



Sehr geehrte Investorinnen und Investoren, in unserem Newsletter im Juni wollen wir das letzte halbe Jahr Revue passieren lassen. Es war und ist immer noch geprägt von einer kletternden Inflation als Folge der Coronamaßnahmen und den schrecklichen Ereignissen und Folgen des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine. Die Folge sind hoch volatile Kapitalmärkte und eine unsichere wirtschaftliche Zukunft. Als Endergebnis können wir nun, auch aufgrund der Handlungen der Zentralbanken, eine Rezession erwarten. Was das für Sie und für unser Portfolio bedeutet, erfahren Sie, unter anderem, in diesem Newsletter.

Ein trüber Auftakt ins Jahr 2022

Schon der Januar und damit der Beginn des neuen Börsenjahres 2022 verlief sehr enttäuschend. Der S&P500, einer der bedeutendsten Aktienindices, verzeichnete im Januar einen Verlust von 5,3 Prozent; der schwächste Auftakt seit der Finanzkrise 2009. Der Nasdaq100 verzeichnete ein Minus von fast 9 Prozent. Der schlechte Börsenstart war vor allem auf den starken Anstieg der amerikanischen Langfristzinsen zurückzuführen. Diese führten auch zu einem Wechsel von „Wachstums“- zu „Valueaktien“, womit sich die schwächere Entwicklung des Nasdaq erklären lässt. Die hohen Bewertungen ließen sich nicht mehr halten. Im Februar kam es dann zum Angriff Russlands auf die Ukraine. Auch wenn sich dieses andeutete, wurde es doch nicht für möglich gehalten. Insbesondere die Auswirkungen auf die Rohstoffmärkte haben zu deutlichen Verwerfungen an den Kapitalmärkten geführt. Hinzu kamen neue Auswirkungen der Corona Pandemie. China riegelte erneut Städte ab und verursachte zusätzliche Lieferengpässe und Logistikprobleme. Die amerikanischen Anleihen setzten ihren historischen Anstieg fast bis auf 3,5 Prozent fort, Öl stieg deutlich an, aber auch an den Währungsmärkten – beispielsweise beim Yen – kam es zu deutlichen Verwerfungen. Sowohl der Renten- als auch der Aktienmarkt notierten das schwächste erste Halbjahr seit 50 Jahren! Anleger in Mischfonds hatten keine Möglichkeit sich zu verstecken. Gerade die wichtigen amerikanischen 60/40-Mischfonds wiesen die schwächste Entwicklung seit 1928 auf.

„Fed-Put“ und Bärenmarkt

Die Knappheit an den Rohstoffmärkten und die Preiserhöhungen durch die anhaltenden Lieferengpässe führte zu deutlich steigenden Inflationsraten. All diese Einflussfaktoren führten jetzt dazu, dass die Inflation nicht nur wie gehofft vorübergehend, sondern hartnäckig ist. Die Inflation in den USA betrug im Mai 8,7 Prozent und in Deutschland knapp 8 Prozent - ein Vierzigjahreshoch!

Darauf müssen die Zentralbanken reagieren. Sowohl die FED als auch die EZB, sowie viele andere Zentralbanken, lenken nun entschieden in eine restriktivere Zinspolitik ein. Nicht nur die Zinsen werden stark angehoben, im Fall der USA um 75bps, die höchste Zinserhöhung seit 1994, sondern auch die Geldversorgung wird verknappt. Ziel ist es, dass sich die Inflationsrate bei den Konsumenten nicht in der Zukunftserwartung verankert. Daraus ergibt sich eine unangenehme Situation für die Kapitalmärkte, denn die Zentralbanken haben klar gemacht, dass sie eine Verfestigung der Inflationserwartungen nicht akzeptieren und im Zweifel auch eine Rezession in Kauf nehmen werden. In den letzten Jahren kam es in wirtschaftlichen Schwächephasen meist zu einer geldpolitischen Unterstützung. Dieser sogenannte „Fed-Put“ war die Versicherung für den Kapitalmarkt, dass im Falle einer schwächelnden Wirtschaft, die Zentralbank unterstützend eingreift. Darauf kann man jetzt nicht hoffen. Das „Sicherheitsnetz“ wurde entzogen und nun droht eine Rezession! Ob diese vermieden werden kann, erscheint fraglich. Die wirtschaftlichen Indikatoren zeigen schon eine deutliche Schwäche an. Die Frühindikatoren der Wirtschaft weisen nur noch eine kleine Expansion auf und die Konsumindikatoren sind auf historische Tiefstände gefallen. Das scheint den Zentralbanken ganz recht zu sein, um die Wirtschaft deutlich abzukühlen. Die Frage ist, ob die Kapitalmärkte dieses schon vollständig verarbeitet haben. Das erscheint leider nicht so! Noch immer wird von steigenden Margen und Gewinnen in 2022 und 2023 ausgegangen. Der Druck, der sowohl auf der Kostenseite, als auch auf der Umsatzseite auf die Unternehmen wirkt, scheint nur begrenzt reflektiert worden zu sein. In der Regel fallen die Kurse auch nach dem Eintreten in einen Bärenmarkt (-20%) weiter, bis die Revisionen der Unternehmensgewinne einen Boden gefunden haben oder die Inflationsrate ihren Höhepunkt überschritten hat. Hier liegt etwas Hoffnung! Die Rentenmärkte scheinen ein Hoch der Inflationsrate vorsichtig zu antizipieren. Es gibt auch wieder Zinsen, was Anleihen attraktiv macht. Für ein Engagement in den Aktienmärkten erscheint es noch zu früh. Dieses gilt insbesondere für zyklische Unternehmen.

Bedeutung für das Portfolio

Für unser Portfolio haben die historischen Entwicklungen erhebliche Auswirkungen. Wir haben darauf, wie im Folgenden beschrieben, umfassend reagiert.

Henning Gebhardt & Christoph Lampert



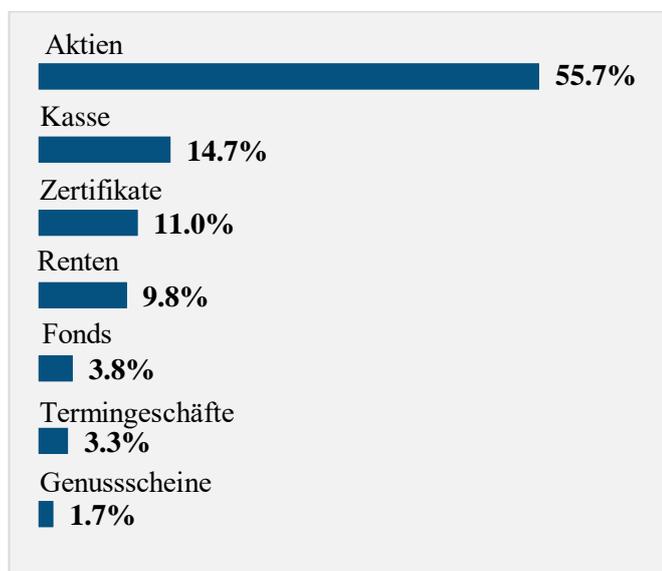
Aktivitäten im Portfolio

Wir haben in den letzten Monaten das Portfolio erheblich angepasst. Während wir Unternehmen, die einen zyklischen Umsatzanteil, reduziert haben, wurden Titel mit einem defensiveren Profil, beispielsweise aus der Pharmabranche, ausgebaut. Zudem wurden vermehrt Titel mit einer starken Bilanz und attraktiven Dividenden aufgestockt. Aktien von Unternehmen, deren Gewinnwachstum erst weiter in der Zukunft zu erwarten ist – sogenannte „Long-Duration-Stocks“, wurden zum Teil zu Gunsten von den Wandelanleihen getauscht. Beispiele sind Zalando oder Upwork. Solange die Aussichten so unklar sind, sichern wir einen Teil der Aktienquote ab und haben die Kassequote deutlich erhöht, um spätere Opportunitäten nutzen zu können. Wir sehen schon jetzt, dass einige Unternehmen deutlich unter ihren langfristigen Bewertungsniveaus handeln. Wir sind zuversichtlich, dass in der zweiten Jahreshälfte auch wieder ein Favoritenwechsel zu Wachstumstiteln stattfinden wird, auch wenn bei den diesen sicherlich noch eine Revision der Gewinn- und Umsatzerwartungen droht. Ein Aufatmen dürfte erst dann eintreten, wenn sich auf der Inflationsseite eine Entspannung andeutet und klar ist, wie schwer gegebenenfalls eine Rezession wird. Dann dürften sich auch die Rentenmärkte stabilisieren.

Wertentwicklung seit Auflegung der Anteilsklasse PI am 13.05.2011



Portfolioinformationen per 30.06.2022



Größte Einzelwerte per 30.06.2022

Kasse	14,7%
Deutsche Börse Xetra Gold	10,6%
United States of America DL-Notes	4,0%
SPDR S&P US Divid. Aristocrates ETF	3,8%
Münchener Rück AG	2,1%
Sony Group	2,1%
SSE PLC	2,1%
Dermapharm Holding SE	2,0%
Deutsche Post AG	2,0%
Abbott Laboratories	2,0%