



ODDO BHF

MONTHLY *investment brief*

6. Juni 2022



Laurent Denize
Global CIO, ODDO BHF AM

Bulle & Bär – Die Rezession ist nicht an allem schuld



“

Nach dem Rückgang zu Beginn des Jahres bieten sich mittlerweile einige punktuelle Anlagechancen

”



Nach vier für die Nerven der Anleger ausgesprochen zermürbenden Monaten ist der Markt in eine horizontale Konsolidierungsphase mit weiterhin sehr hoher Volatilität eingetreten. Der europäische Aktienmarkt weist ein 12-Monats-KGV von 12,7 auf, was einen Abschlag von 13% gegenüber seinem 10-Jahresdurchschnitt (14,5x) bedeutet. Die jüngste Neubewertung (KGV-Rückgang) zeigt, dass die Märkte den Anstieg der Anleiherenditen sowie die massive Kapitalflucht wegen des Ukraine-Kriegs eingepreist haben. Trotz eines Bullenmarkts für die Unternehmensgewinne haben wir einen Bärenmarkt für die Aktienkurse. Aber der Markt ist zurzeit ausgesprochen widersprüchlich, worauf wir später noch zurückkommen werden.

Welche Katalysatoren sind erforderlich, um den Risikoappetit der Anleger wieder zu wecken?

Jegliche Deeskalation im Krieg zwischen Russland und der Ukraine könnte europäische Aktien für die Anleger wieder interessant machen. Anstatt mehr oder weniger realistische Szenarien für die Entwicklung des Konflikts zu skizzieren, wollen wir uns hier auf die drei wichtigsten Katalysatoren konzentrieren, die die Märkte beflügeln könnten.

1. Ein deutlicher Rückgang der Inflation, der eine weniger restriktive Geldpolitik der Zentral-

banken zur Folge hätte. Dieser Katalysator erscheint offensichtlich, denn die Märkte litten zuletzt unter der Straffung der Finanzierungsbedingungen.

2. Eine Erholung der chinesischen Konjunktur aufgrund der Wiederöffnung der Wirtschaft und umfassender fiskalpolitischer Impulse. Die Gewinne der europäischen Unternehmen sind in der Tat stark vom chinesischen Wachstum abhängig, und zwar sowohl direkt über ihren Absatz in China als auch indirekt über die Lieferketten. Dementsprechend ist die schrittweise Beendigung des Lockdowns in Schanghai eine gute Nachricht. Auch die jüngsten Infrastrukturausgaben dürften die chinesische Konjunktur und damit auch die Nachfrage nach europäischen Produkten stützen.
3. Stabile Gewinnmargen trotz düsterer Prognosen. Konsensprognosen zufolge werden die europäischen Unternehmen dieses Jahr ihren Gewinn je Aktie um durchschnittlich 13% bzw. (bei Ausklammerung rohstoffnaher Branchen) um 7,6% steigern. Somit sind die Markterwartungen deutlich optimistischer als noch zu Jahresbeginn, als mit einem Anstieg um lediglich 7% gerechnet wurde. Die jüngste wirtschaftliche Entwicklung und insbesondere der Übergang zu einer weniger lockeren



Geldpolitik veranlassen uns jedoch zu einer gewissen Skepsis. Sollte die europäische Konjunktur nicht in eine schwere Rezession geraten, besteht zwar die Chance, dass die erwartete Welle der Herabstufungen ausbleibt, da der Rückgang der Margen teilweise durch höhere Einnahmen kompensiert werden könnte.

Doch auch wenn die bewertungsbedingten Kursverluste wahrscheinlich hinter uns liegen (wir sind nahe dem Inflationshöhepunkt), besteht nun umso mehr die Gefahr von Gewinnrückgängen als Auslöser fallender Kurse. Je schneller die Inflation wieder zurückgeht, desto deutlicher werden sich die Bewertungen dank der rückläufigen Zinsen wieder erholen. Sollte die Inflation jedoch mit einer Rezession einhergehen, wird dies die Gewinne stark belasten und den positiven Zinseffekt mehr als ausgleichen.

Die Rezession ist nicht an allem schuld

Zurzeit besteht immer noch kein Konsens darüber, ob sich die Weltwirtschaft in einer Rezession befindet. Es braucht allerdings nicht zwingend eine Rezession, damit die Gewinne der Unternehmen zurückgehen.

Dies hängt mit dem Konzept des operativen Hebels zusammen. Zwar unterliegen die Umsätze starken Schwankungen, aber die Kosten – die vor allem durch das Lohnniveau bestimmt werden – sind fix und passen sich nur sehr viel langsamer an. Wenn die Umsätze schneller als die Kosten steigen, ist der Hebeleffekt auf die Gewinne noch stärker. Das ist die Magie des operativen Hebels, die sich jedoch – bei entgegengesetzter Entwicklung (stärkerer Anstieg der Kosten als der Gewinne) – schnell in einen Alptraum verwandelt. Wir empfehlen daher, bis auf Weiteres die Gewichtung der zyklischeren Unternehmen zu begrenzen, mit Ausnahme von Dienstleistungsanbietern, die von der Wiedereröffnung der Wirtschaft nach der Omikron-Welle profitieren.

Es ist noch zu früh, größere Positionen an den europäischen Aktienmärkten einzugehen

Europa befindet sich bereits in einer Stagnation und wird in den kommenden Quartalen am Rande einer Rezession stehen. Steigende Input-Kosten und der wahrscheinliche Anstieg der Löhne zeigen, dass die Margen bereits unter Druck geraten sind. Bislang haben die in den Indizes stark vertretenen Exportunternehmen von günstigen Währungseffekten profitiert und konnten so die Auswirkungen der Margenverengung abfedern, sodass bislang kaum pessimistische Äußerungen aus den Vorstandsetagen zu vernehmen waren. Dies kann sich aber jederzeit ändern, denn sobald die Zinssätze in den

positiven Bereich zurückkehren, ist mit einer Aufwertung des Euro zu rechnen. Daher sind die Bewertungen alleine kein ausreichendes Signal, um eine wesentliche Neupositionierung an den europäischen Aktienmärkten zu rechtfertigen. In der Tat sollten mindestens zwei unserer drei Kriterien erfüllt sein. Dies ist jedoch nicht der Fall.

Dagegen haben wir bereits in der letzten Ausgabe den Kauf von chinesischen Aktien empfohlen. Auch wenn sich diese Empfehlung als etwas verfrüht herausgestellt hat, halten wir weiterhin an ihr fest. Im Berichtsmonat legte der MSCI CHINA um 6,85% zu. Wir halten einen Ausbau der Positionen in China für sinnvoll, denn mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,4 wurde der chinesische Markt selten mit einem derartigen Abschlag gegenüber den Industrieländern gehandelt. Zudem dürfte er in den kommenden Wochen von der Wiederöffnung der Wirtschaft profitieren. Die drei Kriterien sind somit erfüllt, falls die Geldpolitik der chinesischen Notenbank die Unternehmen stützt und vor allem das Immobiliensegment, das sich seit einem Jahr in schwierigerem Fahrwasser bewegt.

An den Anleihemärkten ist (wie erwartet) beim Zinsanstieg eine Pause zu beobachten, die wir nutzen wollen, um weniger liquide Assets zu verkaufen. Das Hochzinssegment bietet immer noch kein attraktives Risiko-/Renditeprofil. Ein Einstieg würde sich erst bei Eintritt des Rezessionsszenarios lohnen.

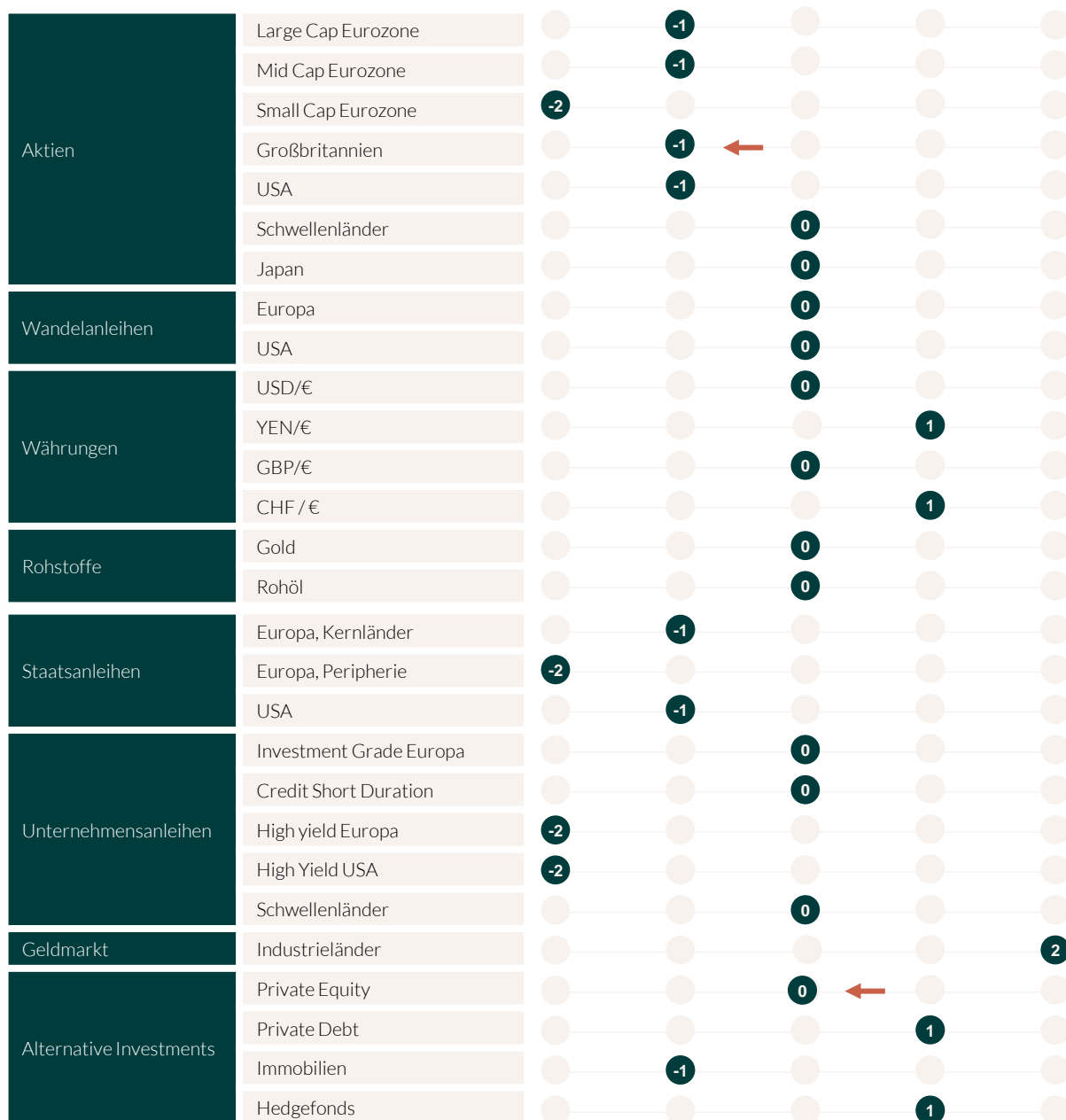
Und was ist, wenn es zu keiner Rezession kommt und den Zentralbanken eine weiche Landung der Konjunktur gelingt? In diesem Fall hätten wir ein starkes Kaufsignal, vor allem bei Aktien. **Bis dahin bleiben wir leicht untergewichtet, da nach unserer Auffassung die Analysten zurzeit die Auswirkungen der Konjunkturabkühlung auf die Gewinne unterschätzen. Zudem sind wir überzeugt von der Entschlossenheit der Notenbanken, die Inflation unter Kontrolle zu bringen.** Die für unsere Allokation bestimmenden Faktoren bleiben aber die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen und der kräftige Abzug von Liquidität aus den Märkten.

Nach dem Rückgang zu Beginn des Jahres bieten sich jedoch mittlerweile einige punktuelle Anlagechancen. In unserem letzten Editorial haben wir bereits bestimmte US-Technologiewerte erwähnt. Mittlerweile haben wir unserem Portfolio zur Diversifikation auch noch mehrere chinesische Titel beigemischt. Das Jahr ist noch lange nicht vorbei...

MEHR ERFAHREN



UNSERE EINSCHÄTZUNG DER ANLAGEKLASSEN



Quelle: ODDO BHF AM, Stand: 02.06.2022



Änderung gegenüber dem Vortat

Wichtige Hinweise

ODDO BHF Asset Management ist die Vermögensverwaltungssparte der ODDO BHF-Gruppe. Es handelt sich hierbei um die gemeinsame Marke von fünf eigenständigen juristischen Einheiten: ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (Frankreich), ODDO BHF Asset Management GmbH (Deutschland), ODDO BHF Asset Management Lux (Luxembourg) und METROPOLE GESTION (Frankreich). Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung. Sie spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern, eine Haftung hierfür wird nicht übernommen. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden. Sie unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen. Es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben. Im Vorfeld einer Investition in diese Vermögensklassen sind die Anleger ausdrücklich angehalten, sich detailliert mit den Risiken der Anlage in diese Vermögensklassen, insbesondere des Kapitalverlustes, vertraut zu machen. Die Investition muss mit den Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der Risikobereitschaft des Anlegers in Bezug auf die Investition übereinstimmen.

ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich)

Von der französischen Börsenaufsicht (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nummer GP 99011 zugelassene Fondsverwaltungs-gesellschaft. Vereinfachte Aktiengesellschaft französischen Rechts (société par actions simplifiée) mit einem Kapital von 21.500.000 €. Eingetragen ins Pariser Handelsregister unter der Nummer 340 902 857. 12 boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 Frankreich - Telefon: +33 1 44 51 85 00
am.oddo-bhf.com