



## ficon Market-Letter 2. Quartal 2022

**Der Inflationsschock und heruntergedimmte Wachstumsprognose für das Jahr 2022** – Die Inflation ist weltweit auf dem Vormarsch und erreichte in vielen Ländern neue Rekordwerte (zum Beispiel Deutschland +7,9 Prozent, Europa +8,1 Prozent, USA +8,6 Prozent). Und ein baldiges Ende der Geldentwertung ist nicht in Sicht. Die Erzeugerpreise, die als Vorlaufindikator der Inflation dienen, verzeichneten mit +37,2 Prozent den stärksten Anstieg seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1949! Christine Lagarde sah erst spät und nach massivem Druck die Möglichkeit, dass die EZB die Zinswende im Juli einleiten könnte. Eine klare Inflationsbekämpfungspolitik ist dies aber nicht. **Die Stabilität der Eurozone beziehungsweise die Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit überschuldeter Staaten genießt eindeutig Priorität vor Preisstabilität.** So hält sie eisern an ihrem Fahrplan fest, erst im Sommer nach elf Jahren eine erste kleine Zinserhöhung von 0,25 Prozent durchzuführen. Den Vorsprung der Inflation holt die EZB nicht annähernd ein, und **der reale Leitzins bleibt weiter dramatisch negativ.** Die „Berechnungslogik“ der offiziellen Inflationsrate weckt jedoch die Erwartung, dass der Preisdruck ab Sommer zumindest seinen Höhepunkt erreichen wird. Denn die Ermittlung erfolgt immer im Vergleich zu dem Vorjahresmonat, und dort nähern wir uns immer mehr den hohen Rohstoffpreisen seit dem Sommer 2021 an.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung („Wirtschaftsweisen“) hat seine Konjunkturprognose für das Wachstum des deutschen Bruttoinlandsprodukts deutlich von 4,6 Prozent auf 1,8 Prozent für das laufende Jahr nach unten revidiert. Ferner erwartet der Sachverständigenrat mit 6,1 Prozent auch eine deutlich höhere Inflationsrate für 2022 (bisherige Schätzung 2,6 Prozent). Der Internationalen Währungsfonds (IWF) äußerte sich vergleichbar. Der IWF prognostizierte eine globale Wachstumsrate von +3,6 Prozent (bisher +4,4 Prozent) und rechnet in den Industriestaaten mit einer Inflationsrate von +5,7 Prozent (vs. +3,9 Prozent). Zum Ende des Quartals hatten auch die Weltbank (2,9 statt 4,1 Prozent) und die OECD (3,0 statt 4,5 Prozent) ihre Prognose für das globale Wirtschaftswachstum 2022 deutlich gekappt.

Im Gegensatz zur EZB zeigte sich die amerikanische Notenbank (Fed) wesentlich früher entschlossen, die Teuerung mit allen Mitteln zu bekämpfen. Die US-Notenbank kündigte bereits in ihrem Sitzungsprotokoll vom März an, dass sie ihren Bestand an Anleihen um bis zu 95 Milliarden US-

Dollar pro Monat verringern wird. Bei genauerer Betrachtung führt dies aber nur zu einer Verringerung der Bilanzsumme um zwölf Prozent. Mit dann rund 7,8 Billionen US-Dollar **läge die Bilanzsumme der Fed immer noch weit über jener zu Beginn der Corona-Pandemie** von ca. vier Billionen US-Dollar. Nachdem die Inflationsrate keine Anstalten machte, den Erwartungen der FED zu folgen, beschleunigte die Notenbank das Tempo der Zinserhöhungen. Die FED-Verantwortlichen mussten im Juni zerknirscht eingestehen, dass die Inflation doch nicht nur ein Corona bedingtes kurzes Phänomen darstellte, sondern dabei war, zu einer dauerhaften Gefahr für Konjunktur und Preisstabilität zu mutieren und außer Kontrolle zu geraten. Kurz, die FED hatte sich tüchtig verspekuliert und nun stand ihre Glaubwürdigkeit auf dem Spiel! Die amerikanische Zentralbank straffte in der Folge dreimal ihren Leitzins, und mit der Erhöhung um 75 Basispunkte, der stärkste Zinsschritt seit fast 30 Jahren, setzt US-Notenbankchef Jerome Powell nun ein klares Zeichen im Kampf gegen die ausufernde Inflation. Den Marktteilnehmern war nun unmissverständlich vor Augen geführt worden, dass eine Unterstützung durch die Notenbanken nicht mehr im bisherigen Umfang gegeben war und sich die bis dato weit offenen Geldschleusen schneller schließen würden als zu Jahresanfang prognostiziert. Die US-Notenbank betont zwar, dass sie keine die Konjunktur schockende Zinspolitik nach dem Vorbild Paul Volckers in den 1980er betreiben wird. Aber sie will auch nicht ausschließen, dass die Wirtschaft kurzfristig darunter leiden könnte. Ein klares Bekenntnis also, dass die Inflationsbekämpfung Top-Priorität genießt.

Die Stimmung in den europäischen Unternehmen hatte sich bis in den Juni hinein eher stabil gezeigt. Vor dem Hintergrund des Krieges in der Ukraine und den vielen Belastungsfaktoren eine erstaunlich positive Entwicklung. Aus den Unternehmen kamen kaum negative Signale und viele Branchen berichteten von steigenden Auftrageingängen und auskömmlichen Margen und von einem Fachkräftemangel. Doch angesichts der Geschwindigkeit des Inflationsanstiegs und der dynamischen geldpolitischen Kehrtwende, den steigenden Rohstoffkosten, den Problemen in den Lieferketten und weiteren kleineren Problemen, die im Verlauf des letzten Quartals beinahe synchron auftraten, zogen dunkle Wolken am Konjunkturmilieu auf. Das R-Wort machte nun die Runde. Die monatlichen Einkaufsmanagerindices in den USA und Europa deuten darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Dynamik im Juni synchron verlangsamt hat. Die Unternehmensstimmung im Euroraum erreichte hier das tiefste Niveau seit



Anfang 2021, und der Ausblick der befragten Unternehmen war so pessimistisch wie seit Oktober 2020 nicht mehr. Viele Volkswirte beschäftigen sich mit dem Thema Rezession und rein statistisch betrachtet, stehen unsere Chancen nicht sehr gut, dass wir vor dem Hintergrund der oben geschilderten Belastungsfaktoren einer Rezession in den kommenden Monaten entgehen werden. Vielmehr scheint es nur noch um die Frage zu gehen, ob wir es mit einer milden Form oder einer ausgeprägten Rezession zu tun bekommen werden. Hierzu ist das letzte Wort noch nicht gesprochen worden, was vor dem Hintergrund der komplexen Gemengelage nicht weiter verwundert. Die Ökonomen der BIZ sehen die Chancen für das Eintreten in eine Rezession bei 50:50 – das gibt noch Hoffnung.

Nach einem schon schwierigen ersten Quartal waren die Aktienmärkte mit leichten Gewinnen in den April gestartet. China erlebte dann im April die heftigste Coronawelle seit Ausbruch der Pandemie und ergriff strikte Lockdown-Maßnahmen. Sorgen hinsichtlich des Wachstums in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt und Lieferkettenprobleme lasteten auf den Finanzmärkten. **Zins-, Inflations- und Konjunkturängste** schickten die Börsen auf Talfahrt und setzten der zaghaften Erholung ein Ende. Zudem hatten viele Marktteilnehmer das Vertrauen in die Zinspolitik und die Fähigkeiten der FED und EZB verloren. „Risk Off“ – raus aus dem Risiko war von nun an das Motto an den Finanzmärkten. Nicht nur die Kurse von Aktien, sondern auch die von festverzinslichen Anleihen und Kryptowährungen stürzten so deutlich ab wie lange nicht. So verbuchte der Dow Jones mit acht Wochen in Folge die längste Verlustserie seit 1932. Dabei ging die Zahl der optimistischen Privatanleger so stark zurück, wie seit 40 Jahren nicht mehr. Viele Aktienmärkte fielen von ihrem letzten Hoch mehr als 20 Prozent zurück und drohten aus technischer Sicht, in einen Bärenmarkt zu fallen und beim **S&P 500 droht mit einem Minus von 23 Prozent im bisherigen Jahresverlauf das schwächste erste Halbjahr seit 1932!** Auch der DAX und der Euro STOXX verbuchten im Juni den schwärzesten Monat in ihrer Geschichte. Zum Quartalsende konnte der DAX seine Unterstützungslinie von 13.000 Punkten nicht mehr verteidigen und schloss mit 12.783 klar darunter. Die Kurse an den Anleihenmärkten sind so deutlich eingebrochen, wie seit mindestens 50 Jahren nicht mehr. Lediglich Rohstoffe bescherten den Anlegern einen positiven Return.

Die aktuelle Marktlage stellt für jedes Portfolio eine Herausforderung dar, wie wir es seit vielen Jahren nicht mehr erlebt haben. Mit Blick auf das zweite Halbjahr scheint das Umfeld für Aktien so schlecht zu sein wie lange nicht. Zu viele Belastungsfaktoren

drücken auf die Stimmung der Investoren und die Ungewissheit, wie sich der Krieg in der Ukraine entwickeln wird und wie lange er noch dauert, führt kurzfristig zu einer defensiven Grundhaltung.

Wann und mit welchen Folgen der Krieg in der Ukraine zu Ende geht und ob der Gasstreit mit Russland Ende Juli eskaliert, ist reine Spekulation. Die Kapitalmärkte dürften aber in den kommenden Wochen eine gewisse Abstumpfung oder Gelassenheit gegen die tagtägliche mediale Berichterstattung entwickeln. Die mittel- bis langfristigen Konsequenzen könnten hingegen enorm sein. Es ist nicht auszuschließen, dass wir am Beginn einer neuen ideologischen Blockbildung zwischen West und Ost oder gar eines neuen Kalten Krieges stehen. Dies würde der Globalisierung einen erheblichen Dämpfer versetzen und eine höhere strukturelle Inflation zusätzlich begünstigen. Zudem könnte uns ein unangenehmer Winter ins Haus stehen. **Allerdings sollten wir nie übersehen, dass es auch jederzeit zu positiven Überraschungen kommen kann.** Die US-Regierung strebt zum Beispiel angeblich eine Deeskalation des Handelskrieges mit China an und plant die Abschaffung einiger eingeführter Strafzölle auf Importe aus China.

In einem **inflationären Umfeld** sollte der Fokus der Anlagestrategie auf **realen Vermögenswerten** beziehungsweise Kaufkraftschutz liegen, **unter Wahrung der täglichen Verfügungsmöglichkeit.** Aktien sind daher unverzichtbar. Nominelle Anlageklassen erscheinen tendenziell unattraktiv und unsicher. In Zeiten ansteigender Zinsen fallen die Kurse derjenigen Anleihen, die noch mit dem niedrigeren Zins ausgestattet sind. Nach Daten des Informationsdienstes **Bloomberg verzeichnete der Anleihenmarkt den größten Einbruch seit mehr als 50 Jahren** Der Kurs der **Bundesrepublik Deutschland**-Anleihe von 2021 (Laufzeit bis zum 15. August 2031, WKN: 103073) **fiel vom 30. Dezember 2021 bis zum 14. Juni 2022 um 16,569 Prozent!** In diesem Marktumfeld haben Substanzaktien statt der – gesetzlich als sicher eingestuft – klassischen Zins-Anleihen Stabilität und „echte Sicherheit“ ins Depot gebracht. Auch im Vergleich zu den Wachstumsaktien hatten Substanz- beziehungsweise Dividentitel deutlich besser abgeschnitten. Vor dem Hintergrund der zu erwartenden weiter anziehenden Kapitalmarktrenditen **sehen wir in der Anlageklasse Anleihen keine Alternative zu Dividentiteln.** Anhaltend negative Realrenditen in Kombination mit Kursverlusten entfalten keine schädigende Wirkung auf Aktien. **Als Ergänzung zu Aktieninvestments halten wir auch weiterhin an unserer Empfehlung für Edelmetallinvestments fest. Auch hier steht der Substanzgedanke klar im Vordergrund.**



Angesichts des dramatischen Stimmungsverfalls ist bereits viel Negatives in den Aktienkursen enthalten. Kurzfristig können die Kurse aber noch einmal unter Druck geraten, wenn die Analysten ihre Schätzungen und Kursziele an die neue Marktlage anpassen werden. Bislang sind nur die Bewertungen, aber nicht die Gewinnschätzungen zurückgekommen. Dennoch werden die **Aktienmärkte beim Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nunmehr wieder fair bis günstig bewertet**. Nachdem das KGV beim US-Index S&P 500 im vergangenen Jahr einen Höchststand von 30 erreicht hatte, ging es seither laut Daten des Finanzdienstes Bloomberg bereits um 40 Prozent zurück, und der S&P 500 wird damit aktuell unterhalb des langjährigen Durchschnitts bewertet. Auch wenn in den kommenden Monaten damit zu rechnen ist, dass die Gewinne und Gewinnschätzungen zurückgeschraubt werden, ist vieles davon bereits in den Kursen vieler Branchen berücksichtigt. Wir gehen nach wie vor eher von einer temporären Schwächephase der Wirtschaft oder einer milden Rezession aus.

Auch wenn es schwerfällt, sollte man sich daher nicht vollständig von den Börsen verabschieden. Aktuell wird Unternehmen Beachtung geschenkt, die Preissteigerungen zumindest teilweise weitergeben können. Langfristig orientierte Anleger sollten aber Konjunkturtitel und ausgewählte Wachstumstitel berücksichtigen, die mittlerweile viel verloren haben und bei einer Entspannung über das größte Aufholpotential verfügen. Übrigens, das Insiderbarometer, womit Transaktionen der Vorstände und Aufsichtsräten analysiert werden, verzeichnete in Deutschland innerhalb eines Monats so viele Käufe wie zuletzt vor knapp einem Jahr. In den USA haben die Insider sogar erstmals seit März 2020 mehr Aktien der eigenen Unternehmen gekauft als verkauft. **Man kann davon ausgehen, dass die Organe ihre Unternehmen besser kennen als jeder andere Investor.**

Die taktischen Aktienallokation haben wir in unserem Anlageausschuss mit neutral festgelegt.

Düsseldorf, den 30. Juni 2022