Entwicklung an den Börsen von TINA geprägt. TINA steht für „there is no alternative“. In einem Umfeld extrem niedriger und teilweise sogar negativer Anleiherenditen, auch für lange Laufzeiten sowie Emittenten schlechterer Bonität, fanden sich nämlich kaum Alternativen zu den riskanteren Aktien. Diese „versprachen“ nämlich noch auf mittlere Sicht, auch vor

dem Hintergrund steigender Unternehmensgewinne, interessante Renditen. Von 2015 bis Ende 2021 stiegen globale Aktien, gemessen am MSCI World Net Total Return Index in Euro, um 128% (12,5% auf Jahresbasis), Staatsanleihen der Euro-Länder (Bloomberg Euro Aggregate Treasury Total Return Index) hingegen um nicht einmal 15% (2,0% auf Jahresbasis). Im selben Zeitraum betrug die Inflation durchschnittlich aber auch nur 1,1%.

Das an den Finanzmärkten in den letzten Jahren vorherrschende Paradigma hat sich nun aber geändert. Dies ist vor allem auf den starken Anstieg der Inflation ab dem zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres zurückzuführen. Auslöser für diese Entwicklung waren mehrere Faktoren, unter anderem der starke Anstieg der Nachfrage nach dem Ende der Lockdowns, angebotsseitige Engpässe und die Teuerung von Energie. Im Februar hat der Angriff Russlands auf die Ukraine dann zu einem weiteren Anstieg von Energie- und Nahrungsmittelpreisen geführt. Die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer mussten somit von der Überzeugung, dass der starke Anstieg der Verbraucherpreise nur vorübergehender Natur sei, Abstand nehmen und die ultra-lockere Geldpolitik der vergangenen Jahre beenden. Nachdem die US-Notenbank Federal Reserve das Programm der quantitativen Lockerung (QE, Akronym für den englischen Ausdruck „quantitative easing“) eingestellt hat, also den Ankauf sowohl von Staatsanleihen als auch von mit Hypotheken besicherten Wertpapieren, wurde im März

die Leitzinswende eingeleitet. Seither sind die Zinsen schon um 150 Basispunkte (1,5%) gestiegen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hingegen dürfte auf der Ratssitzung vom 21. Juli die Zinsen das erste Mal seit Juli 2011 anheben.

Die Normalisierung der Geldpolitik hat im ersten Halbjahr zu starken Verlusten an den Anleihemärkten geführt. Staatsanleihen der Euroländer und in Euro begebene Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating (Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return Index) sind um circa 12% eingebrochen. Noch schlechter entwickelten sich aber sowohl in Euro begebene Hochzinsanleihen (Bloomberg Euro High Yield Total Return Index) als auch in harter Währung begebene Staatsanleihen der Schwellenländer (Bloomberg Emerging Markets Sovereign Total Return Index) mit Verlusten von mehr als 14% bzw. circa 20% (13% in Euro, da der US-Dollar gegenüber der Gemeinschaftswährung deutlich an Boden gewonnen hat). Um diese Entwicklung in einen historischen Kontext zu setzen: der US-Staatsanleihen-Markt hat das schlechteste erste Halbjahr seit 1788 verzeichnet! Der Kursrutsch der Anleihen hat zu einem starken Renditeanstieg geführt. Auf mittlere und lange Sicht ist diese nun für riskantere Anleihekategorien wie in Euro begebene Hochzinsanleihen sowie in harter Währung begebene Staatsanleihen der Schwellenländer mit 7,7% bzw. 7,9% bereits sehr interessant und befindet sich sowohl über dem 10-Jahres als auch dem 20-Jahres-Durchschnitt. Die Rendite der Staatsanleihen der Euroländer ist demgegenüber immer noch niedrig, sie markierte aber Ende Juni mit 1,75% immerhin den höchsten Stand seit Anfang 2014.

An den Finanzmärkten herrscht nun somit nicht mehr TINA sondern TARA. TARA steht für „there is a reasonable alternative“. Obwohl sich nun also wieder Alternativen zu den riskanteren Aktien finden, dürfen diese auf mittlere und lange Sicht und im Einklang mit dem entsprechenden Risikoprofil in einem über Assetklassen und Regionen breit diversifizierten Portfolio nicht fehlen.

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

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD



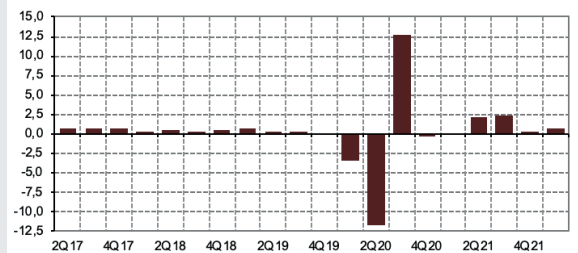
WELTWIRTSCHAFT

- Das Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich ab. Im ersten Quartal 2022 legte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den G20-Ländern (Gruppe der wichtigsten Industrie- und Schwellenländer) nur mehr um 0,7% zum Vorquartal zu, nach einem Plus von immerhin noch 1,3% im Schlussquartal 2021. Es überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten. Dazu zählen insbesondere die Normalisierung der Geldpolitik, der anhaltende Krieg in der Ukraine und angebotsseitige Engpässe.
- Den jüngsten Umfrageergebnissen zufolge ist mit einer weiteren Abschwächung des Wirtschaftswachstums zu rechnen. Im zweiten Quartal verzeichnete der globale Gesamteinkaufsmanagerindex nämlich einen Rückgang von 52,4 auf 52,0 Punkte. Er bleibt damit aber weiterhin über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.
- Der Inflationsanstieg setzt sich indessen insbesondere aufgrund der hohen Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln fort.

EURORAUM

- Von Januar bis März stieg die Wirtschaftsleistung um 0,6% zum Vorquartal, nach einem Plus von nur 0,2% im Schlussquartal 2021. Vom Außenhandel und von den Vorratsveränderungen gingen positive Wachstumsimpulse von 0,6% bzw. 0,4% aus, während sich der Beitrag der Binnennachfrage auf -0,4% belief. Unter den vier größten Euro-Ländern kletterte das BIP in Deutschland und Spanien jeweils um 0,2% und in Italien um 0,1%, während es in Frankreich um 0,2% schrumpfte.
- Die jüngsten Konjunkturumfragen stehen noch im Einklang mit einem anhaltenden Wachstum. Im zweiten Quartal verharrte nämlich der Gesamteinkaufsmanagerindex bei 54,2 Punkten. Einer deutlichen Eintrübung im verarbeitenden Gewerbe (-3,7 Punkte auf 54,1 Zähler) steht eine Aufhellung im Dienstleistungssektor gegenüber (+1,5 Punkte auf 55,6 Zähler).
- Die Erholung am Arbeitsmarkt setzt sich indessen fort. Im Mai sank die Arbeitslosenquote mit 6,6% auf ein neues Rekordtief seit Beginn der Datenreihe. Im März betrug sie noch 6,8%.
- Die Inflation markierte im Juni mit 8,6% ein neues Rekordhoch.

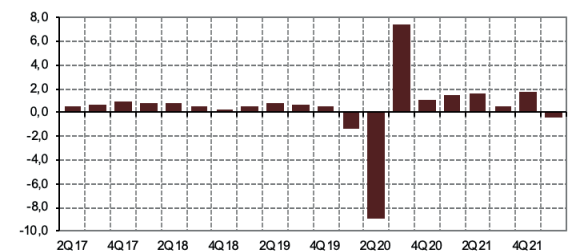
Euroraum: Bruttoinlandsprodukt
% gegen Vorquartal



USA

- Im ersten Quartal 2022 sank das BIP vor allem aufgrund des negativen Wachstumsimpulses vom Außenhandel um 0,4% zum Vorquartal (erster Rückgang seit dem vierten Quartal 2021), nach einem Plus von 1,7% im Schlussquartal 2021.
- Die jüngsten Konjunkturumfragen sind zwar rückläufig, sie befinden sich aber insgesamt noch auf einem ausgesprochen hohen Niveau und deuten somit auf eine Rückkehr zum Wachstum hin. Der vom ISM berechnete Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe sank im zweiten Quartal von 57,8 auf 54,8 Punkte, während der Indikator für den Dienstleistungssektor nur von 58,2 auf 56,1 Zähler nachgab.
- Der Stellenaufbau fällt nach wie vor sehr kräftig aus. Von April bis Juni stieg die Anzahl der Beschäftigten um 1,124 Millionen, nachdem sie im ersten Quartal 2022 sogar um 1,616 Millionen zugelegt hatte. Die Arbeitslosenquote befindet sich hingegen im Juni mit 3,6% auf dem tiefsten Stand seit Februar 2020.
- Die Inflation stieg im Mai mit 8,6% auf ein neues 40-Jahres-Hoch.

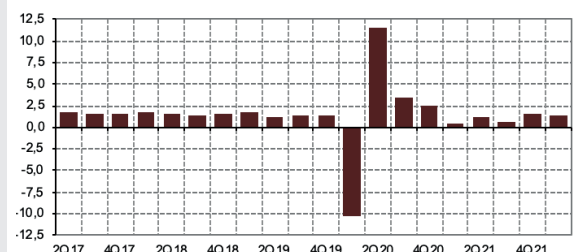
USA: Bruttoinlandsprodukt
% gegen Vorquartal



CHINA

- Das Wirtschaftswachstum zeigte sich im ersten Quartal 2022 trotz des stärksten Anstiegs der Corona-Neuinfektionen seit Beginn der Pandemie weiterhin robust. Das BIP legte um 1,3% zum Vorquartal zu, nach einem Plus von 1,5% im Schlussquartal 2021.
- Die Lockdowns, die im Zuge der Null-Covid-Strategie in vielen Städten verhängt wurden (unter anderem auch in Schanghai und Peking), dürften allerdings im zweiten Quartal auf die Konjunktur durchschlagen. Darauf deuten auch die jüngsten Umfrageergebnisse hin. Der offizielle Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor gab im zweiten Quartal von 49,2 auf 47,1 Zähler nach, während der Indikator für das verarbeitende Gewerbe nur von 49,9 auf 49,1 Punkte sank. Das Wachstumsziel der Regierung von 5,5% für 2022 ist wohl kaum mehr erreichbar.
- Nachdem die Inflation zwei Monate in Folge zugelegt hatte, verharrte sie im Mai mit 2,1% auf dem höchsten Stand seit November.

China: Bruttoinlandsprodukt
% gegen Vorquartal



FINANZMÄRKTE

INTERNATIONALE MÄRKTE



- Der Abwärtstrend der wichtigsten Börsen hält an. Im Zeitraum April bis Juni brach der MSCI World-Index in lokaler Währung um 14,8% ein, er verzeichnete damit den stärksten Rückgang seit dem ersten Quartal 2020. Seit Jahresbeginn (YTD) hingegen beträgt das Minus sogar 19,0%. Es handelt sich damit um das schlechteste erste Halbjahr seit 1970. Negativ ausgewirkt haben sich vor allem die Eintrübung der Konjunkturaussichten sowie die weniger akkommodierende Geldpolitik. Die Gewinne der US- und europäischen Unternehmen haben hingegen die Erwartungen erneut deutlich übertroffen.
- Im zweiten Quartal sind die Renditen der Staatsanleihen der Euroländer und der USA deutlich gestiegen, da der weiter zunehmende Inflationsdruck Erwartungen einer rascheren Normalisierung der Geldpolitik schürte. Negativ dürfte sich aber auch die Verringerung der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch die Europäische Zentralbank (EZB) ausgewirkt haben.

AKTIENMÄRKTE

- Der europäische Aktienindex STOXX Europe 600 beendete den Berichtszeitraum mit einem Minus von 10,7% auf dem tiefsten Stand seit Februar 2021 (YTD -16,5%). Betrachtet man die Entwicklung der sektoralen Teilindizes, so sticht vor allem die negative Performance des Immobiliensektors (-26,7%) sowie der Rohstoffunternehmen (-21,4%), der Finanzdienstleister (-18,7%) und des Technologiesektors (-18,7%) ins Auge. Der Telekommunikations- (-1,1%) und Energiesektor (-1,3%) konnten hingegen die Verluste im Rahmen halten. Betrachtet man andererseits die Entwicklung der wichtigsten Börsenplätze, so ist das Minus in Mailand (-14,9%), Zürich (-11,7%), Frankfurt (-11,3%) und Paris (-11,1%) hervorzuheben. Deutlich besser entwickelten sich hingegen Madrid (-4,1%) und London (-4,6%).
- An der Wall Street brach das Leitbarometer S&P 500 um 16,4% auf den tiefsten Stand seit Ende 2020 ein (YTD -20,6%).
- Der MSCI Emerging Markets-Index, der die Entwicklung der Aktienmärkte in den Schwellenländern widerspiegelt, sank hingegen in lokaler Währung nur um 9,0% (YTD -14,9%).

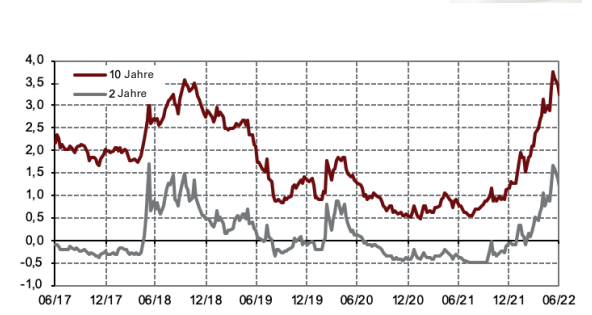
Europa: STOXX Europe 600



GELD- & ANLEIHEMÄRKTE

- Der EZB-Rat hat auf der Sitzung vom 9. Juni beschlossen, die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zum 1. Juli einzustellen. Gleichzeitig wurde für die Sitzung vom 21. Juli eine Zinserhöhung von 0,25% angekündigt. Auf einer Ad-hoc-Sitzung wurde darüber hinaus am 15. Juni beschlossen ein neues Instrument zur Bekämpfung der Fragmentierung (des Anstiegs der Spreads) zu schaffen.
- Die Rendite von zehnjährigen italienischen Staatsanleihen (BTP) beendete den Berichtszeitraum mit einem Anstieg von 123 Basispunkten (BP) auf 3,26%, nachdem sie vorübergehend mit 4,19% sogar den höchsten Stand seit Dezember 2013 markiert hat. Die Rendite von zehnjährigen deutschen Bundesanleihen beträgt Ende Juni hingegen 1,34% (+79 BP). Der Spread (Renditeabstand) zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen kletterte somit auf 193 BP (+44 BP).

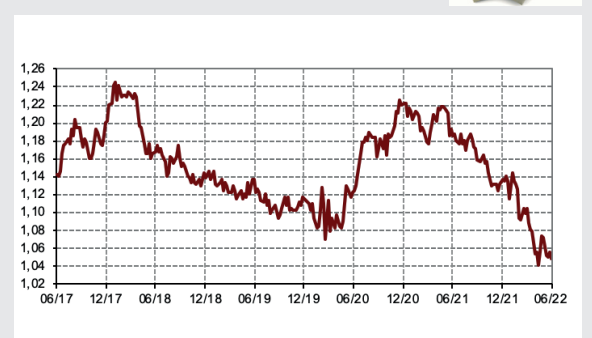
Italien: Renditen BTP 2 und 10 Jahre



WÄHRUNGS- & ROHSTOFFMÄRKTE

- Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar (-5,3%) und dem Schweizer Franken (-2,0%) weiter an Boden. Beide Währungen profitierten sowohl von einer größeren Risikoaversion als auch von der Leitinswende in den USA und der Schweiz. Die Gemeinschaftswährung sank kurzfristig bis auf 1,0350 US-Dollar (tiefster Stand seit Januar 2017), beendete den Berichtszeitraum aber bei 1,0484 US-Dollar. Stärker zeigte sich der Euro hingegen gegenüber dem Yen (+5,7%) und dem Pfund Sterling (+2,2%).
- Rohöl hat sich weiter verteuert. Der Preis für Erdöl der Nordseesorte Brent stieg um 6,4% auf 114,81 US-Dollar je Barrel. Hintergrund waren unter anderem das Ölembargo der EU gegen Russland und die Tatsache, dass Risiken auf der Angebotsseite zum Tragen kamen. Der Goldpreis sank hingegen vorübergehend bis auf 1.787 US-Dollar je Feinunze und somit auf den tiefsten Stand seit Januar, er beendete den Berichtszeitraum dann aber auf 1.807 US-Dollar (-6,7%). Vor allem die Normalisierung der Geldpolitik und der stärkere US-Dollar haben sich negativ auf den Goldpreis ausgewirkt.

EUR/USD



ERWARTUNGEN



- Vor dem Hintergrund des anhaltenden Krieges in der Ukraine hat die OECD Anfang Juni die Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft deutlich nach unten korrigiert. Diesen Projektionen zufolge wird das Welt-BIP 2022 nur mehr um 3,0% zulegen (im Dezember ging die OECD noch von einem Plus von 4,5% aus), während für 2023 ein Wachstum von 2,8% (3,2%) erwartet wird.
- Auch die EZB hat ihre Wachstumsprognosen im Juni nach unten korrigiert. Der Krieg in der Ukraine beeinträchtigt den Handel, führt zu Materialengpässen und trägt zu hohen Energie- und Rohstoffpreisen bei. Im Basisszenario wird die Wirtschaftsleistung in der Eurozone heuer nur mehr um 2,8% und 2023 um 2,1% wachsen. Im März wurde noch ein Plus von 3,7% bzw. 2,8% erwartet.
- Im Laufe des heurigen Jahres ist in den wichtigsten Industrieländern mit einer immer weniger akkommodierenden Geldpolitik zu rechnen. Dies gilt vor allem für die USA. Die US-Notenbank hat binnen Jahresende Zinsschritte im Ausmaß von insgesamt noch 175 Basispunkten in Aussicht gestellt. Die EZB hingegen könnte heuer die Zinsen um mindestens 100 Basispunkte anheben.

TREND *)

3 Monate 9 Monate

KOMMENTAR

ANLEIHEN

Asset Class	Index	3 Monate	9 Monate	Comment
Staatsanleihen Eurozone	Bloomberg Euro-Aggregate Treasury Index	➔	➔	Obwohl die Rendite der Staatsanleihen der Euroländer seit Jahresbeginn bereits deutlich zugelegt hat, schließen wir vor dem Hintergrund der bevorstehenden Leitzinswende sowie einer wohl noch länger auf einem zu hohen Niveau verharrenden Inflation einen weiteren Anstieg nicht aus. Die Normalisierung der Geldpolitik und die starke Eintrübung des Wirtschaftsausblicks könnten sich hingegen noch negativ auf Unternehmensanleihen mit IG Rating und High Yield Bonds auswirken; deren Renditen sind aber bereits attraktiv. 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	Comment
Europa	STOXX Europe 600	➔	➔	Das kurzfristige technische Bild der Börsen hat sich verschlechtert. Die Stimmung der Anleger leidet insbesondere unter der Eintrübung des Wachstumsausblicks (es wird eine starke Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums bzw. eine Rezession befürchtet). Verantwortlich hierfür sind unter anderem die Normalisierung der Geldpolitik in den wichtigsten Industrieländern (und insbesondere in den USA) um der hohen Inflation Rechnung zu tragen, die Lockdowns in China und deren Auswirkungen auf die globalen Lieferketten sowie der Krieg in der Ukraine. Wenngleich somit in den nächsten Monaten ein weiterer Kursrückgang an den Börsen nicht ausgeschlossen werden kann, so dürften Aktien auf mittlere Sicht nun doch von den günstigeren Bewertungen profitieren.
USA	S&P 500	➔	➔	
Japan	Nikkei 225	➔	➔	
Schwellenländer	MSCI EM (in €)	➔	➔	

WÄHRUNGEN & ROHSTOFFE

Asset Class	3 Monate	9 Monate	Comment
EUR/USD	➔	➔	Die Geldpolitik wird auch in nächster Zeit die Entwicklung an den Devisenmärkten prägen. Die aggressiven Zinserhöhungen in den USA könnten noch zu einem etwas stärkeren US-Dollar führen. Die anstehende Leitzinswende in der Eurozone dürfte jedoch eine zu starke Abwertung der Gemeinschaftswährung verhindern. Die Normalisierung der Geldpolitik und der stärkere US-Dollar wirken sich negativ auf den Goldpreis aus, der jedoch durch die hohe Inflation und den Krieg in der Ukraine etwas gestützt wird. Rezessionsängste und eine möglicherweise schwächere Ölnachfrage könnten hingegen den Ölpreis belasten. Gleichzeitig besteht nach wie vor die Sorge vor Lieferausfällen aus Russland, während die OPEC+Länder ihre Produktion nur langsam ausweiten.
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: : 8. Juli 2022; nächste Veröffentlichung Anfang/Mitte Oktober 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.