# Rückblick auf das 1. Quartal 2022 und Ausblick

## *Zeitenwende*

*„Der russische Überfall auf die Ukraine markiert eine Zeitenwende.*
*Er bedroht unsere gesamte Nachkriegsordnung“*

Bundeskanzler Olaf Scholz am 26. Februar 2022 zu dem Beschluss der Bundesregierung, der Ukraine Waffen zur Landesverteidigung zu liefern, zwei Tage nach dem völkerrechtswidrigen russischen Angriff.

Trotz der gebotenen Zurückhaltung bei der Verwendung des Begriffs „Zeitenwende“, der ein historisch wichtiges Ereignis signalisieren soll, obwohl man erst in der Zukunft tatsächlich wissen kann, ob es diese Bezeichnung zu Recht erhalten hat, ist es doch so, dass am 24. Februar 2022, dem Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine, langjährige Überzeugungen und vermeintliche Gewissheiten über Nacht zerstört wurden. Der vorsätzliche Bruch von diplomatischen Gepflogenheiten, das Vorspiegeln von Gesprächsbereitschaft bis hin zu aktiver Täuschung und dreisten Lügen durch den russischen Präsidenten und seine Regierung dürften in diesem Ausmaß und zu diesem Zeitpunkt tatsächlich wohl nur sehr wenige erwartet oder geahnt haben.

Die vor mehr als 20 Jahren von einer rot-grünen Vorgängerregierung beschlossenen strengen deutschen Rüstungsexportrichtlinien sowie der nur wenige Monate zuvor unterschriebene Koalitionsvertrag der Regierungsparteien hielten der Macht dieses Ereignisses keine zwei Tage mehr stand. Sicherheit, Verteidigungsfähigkeit und ein neu erwachtes Bekenntnis zur NATO bekamen über Nacht eine höhere politische Priorität als Klimawandel oder Digitale Transformation. Und dies mit einer höchst selten gesehenen Einigkeit und Zustimmung im Parlament.

Der russische Angriff auf die Ukraine führte in vielen Ländern zu Solidarisierungen mit der vom Krieg betroffenen ukrainischen Bevölkerung und zu einer Welle der Unterstützung für die aus dem Land Geflüchteten, so auch in Berlin.

Wenn es auch unsere Aufgabe ist, die wirtschaftlichen Folgen des Krieges zu bewerten und die Auswirkungen auf die Portfolios unserer Mandanten zu verstehen, gilt unser tiefes Mitgefühl allen Menschen, die wegen diesem Krieg leiden, ihr Leben, ihre Gesundheit oder ihren Besitz verlieren.

Ebenfalls bemerkenswert schnell und einstimmig folgten die politischen Antworten von vielen nationalen Regierungen, der EU und der USA. In kürzester Zeit wurden Sanktionen gegen Russland und einzelne russische Bürger verhängt, die eine bisher ungekannte Härte erreichten. Gleichzeitig wurden in vielfacher Weise wirtschaftliche Abhängigkeiten westlicher Länder, insbesondere auch Deutschlands, vor allem von den Lieferungen russischer Energieträger wie Erdöl, Erdgas und Kohle, aber auch von industriellen Vorprodukten aus der Ukraine schmerzlich ins Bewusstsein gerufen.

Auch wenn ein Versuch, die langfristigen Auswirkungen dieser dramatischen Wendungen bereits heute abschätzen zu wollen, zum Scheitern verurteilt sein muss, lässt sich doch mit einiger Wahrscheinlichkeit sagen, dass bestimmte Grundtendenzen der letzten Jahre weiter verstärkt und beschleunigt werden:

- Strukturell höhere Inflationsraten aufgrund steigender Produktionskosten durch einen höheren Grad an Eigenfertigung, mehr Lagerhaltung und der Rückverlagerung von Produktionskapazitäten ins Inland (Effizienzverluste durch De-Globalisierung vs. Erhöhung der Versorgungssicherheit).
- Die Bemühungen, unabhängiger von russischen Energie- und Rohstofflieferungen zu werden, führen kurzfristig zu deutlich höheren Kosten bei der Ersatzbeschaffung und erfordern längerfristig hohe Investitionen in neue Anlagen und Technologien.
- Zusätzlicher Anstieg der Staatsverschuldung wegen neuer schuldenfinanzierter Ausgabenpakete, z. B. für Subventionen gegen die Folgen hoher Energiekosten oder für Sicherheit (Abwehr von Cyberangriffen bis hin zu militärischer Verteidigung).

Die derzeit in vielen Ländern (einschließlich Deutschlands) noch nicht vollständige Konjunkturerholung von der Covid-19-Pandemie verschiebt sich damit weiter. Bereits in den letzten März-Tagen wurden als unmittelbare Folge des Krieges in der Ukraine die Prognosen zu Konjunktur- und Inflationsentwicklung von Wirtschaftsforschern, von Banken und Regierungen für 2022 und die Folgejahre teilweise deutlich ins Negative revidiert.

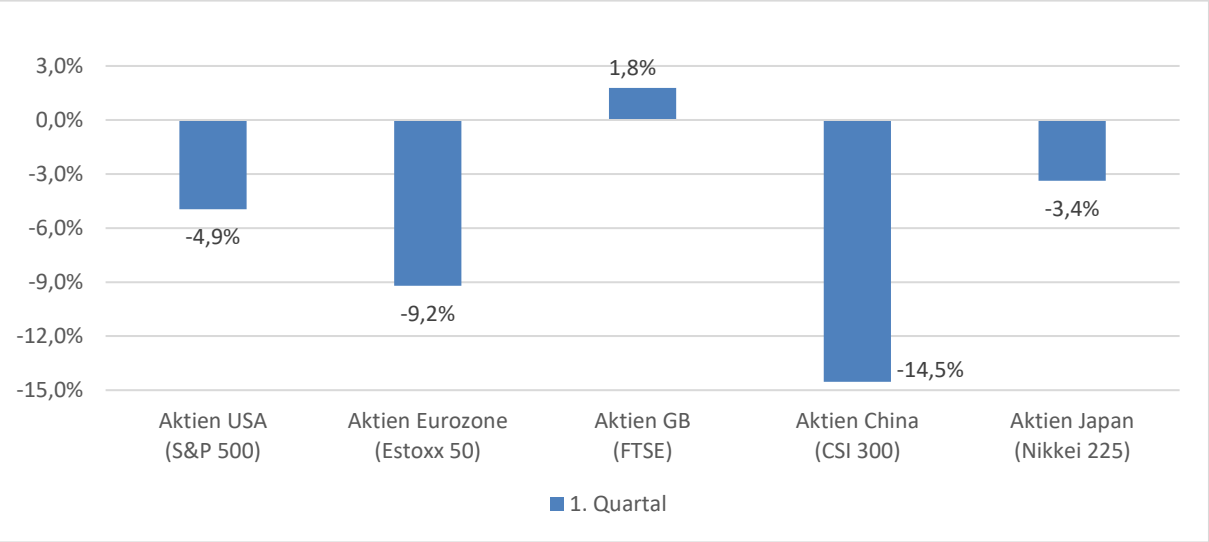
### *Rückblick auf das erste Quartal*



Zwei Themen, der Krieg in der Ukraine und die Sorgen, dass die anhaltend starke Inflationsentwicklung in vielen Ländern den Notenbanken einen aggressiven Zinserhöhungskurs aufnötigt, der auch in eine Rezession führen könnte, bestimmten die Entwicklung der Anlagemärkte im ersten Quartal des Jahres. Ein ungewöhnlich hohes Maß an Unsicherheit, selbst über die Aussichten für nur kurze Zeiträume von wenigen Tagen, prägte die Stimmung.

Die meisten **Aktienmärkte** konnten sich nach zwei negativen Monaten ab Anfang März von ihren Tiefständen deutlich erholen.

**Entwicklung ausgewählter Aktienmärkte 2022**




Datenquelle: Bloomberg

Vorangegangen waren Kurseinbrüche, die im Fall des S&P 500 bis auf minus 13 %, im Fall des Euro Stoxx 50 sogar bis auf minus 19 % seit Jahresbeginn reichten.

Die deutliche Aufholbewegung ist dabei eher untypisch für eine Phase kräftig steigender Zinsen. Aktienkurse sollten theoretisch bei steigenden langfristigen Zinsen unter den höheren Diskontierungssätzen, mit denen die in der Zukunft erwarteten Gewinne der Unternehmen in den aktuellen Kursen berücksichtigt werden, leiden. Für Unternehmen bedeuten steigende Zinsen zukünftig höhere Finanzierungskosten für ihr Fremdkapital.

Wir führen diese ungewöhnliche Reaktion auf ein um sich greifendes Misstrauen gegen die aktuelle Politik der Notenbanken zurück. Nachdem diese viel zu lang zögerten, die tatsächliche Inflationsentwicklung anzuerkennen, bestehen nun berechtigte Zweifel, dass sie in der Lage sein werden, die Inflationswelle überhaupt noch und zudem ohne einen deutlichen Konjunktureinbruch in den Griff zu bekommen.

**Chinesische Aktien** bildeten im ersten Quartal erneut das Schlusslicht unter den großen Aktienmärkten. Der unerwartete russische Einmarsch in die Ukraine hat an den Finanzmärkten, wie auch bei uns, zu einer völligen Neueinschätzung von geopolitischen Risiken geführt.

Wir haben daher Mitte März entschieden, die in den Portfolios unserer Mandanten vorhandenen Aktieninvestments mit direktem Bezug zu China zu veräußern. Trotz einer nach wie vor sehr günstigen fundamentalen Bewertung des chinesischen Inlandsaktienmarkes („A-Shares“) und den im internationalen Vergleich mit 5 bis 6 % sehr positiven Wachstumsaussichten der chinesischen Wirtschaft für 2022 zeigt die seit einiger Zeit anhaltende Flucht internationaler Investoren aus China, dass der Vertrauensverlust in die Einhaltung marktwirtschaftlicher Spielregeln inzwischen zu groß geworden ist und dies sich auf absehbare Zeit auch in einer sehr niedrigen Marktbewertung widerspiegeln wird.

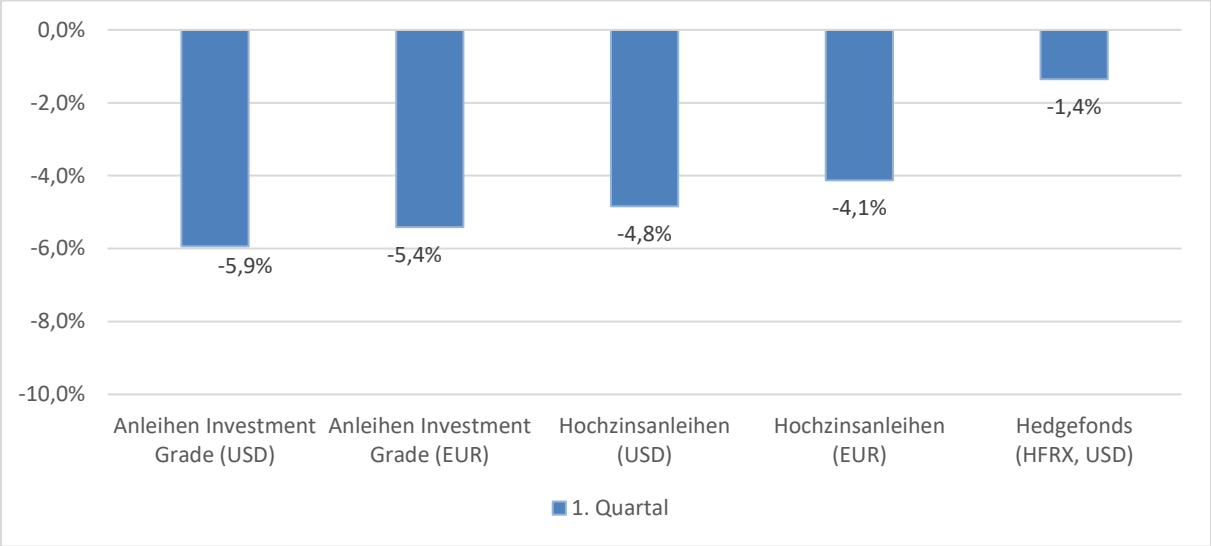


Wir schenken auch den jüngsten Versprechungen von Regierungsseite, zukünftig wieder stärker die Interessen ausländischer Investoren in China zu berücksichtigen, noch keinen Glauben. Die willkürlich anmutenden und ideologisch begründeten Eingriffe in Unternehmen und Märkte der letzten Monate haben Vertrauen zerstört. Dazu kommt, dass durch die auch nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine demonstrierte Verbundenheit mit Russland die Gefahr besteht, dass China selbst noch Ziel zusätzlicher scharfer internationaler Sanktionen werden kann. Die übrigen bekannten Problemfelder, existenzielle Nöte des Immobiliensektors oder die Null-Covid-Strategie der Regierung, die mit den jüngsten Corona-Ausbrüchen in großen Wirtschaftszentren wie Shenzhen oder Schanghai weitere gravierende Störungen des internationalen Handels befürchten lassen, nähren zusätzlich unsere Zweifel.

In Aktien scheinen viele Investoren den in unsicheren Zeiten gesuchten „sicheren Hafen“ zu sehen. Vielleicht werden sich Aktien, von denen manche zweifellos einen gewissen Sachwertcharakter aufweisen, in Zeiten sehr hoher Inflationsraten tatsächlich als das „kleinere Übel“ erweisen. In unseren Strategien haben wir Aktien derzeit recht hoch gewichtet, halten allerdings auch bewusst an erhöhten Liquiditätsreserven fest, da wir denken, dass in den kommenden Wochen und Monaten noch Preisrückschläge zu erwarten sind, die wir dann gezielt nutzen möchten.

**Anleihen** gehörten aufgrund der negativen realen Renditen schon im vergangenen Jahr zu den von uns gemiedenen Anlagen. In einem klassischen Portfolio-Mix kommt Anleihen eigentlich die Rolle eines Garanten für Wertstabilität in schwierigen Zeiten zu. Tatsächlich erleben wir derzeit allerdings die schwersten Wertverluste der vergangenen drei Jahrzehnte.

**Entwicklung ausgewählter Anleihenmärkte und Hedgefonds 2022**




Datenquelle: Bloomberg

Die Hauptursache für die anhaltende Unruhe der Anleihemärkte sind vor allem die ungebremst steigende Inflation in den USA und der Eurozone und die zumindest bislang als völlig unzureichend angesehenen Maßnahmen der Notenbanken gegen diesen Preisauftrieb.



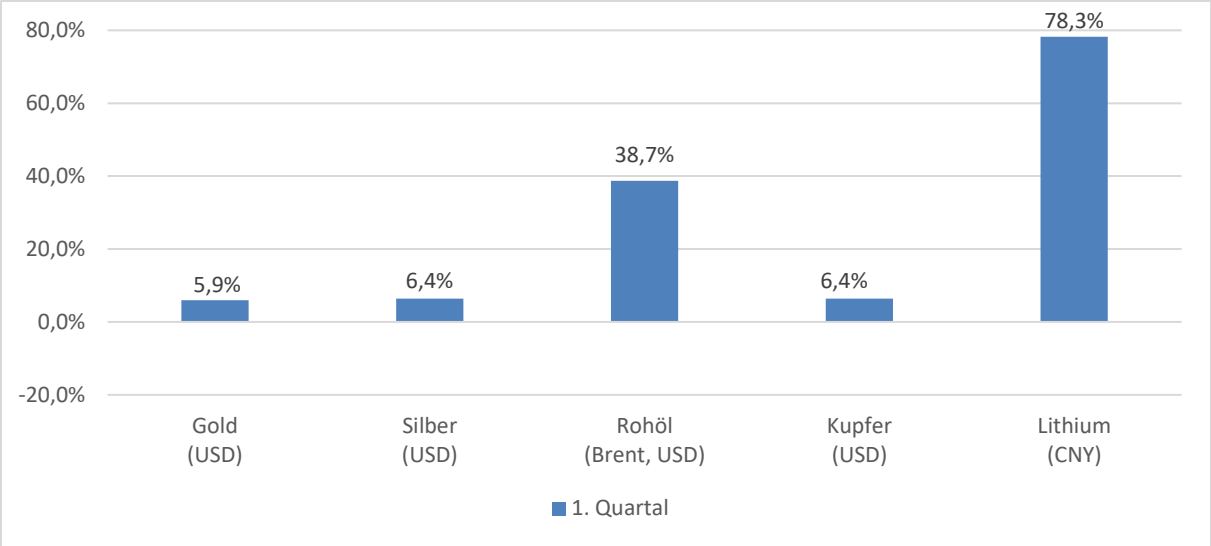
Erstmals nach mehr als drei Jahren erhöhte die US-Notenbank am 16. März ihren Leitzins um 0,25 % und unternahm damit nach monatelangem Zögern den ersten konkreten Schritt zur Inflationsbekämpfung, was wir ausdrücklich begrüßen. Weitere Zinsschritte im laufenden Jahr wurden in Aussicht gestellt, um die hochgeschossenen Inflationserwartungen der Finanzmärkte zu dämpfen. Neben der Entwicklung der Leitzinsen ist es für die Anleihemärkte aber genauso wichtig zu erfahren, wie sich die FED den Rückbau ihrer durch beispiellose Geldschöpfung aufgeblähte Bilanz konkret vorstellt. Dazu gibt es bisher noch keine belastbaren Erkenntnisse. Wir gehen davon aus, dass die amerikanische Geldpolitik noch geraume Zeit das marktbeherrschende Thema sein wird.

Die Europäische Zentralbank zeigt dagegen noch keine eindeutige Haltung in Fragen der Inflationsbekämpfung. Vertreter von Ländern wie Deutschland, Österreich oder den Niederlanden fordern schon seit längerem ein Ende der ultra-expansiven Geldpolitik. Dem stehen die Vertreter von Ländern wie Frankreich, Italien oder Spanien gegenüber, die eine deutlich größere Toleranz in Sachen Inflationsentwicklung an den Tag legen und weiter am Null- und Negativzinsregime zu Gunsten günstiger Finanzierungsbedingungen (niedriger oder sogar negativer Kreditzinsen) festhalten wollen. Die EZB-Ratssitzung im März brachte zumindest Hinweise darauf, dass die umfangreichen Anleihekäufe in Kürze zunächst reduziert und im Laufe des dritten Quartals auch ganz eingestellt werden könnten. Erst danach wäre der Weg für Leitzinserhöhungen frei. Von einer überzeugenden Bekämpfung der Inflationsrisiken angesichts von Teuerungsraten, die in Deutschland so zuletzt in den

frühen 90er-Jahren zu beobachten waren, kann bei der EZB-Geldpolitik aus unserer Sicht weiterhin keine Rede sein.

Rohstoffe im Allgemeinen und Energieträger wie **Rohöl,** Erdgas und Kohle im Besonderen waren die eindeutigen „Gewinner" im ersten Quartal. Eine unverändert hohe Nachfrage und zusätzlich die Furcht vor zusätzlichen Angebotsengpässen durch den Krieg in der Ukraine und durch die selektive Sanktionierung russischer Lieferungen lösten kräftige Preissteigerungen aus. Industrierohstoffe wie **Kupfer** und erneut **Lithium** wurden weiter stark nachgefragt und trafen ebenfalls auf ein viel zu knappes Angebot.

**Entwicklung ausgewählter Edelmetalle, Energie und Rohstoffe 2021**




Datenquelle: Bloomberg

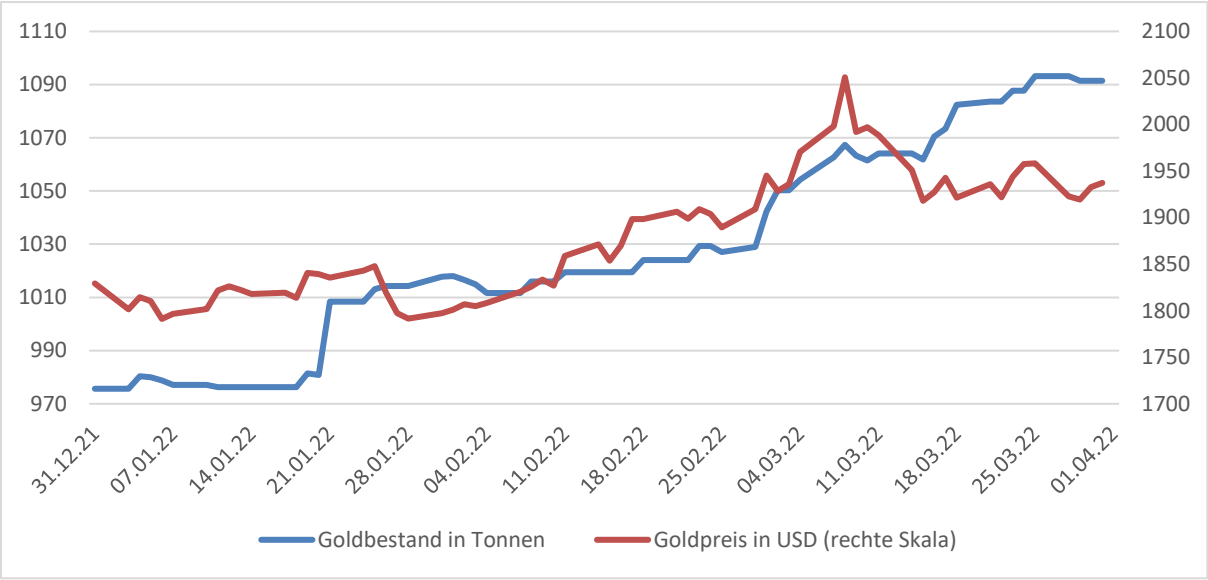
Die Wertentwicklung der Portfolios unserer Mandanten profitierte im ersten Quartal aufgrund der anhaltend hohen Gewichtungen des Rohstoff- und Minensektors in unserer Strategie in besonderem Maße. Wir denken, dass angesichts der anhaltenden und sich möglicherweise noch verschärfenden Ungleichgewichte dieser Sektor auch in den kommenden Quartalen ein sehr wichtiger Portfoliobaustein bleiben wird.

**Gold** zeigte im ersten Quartal nach der verhaltenen Entwicklung im letzten Jahr seine Qualität als Portfolioabsicherung in unsicherer Zeit.

Selbst die stark steigenden (Real-) Zinsen, die Gold als ertragslose Anlageform eigentlich unattraktiver machen sollten, konnten von den schnell steigenden Inflationsraten und der zusätzlichen Unsicherheit durch den Ukraine-Krieg nicht ablenken. Eine hohe Nachfrage nach Gold zeigt dessen nach wie vor hohe Attraktivität als „Kriseninvestment".

In vielen Portfolios haben wir im März die durch den Preisanstieg erhöhten Gewichtungen bei Preisen über 2.000 USD zu Teilverkäufen genutzt und auf diesem Wege Gewinne realisiert. Nach wie vor ist Gold jedoch in unseren Portfolios hoch gewichtet, da wir weiterhin einen hohen Nutzen als Schutz gegen Extremrisiken in Edelmetallen sehen.

**Entwicklung des Goldpreises und Goldbestand des SPDR Gold Trust:**




Datenquelle: Bloomberg

### *Was uns in der nächsten Zeit voraussichtlich beschäftigen wird*

Wieder möchten wir eine kleine Auswahl von Entwicklungen präsentieren, denen wir gerade besondere Aufmerksamkeit widmen. Wir erwarten, dass sie uns wichtige Hinweise für unsere Investmentstrategie und die zukünftige Portfoliogestaltung liefern:



- **Wird die US-Notenbank FED die von den Finanzmärkten erwarteten Leitzinserhöhungen „liefern" können?**
  Inzwischen werden (gemessen an den FED-Fund-Futures) bis März 2023 zehn Zinsschritte von 0,25 bis 0,50 % erwartet, die den Leitzins von derzeit noch 0,5 auf über 3,0 % steigen lassen würden. Das erklärte Ziel der FED, ein sogenanntes „Soft Landing" zu erreichen (Reduzierung der Inflation ohne Abgleiten der Wirtschaft in eine Rezession), dürfte angesichts des inzwischen erreichten Inflationsniveaus, der zahlreichen Ursachen, die außerhalb des Einflussbereiches der FED liegen (Energiepreise und Lieferketten) und der dadurch hartnäckig hohen Inflationserwartung sehr schwer zu erreichen sein. Wir sehen die Gefahr, dass die FED jetzt mit zu schnell aufeinander folgenden Zinserhöhungen den immer noch laufenden Post-Corona-Aufschwung abrupt stoppen wird.

  Der letzte Zinserhöhungszyklus der FED, mit einem Leitzinsanstieg von 0,25 % auf 2,5 %, dauerte mehr als drei Jahre und wurde Mitte 2019 nach neun Zinserhöhungen von jeweils 0,25 % abgebrochen. Aufkommende Rezessionssorgen begleitet von Wachstumsraten unter 2 % hatten damals die FED zu einem schnellen Umschwenken veranlasst.

  Die in der US-Zinskurve seit Kurzem zu beobachtende Inversität (höhere Renditen für kurze Laufzeiten als für lange Laufzeiten) deutet darauf hin, dass nicht nur wir dieses Szenario vor Augen haben.

- **Die „investierbare Welt“ wird kleiner**
  Wo kann zukünftig noch Kapital investiert werden, ohne Gefahr zu laufen, von extremen und unkalkulierbaren politischen Entwicklungen überrascht zu werden? Der während der Trump-Präsidentschaft eskalierte Handelskonflikt zwischen den USA und China oder die schon 2014 eingeführten Sanktionen gegen Russland wirken vergleichsweise mild gegen die Reaktionen des westlich-demokratisch geprägten Länderblocks, die auf den von Russland ausgehenden Krieg in der Ukraine folgten. Die schnelle und vor allem einmütige Reaktion des Westens ist politisch fraglos richtig, hat aber wirtschaftlich für beide Seiten sehr weitreichende Folgen. Eine Bewertung von politischen Extremrisiken, so wie das Ausscheren Russlands aus der Weltgemeinschaft, spielte in den vergangenen zwei Jahrzehnten bei Anlageentscheidungen praktisch keine Rolle mehr. Die Neubewertung wird dazu führen, dass Länder, für die solche Risiken anzunehmen sind, keine ausländischen Investitionen mehr anziehen können oder sie aber den Investoren sehr hohe Risikoprämien anbieten müssen. Gleichzeitig wird sich in als sicher und verlässlich eingeschätzten Ländern mehr Anlagekapital konzentrieren, was die Renditeaussichten tendenziell belasten wird.

- **Erneut eine bipolare Weltordnung**
  Welche Länder könnten die nächsten sein, die sich dem autoritär-antiliberalen Lager um China und Russland anschließen, aus Überzeugung oder aus opportunistischen Motiven und wie weit wird man bereit sein, bei einer Konfrontation zu gehen? Von den für die Weltwirtschaft relevanten Ländern schauen wir auf Indien und Vietnam. Nicht zu vergessen ist auch, dass China in den vergangenen Jahren durch Direktinvestitionen und weitreichende vertragliche Vereinbarungen viele kleinere, strategisch wichtige und oft rohstoffreiche Länder an sich gebunden hat.



### *Was Sie von uns erwarten können*

Eine „Zeitenwende“ bedeutet, dass wir mit einer drastisch größeren Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen konfrontiert sind. Sie bedeutet leider auch, dass wir uns darauf einstellen müssen, dass nicht jedes Land oder jede Gesellschaftsordnung unsere Ideen von wirtschaftlicher Zusammenarbeit zum gegenseitigen Vorteil, von einem freien Welthandel oder von Menschenrechten und Demokratie teilt. Die Gefahr einer Spaltung der Welt in demokratiefreundliche Länder und solche, die autokratischen oder diktatorischen Regierungsformen den Vorzug geben, erfordert ein sehr gründliches Neudenken von Vermögensanlagen. Wünschenswert aber keineswegs sicher ist, dass diese Blöcke irgendwann wieder auf einen kleinsten gemeinsamen Nenner, einer gegenseitig nützlichen wirtschaftlichen Zusammenarbeit, zurückfinden. Die wichtigste Grundlage dafür, gegenseitiges Vertrauen, dürfte allerdings nach dem Kriegsgeschehen in der Ukraine und der unklaren Haltung Chinas und möglicherweise noch folgenden Eskalationen dazu an einem Nullpunkt liegen.

Unsere Aufgabe, die Portfolios unserer Mandanten vor gut bekannten Risiken wie Inflation, Bewertungsblasen, technologischem und gesellschaftlichem Wandel zu schützen, bekommt zukünftig damit eine weitere Facette – das Erreichen einer möglichst großen Unabhängigkeit von negativen Einflüssen potenzieller Systemgegner.

**BPM – Berlin Portfolio Management GmbH**

April 2022