

PERFECT WORLD?

FOCAM

KAPITALMARKTBERICHT

1. QUARTAL 2021 UND AUSBLICK

Sehr geehrte Damen und Herren,

während die Corona-Pandemie auch noch über ein Jahr nach ihrem Ausbruch in vielen Weltregionen grassiert, haben die Finanzmärkte die negativen Konsequenzen weitgehend überwunden. Das Festhalten der führenden Notenbanken an ihrer extrem expansiven Geldpolitik und massive fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen hellen die globalen Konjunkturperspektiven deutlich auf. Wirtschaftsinstitute und Kapitalmarktanalysten revidieren ihre Wachstums- und Unternehmensgewinnprognosen seit einigen Monaten nach oben und geben dem Börsenaufschwung damit neue Nahrung.

Im Zuge der erneuten Wachstumsimpulse sind die Inflationserwartungen deutlich angezogen und haben in den USA einen kräftigen Anstieg der Kapitalmarktrenditen ausgelöst.

Parallel zu der beschleunigten Konjunkturdynamik ist die Risikobereitschaft der Kapitalanleger wieder angesprungen und hat in einigen Marktsegmenten temporär euphorische Züge angenommen. Hierin liegt unseres Erachtens auch eines der Hauptrisiken für den Börsenaufschwung, denn eine zu positive Erwartungshaltung erhöht trotz günstiger fundamentaler Rahmenbedingungen die Anfälligkeit für temporäre Korrekturen.

In diesem pandemiebedingt immer noch von erhöhter Unsicherheit geprägten Umfeld möchten wir Ihnen darlegen, welche Chancen die für Sie relevanten Asset-Klassen bieten, welche Risiken zu berücksichtigen sind und welche Anlageperspektiven wir daraus ableiten.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

Frankfurt, den 16. April 2021

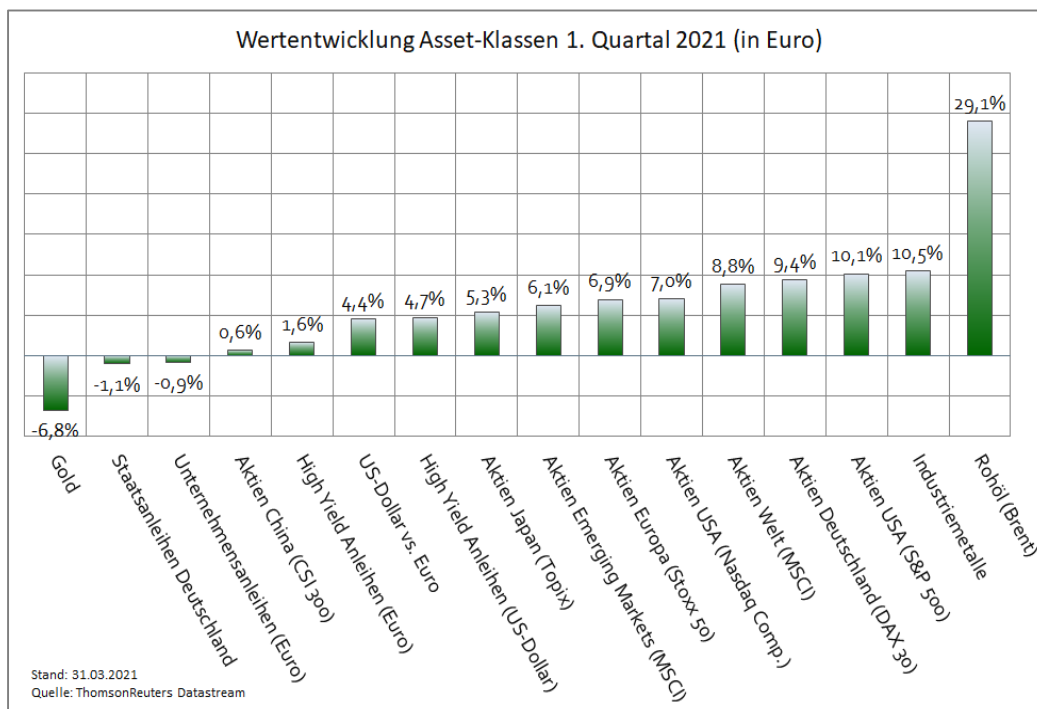
Ulrich Reitz
Chief Investment Officer

FOCAM AG

„Impfstoff-Rallye“ von Notenbanken und Regierungen befeuert

Die internationalen Aktienmärkte setzten im ersten Quartal ihre Erholung von dem Corona-Crash des letzten Jahres fort und konnten – mit Ausnahme Chinas – Zuwächse zwischen 5 % und 10 % (in Euro) erzielen. In Landeswährung verbuchten Deutschland und Europa die besten Ergebnisse, während die US-Börsen weniger stark zulegten, aber aus Sicht eines Euro-Anlegers durch den Anstieg des Dollars begünstigt wurden. Der politische Wechsel in den USA und die zeitnahe Bekanntgabe der Zulassung von ersten Corona-Impfstoffen gegen Ende letzten Jahres ließen Hoffnungen auf eine baldige Rückkehr zur Normalität sprießen und lösten eine deutliche Stimmungsverbesserung bei den Kapitalanlegern aus. Die teilweise noch recht skeptischen Konjunkturprognosen des vergangenen Jahres wurden zunehmend von positiveren Einschätzungen abgelöst, was sich unter anderem in der ausgeprägten relativen Stärke konjunkturabhängiger Sektoren wie Energie, Finanzen und Industrie sowie von Small Caps widerspiegelte. Generell profitierten die während der Pandemie stark gedrückten „Reopening“-Titel überdurchschnittlich, während viele vorher favorisierte „Stay at Home“-Aktien, deren tw. überhöhte Bewertungen unter steigenden Zinsen leiden, tendenziell zurückblieben.

Hoffnung auf baldige Rückkehr zur Normalität beflügelt



In dem nationalistisch geprägten „Reich der Mitte“ belasteten neue (wirtschafts)politische Spannungen mit dem Westen das Anlegervertrauen. Zudem hat die People’s Bank of China als erste der großen Notenbanken angesichts der hohen Konjunkturdynamik einen etwas weniger expansiven geldpolitischen Kurs eingeschlagen.

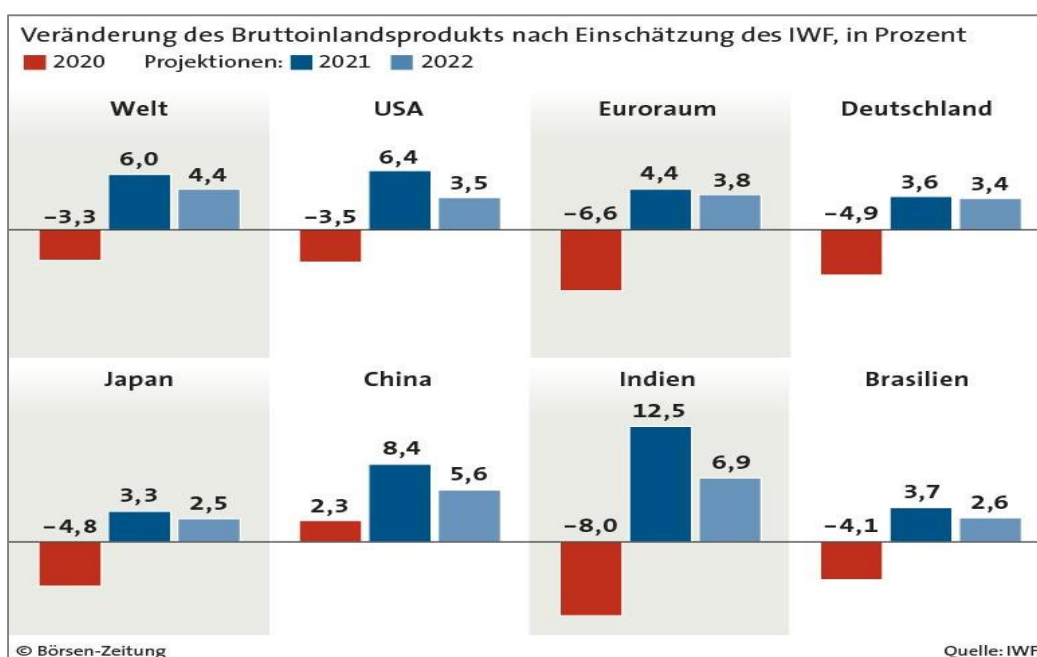
Auffällig war die starke Differenzierung im Rohstoffsektor, in dem einerseits Öl, Kupfer und andere Industriemetalle kräftige Preisanstiege verzeichneten. Federn lassen musste andererseits der Goldpreis, da das Edelmetall angesichts zunehmender Risikofreude der Anleger nicht mehr als sicherer Hafen gefragt war und zudem von steigenden US-Renditen belastet wurde.

Unter Druck gerieten US-Anleihen mit längerer Laufzeit, die die zunehmenden Inflationserwartungen mit empfindlichen Kurseinbußen quittierten. So verlor die Notierung der zehnjährige US-Staatsanleihe im ersten Quartal rund 5 %. Dreißigjährige US-Treasuries büßten im selben Zeitraum sogar über 10 % ein und erlitten damit den größten Quartalsverlust in ihrer Geschichte. Anleihen mit kürzerer Restlaufzeit wurden dagegen aufgrund der von den Notenbanken kontrollierten Niedrigzinsen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve weitgehend verschont. Vor allem im High Yield-Segment wurden sogar noch stattliche Zuwächse erzielt, die im Wesentlichen auf die höhere laufende Rendite und weitere Spread-Einengungen dank besserer Konjunkturdaten zurückzuführen sind. Der US-Dollar erholte sich dank einer zunehmenden Renditedifferenz gegenüber dem Euro von seiner siebenmonatigen Schwächephase und machte mit einem Plus von 4,4 % fast die Hälfte der Vorjahresverluste wieder wett.

**Stattliche
Zuwächse im
High Yield-Seg-
ment dank bes-
serer Konjunk-
turdaten**

USA und China führen den globalen Aufschwung an

Während es in vielen Staaten aufgrund der Bekämpfung der Corona-Pandemie erneute Lockdowns gibt und einige Teile des Dienstleistungssektors nach wie vor erhebliche Einschränkungen verkraften müssen, setzt sich die Erholung der Weltwirtschaft weitgehend unbeeindruckt hiervon fort.



Insbesondere in China und den USA nimmt der Aufschwung bereits boom-artige Züge an, Deutschland und die europäischen Nachbarländer ziehen mit verringertem Tempo nach. Vor allem die durch staatliche Hilfsprogramme und den Mangel an Ausgabemöglichkeiten kräftig erhöhten Sparquoten lassen für die „Post-Corona-Ära“ eine beträchtliche Konsumbelebung erwarten.

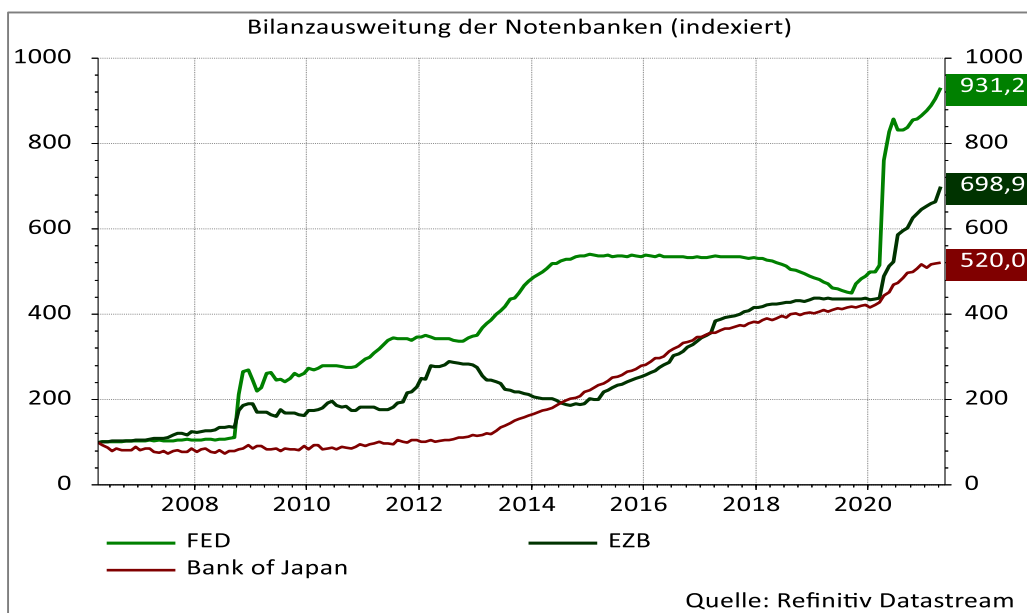
**Konsum-Boom
in der
„Post-Corona-
Ära“ zu
erwarten**

Der Internationale Währungsfonds hat vor wenigen Tagen die Prognose für das Wachstum des globalen Bruttoinlandsprodukts nochmals von 5,5 % auf 6,0 % angehoben, und die Grafik zeigt, dass neben China auch die USA und Indien bereits in diesem Jahr die Wachstumseinbußen des vergangenen Jahres überkompensieren dürften.

Notenbanken bleiben auf dem Gaspedal

Flankiert wird der Aufschwung weiterhin von den Zentralbanken, die unbeeindruckt von den robusten Konjunkturdaten an ihrem „Quantitative Easing“ festhalten. So hat die amerikanische Fed verlautbart, dass sie ihre monatlichen Wertpapierkäufe in Höhe von 120 Milliarden US-Dollar so lange beibehalten will, bis substanzielle weitere Fortschritte auf dem Weg zur Vollbeschäftigung und Preisstabilität erreicht sind. Dabei wird der Begriff der Preisstabilität seit der letzten Strategieüberprüfung der Fed so ausgelegt, dass künftig auch Inflationsraten über 2 % toleriert werden, da diese lediglich die (zu) tiefen Inflationsraten der Vergangenheit kompensieren würden. Damit ist klar, dass die Gesundung des Arbeitsmarktes in der Prioritätenskala der Fed eindeutig nach vorne gerückt ist.

**Gesundung des
Arbeitsmarkts
hat absolute
Priorität für die
Fed**



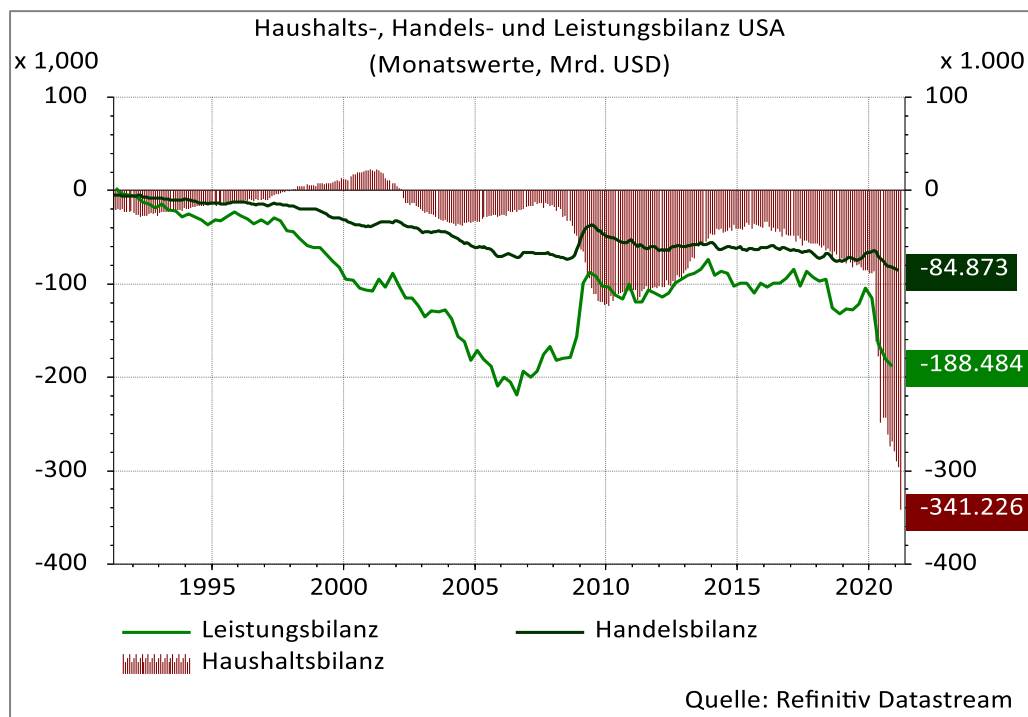
Aber auch die Europäische Zentralbank lässt keinen Zweifel daran, dass sie die Anleihekäufe notfalls noch forcieren wird, wenn die erneuten Lockdowns und

der in einigen Ländern schleppende Verlauf der Impfkampagne eine zusätzliche Stützung der Wirtschaft erforderlich machen sollten.

Letztlich sind die Währungshüter gezwungen, die Kapitalmarktzinsen über den Aufkauf von Staatsanleihen auf niedrigem Niveau zu halten, denn nur dann lässt sich die enorme Verschuldung dauerhaft schultern, wie das Beispiel Japan bereits seit über dreißig Jahren zeigt.

Die Ausweitung des US-Haushaltsdefizits auf deutlich über 3 Billionen US-Dollar in einem Jahr ist den überdimensionierten Stimulierungsmaßnahmen der amerikanischen Regierung geschuldet, die über ein breit angelegtes Konjunkturprogramm (1,9 Mrd. USD) sowie ein zusätzliches mehrjähriges Infrastrukturprogramm (ca. 2,0 Mrd. USD) versucht, die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie insbesondere auf dem US-Arbeitsmarkt abzumildern.

Staaten können enorme Verschuldung nur bei dauerhaft niedrigen Zinsen schultern



Die Entwicklung der Renditen von US-Staatsanleihen gewinnt aufgrund der gigantischen Schuldenlast damit eine noch größere Bedeutung als ohnehin schon. Insofern ist nachvollziehbar, dass die Vielzahl der Inflationsindikatoren, die für die kommenden Monate steigende Preise signalisiert haben, in den Fokus der Volkswirte gerückt sind. Im April ist die amerikanische Inflationsrate mit +2,6 % erstmals über die frühere Zielmarke von 2,0 % geklettert. Im Jahresverlauf wird sich zeigen, ob dieser Anstieg, der sich zunächst noch fortsetzen dürfte, ein temporäres Ereignis ist, das hauptsächlich auf die niedrigen Vergleichswerte des Vorjahres (z.B. bei Öl- und Industriemetallpreisen) zurückzuführen ist, oder ob sich hier ein dauerhafter

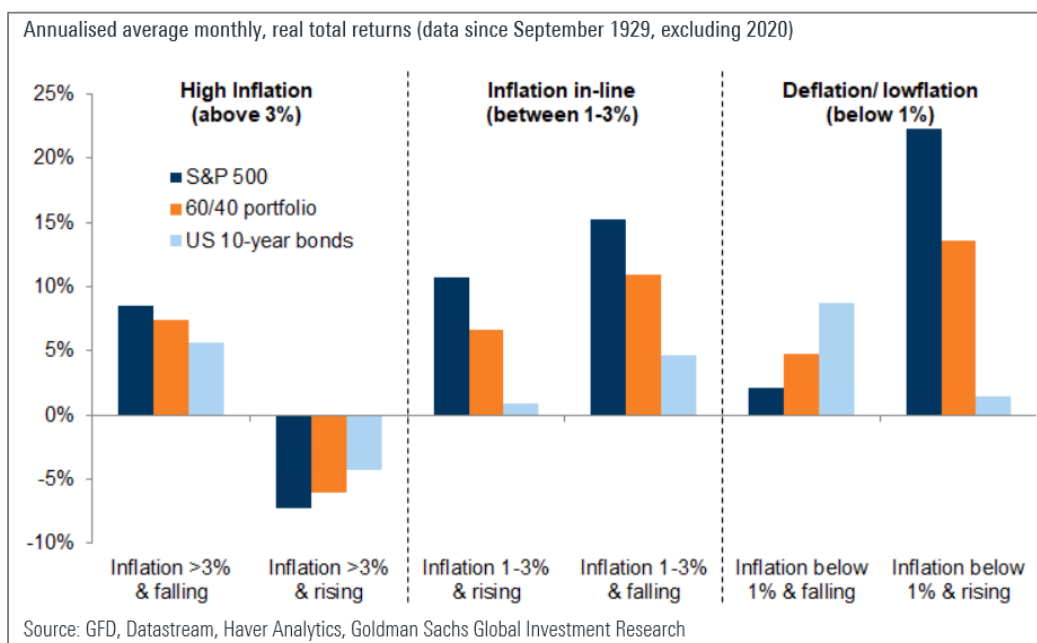
Temporärer oder nachhaltiger Anstieg der Inflationsraten?

Preisaufrtrieb anbahnt, der die Fed zu einer Abkehr von ihrer ultralockeren Geldpolitik veranlassen könnte. Sollte Letzteres der Fall sein, könnte dies für erhebliche Verwerfungen an den Finanzmärkten sorgen, die sich auf die „Lower for longer“-Zinspolitik der Fed eingestellt haben.

Inflationsraten unter drei Prozent kein Problem für Aktien

Für die Aktienmärkte ist entscheidend, von welchem Ausgangsniveau und mit welchem Tempo ein Inflationsanstieg erfolgt. Empirische Untersuchungen belegen, dass Inflationsraten zwischen 1 % und 3 % unproblematisch sind. Bei Raten über 3 % ist entscheidend, ob sich der Preisaufrtrieb weiter beschleunigt oder nachlässt. In der folgenden Grafik, die für den S&P 500 auf Daten seit dem Jahr 1929 zurückgreift, wird dokumentiert, dass erst Inflationsraten über 3%, die weiter steigen, kontraproduktiv für die Aktienkursentwicklung sind.

Ausgangsniveau des Inflationsanstiegs spielt entscheidende Rolle

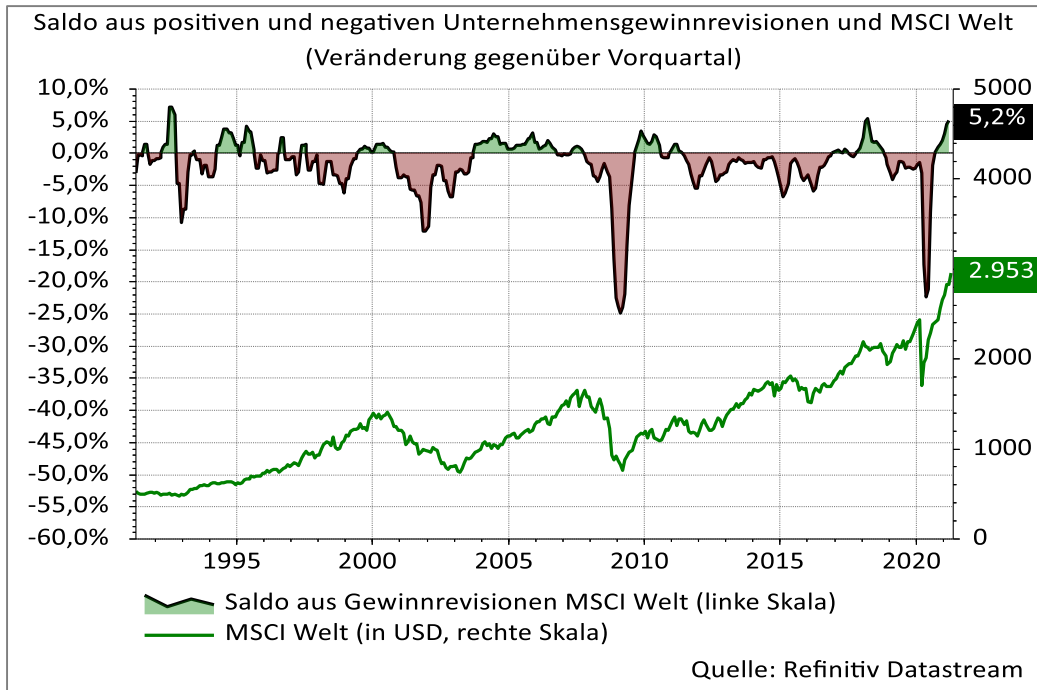


Aktuell stehen an den Börsen jedoch die positiven Treiber (Wirtschafts- und Gewinnwachstum) im Vordergrund. Besser als erwartet ausgefallene Quartalsergebnisse und ermutigende Ausblicke haben bereits seit mehreren Monaten zu kräftigen Anhebungen der Unternehmensgewinnschätzungen geführt.

Dies ist insofern beachtlich, als Phasen mit positiven Gewinnrevisionen eher selten sind. Da Finanzanalysten üblicherweise mit (zu) optimistischen Gewinnschätzungen in das neue Jahr starten, werden sie häufig im Jahresverlauf von der nicht ganz so rosigen Realität eingeholt und müssen ihre Prognosen wieder nach unten anpassen. Problematisch wird es für Aktien in der

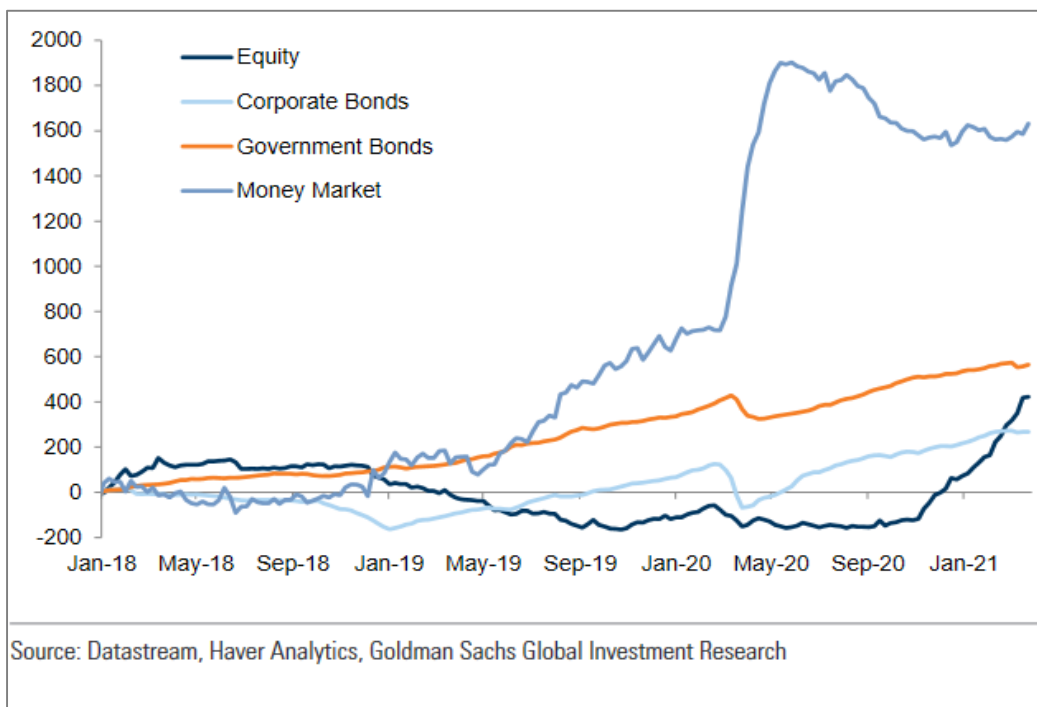
Analysten heben Gewinnschätzungen für Unternehmen deutlich an

Regel dann, wenn der Saldo in den Negativbereich abrutscht; dies ist gegenwärtig allerdings noch nicht absehbar (siehe folgende Grafik).



Die sich rasch verbessernden Rahmenbedingungen an den Börsen haben seit Beginn der „Impfstoff-Rallye“ im November 2020 zu erheblichen Mittelzuflüssen in Aktien geführt. Bemerkenswert ist, dass diese zuletzt nicht mehr von Umschichtungen aus Geldmarktanlagen gespeist wurden, sondern es sich offenbar um „frisches“ Geld handelt (siehe folgende Grafik).

„Frisches“ Geld fließt in die Aktienmärkte



Was könnte das positive Aktienmarktszenario gefährden?

Trotz des insgesamt günstigen Umfelds sollten potentielle Risiken nicht komplett ausgeblendet werden. Am wichtigsten erscheint uns hierbei, dass an der Börse Erwartungen gehandelt werden und die Veränderung der Markterwartungen einen stärkeren Einfluss auf die Kurse hat als die Fundamentaldaten selbst. Der Global Fund Manager Survey (FMS), der die Einschätzung von institutionellen Investoren mit einem Volumen von über 600 Mrd. US-Dollar repräsentiert, markiert aktuell mehrjährige Höchstwerte bei den Wachstums- und Gewinnerwartungen sowie bei der Übergewichtung von Aktien.

„Perfect World“
an den Börsen
bereits
eingepreist



Dementsprechend sind auch die Bewertungen von Aktien auf langjährige Hochs geklettert und besitzen wenig Spielraum für eine weitere Expansion. Das Potential für positive Überraschungen ist somit sehr begrenzt, die Möglichkeit einer Eintrübung der Perspektiven aber durchaus gegeben. Angesichts des ausgeprägten Optimismus unter den Anlegern könnte eine derartige Eintrübung bereits ausreichen, um eine Korrektur an den Börsen auszulösen. Letztlich würden sich hieraus aber auch wieder längerfristige Einstiegschancen entwickeln, denn an dem grundsätzlichen Bild, dass es nach wie vor an renditeträchtigen Alternativen zu Aktien mangelt, ändert sich vorerst nichts.

Korrektur-
risiken
nehmen zu,
bieten aber
auch länger-
fristige
Chancen

Für unsere Anlagestrategie bedeutet dies, dass wir an unserem Aktien-Exposure zunächst weiter festhalten, uns aber der möglichen Korrekturrisiken bewusst sind. Sollten sich die Anzeichen hierfür während der saisonal ohnehin schwierigen Sommermonate verdichten, so würden wir die Allokation in den Portfolios entsprechend überprüfen und ggfs. anpassen.

Kurz laufenden High Yield Bonds von Konjunktur unterstützt

Ähnliches gilt für unser Engagement in High Yield-Anleihen, deren Chance/Risiko-Profil ebenso wie bei Aktien stark von der erwarteten Konjunkturdynamik abhängt. Gegenwärtig profitieren unsere Anlagen von dem globalen Wirtschaftsboom, zumal potentielle Zinsänderungsrisiken aufgrund der überwiegend kurzen Restlaufzeiten nur geringen Einfluss haben. Angesichts historisch niedriger Renditeaufschläge wird aber auch hier die Luft für weitere Spread-Einengungen dünner, so dass diese Anlageklasse ebenso unter kritischer Beobachtung steht.

**Potentielle
Zinsänderungs-
risiken bei
kurzen Restlauf-
zeiten vernach-
lässigbar**

Amerikanische Staatsanleihen, die im zehnjährigen Bereich vor wenigen Tagen bei 1,75 % rentierten, zeigen damit erstmals seit über einem Jahr eine Rendite, die sich von dem sehr unergiebigem Zinsspektrum bonitätsmäßig einwandfreier Staatsanleihen abhebt. Dennoch erscheint uns eine Anlage gegenwärtig noch nicht attraktiv, denn vor dem Hintergrund der boomenden US-Wirtschaft, die durch Konjunkturprogramme zusätzlich angeheizt wird, ist ein weiterer Renditeanstieg mit entsprechenden Kursverlusten nicht auszuschließen.

Gold mit Erholungspotential

Im abgelaufenen Quartal haben wir unsere Goldpositionierung teilweise etwas erhöht, weil wir davon ausgehen, dass das Edelmetall seine Funktion als Wertaufbewahrungsmittel nicht verlieren wird. Trotz der exzessiven Gelddruckmaschinerie der führenden Notenbanken, die die medialen Zweifel an der Nachhaltigkeit unseres Papiergeldsystems eher verstärken dürfte, hat Gold seit letztem Sommer eine Konsolidierungsphase durchlaufen.

Hintergrund hierfür war zum einen die zunehmende Risikobereitschaft der Anleger, die sich vom „sicheren Hafen“ Gold verabschiedeten. Aber auch der Umstand, dass die Realrenditen (Nominalrenditen abzgl. Inflationsrate) in den USA zuletzt etwas anzogen, belastete temporär. Aktuell gehen wir davon aus, dass die Inflationsraten bis in den Sommer hinein zulegen werden, während die Anleiherenditen dies schon zu einem gewissen Teil vorweggenommen haben und weniger steigen dürften. Damit würden die ohnehin negativen Realzinsen nochmals sinken und die Perspektiven für Gold weiter aufhellen.

**Realzinsen
dürften wieder
sinken und
Attraktivität von
Goldanlagen er-
höhen**

Nicht zuletzt sollte man auch bedenken, dass der unglaubliche Siegeszug von Bitcoin und Co. von vielen Protagonisten damit begründet wird, dass es sich bei der Cyber-„Währung“ um ein knappes Gut handelt, das als immer interessanter werdende Alternative zum traditionellen Papiergeld gesehen wird. Wenn dieses Narrativ greift, sollte zweifellos auch das „knappe Gut“ Gold hiervon profitieren.

Ulrich Reitz