

3/22

Q

Kuschelmodus Off



ARAMEA
ASSET MANAGEMENT

Aramea Quarterly Q3/22

Nur für institutionelle Investoren
Bitte beachten Sie die Hinweise auf der letzten Seite



Hamburg, den 01.07.2022

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

Wir Menschen neigen dazu, Schemata und Gesetzmäßigkeiten, die wir verinnerlicht und an die wir uns gewohnt haben, in die Zukunft fortzuschreiben. Davon nehme ich mich selbst explizit nicht aus. Oft nur sehr langsam und manchmal gar zu spät erkennen wir an, dass sich Dinge fundamental geändert haben und wiederum eine Anpassung des eigenen Verhaltens notwendig machen. So aktuell zu beobachten in diesen sehr bewegten Zeiten an den Finanzmärkten.

Wir erleben gerade nicht weniger als einen weitreichenden Paradigmenwechsel an den Finanzmärkten. Die disinflationäre Ära, die Ben Bernanke auf „Great Moderation“ getauft hat, ist genauso Geschichte wie jene Phase, in der die Zentralbanken der Wirtschaft und somit auch dem Markt jederzeit zur Hilfe geeilt sind, wenn es brenzlig wurde. Das neue Regime an den Finanzmärkten ist vielmehr geprägt von hartnäckig höherer Inflation sowie gleichzeitig der stärksten geldpolitischen Vollbremsung seit sehr langer Zeit. Viele Anleger wollten es bis zuletzt nicht wahrhaben, dass es sich bei der Inflation tatsächlich um mehr als nur ein temporäres Phänomen und bei der geldpolitischen Wende um ein alternativloses Einbremsen der volkswirtschaftlichen Nachfrage handelt, um wiederum ein Davongaloppieren der Inflationserwartungen in den kommenden Jahren zu verhindern.

Für uns Anleger fühlt sich dieses neue Marktregime deutlich weniger kuschelig an als das, was wir aus den Jahren nach der Finanzkrise und zuletzt auch noch im Nachgang an die Coronakrise gewohnt waren. Wir brauchen ohne Frage ein neues „Strategiehandbuch“ fürs Investieren, in dem Aktien auf einmal nicht mehr ohne und ausgewählte Anleihen durchaus wieder eine valide Alternative sind.

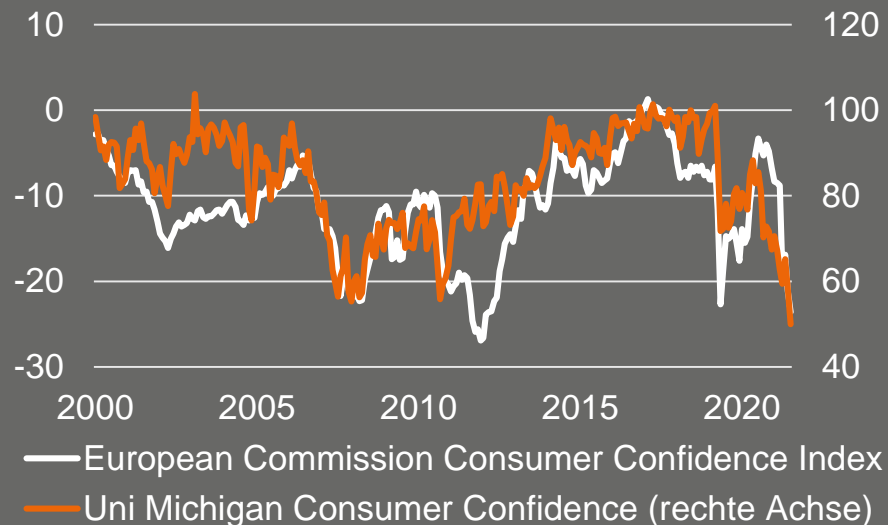
Die kommenden Monate an den Märkten dürften durchaus herausfordernd bleiben. Wer auf ein baldiges Comeback von Risikoaktiva setzt, sollte vor allem auf eines hoffen: Dass es den Notenbanken durch eine Verschärfung der „Financial Conditions“ rasch gelingt, die Nachfrage und damit die Inflation herunterzubringen. Optimalerweise fällt dabei die wohl kaum noch zu vermeidende Rezession in den USA und der Eurozone nicht allzu tief aus. Im Falle Europas muss ein Stopp der Gaslieferungen aus Russland hierfür unbedingt ausbleiben. Sobald die Inflationszahlen wieder fallen, dürfte ein Ende der geldpolitischen Straffung zumindest absehbar sein – und somit auch ein Ende des Ausverkaufs an Aktien- und Rentenmärkten. Was danach folgt ist offen. Einiges spricht jedoch dafür, dass ohne die Unterstützung der Notenbanken zukünftige Aufwärtstrends weniger dynamisch ausfallen werden als zuvor.

Viel Spaß bei der Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Felix Herrmann, CFA
Chefvolkswirt Aramea Asset Management AG

Gelingt ein „softish Landing“?

Konsumentenstimmung USA versus Eurozone



Quelle: Bloomberg

1. Die Inflation hat ihren Höhepunkt immer noch nicht erreicht und belastet zunehmend die Wachstumsaussichten.
2. Rezession in Europa und den USA kaum noch abzuwenden. Ende der russischen Gaslieferungen könnte einen „Lehman-Moment“ für die deutsche Wirtschaft darstellen.
3. Chinas Wirtschaft ist weiter ein Hemmschuh und kein Beschleuniger des globalen Wachstums. Daran dürfte sich frühestens in Q4 etwas ändern.

Zu den Inflationssorgen, die Anleger schon eine ganze Weile begleitet hatten, gesellten sich in Q2 stark wachsende Rezessionssorgen, wobei es zusehends die hohen Preise selbst sind, welche die Konsumlaune der Verbraucher und entsprechend das Wachstum bremsen. Bei uns in Europa droht aufgrund versiegender Gaslieferungen aus Russland eine handfeste Energiekrise während Chinas Wirtschaft bis zum heutigen Tage noch nicht wieder auf die Beine gekommen ist. Eine zumindest vorübergehende Schrumpfung der Wirtschaftsleistung bei weiter deutlich erhöhter Inflation scheint in den USA aber vor allem in der Eurozone innerhalb der kommenden 12 Monaten kaum noch abwendbar.

Fed-Chef Powell wird nicht müde zu betonen, in welcher starker Verfassung sich die US-Wirtschaft befindet. Ausreichend robust sei sie, um mit einer deutlich strafferen Geldpolitik klarzukommen. Ein viel beachtetes Modell der Atlanta Fed, welches das aktuelle Momentum der US-Ökonomie misst, deutet hingegen gegenwärtig auf ein Nullwachstum hin. Insofern mögen die Aussagen von Powell ein wenig überraschen. Sicher spielt ein gewisser Zweckoptimismus eine Rolle. Tatsächlich werden die Wolken am globalen Wachstumshimmel immer dunkler.

Der US-Arbeitsmarkt befindet sich ähnlich wie jener in Europa weiter in einer angespannten Situation. Unternehmen suchen händeringend nach Arbeitskräften und das knappe Arbeitsangebot belastet mehr und mehr das Wachstum – etwa, weil Restaurants aufgrund von Personalmangel nicht öffnen können oder Fluggesellschaften gezwungen sind, Flüge zu streichen. Etwa 20 Prozent des Bodenpersonals fehlen derzeit an Deutschlands Flughäfen. Im Gastgewerbe sind es zurzeit 80 Prozent der Unternehmen, die verzweifelt nach Mini-Jobbern suchen. Die Zahl der offenen Stellen ist in vielen Branchen aktuell so hoch wie noch nie. Die Personalnot ist vor allem dadurch entstanden, dass Unternehmen während der Krise weniger Menschen eingestellt haben – eine Lücke, die sich nicht so schnell schließen lässt.

Gleichzeitig sorgen die hohen Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie gestiegene

(Hypotheken-)Zinsen für eine immer stärkere Konsumzurückhaltung. Die Stimmung unter den US-Konsumenten gemessen am Index der Universität Michigan ist entsprechend so mies wie noch nie (siehe Abbildung).

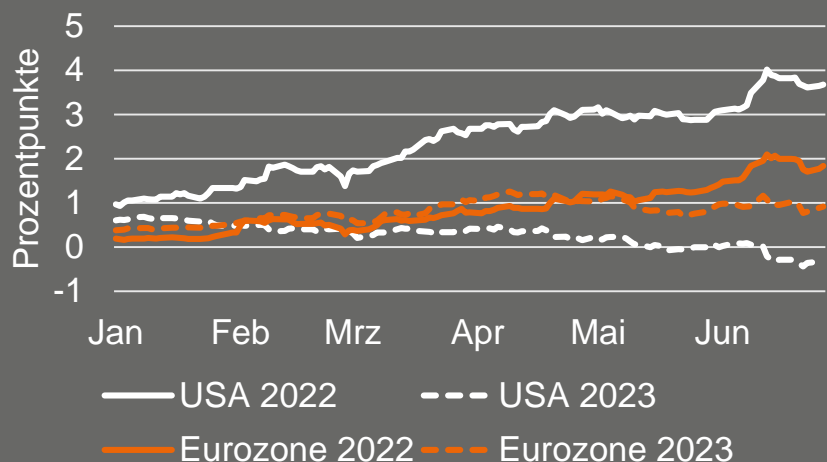
Zu allem Überflus hat es bis zum Ende von Q2 gedauert, bis in China wieder erste Lockerungen aufgrund fallender Coronazahlen möglich wurden. Was bleibt, ist die Hoffnung, dass nach dem Ende der Beschränkungen starke geld- und fiskalpolitische Stimuli positive Effekte bis nach Europa haben werden. Dies dürfte aber frühestens in Q4 der Fall sein.

In Europa stellt ganz aktuell ein mögliches Ende der russischen Gaslieferungen die größte Gefahr für das Wachstum dar. Ein Stopp der Gaslieferungen würde den Kontinent in eine Lehman-ähnliche Rezession stürzen und viele Prognosen zur Makulatur verkommen lassen.

Unter dem Strich werden wir uns wohl in den kommenden Quartalen auf weniger Wachstum und wahrscheinlich Anfang 2023 auf eine Phase mit negativen Wachstumszahlen einstellen müssen. Da die Wachstumsprognosen vieler Institutionen aktuell noch keine Rezession beinhalten, steht zu befürchten, dass Konjunkturdaten in der näheren Zukunft eher negativ überraschen werden. Die Inflationsraten dürften hingegen eher noch einmal klettern bevor sie dann gegen Jahresende leicht fallen. Das wiederum sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir am Beginn einer neuen Ära mit grundsätzlich höherer Inflation stehen.

Würgt die Konjunkturflaute den geldpolitischen Normalisierungseifer ab?

Erwartete Zinserhöhungssumme in den USA und der Eurozone in 2022 und 2023



Quelle: Bloomberg

1. Fed und EZB sind auf Kurs Inflationsbekämpfung. Hierzu wird eine Verlangsamung der Nachfrage aktiv angestrebt – zu groß wäre der langfristige Schaden einer ausufernden Inflation.
2. Fokus in den USA richtet sich bereits auf die Frage, ob Zinssenkungen bereits im kommenden Jahr anstehen könnten. „Leitzinshochs“ erwarten wir in den USA bei rund 3,5% und in der Eurozone halb so hoch bei 1,75%.
3. EZB kämpft einen Kampf an zweiten Fronten (Inflation und Fragmentierung), den sie fast nicht gewinnen kann. Neues Backstop-Kaufprogramm dürfte zeitnah vorgestellt werden.

Zyniker behaupten, es gäbe aktuell (zumindest außerhalb der Eurozone) ein globales Wettrennen unter den Zentralbanken mit dem Ziel, die jeweils eigene Volkswirtschaft möglichst rasch abzuwürgen, um so die Inflationsproblematiken in den Griff zu bekommen. Tatsache ist aber auch, dass die Geldpolitik selbst in den USA angesichts des aktuellen Inflations- und Wachstumsumfeldes im historischen Kontext immer noch als deutlich expansiv eingestuft werden kann. Dennoch: In den kommenden Monaten ist eine Fortsetzung des „Frontloadings“ in Sachen Zinsanhebungen notwendig und daher wahrscheinlich. Die Kosten der Inflationsbekämpfung dürften jedoch hoch ausfallen.

Zieht man die (zugegebenermaßen etwas in die Jahre gekommene) Taylor-Regel als Maßstab dafür heran, wo sich der US-Leitzins nach dieser altherwürdigen Daumenregel befinden sollte, erstaunt man zunächst: Bei mittlerweile rund 10% liegt angesichts eines engen Arbeitsmarktes sowie stark erhöhter Inflation der „Taylor-Regel-Zins“ – der Abstand zum tatsächlich vorherrschenden Leitzins war trotz der bereits erfolgten ersten Schritte der Fed nie zuvor größer.

Auch aus dieser Perspektive ist schnell ersichtlich, weshalb die Fed die Zinsen in den kommenden Monaten ausgehend von aktuell 1,625% weiter aggressiv anheben wird. Der von den sogenannten „Dots“ suggerierte Zins am Jahresende hat sich zwischen März und Juni fast verdoppelt: von 1,87% auf 3,375%.

Gut möglich allerdings, dass dieses für das Jahresende avisierte Niveau bereits dem Höhepunkt des aktuellen Zyklus gleichkommt. Der Markt hat bereits alle Zinsanhebungen für das kommende Jahr in den USA ausgepreist. Die Dot Plots suggerieren, dass es in 2024 bereits wieder Zinssenkungen geben könnte – was alles andere als ungewöhnlich wäre, denn der durchschnittliche Abstand zwischen der letzten Zinsanhebung und der ersten Zinssenkung betrug in den USA über die letzten 5 Beobachtungen seit 1990 lediglich 11 Monate. Sogar nur acht Monate dauerte es nach der jüngsten Anhebung der Fed um

75 Basispunkte im Jahr 1994 bis seinerzeit zur Rolle rückwärts angesetzt wurde.

Wenngleich sich der Fokus angesichts wachsender Rezessionsorgen und einem wohl spätestens Ende des Jahres beginnenden Rückgangs der Inflation zurecht langsam aber sicher auf das Ende des Zinsanhebungszyklus in den USA richtet, dürften sowohl die Fed als auch die EZB ihre Geldpolitik in den kommenden Monaten ungewohnt zügig normalisieren. In beiden Währungsräumen steht weiter ein „Frontloading“ der Zinsschritte im Raum. Die Logik der Notenbanken dabei lautet: Lieber weniger Wachstum in den kommenden Quartalen als eine ausufernde Inflation über viele Jahre, deren ökonomische Schäden am Ende in Summe weitaus höher sein könnten als jene einer überschaubaren Rezession.

Die EZB hat im Vergleich zur Fed wieder einmal den deutlich schwereren Job, was vor allem an den möglichen Kollateralschäden steigender Leitzinsen liegt. Einer möglichen Fragmentierung des Eurozonen-Rentenmarktes trat die EZB im Juni eher halbherzig gegenüber. Sie muss und wird vermutlich mehr tun müssen, um Spreadausweitungen insbesondere in Italien zu verhindern. Vieles spricht für die Vorstellung eines Backstop-Programms auf der Sitzung im Juli. Unter dem Strich agiert die EZB aber weiter re- und nicht proaktiv. Das Hoch beim EZB-Leitzins erwarten wir bei circa 1,75%.

Wie attraktiv ist der Rentenmarkt nach dem historischen Zinsanstieg?

Europa: Rentenmarkt versus Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg

1. Ein Großteil des Zinsanstiegs am langen Ende der Zinskurve in den USA und der Eurozone dürfte bereits hinter uns liegen.
2. Rentenmärkte haben ein deutlich attraktiveres Rendite-Risiko-Profil als noch am Jahresanfang. Auch die Attraktivität im Vergleich zu Aktien ist gestiegen.
3. Spreadausweitungen, die in eine Euro-Krise 2.0 münden, halten wir für wenig wahrscheinlich.

Globale Rentenmärkte liegen seit Jahresbeginn über 13% hinten. Der Drawdown des Marktes seit dem Hoch im letzten Jahr betrug in der Spitze fast 20%. Das sind historische Zahlen. Nun da die Rezessionsängste zunehmen, stellt sich die Frage, ob schlechte Nachrichten von der Makrofront in Bälde wieder gute Nachrichten für Risikoaktiva im Allgemeinen und den Rentenmarkt im Speziellen sein werden. Hierzu müssten Notenbanken auf die nachlassende Wachstumsdynamik reagieren. Dies werden sie jedoch nur dann können, wenn eine schwächere volkswirtschaftliche Nachfrage auch tatsächlich mit einer fallenden Inflation einhergeht. An diesem Punkt sind wir noch nicht. Aber gut möglich, dass ein solches Umfeld in der zweiten Jahreshälfte Realität wird.

Der Ausverkauf an den Rentenmärkten in den letzten Monaten war bemerkenswert. Da sich der Fokus des Marktes nun jedoch bereits vorsichtig auf die Frage richtet, wann die US-Notenbank ihren Zinshebungszyklus beendet, erhöht sich die Chance, dass attraktive Einstiegszeitpunkte am Rentenmarkt näher kommen – die Renditeniveaus sind es bereits. Europäische Unternehmensanleihen aus dem Nachrang sowie Hochzinsanleihen rentieren bei sieben Prozent.

Gerade im Vergleich zum Aktienmarkt erscheint der Rentenmarkt bereits fairer bepreist zu sein. Die Spreads von europäischen Unternehmensanleihen etwa notieren aktuell in der Nähe jener extremen Ausschläge, die wir nach Ausbruch der Coronakrise beobachten konnten. Die Aktienmärkte sind von ihren entsprechenden Tiefstständen hingegen noch ein gutes Stück weit entfernt (siehe Abbildung).

Stand Ende Juni sollte daher ein Großteil der Verluste am Rentenmarkt bereits angefallen sein. Das dürfte sowohl für deutsche und amerikanische Staatsanleihen gelten als auch für Unternehmensanleihen – eben aufgrund des offenbar bereits eingepreisten Rezessionsszenarios bei den Spreads.

Anleger sollten sich entsprechend dazu bereit machen, die Duration langsam aber sicher wieder zu erhöhen, da zu vermuten steht, dass „Peak Hawkishness“ und das Hoch bei der Inflation in den USA bald erreicht sein könnte.

Das wiederum könnte durchaus der Zeitpunkt sein, an dem die Renditen am langen Ende der Kurve wieder gen Süden drehen. Dieser Moment dürfte zuerst am US-Rentenmarkt und dann vermutlich mit einiger zeitlicher Verzögerung auch am Euro-Rentenmarkt erreicht werden.

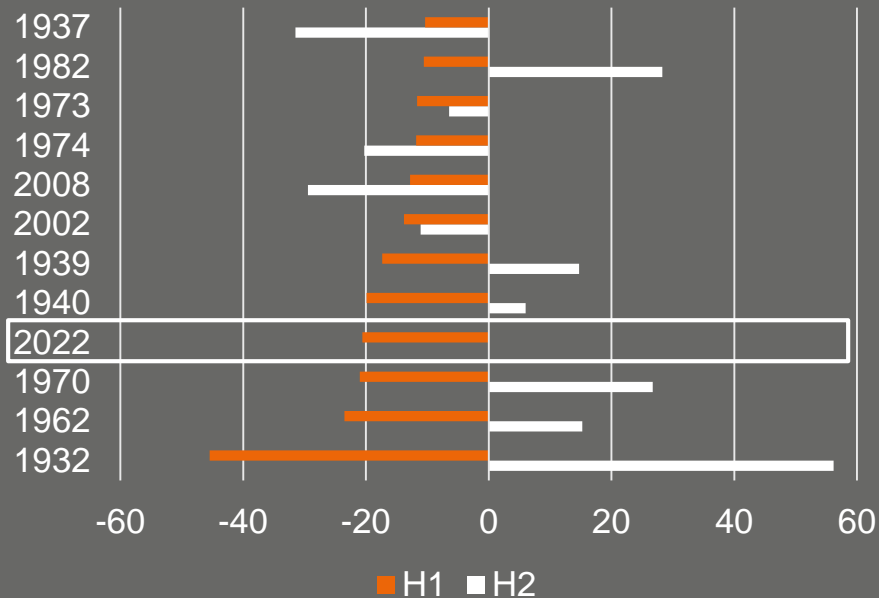
Aber selbst bei einem theoretischen Verharren der Renditen auf den aktuellen ungewohnt hohen Niveaus würde bereits ansehnliche Erträge abwerfen.

Einen Strich durch die Euro-Rentenmärkte-Rechnung könnte derweil ein Testen der EZB seitens des Marktes bezüglich der Frage werden, wie weit die Notenbank in einer Zinsstraffungsphase im Bereich zusätzlicher Ankaufprogramme gehen kann. Sollte die EZB Zentrifugalkräfte, die sich durch neue Fragmentierungsphantasien ergeben, nicht oder nur sehr bedingt in den Griff bekommen, droht das Schreckensszenario „Euro-Krise 2.0“.

Für ein erfolgreiches Verhindern einer Fragmentierung innerhalb der Eurozone spricht unter anderem, dass Investoren erkennen dürften, dass Italien mit einem deutlich höheren Nominalwachstum auch höhere Zinsen beherrschen kann. Wir rechnen daher damit, dass es der EZB gelingen wird, Phantasien, die eine gefährliche Destabilisierung der Eurozone beinhalten, einzufangen.

Haben wir bereits das Tief bei den Aktienkursen gesehen?

S&P 500: Jahre mit Performance < (-10)% zur Jahresmitte



Quelle: Bloomberg

1. Auf die Bewertungskorrektur könnte an den Aktienmärkten nun auch noch eine Gewinnerwartungskorrektur folgen.
2. Dispersion zwischen den Sektoren dürfte hoch bleiben, wobei Technologiewerte vor einem Comeback stehen könnten.
3. Das Ende der lockeren Geldpolitik verringert die Ertragserwartungen an den Aktienmärkten über die nächsten Jahre.

Man trifft in diesen Tagen an den Aktienmärkten nur selten auf Anleger, die mit Überzeugung (zu)kaufen. Das mag unter anderem damit zusammenhängen, dass die Stimmung einerseits so „bearish“ ist wie selten zuvor, die Positionierungen im Bereich Aktien andererseits diese negative Sichtweise insbesondere bei Privatanlegern noch nicht angemessen widerspiegelt. Mit Blick nach vorne dürfte dem Aktienmarkt ein schwieriger Sommer bevorstehen. Gerade die wohl immer noch zu hohen Gewinnerwartungen bergen Potenzial für Abwärtsrevisionen und somit eine fortgesetzte Aktienmarktschwäche bei erhöhter Schwankungsintensität. Eine großangelegte Erholung in der zweiten Jahreshälfte – wie öfter in der Vergangenheit erlebt – ist eher nicht zu erwarten.

Die Erwartungen der Anleger für den Gewinnzuwachs im Kalenderjahr 2022 lagen für die USA (S&P 500) und Europa (Stoxx 600) zuletzt immer noch im knapp zweistelligen Bereich, was angesichts der gerade jüngst noch einmal stark gestiegenen Rezessionsgefahren etwas ambitioniert anmutet. Auch für das kommende Jahr wird Stand Ende Juni noch mit moderat wachsenden Gewinnen gerechnet. Nicht wenige Analysten erwarten daher nach der bis dato vor allem bewertungsgetriebenen Korrektur an den Aktienmärkten einen weiteren Kursverfall aufgrund einer Gewinnerwartungskorrektur. Aus unserer Sicht spricht in der Tat einiges für eine moderate Gewinnrezession bei den Unternehmen parallel zur Rezession der Gesamtwirtschaft, die in der ersten Jahreshälfte 2023 Realität werden dürfte.

Gegenwind für die Aktienmärkte ergibt sich auch aus der gestiegenen relativen Attraktivität der internationalen Rentenmärkte. Die Dividendenrendite des S&P notiert trotz des jüngsten Anstiegs aktuell bei nur knapp 1,7%, die Risikoprämie des US-Aktienmarktes bei rund 2,8% - die Rendite von BBB gerateten Unternehmensanleihen hingegen liegt bei über 5,0%. In Europa fällt dieser Vergleich zwischen Aktien- und Rentenmarkt nicht ganz so eindeutig zugunsten der Rentenmärkte aus. Allerdings sprach die Tendenz auch hierzulande zuletzt nicht für die Aktien.

Die Volatilität rangiert entsprechend nachvollziehbar weiterhin deutlich oberhalb des „Ruhepulses“ der letzten Jahre, der etwa beim DAX ganz grob zwischen 10 und 20 zu verorten ist. Zuletzt lag dieser Indikator eher bei durchschnittlich 30.

Wir sind hinsichtlich der Ertragserwartungen für die kommenden Monate etwas pessimistischer geworden als wir es noch vor drei Monaten waren – trotz der erlebten Korrektur. Das Aufwärtspotenzial dürfte mit Blick auf die kommenden sechs Monate beschränkt sein. Die Dispersion zwischen den Sektoren, die im ersten Halbjahr bereits recht ausgeprägt war, dürfte weiterhin hoch bleiben. Wir sehen weiterhin Chancen im Energiesektor – haben aber auch den Technologiesektor auf dem Schirm, der vor allem dann wieder auf die Beine kommen könnte, wenn die Zinsen ihren Höhepunkt überschritten haben.

Richtet man den Blick über das Jahr 2022 hinaus, stellt sich vor allem die Frage, wie Aktienmärkte in der neuen Welt ohne Zentralbankunterstützung zurecht kommen werden. Wir denken, dass zukünftige Aufwärtstrends weitaus weniger dynamisch ausfallen könnten, als wir das von den Aufschwüngen nach der Finanz- und Coronakrise gewohnt waren. Das Handeln von Seitwärtsmärkten, in denen bei hoher Volatilität ge- und bei niedriger verkauft bzw. in denen stärker zwischen Sektoren differenziert werden sollte, könnte zur neuen Normalität werden.

Welche Entwicklungen erwarten wir für die unterschiedlichen Assetklassen?

Assetklasse	Aktuell	6M-Prognose
Euro Stoxx 50	3.455	3.250 - 3.400
S&P 500	3.785	3.550 - 3.750
10J USA	3,01%	3,25%
10J DEU	1,33%	1,75%
Gold	1.807	1850\$
Öl (Brent)	115\$	125-130\$
EUR/USD	1,05	1,10

Stand: 30.06.2022

Aktien Europa

Die Großwetterlage spricht eher für ein schwieriges drittes Aktienmarktquartal. Die erwarteten und wohl noch nicht in Gänze eingepreisten Abwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen lassen kaum Spielraum für Kursgewinne. Gleichzeitig gilt: der „Pain-Trade“ ist aktuell der nach oben. Der Markt ist stark untergewichtet bei europäischen Aktien, sodass bereits zarte positive News die Kurse stark befeuern könnten. Die Volatilität dürfte entsprechend erhöht bleiben.

Aktien USA

Der US-Aktienmarkt ist zinssensitiver als der europäische, was die leichte Underperformance gegenüber Europa seit Jahresbeginn erklärt. Ähnlich wie bei europäischen Aktien drohen Abwärtsrevisionen bei den Gewinnen sowie eine schwer verdauliche Berichtssaison für das zweite Quartal. Die US-Aktienrisikoprämie liegt nur noch bei wenig attraktiven 2,8%.

10-jährige US-Treasuries

Die zehnjährigen US-Staatsanleiherenditen notierten im ersten Halbjahr in der Spitze bei fast 3,50%. Angesichts weiterhin hoher Inflationsraten dürfte die Fed die Zinsen in den kommenden Monaten weiter aggressiv anheben. Gut möglich, dass der Markt noch einmal auf dem falschen Fuß erwischt wird und wir kurzzeitig über ein Niveau von 3,50% hinausklettern. Auf Sicht von sechs Monaten dürften am langen Ende der Kurve dann jedoch erste Leitzinssenkungsphantasien die Oberhand gewinnen.

10-jährige deutsche Staatsanleihen

Das Tempo des Renditeanstiegs in Q2 war bemerkenswert und dürfte sich in der Form in Q3 nicht wiederholen. Unsere mittelfristige Zielrendite liegt bei 1,75%, was wiederum bedeutet, dass wir ausgehend vom aktuellen Niveau weitere Renditeanstiege erwarten. Zwischenzeitlich ist ähnlich wie in den USA durchaus ein Überschießen denkbar. Wir halten Niveaus von 2% für durchaus vorstellbar.

Gold

Die gestiegenen Zinsen belasten das Edelmetall. Auch in Phasen erhöhter Risikoaversion konnte Gold zuletzt nicht glänzen. Wir sehen vor dem Hintergrund weiter steigender Zinsen nur wenig Aufwärtspotenzial.

Öl

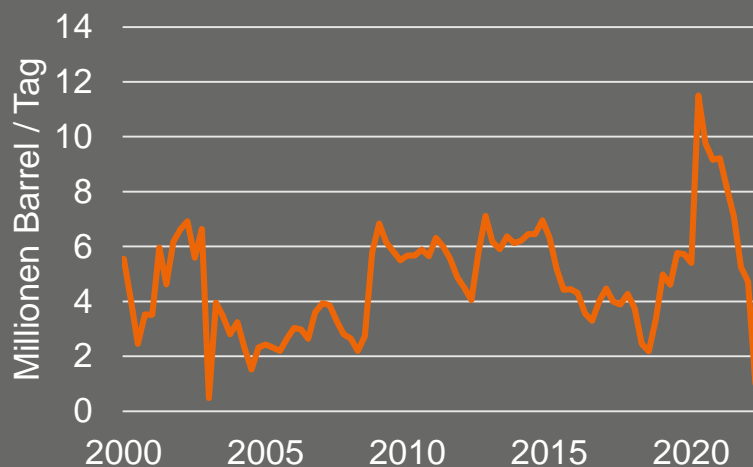
Der Ölmarkt befindet sich aus unserer Sicht in einem strukturellen Bullenmarkt. Wir rechnen in den kommenden Quartalen mit einem Anziehen der Nachfrage bei weiterhin erheblichen Engpässen auf der Angebotsseite, sodass der Ölpreis weiter gen Norden tendieren dürfte.

EUR/USD

Kurzfristig belastet die Sorge um einen russischen Gaslieferstopp die Gemeinschaftswährung. Gleiches gilt für die weder neu aufgekommenen Sorgen vor einer Fragmentierung der Eurozone. Sobald die EZB mit ihren Zinsanhebungen beginnt und dem Markt einen glaubwürdigen Backstop-Mechanismus präsentiert hat, um übermäßige Spreadausweitungen etwa in Italien zu verhindern, sollte der Euro gegenüber dem US-Dollar moderat aufwerten.

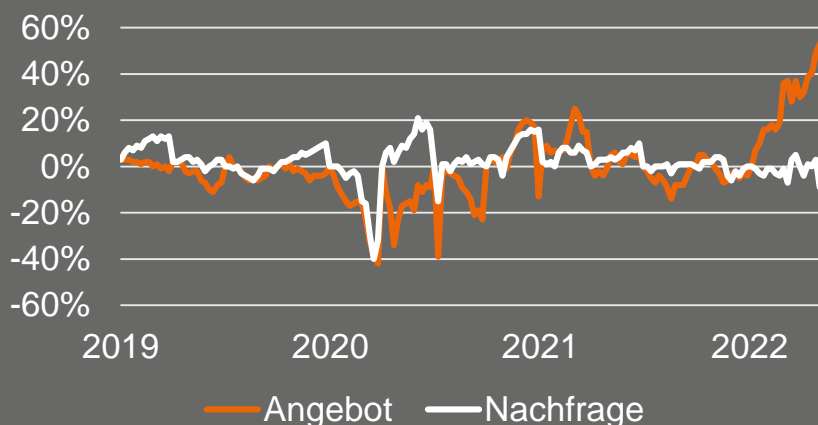
Wohin geht die Reise des Ölpreises?

OPEC: Reservekapazität („Spare Capacity“)



Quellen: Aramea, Bloomberg

Was den Ölpreis treibt:
New York Fed's Oil Price Dynamics Report



— Angebot — Nachfrage

Quelle: Bloomberg

Bereits vor dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine kannte der Ölpreis nur eine Richtung – nach oben. Der Nachfrageanstieg nach den Lockdowns, Substitutionseffekte von Kohle und Gas hin zu Öl sowie durch Wirbelstürme zerstörte Produktionskapazitäten in den USA waren nur einige der vielschichtigen Gründe für den Preisanstieg. Der Krieg zwischen Russland und der Ukraine hat eine angespannte Situation dann noch einmal enorm zugespitzt. Wir sehen gute Gründe für einen mehrjährigen Bullenmarkt, weil das Ölangebot perspektivisch nicht mit der Nachfrage mithalten können.

Gestiegene Rezessionssorgen haben den Ölpreis jüngst wieder in Richtung der Marke von 110 US-Dollar pro Fass fallen lassen. Die Ratio des Marktes dabei war klar: Eine Rezession belastet die Nachfrage nach Öl und drückt nachhaltig den Preis. Die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen jedoch, dass die Ölnachfrage dazu tendiert, selbst in Phasen moderater Rezessionen (wie wir sie für die nahe Zukunft erwarten), weiter zu steigen. So zu beobachten bspw. in den Jahren zwischen 2011 und 2014. Selbst in einer Phase wie der harten Lockdowns im Frühjahr 2020, wo ein Großteil der weltweiten Industrie heruntergefahren wurde, fiel die Nachfrage um gerade einmal rund 20 Mio. Barrel/Tag. Hinzu kommt, dass die Nachfrage nach Öl als sehr preiselastisch gilt.

Das Gros des Nachfragewachstums in 2022 und 2023 wird voraussichtlich aus Asien kommen. In Indonesien liegt die Nachfrage bereits jetzt 40% über dem Vorkrisenniveau und auch in Südkorea sowie Thailand boomt die Wirtschaft. In Shanghai öffnen die Fabriken langsam wieder und der Druck auf Xi Jinping, die Lockdowns in China deutlich vor dem 20. Parteitag im Herbst zu beenden, wächst gewaltig. Konservative Schätzungen rechnen mit einem Wachstum der globalen Ölnachfrage in diesem und im kommenden Jahr von rund 1 Mio. Barrel.

Berechnungen zeigen jedoch, dass es (wenig überraschend) nicht die Nachfrage, sondern das knappe Angebot an Öl ist, was aktuell den Preis treibt und dies wohl auch in den kommenden Jahren tun wird (siehe Abbildung).

Russland fällt für den Westen zunehmend als Anbieter aus. Ein komplettes EU-Embargo tritt im Dezember in Kraft. Weil Indien und China heute mehr Öl aus Russland kaufen als vor dem Krieg, ist die Förderung in Russland nach neuesten Schätzungen wohl nur um rund eine Mio. Barrel/Tag gefallen.

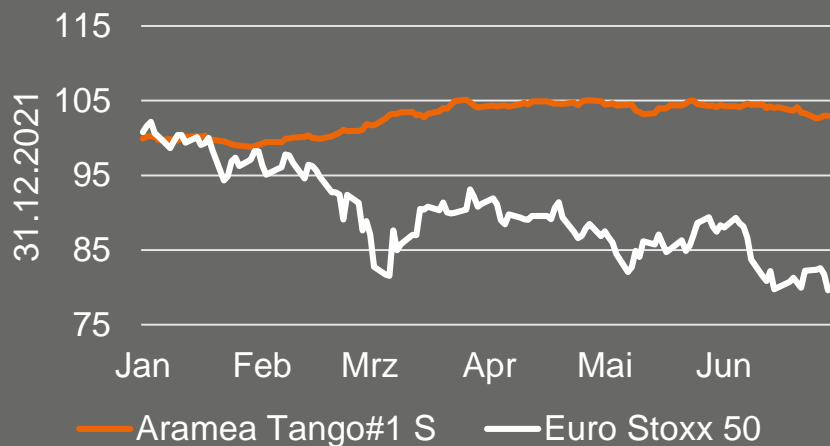
Das strukturelle Angebotsproblem des Marktes geht jedoch deutlich über die Russlandproblematik hinaus. Große Ölmultis haben in den letzten Jahren schlicht zu wenig in die Erhaltung und den Ausbau von Förderkapazitäten investiert. Stand heute ist davon auszugehen, dass bis zu 150 Milliarden an Investitionen pro Jahr fehlen, um allein die aktuelle Kapazität von rund 100 Mio. Barrel/Tag aufrechtzuerhalten. Hinzu kommt, dass die OPEC über immer weniger freie Förderkapazitäten verfügt. Auch in den USA kann entgegen früherer Prognosen die Förderung von Shale-Öl nicht hochgefahren werden.

Die globalen freien Kapazitäten betragen aktuell nur rund ein Prozent der weltweiten Nachfrage. Aufgrund von immer wieder auftretenden Produktionsausfällen wie bspw. aktuell in Libyen sollten die freien Kapazitäten eher bei fünf Prozent der globalen Nachfrage liegen. Zumal aktuell auch noch die Lager schrumpfen, weil man sich etwa in den USA dort großzügig bedient.

Alles in allem spricht somit viel für einen weiterhin engen Ölmarkt. Neue Rekordpreise nicht ausgeschlossen.

ARAMEA Tango

Aramea Tango versus Euro Stoxx 50



Quelle: Bloomberg

Wertentwicklung

1 Jahr	3 Jahre	Seit Auflage	Volatilität (260T)
2,09	n.a.	-0,25	4,32

Warum jetzt in diesen Fonds investieren?

1. Gerade in schwierigen Marktphasen zeigt sich das Potential eines marktneutralen Fonds.
2. An Alphachancen des Aktienmarktes bei geringer Volatilität partizipieren.
3. Unabhängig vom Marktgeschehen wird eine absolute positive Performance angestrebt.
4. Große Bewertungsunterschiede zwischen europäischen Aktien.
5. Ideales Umfeld für fundamentale Aktienauswahl.

Kennzahl	Wert
Long Book	64,08%
Short Book	-19,51%
Hedging (net)	-39,47%
Netto Exposure	5,11%
Brutto Exposure	123,06%
Fondsvolumen	29,21 Mio EUR
WKN	A2QAYG
Gesamtkostenquote (TER)	0,45% p.a.

Stand: 30.06.2022

Das Anlageziel des Aramea Tango#1 ist die Erwirtschaftung einer marktunabhängigen, positiven Rendite für Anleger mit langfristigem Anlagehorizont. Der Fonds investiert in Long und Short Positionen aus Aktien und Aktien gleichwertigen Papieren bzw. Derivate auf Aktien und Aktien gleichwertigen Papieren. Das Netto Exposure beläuft sich zwischen typischerweise -25% & +25%. Die Titelauswahl im Long und Short Bereich erfolgt auf Basis der Fundamentalanalyse.

Das Fondsmanagement ist bestrebt, überwiegend in europäische Aussteller zu investieren. Long Positionen können über eine Kombination aus direkten Anlagen und derivativen Instrumenten (z.B. Optionen, Futures, Termingeschäften und Swaps) erfolgen. Short Positionen werden ausschließlich durch derivative Instrumente eingegangen

Disclaimer

Diese Publikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Dokument genannten Investmentfonds dar oder einen Investmentempfehlung.

Vor Durchführung einer Transaktion sollte das jeweilig Fondsprospekt gelesen werden.

Investoren sollten sich vor Durchführung einer Transaktion über rechtliche Bedingungen und steuerliche Konsequenzen der Transaktion informieren, um über Angemessenheit und Konsequenzen des Fondsinvestments urteilen zu können.

Die ARAMEA Asset Management AG gibt keine Garantie, weder explizit noch indirekt, und trägt weder Verantwortung noch Haftung für Exaktheit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen.

Auf eine Änderung des Inhalts dieses Dokuments muss die ARAMEA Asset Management AG nicht hinweisen.

Die ARAMEA Asset Management AG ist ferner nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder zu verändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden weder Vermittlerprovisionen noch die im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile angefallenen Kosten berücksichtigt.