

VOM LIQUIDITÄTS- ZUM  
ERTRAGSGETRIEBENEN AUFSCHWUNG

FOCAM  
KAPITALMARKTBERICHT  
2. QUARTAL 2021 UND AUSBLICK



Sehr geehrte Damen und Herren,

die internationalen Aktienmärkte blicken auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr zurück. Deutliche Fortschritte in der globalen Impfkampagne und die damit einhergehenden Lockerungen bzw. Aufhebungen von Covid 19-Restriktionen haben einen weltweiten Konjunkturboom entfesselt. Eine Rückkehr der globalen Wirtschaftsleistung auf das Vorkrisenniveau wird von vielen Volkswirten bereits für das Jahresende 2021 – und damit deutlich früher als bisher angenommen – prognostiziert.

Die Börsen haben diese Dynamik frühzeitig antizipiert und neue Höchststände markiert. Allerdings verläuft die Entwicklung nicht ganz friktionsfrei, denn die in vielen Branchen zu beobachtende Knappheit an Vorprodukten und damit verbundene Lieferengpässe sorgen für temporäre Dämpfer und zunehmenden Preisdruck. Hinzu kommt die seit dem letzten Fed-Meeting intensiver geführte Diskussion, wann die amerikanische Notenbank beginnt, auf die überhitzte Konjunktur und die zunehmende Inflation mit einer Straffung ihrer Geldpolitik zu reagieren.

Der Übergang von einem liquiditäts- zu einem ertragsgetriebenen Aufschwung dürfte die Schwankungsanfälligkeit der Finanzmärkte in den kommenden Monaten erhöhen. Dennoch halten wir daran fest, dass Aktien längerfristig ein attraktives Chance/Risiko-Profil aufweisen und in der Depotallokation einen wichtigen Baustein darstellen. Wie wir die Kapitalmärkte zu Beginn des zweiten Halbjahres einschätzen und welche Schlussfolgerungen sich daraus für die für Sie relevanten Asset-Klassen ergeben, möchten wir Ihnen auf den folgenden Seiten darlegen.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

Frankfurt, den 15. Juli 2021

Ulrich Reitz  
Chief Investment Officer

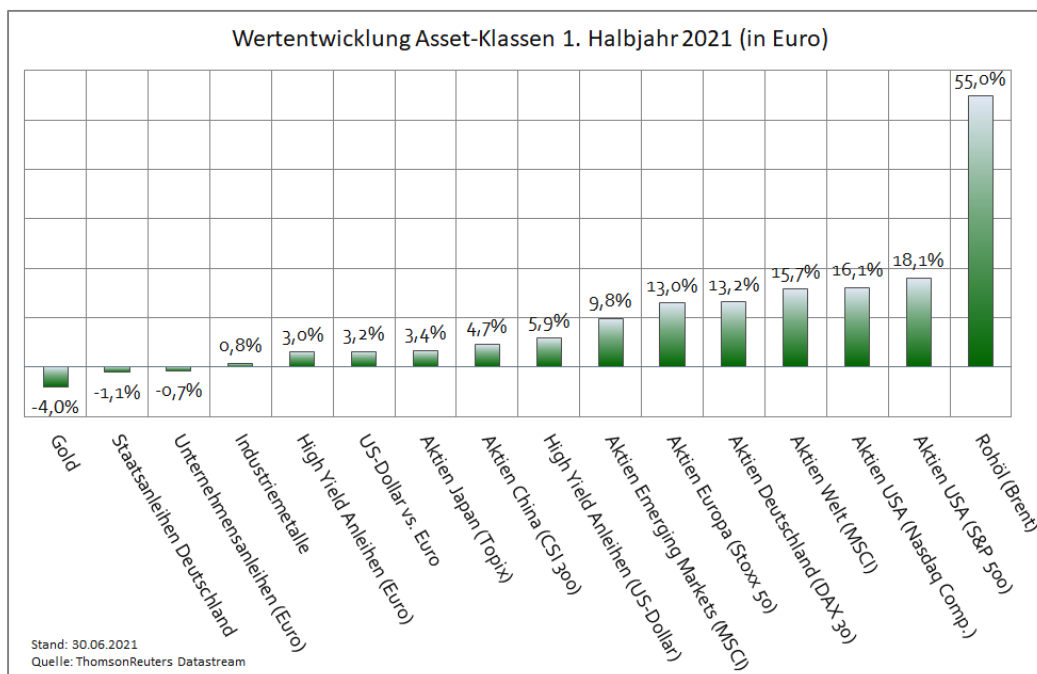
FOCAM AG

## Konjunkturboom beflügelt Aktienmärkte

Dank außergewöhnlich starker Mittelzuflüsse haben die internationalen Aktienmärkte ihren Aufschwung auch im zweiten Quartal fortgesetzt und teilweise neue historische Höchststände markiert. Führend waren einmal mehr die amerikanischen Indizes, die in Euro umgerechnet etwas besser als ihre europäischen Pendant abschnitten. Unter Schwankungen seitwärts entwickelten sich die asiatischen Märkte, die im vergangenen Jahr überdurchschnittliche Ergebnisse erzielt hatten. Von der robusten Konjunktur und der zurückgekehrten Risikobereitschaft der Anleger profitierten neben den Dividendenwerten auch Hochzinsanleihen sowie Rohstoffe, unter denen Rohöl mit einem Preisanstieg von 55 % hervorstach.

**US-Indizes  
führen erneut die  
Performance-  
Rangliste an**

Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating konnten seit Mitte Mai einen Teil ihrer durch den globalen Zinsanstieg bedingten Kursverluste wettmachen, beendeten das Halbjahr aber dennoch mit einem leichten Minus. Der Goldpreis erholte sich im April und Mai zunächst von seiner vorangegangenen Korrektur, bevor die Aussicht auf früher als erwartet steigende Leitzinsen und einen erstarkten US-Dollar infolge des Fed-Meetings im Juni ihn erneut unter Druck brachten.

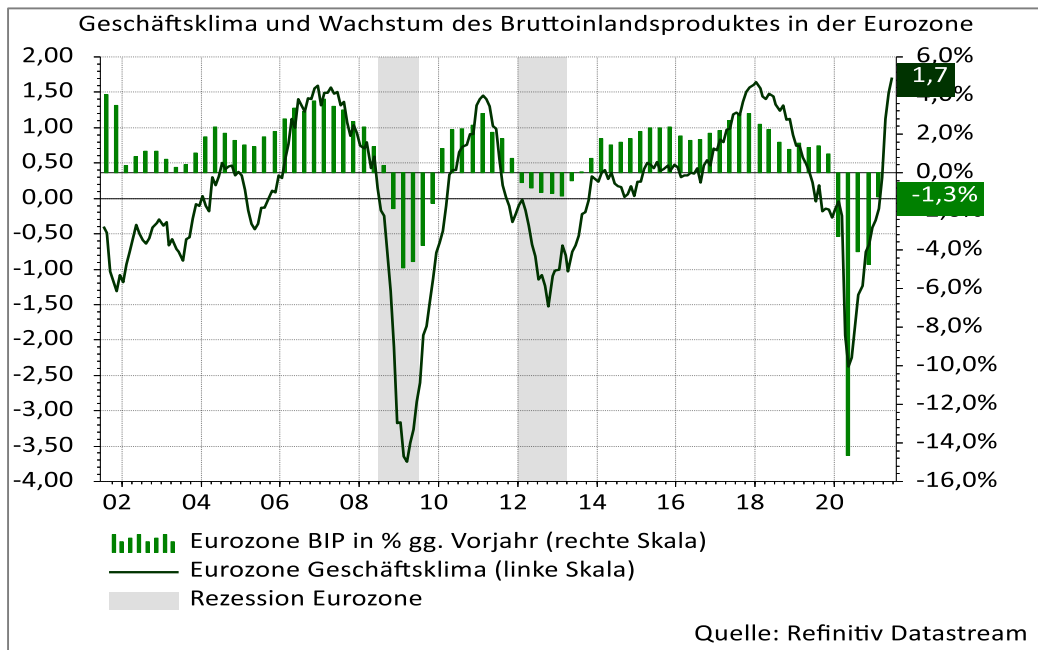


Der globale Wirtschaftsaufschwung, der sich nach dem pandemiebedingten Einbruch im letzten Jahr rasch entfaltete, hat im zweiten Quartal nochmal an Fahrt gewonnen. Dank massiver geld- und fiskalpolitischer Stimulierung und des Abklingens der zweiten Corona-Welle hat sich nach dem verarbeitenden Gewerbe auch der Dienstleistungssektor spürbar erholt. Nachdem in der

**Nach der  
Industrie legt  
auch der Dienst-  
leistungssektor  
zu**

Frühphase der Erholung die stärkste Dynamik in den USA und Asien zu beobachten war, expandierte zuletzt auch die zunächst von dem schleppenden Impfbeginn beeinträchtigte Konjunktur im Euroraum kräftig. Das Geschäftsklima in der Eurozone hat bereits das Vorkrisenniveau überschritten und signalisiert für das abgelaufene Quartal – unter anderem auch bedingt durch die niedrige Vergleichsbasis des Vorjahres – einen signifikanten Zuwachs der Wirtschaftsleistung.

**Geschäftsklima  
der Eurozone  
bereits über  
Vorkrisenniveau**



Verbesserte Beschäftigungsaussichten, die während der Pandemie aufgestaute Nachfrage und die daraus resultierende erhöhte Sparquote lassen für das zweite Halbjahr eine Belebung der Konsumausgaben erwarten. Der Boom im verarbeitenden Gewerbe wird gegenwärtig allerdings durch massive Lieferengpässe bei wichtigen Vorprodukten überschattet, so dass die Produktion vielfach nicht mit der lebhaften Nachfrage mithalten kann.

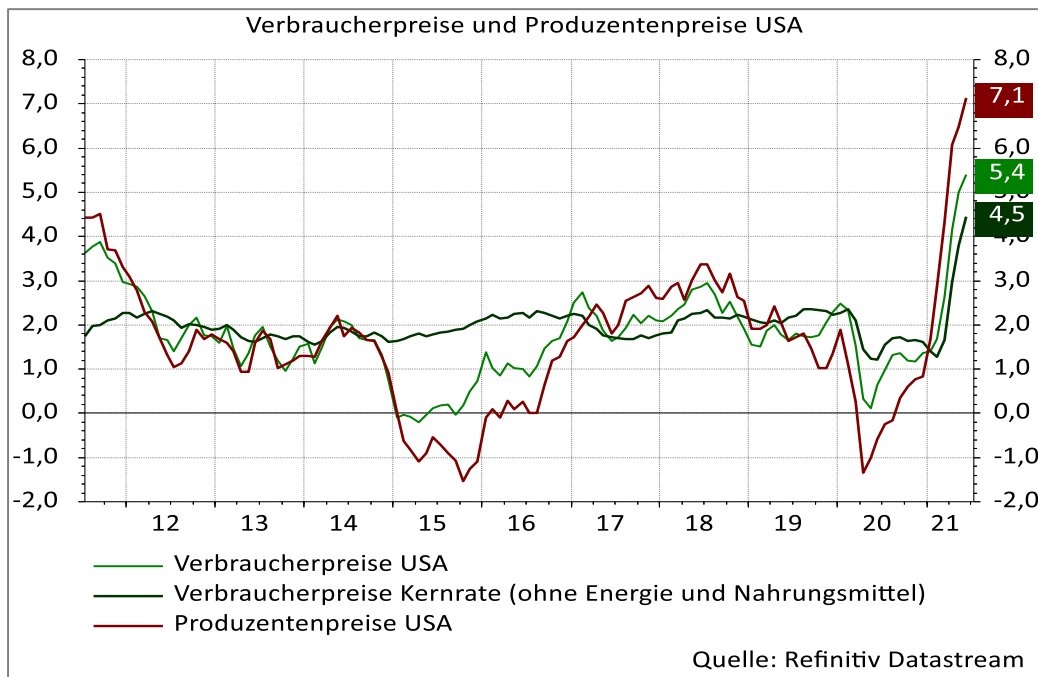
### Zunehmender Preisdruck fordert Notenbanken heraus

Dieses Phänomen, das teilweise zu erheblichen Preisdruck bei Vorprodukten, aber auch bei Frachtkapazitäten geführt hat, ist auch in anderen Volkswirtschaften zu beobachten. Da die Unternehmen ihre gestiegenen Einstandskosten so weit wie möglich auf die Endverbraucher überwälzen, überrascht es nicht, dass die Produzentenpreise auf breiter Front geklettert sind. In der Eurozone liegen diese aktuell um 9,6 %, in den USA um 7,1 % über Vorjahr. Der Einfluss auf die Verbraucherpreise ist unverkennbar. In den Vereinigten Staaten beträgt die Inflationsrate derzeit 5,4 %, und auch die um Energie und Nahrungsmittel bereinigte Kernrate liegt mit 4,5 % auf dem höchsten Niveau seit den 1980er Jahren.

**US-Inflationsrate  
auf höchstem  
Niveau seit den  
1980er Jahren**

Selbstverständlich spielen hierbei die niedrigen Vergleichswerte aus dem Vorjahr eine wichtige Rolle, und es ist davon auszugehen, dass die Teuerungsraten in der US-Wirtschaft sich im Laufe der kommenden Monate wieder etwas zurückbilden werden. Gleichwohl ist unter Volkswirten eine Diskussion darüber entbrannt, inwieweit es sich bei dem Preisanstieg tatsächlich nur um eine temporäre Erscheinung oder um ein dauerhafteres Phänomen handelt. Das renommierte amerikanische Broker-Haus Goldman Sachs etwa sieht Hinweise darauf, dass nach einem Jahrzehnt der Disinflation jetzt eine Ära der Reflation angebrochen sein könnte. In diesem Falle würden die Teuerungsraten dauerhaft über der 2 %-Zielzone der amerikanischen Notenbank Fed liegen. Die Fed, die bisher vermehrt auf die Kurzfristigkeit des Inflationsanstiegs hingewiesen hatte, sah sich auf ihrem letzten Meeting im Juni gezwungen, ihre Inflationsprognose für das laufende Jahr von 2,4 % auf 3,4 % anzuheben. Zeitgleich verkürzte sie den Erwartungshorizont für die ersten Zinsanhebungen in den USA um ein Jahr auf 2023.

**Ist das Zeitalter  
der Disinflation  
beendet?**



Der Hinweis von Notenbank-Chef Powell, dass die Fed bereit sei, ihre Instrumente einzusetzen, falls sich die Inflation hartnäckiger als erwartet halten sollte, zeigt bereits ein Umdenken bei den Währungshütern. Zu erwarten ist, dass im Laufe der kommenden Quartale die monetäre Stimulierung über den Kauf von Anleihen (bisher 120 Mrd. US-Dollar pro Monat) sukzessive eingeschränkt wird. Ungewiss und damit ein Risikofaktor für die Investoren bleibt, wie lange und in welchem Ausmaß die Notenbank ein Überschießen der Inflationsrate im Rahmen Ihres "Inflation Average Targeting" tolerieren wird. Nach der US-Notenbank hat sich auch die Europäische Zentralbank von ihrer bisherigen Zielorientierung für die Inflation („unter, aber nahe 2 %“) verabschiedet. Die neue Ausrichtung auf ein symmetrisches Ziel von exakt 2 %

**Nach der Fed  
toleriert auch die  
EZB ein Über-  
schießen der  
Inflationsrate**

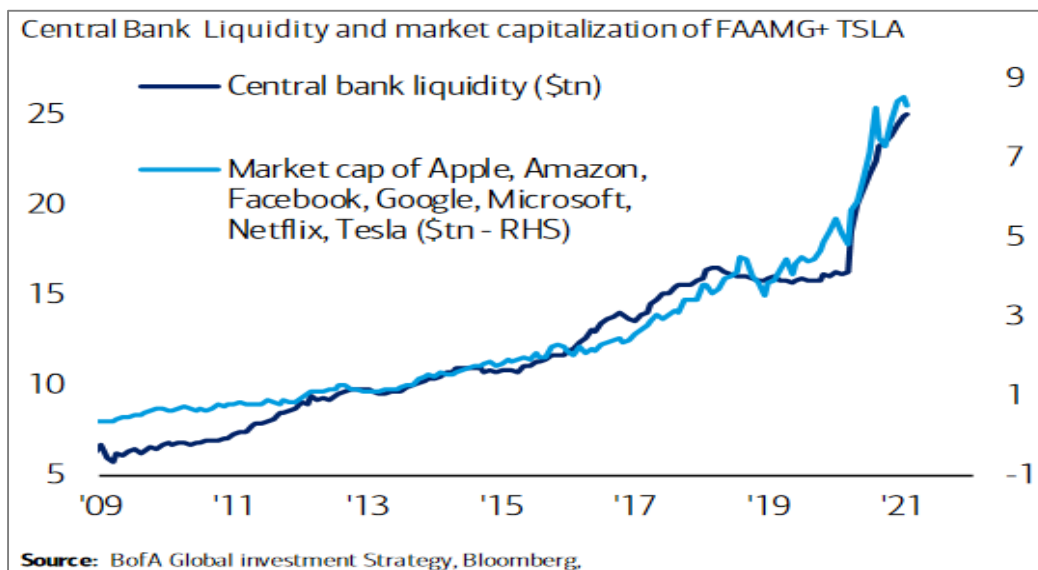
lässt ein temporäres Überschreiten dieser Marke – anders als bisher – bewusst zu.

Für die Kapitalmärkte bedeutet der aktuelle Preisdruck dennoch, dass günstige makroökonomische Daten künftig nicht mehr ausschließlich positiv interpretiert, sondern auch auf ihr Potenzial für eine mögliche Straffung der Geldpolitik analysiert werden dürften.

### Beispiellose Liquiditätsflut wird abebben

Wie beispiellos die enorme Liquiditätszufuhr für die Finanzmärkte bisher war, zeigen von Bank of America errechnete Zahlen: Während der letzten 15 Monate haben die Zentralbanken weltweit pro Stunde (!) Finanzwerte im Gegenwert von 900 Millionen US-Dollar gekauft. Der aggregierte Stimulus durch die Geld- und Fiskalpolitik belief sich in diesem Zeitraum auf 30 Billionen Dollar. In derselben Zeit ist die Kapitalisierung des Welt-Aktienmarktes um 54 Billionen US-Dollar gestiegen. Insbesondere die amerikanischen „Big-Tech“-Titel haben von der Geldschwemme profitiert. Sollte die Liquiditätszufuhr in nächster Zeit gedrosselt werden, so könnte sich damit auch die überdurchschnittliche Performance der Technologie-Stars ihrem Ende zuneigen.

**Notenbanken kaufen pro Stunde Wertpapiere für 900 Millionen US-Dollar**

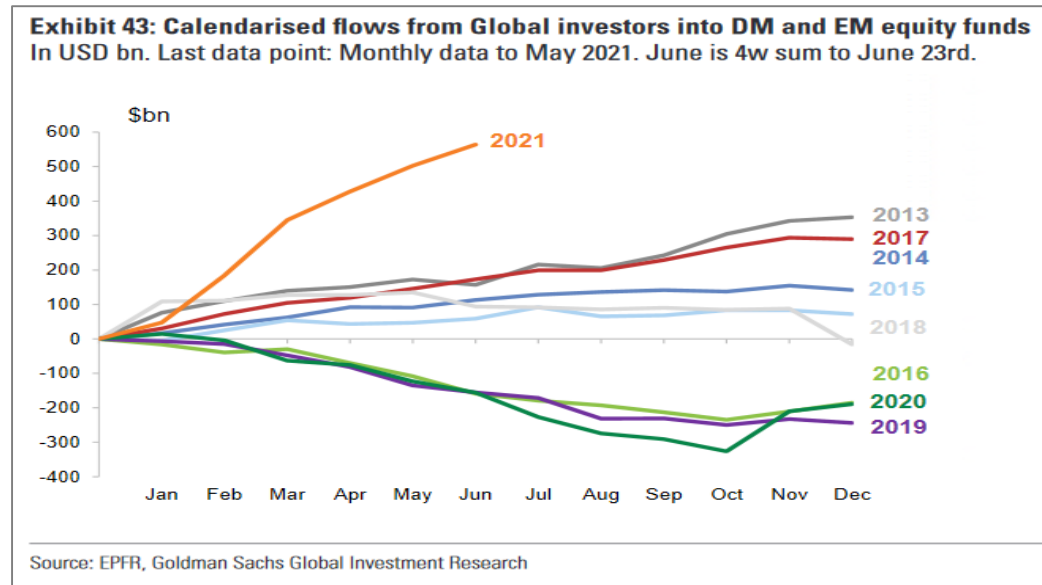


Nicht nur die Technologiewerte, sondern die Aktienmärkte insgesamt haben seit den bahnbrechenden Erfolgen in der Covid 19-Impfstoffbereitstellung von außergewöhnlich hohen Mittelzuflüssen profitiert. Zur Jahresmitte liegen diese mit rund 550 Milliarden US-Dollar weit über den besten Vergleichswerten des vergangenen Jahrzehnts (siehe Grafik folgende Seite).

**Rekordhohe Mittelzuflüsse in US-Aktienfonds**

Der Großteil der Mittel fließt in die amerikanischen Aktienmärkte, wobei dort im Frühjahr auch die ersten spekulativen Übertreibungen, z. B. in Wasserstoffaktien oder in SPACs (Special Purpose Acquisition Companies, d.h. Neuemissionen von Firmenmänteln mit dem Ziel, später ein noch nicht

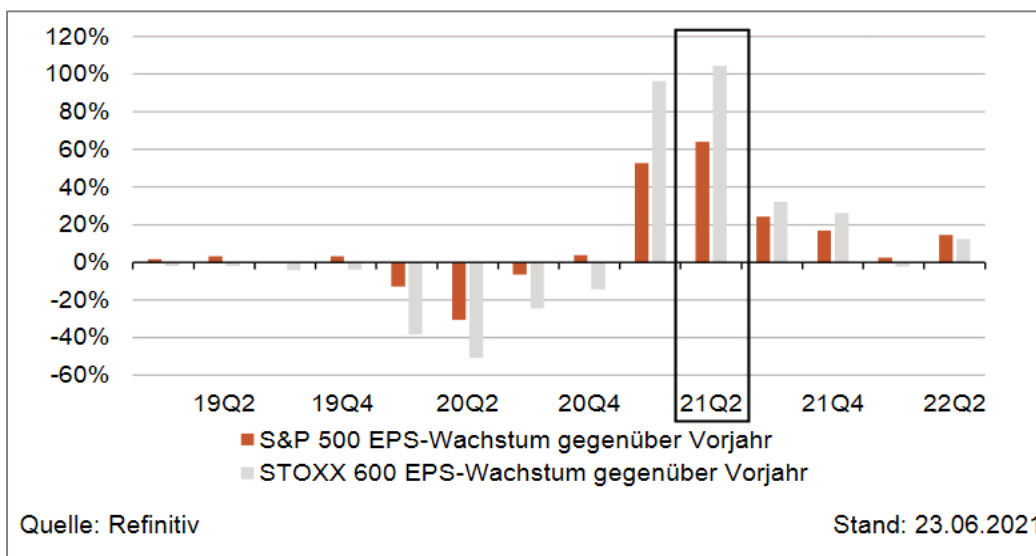
börsennotiertes Unternehmen zu erwerben), stattfanden. Auch die Performance verschiedener Kryptowährungen unter Führung von Bitcoin nahm bis Mitte April exzessive Züge an, bevor eine Kurshalbierung den spekulativen Charakter der „Kryptos“ erneut in den Fokus rückte.



## Große Erwartungen an die Berichtssaison

Zu Beginn des dritten Quartals richtet sich das Augenmerk der Anleger auf die in diesen Tagen beginnende Berichtssaison. Nachdem sowohl Konjunkturdaten als auch Unternehmensergebnisse während der letzten Monate die Prognosen übertroffen haben, liegt die Messlatte entsprechend hoch. Ein Jahr nach dem katastrophalen zweiten Quartal 2020 gilt es für die Unternehmen daher, die hohen, größtenteils eingepreisten Gewinnwachstumserwartungen des Marktes zumindest zu erfüllen.

**Analysten erwarten Rekordwachstum der Unternehmensgewinne**

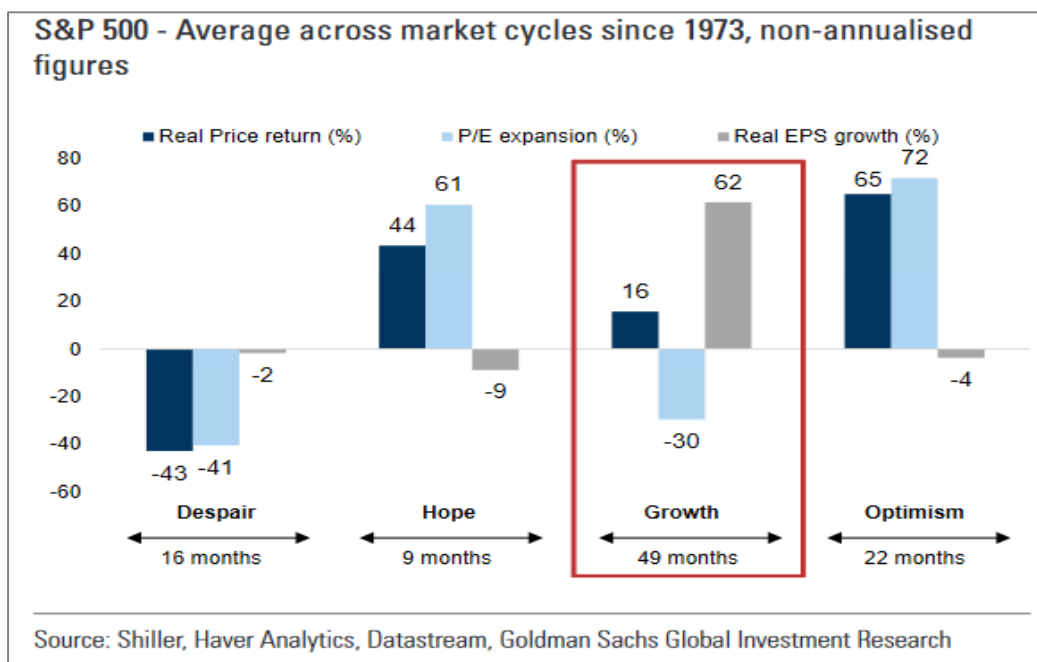




Für das Quartal April - Juni wird für amerikanische Aktien ein Gewinnwachstum von über 60 %, für europäische Aktien sogar von über 100 % gegenüber Vorjahr erwartet. Damit sollte gleichzeitig der Höhepunkt der Gewinndynamik erreicht werden, bevor die Wachstumsraten in den Folgequartalen wieder sinken werden.

Deutlich expandierende Unternehmenserträge führen allerdings nicht zwangsläufig zu entsprechend stark steigenden Aktienkursen, da diese den Großteil der Gewinndynamik bereits vorweggenommen haben. Es wäre also nicht unüblich, wenn die jetzt anstehende Wachstumsphase im Börsenzyklus von einem Abbau der sehr hohen Aktienbewertungen begleitet würde, so dass sich das Aufwärtsmomentum der Märkte trotz ausgezeichneter Ergebnisse auf Unternehmensebene abflachen würde. Goldman Sachs hat dies für die Börsenzyklen der letzten knapp 50 Jahre grafisch dargestellt. Würde man dieses Muster auf die aktuelle Situation übertragen, so würde dem zu erwartenden Gewinnwachstum eine Kontraktion der Kurs/Gewinn-Verhältnisse gegenüberstehen, die die Aufwärtsdynamik der Aktienmärkte entsprechend dämpfen, aber nicht stoppen würde.

**Gewinnwachstum führt zu Normalisierung der Aktienbewertungen**



Entscheidend für die weiteren Perspektiven der Aktienmärkte halten wir, dass die grundlegenden Rahmenbedingungen mehrheitlich intakt sind:

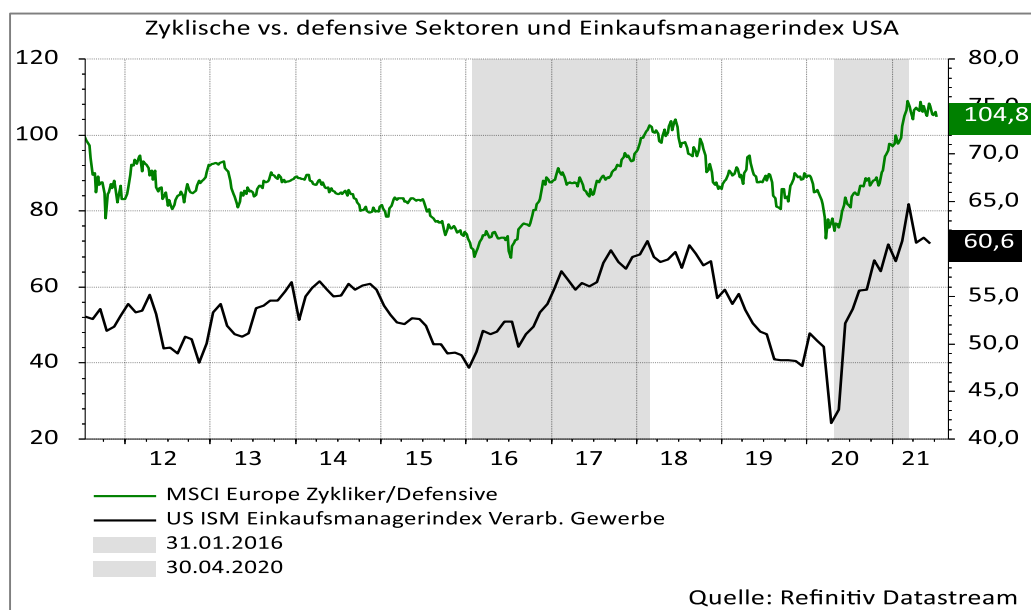
- Die temporären Einschränkungen in der Konjunkturdynamik aufgrund von Materialmangel und unterbrochenen Lieferketten können zwar eine Wachstumspause einleiten, über kurz oder lang aber zu Nachholeffekten führen, die den Aufschwung verlängern werden.
- Historisch hohe Sparquoten bieten Potential für künftige Konsumausgaben, wenn die coronabedingten Einschränkungen des öffentlichen Lebens weiter zurückgefahren werden können.

- Liquidität ist nach wie vor (über-)reichlich vorhanden. Der 750 Mrd. Euro schwere Wiederaufbaufonds in der Eurozone und das in den USA geplante Infrastrukturprogramm (600 Mrd. US-Dollar) werden für zusätzliche fiskalische Impulse sorgen.
- Auch die Notenbanken werden die Alimentierung der Märkte nicht kurzfristig beenden, sondern mit Blick auf die immer noch hohe Arbeitslosigkeit nur sehr behutsam verringern.
- Spekulative Übertreibungen in einzelnen Marktsegmenten, die im Frühjahr das Bild prägten, wurden abgebaut, ohne dass die Gesamtmärkte größeren Schaden genommen hätten.

### Positive Aktienmarktentwicklung mit reduzierter Schlagzahl

Wir sehen gute Chancen, dass die Aktienmärkte insgesamt – von Schwankungen abgesehen – weiter aufwärts tendieren können, dies aber mit deutlich reduzierter „Schlagzahl“. Die massive Branchenrotation (zyklisch/defensiv, Value/Growth, Small/Large), die während der letzten Monate zu beobachten war, ist ein Hinweis darauf, dass sich viele Investoren gegenwärtig neu positionieren. Da verschiedene Konjunkturindikatoren ihren Zenit erreichen oder - wie der ISM Einkaufsmanagerindex der US-Industrie - schon überschritten haben, dürften künftig defensivere Sektoren wie z.B. Basiskonsumgüter, Pharma oder Nahrungsmittel wieder mehr Anlegerinteresse auf sich ziehen. Diese Branchen waren in der Expansionsphase des ISM-Index von den Zyklikern abgehängt worden und könnten ihr Nachholpotential in einer Phase schwächeren Wachstums ausschöpfen.

**Defensive  
Aktienmarkt-  
sektoren mit  
Aufhol-  
potential**



Eine massive Beeinträchtigung dieses insgesamt stabilen Szenarios durch die Verbreitung der sehr ansteckenden Delta-Variante des SARS-Cov-2-Virus halten wir für unwahrscheinlich. Der Anteil erstgeimpfter Personen liegt

inzwischen in vielen Ländern deutlich über 50 %, und auch der Anteil der Zweitimpfungen steigt kontinuierlich an. Flächendeckende Lockdowns, die die Wirtschaftstätigkeit in den börsenrelevanten Industrieländern spürbar beeinträchtigen könnten, sind in Anbetracht dieser Fortschritte kaum vorstellbar und u.E. politisch auch nicht mehr durchsetzbar. Allerdings dürften vereinzelte Lockerungsschritte aufgeschoben oder auch rückgängig gemacht werden; dies sollte unser Gesamtszenario allerdings nicht gefährden.

### Anleihen nur selektiv haltenswert

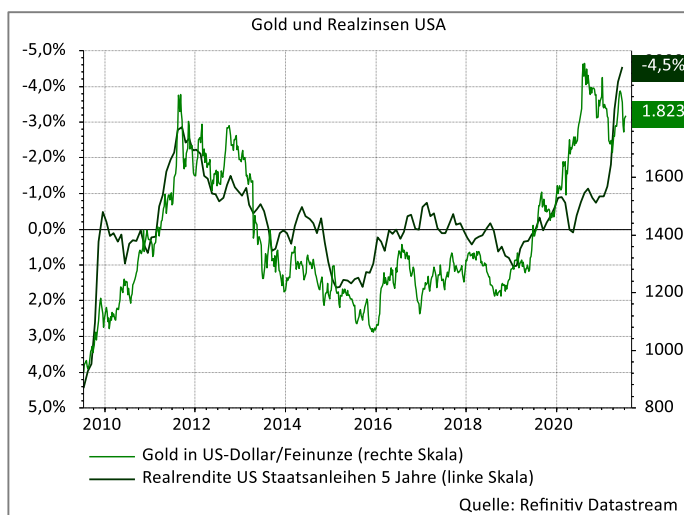
Negative Realzinsen belasten weiterhin das Chance/Risiko-Profil von Anleihen mit Investment Grade-Rating. Die erzielbaren Renditen sind weiterhin unattraktiv und bieten nach Abzug der Inflationsrate keinen adäquaten Ausgleich für das übernommene Risiko. Dies gilt umso mehr, falls sich herausstellen sollte, dass der Inflationsanstieg nicht nur einen temporären, sondern zumindest in Teilen auch einen strukturellen Charakter besitzen könnte.

High Yield-Anleihen, deren Renditen im Zuge der Konjunkturerholung stark gesunken sind, erscheinen aufgrund des robusten Konjunkturausblicks und ihrer laufenden Verzinsung haltenswert. Wir konzentrieren uns hierbei weiter auf das Segment der Kurzläufer, das von einem potentiellen Anstieg der Zinskurve weniger betroffen wäre.

**Negative Realzinsen lassen das Gros der Anleihen unattraktiv erscheinen**

### Gold reagiert auf jüngstes Fed-Meeting

Die Juni-Korrektur im Goldpreis kam überraschend, ändert aber nichts an unserer positiven Einschätzung des Edelmetalls. Dass Gold trotz extrem niedriger Realzinsen (-4,5 % in den USA) schwächer notiert, dürfte an dem unerschütterlichen Glauben der Anleger an die Fed liegen, die keinen dauerhaften Anstieg der Inflationsraten befürchtet. Wir halten eine Goldbeimischung in einem diversifizierten Portfolio im derzeitigen Umfeld weiterhin für sinnvoll und halten an unseren Beständen fest.



**Ulrich Reitz**