

# Kapitalmarktkommentar 1. Quartal 2022

Stefan Calefice, Leiter Investment Komitee

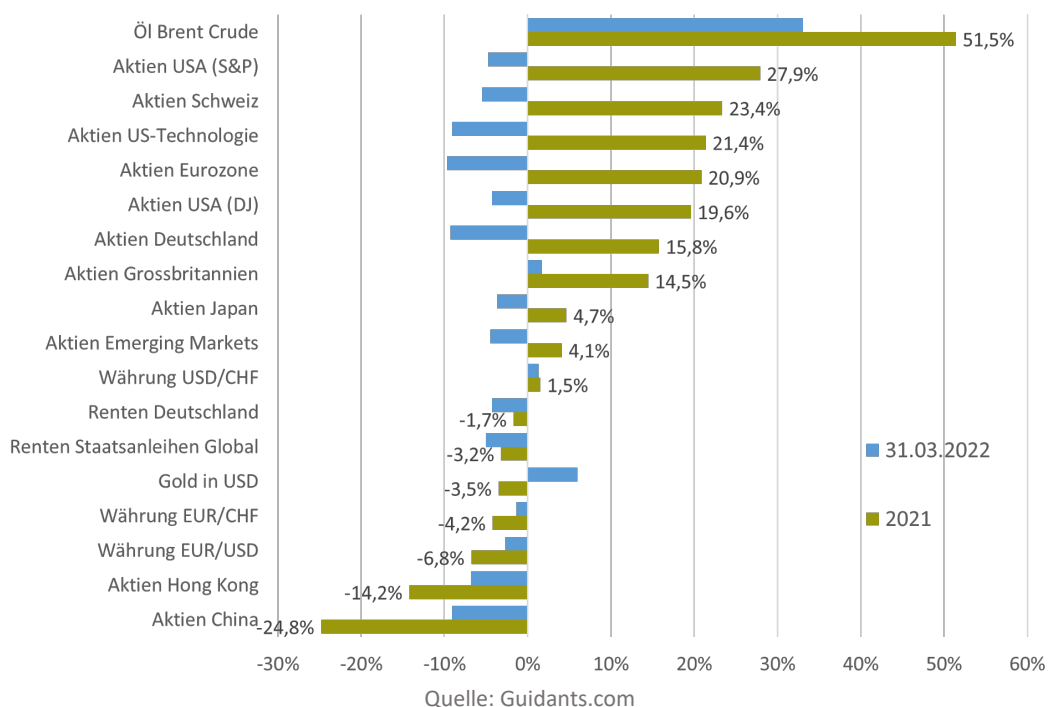
## Das Ende der Friedensdividende

Am 24. Februar hat Russland die Ukraine angegriffen und damit die Weltordnung, die massgeblich auf der Charta der Vereinten Nationen basiert, infrage gestellt. Mit seinem Angriff hat Russland mit dem Völkerrecht gebrochen und zahlreiche Abkommen und Institutionen wie den Europarat, die NATO-Russland-Grundakte von 1997 und das Minsker Abkommen de facto ausser Kraft gesetzt. Als Folge belegten die G7-Staaten, die EU und ihre Mitgliedsländer, die NATO-Mitgliedsstaaten und zahlreiche weitere dem „westlichen Lager“ zugehörige Staaten Russland mit scharfen Finanz- und Wirtschaftssanktionen.

## Börsen reagieren gelassen

Bereits seit Jahresbeginn befanden sich Segmente des Aktienmarktes in einem Korrekturmodus. So verloren Wachstums- und Technologiewerte phasenweise mehr als 25%. Mit dem Krieg in der Ukraine schwenke dann der breite Markt in ein negatives Umfeld. Lediglich Rohstoffe und Rohstoffaktien gehörten zu den Gewinnern in dieser Phase. Ein Hauch von Panik war jedoch nur Anfang März auszumachen, als die Verluste in den breiter aufgestellten Aktienindices SMI, DAX und Co. auf mehr als 20 % anwuchsen. In Fachkreisen wird bei Korrekturen von mehr als 20% häufig von einer Trendwende oder Bärenmarkt gesprochen. Der Ausverkauf lief jedoch nur knapp drei Tage und die Kurse erholten sich bis zum Quartalsende und grenzten ihre Verluste auf weniger als 10% ein.

### Entwicklung ausgewählter Anlagesegmente / Indices:

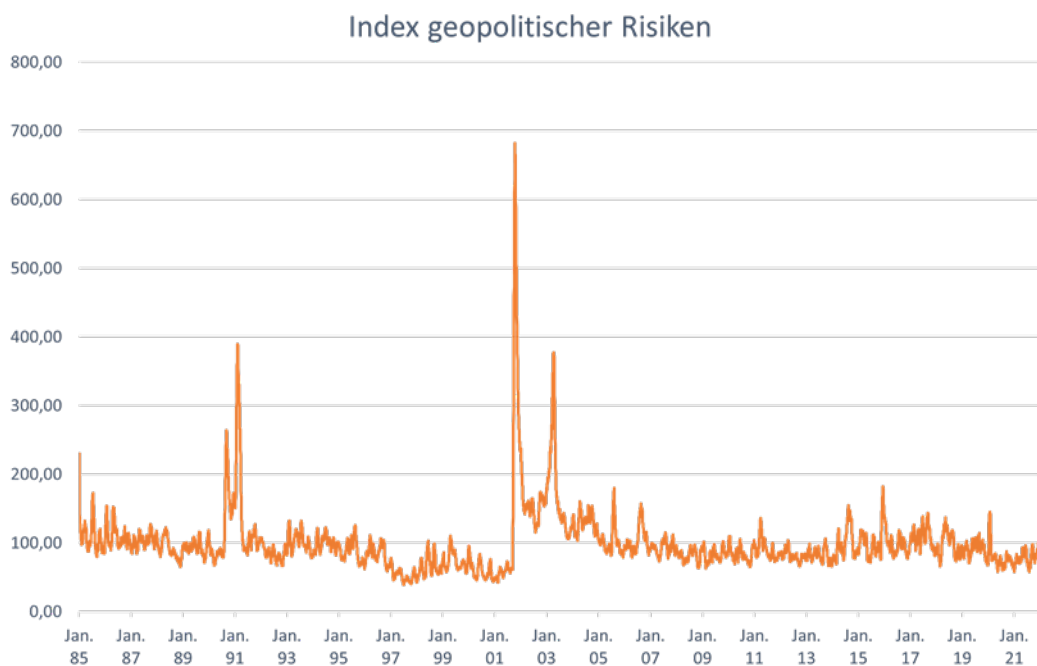


## Zweiteilung der globalen Ordnung wird zur neuen Realität

Russlands Aggression in der Ukraine dokumentiert den Prozess einer ordnungspolitischen Teilung, die schon seit einigen Jahren schwelt. Gut 30 Jahre nach dem Fall des Eisernen Vorhangs, der Wiedervereinigung Deutschlands und dem Zerfall der Sowjetunion steht die Welt vor einer erneuten Teilung in Ost und West. Die Trennlinien sind die ideologischen Systeme und unterschiedlichen Ansichten im Umgang mit Freiheit, Demokratie und Menschenrechten. Der Westen (die G7-Staaten und ihre Verbündeten in der EU und Asien) auf der einen Seite und der Block China/Russland auf der anderen Seite stehen sich ideologisch, militärisch und wirtschaftlich gegenüber.

Russlands Überfall auf die Ukraine hat die Gräben zwischen diesen Blöcken auf unabsehbare Zeit vertieft und nahezu unüberwindbar werden lassen.

Analysten und Wirtschaftsforscher der US-Notenbank Fed haben einen Index für geopolitische Risiken publiziert. Der Index basiert auf der Auswertung mittels automatischer Texterkennung von mehr als 11 amerikanischen Zeitungen und deren elektronischer Archive. Aktuell markiert der Index einen neuen Höchststand seit den Golfkriegen Anfang der 2000er.



Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System;  
 "Measuring Geopolitical Risk" von Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022)  
<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

## Ein gefährlicher Cocktail für die Kapitalmärkte

### Der Krieg in der Ukraine

Russland ist vom Westen mit Sanktionen belegt, die das Land und die Bevölkerung hart treffen und die wirtschaftliche Prosperität auf Dauer massiv einschränken werden. Die westlichen Volkswirtschaften, allen voran Europa, müssen sich neu organisieren und ihre Abhängigkeiten bei der Energieversorgung und bei arbeitsteiligen Wertschöpfungsketten lösen. Zusammen mit den anstehenden Investitionen im Bereich Klimaschutz und signifikanten Anpassungen im Verteidigungsetat, wirken diese

Massnahmen auf Dauer inflationstreibend und wie ein Hemmschuh für die Wirtschaftsentwicklung. Damit stehen die Anfang des Jahres gemachten Konjunkturprognosen unter Vorbehalt. Selbst ein abdriften in eine Rezession kann derzeit nicht ausgeschlossen werden.

### China im Lockdown

Während in unseren Gefilden die Pandemie scheinbar gut gemanagt werden kann, sprich die Auslastung der intensivmedizinischen Kapazitäten sich im Normalbereich bewegen, wütet Corona in China in einen bisher nicht registrierten Umfang. Zuletzt wurde die 26 Millionen-Metropole Shanghai abgeriegelt. Die Einwohner dürfen ihre Wohnungen nicht verlassen und müssen sich in den nächsten Tagen Massentests unterziehen. Sollte der Lockdown auch auf die Infrastruktur, also auf Flug- und Seehäfen ausgeweitet werden, drohen Lieferengpässe und Warenstaus. Schon jetzt kränkelt die chinesische Volkswirtschaft und wird für 2022 mit angenommenen 5,1% nur unterdurchschnittlich wachsen. Hohe Energiepreise, pandemiebedingter Nachfragerückgang und die Krise am Immobilienmarkt belasten derzeit die Wirtschaft. Damit fällt China als Motor für die globale Konjunktur in diesem Jahr aus.

### Inflation steigt weiter

Hohe Preise für Energie, Grundstoffe und Vorprodukte lassen die Inflationsraten weiter steigen. Mit den verhängten Sanktionen gegen Russland befindet sich der „Westen“ im Wirtschafts- und Handelskrieg mit Russland. Dringend suchen die Europäischen Bündnispartner nach Auswegen, die Abhängigkeit von Energielieferungen aus Russland zu lösen. Wenn Russlands Zugang zu den Weltmärkten beschränkt wird, werden die Preise für fossile Brennstoffe weiter steigen müssen. Gleichzeitig werden enorme Investitionen in den westlichen Ländern nötig sein, um die Energieinfrastruktur auf die neue Situation anzupassen. Ebenso müssen Investitionen in regenerative Energieträger und die dafür notwendige Infrastruktur vorangetrieben werden. Dieser Prozess wird Jahre, möglicherweise Jahrzehnte dauern und nachhaltig die Preise für Energie steigen lassen. Nicht nur die Energiekosten, auch die Preise für Getreide und Grundnahrungsmittel verteuern sich infolge des Krieges in der Ukraine.

### Notenbanken im Dilemma

Die grossen Notenbanken haben einen Politikwechsel vollzogen und den ausufernden Preissteigerungsraten den Kampf angesagt. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird ihr Anleiheankaufprogramm in diesem Quartal auslaufen lassen und möglicherweise den ersten Zinsschritt einleiten. Die EZB scheint in einem Dilemma. Sie muss die Inflation durch eine restriktivere Geldpolitik bekämpfen, da ansonsten negative Rückkoppelungen auf die Wirtschaftsleistung der EU-Mitgliedsstaaten drohen. Auf der anderen Seite wird der Politikwechsel zu steigenden Zinsen bzw. Refinanzierungskosten für Unternehmen und Staaten führen, was die Investitionstätigkeit der Unternehmen und die haushaltspolitischen Möglichkeiten vieler Mitgliedsstaaten stark einschränken wird.

Die US-Notenbank Fed hat im März den ersten Zinsschritt durchgeführt und weitere Schritte für dieses Jahr angekündigt. Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die Fed den Referenzzinssatz in diesem Jahr von 0% auf bis zu 1,9% anheben könnte. Schon jetzt ist infolge des Politikwechsels die Zinsstrukturkurve in den USA stark abgeflacht. Die Zinsdifferenz zwischen 2-jährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen nähert sich der Nullgrenze. Wird sie wie zuletzt im Sommer 2019 negativ, könnte dies ein Vorbote einer Rezession sein. Zuletzt konnte dies in 2019 und in 9 von 10 Fällen davor beobachtet werden.

## Fazit

### Märkte suchen Orientierung

Die zuvor beschriebenen Punkte verdeutlichen den Regimewechsel an den Kapitalmärkten. Zinswende, Politikwechsel der Notenbanken, das Inflationsszenario und die geopolitischen Risiken werden das Anlageumfeld in den nächsten Quartalen prägen.

Dabei gehen wir von zwei möglichen Szenarien aus.

#### **Risikoszenario**

Eine Verschärfung bzw. Ausweitung des Krieges könnte zu weiteren Kurseinbrüchen an den Kapitalmärkten führen.

#### **Hauptszenario**

Wahrscheinlicher ist es, dass der Ukraine-Krieg im weiteren Verlauf den Platz auf der ersten Seite in der Berichterstattung verlieren wird und sich so die Stimmung an den Kapitalmärkten an neuen Themen zu orientieren versucht. Neben Inflation und Notenbankpolitik wird das Thema Energiewende und Neuordnung der Liefer- und Absatzketten die Anlegerstimmung in der zweiten Jahreshälfte bestimmen.

Schon jetzt sind die Folgen des Krieges, die Zweiteilung der ordnungspolitischen Mächte, erkennbar.

Die notwendigen Anpassungsprozesse fördern die Inflation und bremsen die Innovation.

In dieser Phase ist es wichtig entsprechend breit über verschiedene Anlageklassen investiert zu sein und Titel- bzw. segmentspezifische Risiken zu reduzieren.

### Asset Allokation

Die Aktienquote bleibt zunächst untergewichtet. Bei Aktien sollten die Hauptmärkte die USA und Europa sein. Unternehmen der Grundstoffindustrie und Rohstoffproduktion werden mittelfristig die Gewinner sein, während Branchen aus den sogenannten Wachstumssegmenten (Technologie, Medizintechnik, Biotechnologie etc.) aufgrund von Bewertungsanpassungen eher zu den Verlierern gehören werden. Allerdings ist die Korrektur der Wachstumsaktien schon relativ weit fortgeschritten und hat bei vielen Werten zu Kursabschlägen von >40% geführt. Unter Valueaspekten könnten daher diese Anlagesegmente in den nächsten Wochen wieder interessant werden.

Bei Obligationen rückten Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten bzw. variabler Verzinsung in den Fokus. Die Liquiditätsquote bleibt weiterhin hoch und wird im Falle weiterer Ausverkäufe an den Aktienbörsen antizyklisch zum Aufbau der Aktienquote genutzt.

Gold hat seine Schutzfunktion in der Krise bestätigt und bleibt eine Halteposition.

## Impressum und Disclaimer

Rhein Investors AG

Henric Petri-Str. 6

4010 Basel

Tel. +41 (0)61 227 92 02

Fax +41 (0)61 227 92 01

[stefan.calefice@rinet.ch](mailto:stefan.calefice@rinet.ch)

*Diese Publikation wurde von der Rhein Investors AG verfasst und ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt. Sie ist vertraulich zu behandeln und darf ohne schriftliche Einwilligung weder ganz noch teilweise publiziert, reproduziert oder vervielfältigt werden. Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die Rhein Investors AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.*