



## MONTHLY *investment brief*

8. Juli 2022



Laurent Denize  
Global CIO, ODDO BHF AM

### *Alles eine Frage des Timings*



“

Noch ist es zwar zu früh für eine signifikante Neupositionierung, aber sowohl an den Aktienmärkten als auch bei High-Yield-Anleihen rücken die Einstiegspunkte näher

”



Nach einem die Anleger nerven strapazierenden ersten Halbjahr und angesichts sich eintrübender Konjunkturperspektiven in den Industrieländern würde die Vorsicht wohl zu einem Ausstieg aus Risikowerten mahnen, bis sich die Lage wieder beruhigt hat. Aber ist Vorsicht immer ein guter Ratgeber?

#### **Timing entscheidender Faktor an den Aktienmärkten**

Es mehren sich die Befürchtungen, die Industrieländer könnten in eine Rezession abgleiten. So ist der ISM-Index für den verarbeitenden Sektor in den USA (von 56,1 im Mai) auf nun 53 gesunken. Ausschlaggebend hierfür waren rückläufige Auftragseingänge und sinkende Beschäftigungszahlen. Auch die Aktienmärkte haben an Wert eingebüßt. Der S&P und die europäischen Indizes etwa haben seit Jahresbeginn ca. 20% verloren. Nach diesem deutlichen Einbruch stellt sich die Frage, ob der Markt inzwischen eine ausreichende Kompensation für die Risiken bietet.

**In den USA** sehen wir eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 40% (30% für eine milde Rezession, 10% für eine starke Rezession). Die Wahrscheinlichkeit einer Abschwächung der Konjunktur in den nächsten 12 Monaten

bezeichnen wir auf 60%. Gelänge es eine Rezession zu vermeiden, dürfte sich der Markt kräftig erholen. Werfen wir einen Blick auf die für die nächsten zwölf Monate erwartete Gewinnentwicklung.

Wir haben schon früher darauf hingewiesen, dass die Gewinnmargen in den USA außerordentlich hoch sind und hier irgendwann ein Rückgang zu erwarten ist. Allerdings glauben wir, dass diese Anpassungen weniger schnell erfolgen werden, als die Anleger derzeit erwarten. Über lange Zeit wurde die Gewinnentwicklung der Unternehmen im S&P500 größtenteils vom IT-Sektor bestimmt. Mittlerweile jedoch ist der Technologiesektor von natürlichen Monopolen geprägt, Unternehmen, die von Netzwerkeffekten und enormen Skalenvorteilen profitieren. Aufgrund stärkerer Regulierung dürfte ihre Marktmacht im Laufe der Zeit sinken, doch dieser Prozess wird sich langsam vollziehen.

Über einen längeren Zeitraum betrachtet ist der Aufwärtstrend der Gewinnmargen außerhalb des Technologiesektors jedoch weniger beeindruckend. Die Konjunkturabschwächung führt zu niedrigeren Preisen für Industrie- und Agrarrohstoffe.



Dementsprechend können Unternehmen in defensiven Sektoren mit soliden Bruttomargen, wie der Lebensmittel- und Getränkeindustrie, ihre Gewinnspannen auf angemessenem Niveau halten. Unternehmen aus Sektoren mit niedrigen Bruttomargen hingegen, wie dem Einzelhandel oder der Baustoffindustrie, sehen sich mit einer doppelten Herausforderung konfrontiert - mit einer begrenzten Preissetzungsmacht und einem wahrscheinlichen Rückgang der Umsätze.

Unterm Strich ist somit für die nächsten 12 Monate bei den im S&P500 vertretenen US-Unternehmen mit zwar sinkenden, aber weiterhin passablen Margen zu rechnen.

In Europa stützt der schwächere Euro die Exporte, so dass sich die Gewinnrückgänge im zweiten Quartal in Grenzen halten dürften. Erst im dritten Quartal ist mit stärkeren Gewinneinbrüchen zu rechnen. Aber auch hier muss es keinesfalls zum Schlimmsten kommen. Bislang vermelden die Unternehmen weiterhin volle Auftragsbücher und sind in der Lage, ihre Preise anzupassen und Preissteigerungen bei den Vorprodukten abzufedern. Mögliche Tariffbewegungen und damit einhergehende Lohnerhöhungen sind zu erwarten. Deren Auswirkungen werden jedoch erst im weiteren Jahresverlauf oder auch erst 2023 zu spüren sein. Größter Risikofaktor für Europa ist und bleibt die Lage in der Ukraine. Sollten die Gaslieferungen weiter reduziert oder gar eingestellt werden, könnte dies die Gewinnentwicklung der Unternehmen in Frage stellen.

***Insgesamt lässt sich feststellen, dass in den Bewertungen an den Aktienmärkten allmählich große Belastungsszenarien eingepreist werden. Noch ist es zwar zu früh für eine signifikante Neupositionierung, aber schon bald könnten sich Einstiegspunkte bieten.***

**Vielleicht für Unternehmensanleihen etwas verfrüht**

Die High-Yield-Spreads implizieren, dass der Markt für die kommenden 12 Monate von einer Ausfallrate von 7-8% ausgeht. In ihrem Worst-Case-Szenario veranschlagt die Ratingagentur Moody's sie auf 6%. Im März 2020 lagen die Marktschätzungen bei 12%. Ein Teil des Risikos wird also eindeutig in den Kursen reflektiert.

Man darf nicht vergessen, dass die absolute Rendite derzeit bei über 7,50% liegt. Aber wenn man die Daten der Vergangenheit betrachtet, liegt die Wahrscheinlichkeit, auf diesem Niveau

in den nächsten 12 Monaten eine positive Rendite zu erzielen, bei über 80%. Auf der anderen Seite kann ein Zinssatz von 7,5% genügend Rendite generieren, um eine weitere Spreadausweitung um ca. 250 Basispunkte zu verkraften ... das sind die höchsten, während der Pandemie vor zwei Jahren erreichten.

***Unser Fazit ist, dass der High-Yield-Markt eine letzte Kapitulation benötigt, damit die letzten noch verbliebenen opportunistischen Käufer von Investoren mit einer strategischeren Sicht abgelöst werden. Dann werden sich am Markt ausreichende Risikoprämien bieten, die eine Stabilisierung und die Rückkehr zu soliden Fundamentaldaten ermöglichen.***

**Einstiegspunkte in Sichtweite**

Zum Monatsauftakt sind wir etwas optimistischer gestimmt. Zwar lassen die makroökonomischen Zahlen keine guten Nachrichten erwarten. Die abweichende Geld- und Fiskalpolitik von China und Japan dürfte die Abschwächung des globalen Wachstums in Grenzen halten. Die robuste Verfassung der Unternehmen ist sicherlich beeindruckend. Allerdings wird jetzt vor allem die Resilienz der Verbraucher auf die Probe gestellt. Zwar verfügen sie über reichlich Ersparnisse. Aber weniger wohlhabende Bevölkerungsgruppen und die Mittelschicht sehen ihre Kaufkraft kräftig schwinden. Ist das nur Gegenwind oder ein aufziehender Sturm, der den Konsum aus dem Tritt bringt? Das lässt sich zurzeit noch schwer sagen.

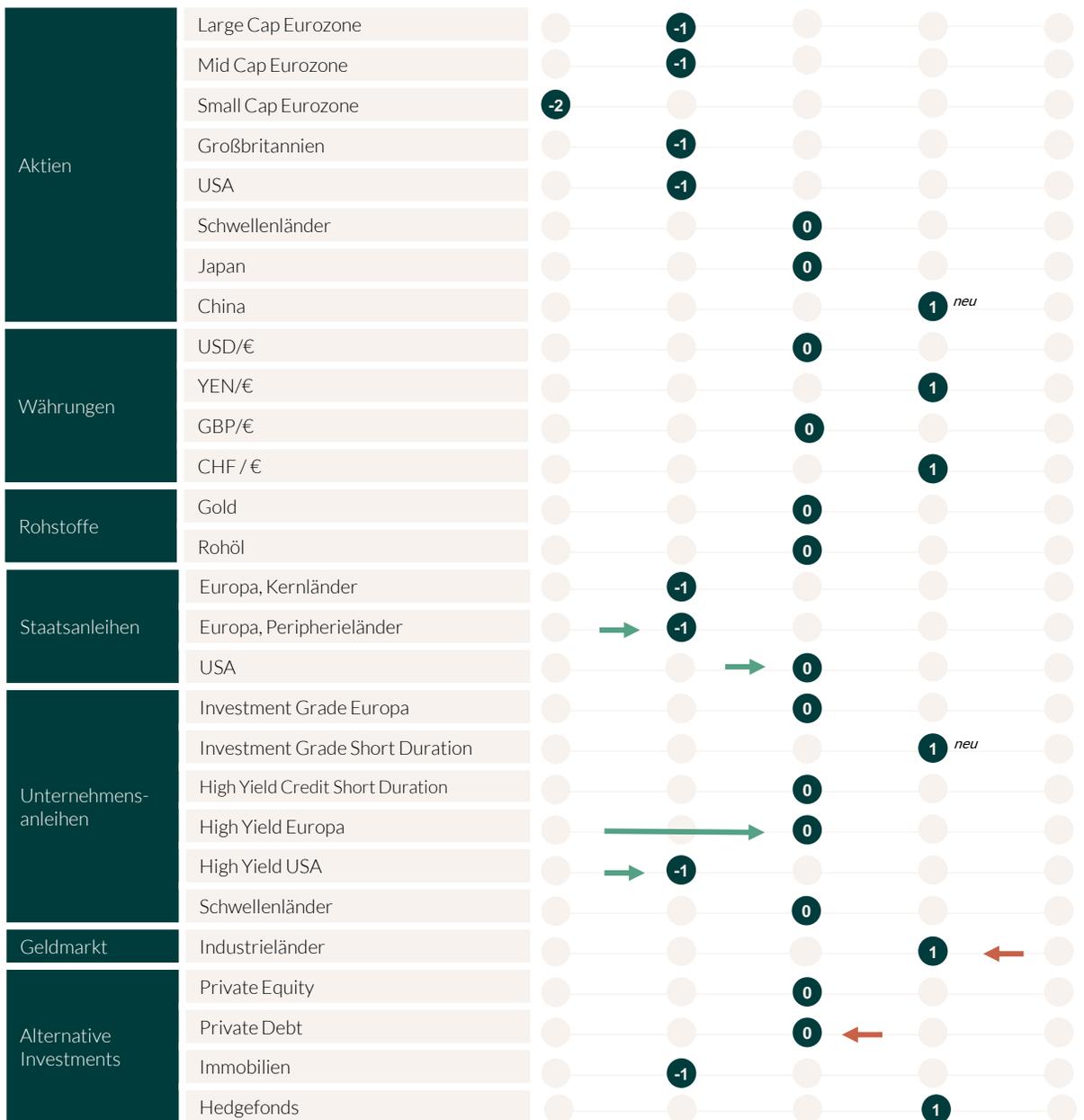
Auf jeden Fall rücken sowohl an den Aktienmärkten als auch bei High-Yield-Anleihen die Einstiegspunkte näher. Natürlich gibt es weiterhin Risiken. Aber zum Teil sind die bestehenden Unsicherheiten in den Renditen bereits eingepreist. Aufgrund der für die Sommermonate üblicherweise schwächeren Liquidität kann es zu kleineren Marktshocks kommen, die man für eine signifikante Neupositionierung nutzen könnte.

Bis dahin wünschen wir Ihnen einen schönen Sommer!

MEHR ERFAHREN



## UNSERE EINSCHÄTZUNG DER ANLAGEKLASSEN



Quelle: ODDO BHF AM, Stand: 06.07.2022

← 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 Fondsverwaltungsgesellschaft. 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](http://am.oddo-bhf.com)