

RUSSISCHE GASDROSSELUNG UND FED-POLITIK  
SCHÜREN REZESSIONSÄNGSTE

FOCAM

KAPITALMARKTBERICHT

2. QUARTAL 2022 UND AUSBLICK



Sehr geehrte Damen und Herren,

die hartnäckige Inflation in weiten Teilen der westlichen Welt löste nach langem Zögern eine umso heftigere Reaktion der führenden Notenbanken aus. Nachdem Fed-Chef Powell erkannt hatte, dass er die Inflationsdynamik massiv unterschätzt hatte, hob er die US-Leitzinsen binnen vier Monaten von 0,25 % auf 1,75 % an und signalisierte eine Reihe weiterer Zinsschritte für die kommenden Quartale. Um die Teuerung einzudämmen, nahm er eine Verdopplung der Kapitalmarktzinsen von 1,7 % auf über 3,4 % in Kauf und riskiert eine deutliche Abkühlung der US-Wirtschaft.

Auch im Euroraum sahen sich die Währungshüter gezwungen, den Ausstieg aus ihrer ultralockeren Geldpolitik anzukündigen. Verschärft wird die Inflationsproblematik hier durch den anhaltenden Krieg in der Ukraine, der nicht nur Lebensmittel- und Energiepreise in die Höhe katapultierte, sondern über die Drosselung der Gaszufuhr aus Russland seit Mitte Juni die grundsätzliche Versorgungssicherheit in Frage stellt.

Insofern überrascht die negative Reaktion der Kapitalmärkte nicht. Der S&P 500 verzeichnete mit einem Minus von 20,6 % (in USD) das schwächste erste Halbjahr seit fünfzig Jahren, und auch das klassische amerikanische 60/40-Portfolio (60% Aktien/40% Anleihen) musste aufgrund des Einbruchs am Rentenmarkt ein seit 1932 (!) nicht gesehenes Minus von 17% verkraften.

Wo wir zu Beginn des zweiten Halbjahres weitere Risiken, aber auch Chancen an den Finanzmärkten erkennen und welche Schlussfolgerungen wir daraus für die für Sie relevanten Asset-Klassen ziehen, möchten wir Ihnen auf den folgenden Seiten darlegen.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

Frankfurt, den 15. Juli 2022

Ulrich Reitz  
Chief Investment Officer

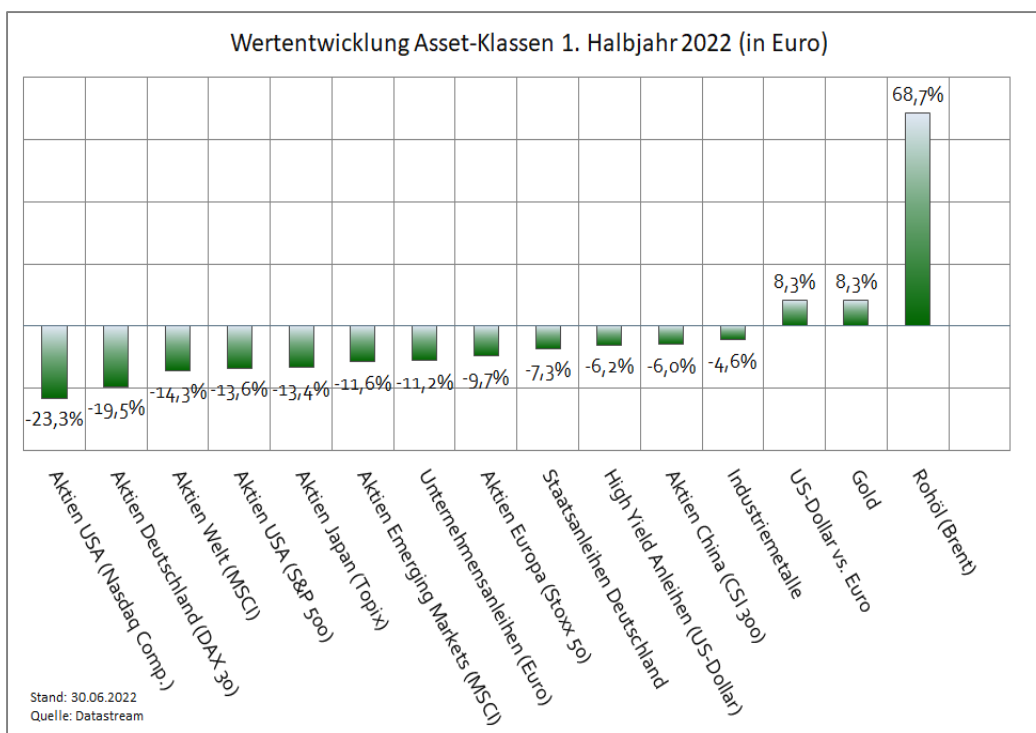
FOCAM AG

## Straffung der Geldpolitik und Ukraine-Krieg setzen Aktien- und Anleihemärkte unter Druck

Ein katastrophaler Juni bescherte den internationalen Finanzmärkten eine ernüchternde Bilanz für das erste Halbjahr. Während die globale Konjunktur ohnehin schon deutlich an Fahrt einbüßte, goß Fed-Chef Powell zusätzlich Öl ins Feuer. Am 15. Juni hob er die Zielzone der Fed Funds (US-Leitzinsen) unerwartet kräftig um 0,75 Prozentpunkte an, um die auf ein 40-Jahreshoch gestiegene Inflation einzudämmen und einer Verankerung höherer Inflationserwartungen vorzubeugen. Damit vollzog er nicht nur die stärkste Zinserhöhung seit 1994, sondern kündigte für Juli einen weiteren Zinsschritt um 0,50 – 0,75 % an. Neben dem beginnenden Liquiditätsentzug durch die Notenbanken belastete in Europa zusätzlich die am 14. Juni vorgenommene 60-prozentige Drosselung der Gaszufuhr durch Russland die wirtschaftlichen Perspektiven.

**Inflation auf 40-Jahreshoch zwingt Notenbanken zum Handeln**

Die internationalen Aktienmärkte quittierten die Flut an schlechten Nachrichten mit deutlichen Einbußen, wobei die zuvor sehr hoch bewerteten US-Technologiewerte, aber auch die sehr konjunktursensitiven deutschen Titel überdurchschnittliche Verluste hinnehmen mussten. Aufholen konnten während der letzten Monate chinesische Aktien, die von dem Abflauen der staatlichen Regulierungswut und verbesserten Wirtschaftsdaten nach dem temporären Auslaufen der Covid-Lockdowns profitierten.



Anders als in früheren Phasen wirtschaftlicher Abkühlung boten Anleihen im bisherigen Jahresverlauf keinen Schutz gegen Kursverluste. Der durch die steigende Inflation und straffere Geldpolitik ausgelöste Renditeanstieg

resultierte in ungewöhnlich hohen Verlusten bei länger laufenden Renten. Bei Unternehmensanleihen, insbesondere im High Yield-Segment, weiteten sich zusätzlich die Renditeaufschläge aufgrund der eingetrübten konjunkturellen Aussichten aus.

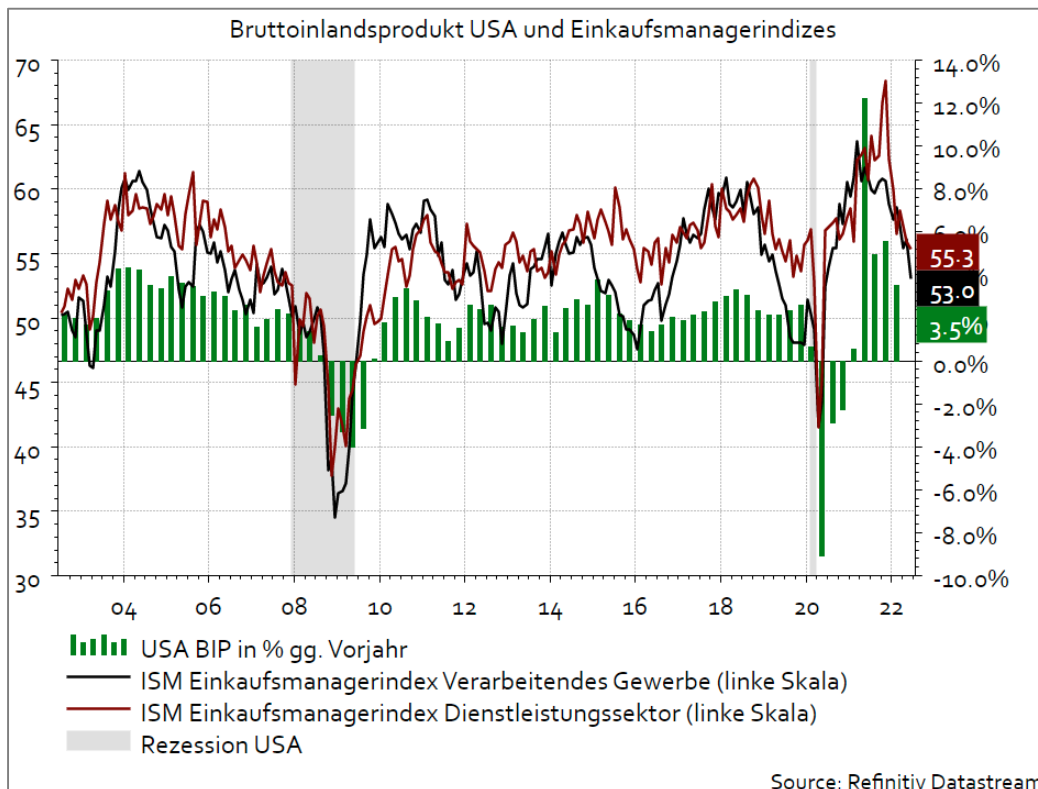
Auch die im ersten Quartal noch favorisierten Industriemetalle zollten dem Wirtschaftsabschwung Tribut und beendeten das Halbjahr mit einem Minus, während Energierohstoffe angesichts drohender Versorgungsengpässe erheblich zulegten. Gold wurde seinem Charakter als Krisenschutz nur bedingt gerecht, hielt sich aber trotz deutlich steigender Zinsen stabil und konnte dank der Aufwertung des US-Dollars aus Sicht von Euro-Anlegern um rund 8 % hinzugewinnen.

**Gold bot Euro-Anlegern eine positive Rendite**

### Von der Stagflations- zur Rezessionsgefahr

War die Mehrheit der Volkswirte und Kapitalmarktstrategen im ersten Quartal noch von einem lediglich abgeschwächten Wachstum bei hoher Inflation ausgegangen, so mehrten sich zuletzt die Risiken eines schärferen wirtschaftlichen Abschwungs bis hin zu einer Rezession. Maßgeblich für diesen Stimmungsumschwung waren einerseits schwächer als erwartet ausfallende US-Konjunkturdaten, andererseits aber auch die unkalkulierbare Gefahr einer durch Russland ausgelösten Energiekrise in Europa.

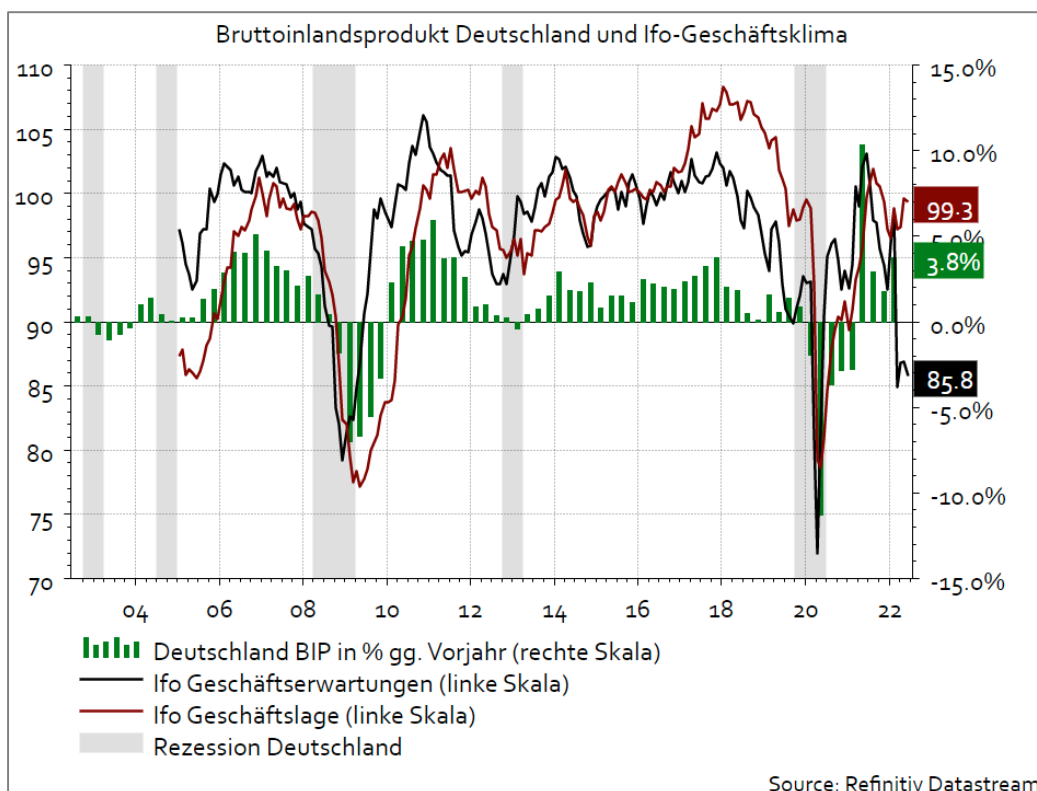
**Europa droht eine durch Russland ausgelöste Energiekrise**



In den Vereinigten Staaten hat nach dem Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe auch der Teilindex für den Dienstleistungssektor scharf korrigiert. Hierin kommt unter anderem das mangelnde Konsumentenvertrauen zum Ausdruck, das angesichts inflationsbedingter Reallohneinbußen auf den Tiefstand der Corona-Krise im April 2020 zurückgefallen ist. Bei der Grafik (Seite 5) ist zu berücksichtigen, dass das BIP-Wachstum im Vorjahresvergleich dargestellt wird. Im direkten Quartalsvergleich schrumpfte die US-Wirtschaft bereits im 1. Quartal um 1,5 %, und die Nowcast-Prognose der Fed Atlanta nimmt für das 2. Quartal ebenfalls ein Minus von 1,2 % an. Mit zwei Minusquartalen in Folge wäre bereits der technische Tatbestand einer Rezession erfüllt.

**Reallohn-  
einbußen  
belasten das  
Konsumenten-  
vertrauen**

Im Euroraum ist die Entwicklung des Ifo-Geschäftsklimas symptomatisch für die komplexe Situation. Während die aktuelle Lage von den rund 9.000 befragten Unternehmen noch als stabil eingeschätzt wird, sind die Geschäftserwartungen für die nächsten Monate auf Rezessionsniveau gestürzt.



Neben der Sorge um die Folgewirkungen der zu hohen Inflation auf Konsumenten und Unternehmen ist mit der Drosselung der russischen Gaszufuhr für Deutschland und einige europäische Nachbarländer ein möglicherweise noch gravierenderes Problem entstanden. Denn bei Eintreten des „worst case“, der kompletten Einstellung der Gaslieferung über Nordstream 1, dürften ein nochmaliger massiver Energiepreisanstieg sowie schwerwiegende wirtschaftliche Schäden in Form von Produktionsausfällen in der Industrie unvermeidlich sein.

**Bei dauerhaftem  
Gasstopp drohen  
schwerwiegende  
wirtschaftliche  
Schäden**

Allerdings sehen wir neben einer Vielzahl ungelöster Probleme auch positive Aspekte im volkswirtschaftlichen Datenkranz. Die konjunkturelle Stabilisierung Chinas nach Auslaufen diverser Covid-Lockdowns entlastet die Weltwirtschaft, und der starke US-Dollar dürfte zumindest die Ertragslage exportorientierter Unternehmen der Eurozone stützen. Hinzu kommt, dass die Auftragsbücher in der Industrie immer noch gut gefüllt sind, so dass nach einer Entspannung der Lieferkettenproblematik die brachliegenden Orders sukzessive abgearbeitet werden könnten.

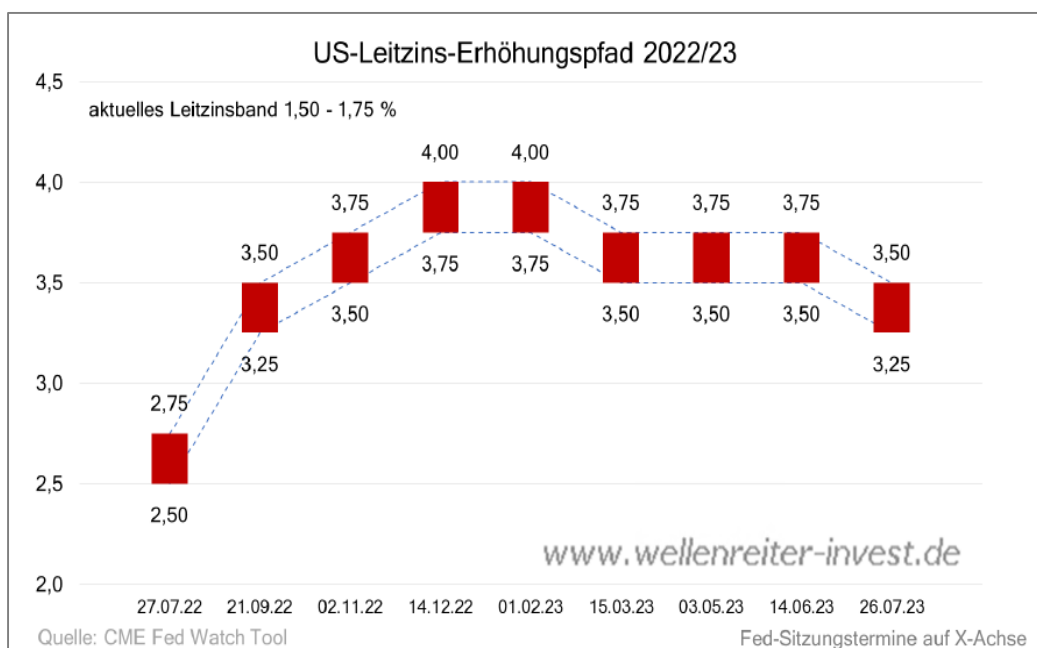
**Viel Schatten,  
aber auch Licht  
im volkswirt-  
schaftlichen  
Datenkranz**

## Entspannung in der Inflationsdynamik absehbar

Maßgeblichen Anteil an der herausfordernden Lage in Europa und den USA hat die amerikanische Notenbank Fed. Nachdem sie viel zu lange die Finanzmärkte mit Liquidität geflutet und auf ihrem Standpunkt beharrt hatte, dass die Inflation lediglich temporär sei, steuert sie nun umso energischer gegen. Dies ist besonders fatal vor dem Hintergrund der Tatsache, dass Zinserhöhungen erst einige Quartale später realwirtschaftliche Effekte zeigen. Damit besteht die Gefahr, dass die Auswirkungen des Bremsmanövers in eine Zeit fallen könnten, die ohnehin schon von einer schwachen oder sogar rezessiven Wirtschaft geprägt wäre.

Ein Hoffnungsschimmer besteht hingegen in der Chance, dass Fed-Chef Powell den Zinserhöhungszyklus nach einem steilen Anstieg zügiger als bisher erwartet beenden wird. Aktuelle aus den Derivatemärkten abgeleitete Prognosen sehen schon im kommenden Dezember das Hoch der US-Leitzinsen in der Spanne von 3,75 % bis 4,00 % erreicht, und im März 2023 könnte bereits die erste Zinssenkung anstehen.

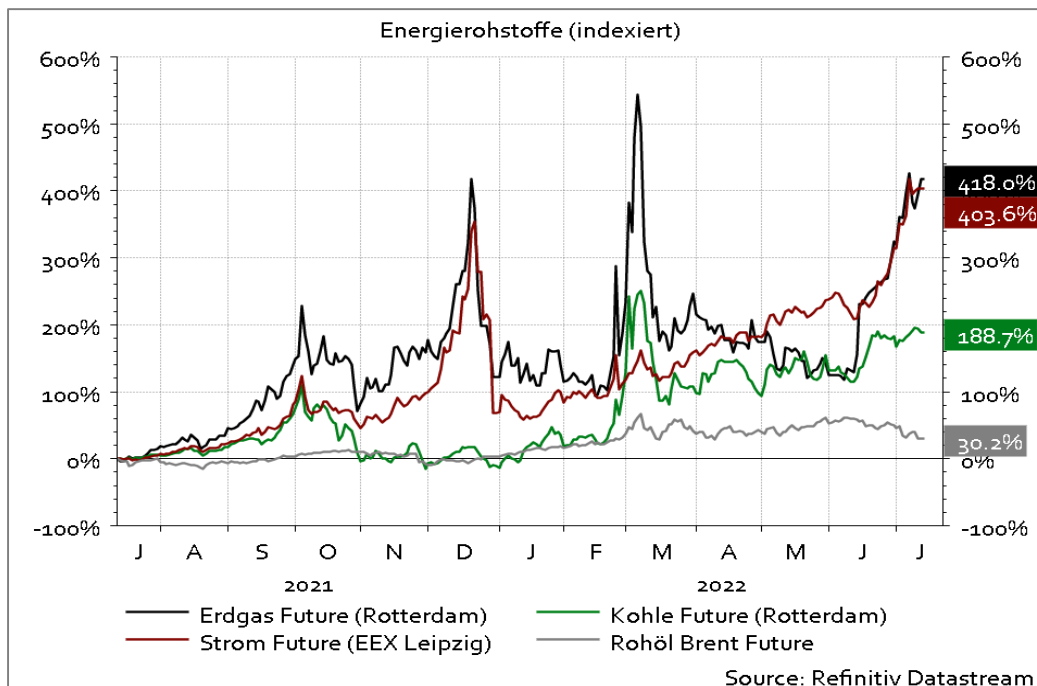
**Hochpunkt der  
US-Leitzinsen  
bereits im  
Dezember?**



Unterstützt wird diese Annahme dadurch, dass einige Preistreiber der letzten Monate ihre Hochs überschritten haben und auf ein bevorstehendes Abflauen der Inflationsdynamik in den Vereinigten Staaten hindeuten. Frachtraten und Containerpreise, Industriemetallnotierungen, Rohölpreise, selbst die Preise für Weizen und andere Agrarrohstoffe befinden sich auf dem Rückzug.

In einem echten Dilemma befindet sich die Europäische Zentralbank. Zum einen muss sie die grassierende Teuerung bekämpfen, die aufgrund des rasanten Preisanstiegs im europäischen Gasmarkt und des schwachen Euro (-12 % gegenüber US-Dollar seit Jahresbeginn) über Importe zusätzlich angeheizt wird. Auch das Risiko einer beginnenden Lohn/Preis-Spirale ist angesichts des zunehmenden Fachkräftemangels und der ambitionierten Forderungen der Gewerkschaften nicht von der Hand zu weisen.

**EZB muss zusätzlich gegen importierte Inflation vorgehen**



Zum anderen jedoch darf die EZB die ohnehin angeschlagene Konjunktur im Euroraum über die Straffung der Geldpolitik nicht mehr als unbedingt nötig schwächen.

### Ungünstige Fundamentaldaten treffen auf konstruktive Marktdaten

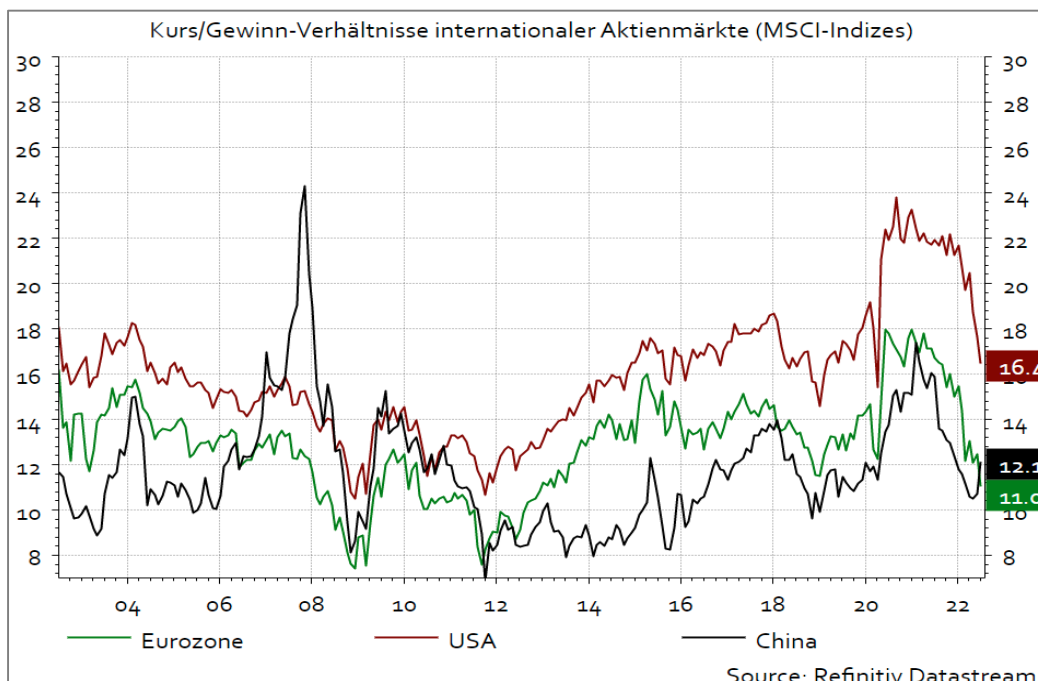
Die internationalen Aktienmärkte befinden sich zu Beginn des zweiten Halbjahres in einem Spannungsfeld zwischen herausfordernden Fundamentaldaten und konstruktiven Marktdaten.



Von Skeptikern wird vielfach darauf verwiesen, dass die Unternehmensgewinschätzungen gegenwärtig noch nicht das verschlechterte Makro-Umfeld reflektieren. Da der Großteil der Halbjahresberichte in der zweiten Juli-Hälfte vorgelegt werden wird, ist in deren Folge tatsächlich mit Abwärtsrevisionen der Ertragsschätzungen zu rechnen.

Allerdings haben die Aktienmärkte dies durch die Bewertungskorrektur der letzten Monate bereits zum großen Teil antizipiert. So ist beispielsweise das Kurs/Gewinn-Verhältnis von Aktien des Euroraums binnen weniger Monate um fast 40 % von 18 auf 11 und damit auf den niedrigsten Stand seit 2013 gefallen (siehe Grafik).

**Aktien-  
bewertungen  
haben  
Ertragsrevisionen  
bereits antizipiert**

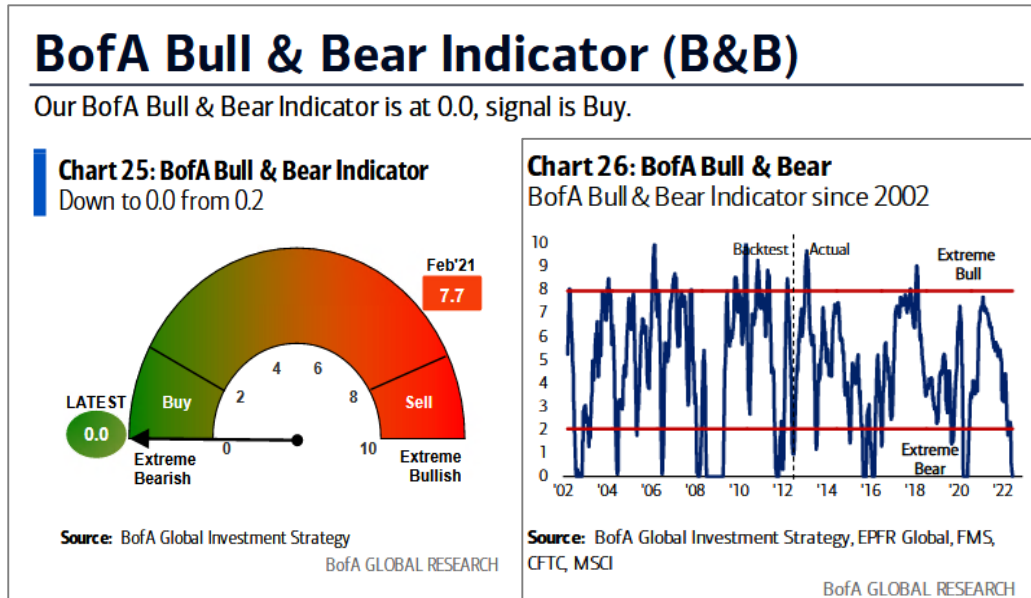


Neben der inzwischen wieder akzeptablen Bewertung spricht aber auch der abgrundtiefe Pessimismus vieler Marktteilnehmer für eine Stabilisierung der Börsen. Aktuell befindet sich der Anteil negativer Börsenbriefschreiber auf einem langjährigen Hoch, ebenso wie der Anteil pessimistischer institutioneller und privater Anleger und die relative Bewertung von Put-Optionen zu Call-Optionen. Aggregiert wird das vorherrschende negative Sentiment in dem Bull & Bear-Indikator der Bank of America abgebildet, der erstmals seit dem März 2020 (Tiefpunkt des Corona-Crash) wieder ein klares Kaufsignal gibt (siehe Grafik S. 10). Eine derartige Ballung bullischer Sentiment-Signale wurde in der Vergangenheit nur in unmittelbarer Nähe markanter Aktienmarktiefs gemessen.

**Ausgeprägter  
Pessimismus der  
Anleger anti-  
zyklisch positiv**

Bemerkenswert ist zudem, dass die Kapitalströme bislang keinerlei Anzeichen einer generellen Abkehr vom Aktienmarkt signalisieren. Das Interesse an ETFs

(Exchange Traded Funds) ist ungebrochen, obwohl viele Anleger, die während der letzten Jahre den Aktienmarkt für sich „entdeckten“, zuletzt empfindliche Verluste erlitten haben dürften.



Insgesamt glauben wir, dass die marktpsychologische Verfassung unter antizyklischen Aspekten ein veritables Gegengewicht zu dem düsteren makroökonomischen Bild darstellt, und halten daher zunächst an unserer Aktiengewichtung in den Portfolios fest. In der Historie gibt es genügend Beispiele dafür, dass die Aktienmärkte ihre unteren Wendepunkte in einer von Pessimismus und Hoffnungslosigkeit geprägten Phase markierten. Veränderungen in der regionalen Struktur planen wir gegenwärtig ebenfalls nicht, denn das höhere volkswirtschaftliche Risiko in der Eurozone wird u.E. durch die niedrigere Aktienmarktbeurteilung und das günstigere Zinsniveau hinreichend kompensiert.

Als wesentliches, weil völlig unkalkulierbares Risiko bleibt allerdings die Frage, ob Putin den Westen auch nach den jährlichen Wartungsarbeiten an der Pipeline Nordstream 1 mit Gas versorgen wird. Sollte die Zufuhr nach dem 21. Juli wieder aufgenommen werden, würde dies die europäischen Gasnotierungen und die Aktienmärkte spürbar entlasten; andererseits würde ein kompletter Gasstopp für neuerliche Börsenturbulenzen sorgen. Wir legen in diesem bipolaren Umfeld unser Augenmerk darauf, das Portfolio breit zu diversifizieren und sich ausreichend Flexibilität zu bewahren, um auf unerwartete Ereignisse schnell und angemessen reagieren zu können.

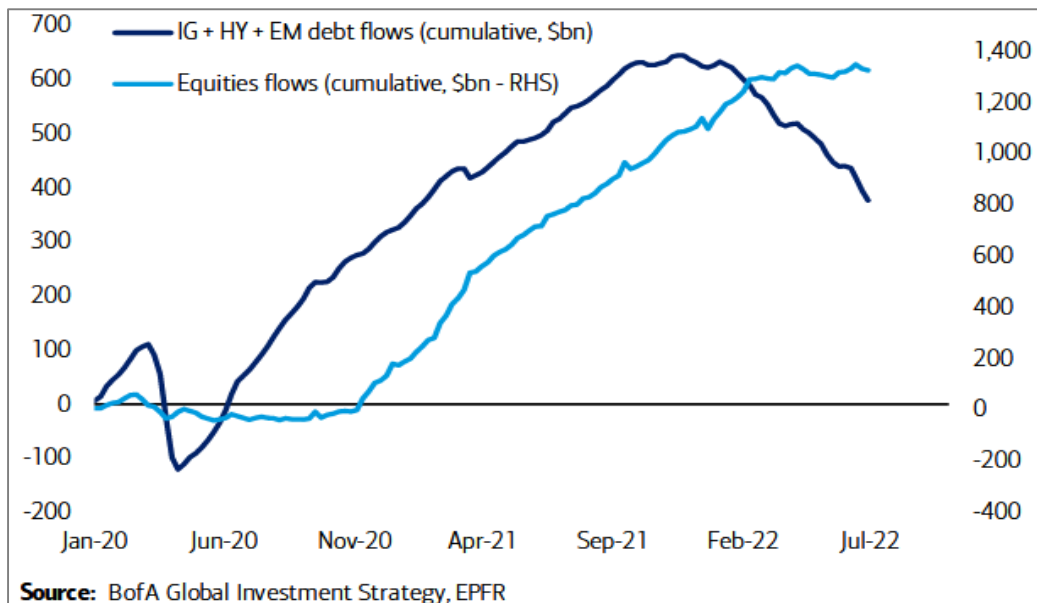
Gaszufuhr durch Nordstream 1 als Zünglein an der Waage

### Umfeld für Anleihen bleibt herausfordernd

Der steile Anstieg der Kapitalmarktrenditen hat auch den Anleihemärkten das schwächste erste Halbjahr seit Jahrzehnten beschert. Vor allem Titel mit

längerer Restlaufzeit und Unternehmensanleihen schlechterer Bonität litten unter dem Politikwechsel der Notenbanken. Die Zinswende machte sich auch in den internationalen Kapitalflüssen bemerkbar. So standen einer stabilen Entwicklung an den Aktienmärkten signifikante Mittelabflüsse in Investment Grade-, High Yield- und Emerging Markets-Bonds gegenüber.

**Deutlich stärkere Mittelabflüsse bei Anleihen als bei Aktien**



Wir hatten Anleihen in unseren Portfoliostrukturen seit längerer Zeit untergewichtet und halten das Chance/Risikoprofil in diesem Segment weiterhin für weniger attraktiv. Zwar rechnen wir angesichts der wirtschaftlichen Abkühlung zunächst nicht mehr mit einem Überschreiten der bisherigen Renditehöchststände, sehen andererseits aber auch noch nicht das Potenzial für nachhaltige Kursgewinne.

### Gold als Stabilitätsanker im Portfolio

Die weltweit anziehenden Zinsen belasteten während der letzten Monate auch den Goldpreis, da Anleihen mit steigenden Renditen gegenüber dem zinslosen Edelmetall tendenziell an Attraktivität gewinnen. Aus Sicht des Euro-Anlegers stellte sich Gold dennoch als Stabilitätsanker im Portfolio heraus, da es anders als Aktien oder Anleihen das erste Halbjahr dank der Dollar-Aufwertung im Plus abschloss.

**Gold als zinslose Anlage kämpft gegen Renditeanstieg**

Wir hatten die Goldbestände vor einigen Monaten zu deutlich höheren Kursen etwas reduziert. In Anbetracht des äußerst unsicheren wirtschaftlichen, geld- und geopolitischen Umfelds halten wir gegenwärtig an unseren Positionen als stabilisierendes Element in den Portfolios fest.

**Ulrich Reitz**