

TEMPORÄRE WACHSTUMSDELLE UND ENERGIEPREIS-SCHOCK

FOCAM

KAPITALMARKTBERICHT

3. QUARTAL 2021 UND AUSBLICK

Sehr geehrte Damen und Herren,

unterschiedliche Belastungsfaktoren haben dafür gesorgt, dass die Weltkonjunktur während der letzten Monate an Schwung verloren hat. Während der fortschreitende Anstieg der Covid 19-Impfquoten ein Abebben der pandemiebedingten Einschränkungen erwarten lässt, beeinträchtigen Material- und Personalengpässe sowie Unterbrechungen in den globalen Lieferketten die industrielle Produktion. Hinzu kommt ein unerwartet rascher Anstieg der Energiepreise, der die Inflationsraten in die Höhe treibt und die Notenbanken zu einer Anpassung ihrer Inflationsprognosen veranlasst hat.

Für Verunsicherung sorgen darüber hinaus die Verschuldungsprobleme am chinesischen Immobilienmarkt und die Regulierungswelle der dortigen Regierung, die zunehmend in die marktwirtschaftlichen Mechanismen eingreift. Auch die sowohl von der amerikanischen als auch von der europäischen Zentralbank angekündigte Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe hat die Risikobereitschaft der Anleger gedämpft.

Dennoch gehen wir davon aus, dass es sich bei der aktuellen Wachstumsdelle nur um ein temporäres Phänomen handelt und nicht um den Beginn eines länger anhaltenden Abschwungs. Welche Rahmenbedingungen diese Annahme stützen und wo mögliche Restrisiken liegen, möchten wir Ihnen auf den folgenden Seiten darlegen.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

Frankfurt, den 15. Oktober 2021

Ulrich Reitz
Chief Investment Officer

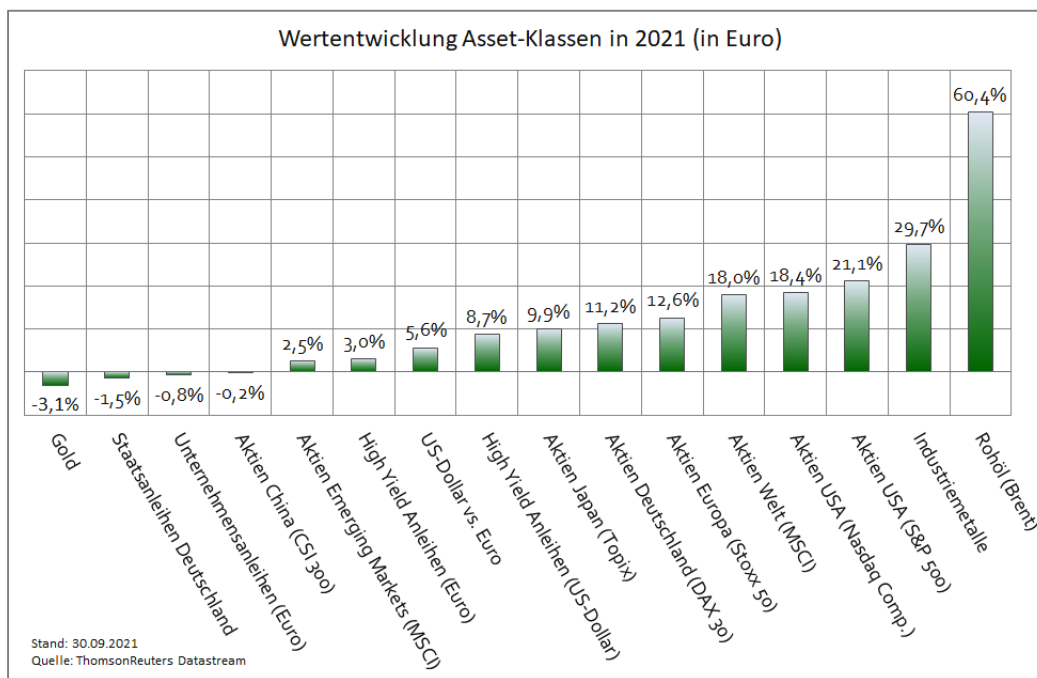
FOCAM AG

Zunehmende Risikoaversion der Anleger

Nachdem die internationalen Aktienmärkte ihren Aufschwung bis in den August hinein fortsetzen konnten, gewannen die skizzierten Belastungsfaktoren im September die Oberhand und zwangen die Börsen in eine Korrektur. Nicht nur die führenden Aktienindizes, sondern auch andere risikotragende Anlagen wie z.B. Hochzinsanleihen zollten den geänderten Rahmenbedingungen Tribut und mussten Einbußen hinnehmen.

Aktien und Hochzinsanleihen im Korrekturmodus

Das Umfeld für die Rentenmärkte trübte sich insgesamt ein, denn der dynamische Anstieg der Energie- und einiger Industriemetallpreise ließ die Kapitalmarktrenditen anziehen. Der US-Dollar profitierte einerseits von der zunehmenden Risikoaversion der Anleger, andererseits aber auch von der veränderten Haltung der amerikanischen Notenbank, die angesichts zunehmender Inflationsrisiken eine baldige Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik der letzten Jahre in Aussicht stellte. Edelmetalle konnten trotz steigender Inflationsraten und negativer Realzinsen nicht profitieren, sondern setzten ihre Seitwärtstendenz der vergangenen Monate fort.



Trotz der Gewinnmitnahmen während des Septembers entwickelten sich die Aktienmärkte im bisherigen Jahresverlauf überwiegend positiv. Das größte Plus erzielten amerikanische Titel, zudem konnten in Euro rechnende Anleger hier von der Aufwertung des US-Dollars profitieren. Aber auch europäische und japanische Aktien konnten prozentual zweistellig zulegen, während die stark von China geprägten Schwellenländerindizes nur leichte Zuwächse verbuchen

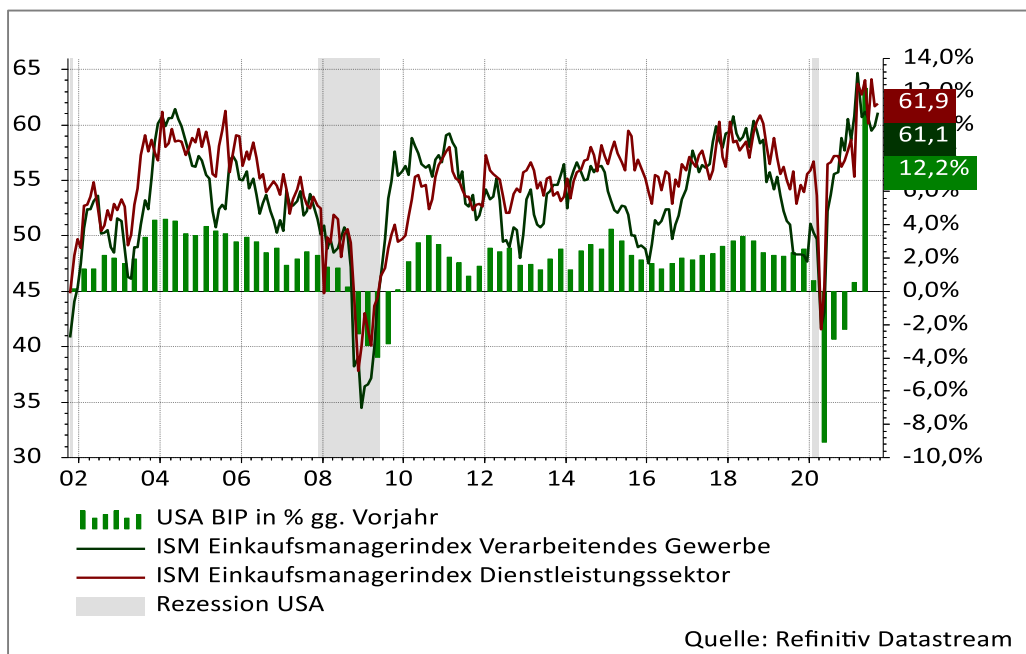
US-Titel erneut Spitzenreiter

konnten. Chinesische Aktien litten unter einer generellen Abschwächung der Konjunkturdynamik, zunehmenden Problemen einiger verschuldeter Immobilienkonzerne sowie der Regulierungswelle der Kommunistischen Partei, die in verschiedene Sektoren (u.a. Bildung, Internet, Gaming) massiv eingriff und die Investoren damit verunsicherte.

China durch Konjunkturabschwächung und Regulierungswelle belastet

Globale Wachstumsdynamik nimmt ab

Globale Konjunkturindikatoren zeigen seit dem Sommer eine Abnahme des Wachstumsmomentums an, rangieren aber immer noch auf hohem Niveau. So haben in den USA die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor ihren Höhepunkt überschritten (siehe Grafik), und in Deutschland hat der für die gesamte Eurozone relevante Ifo-Geschäftsklimaindex die letzten drei Monate schwächer tendiert.



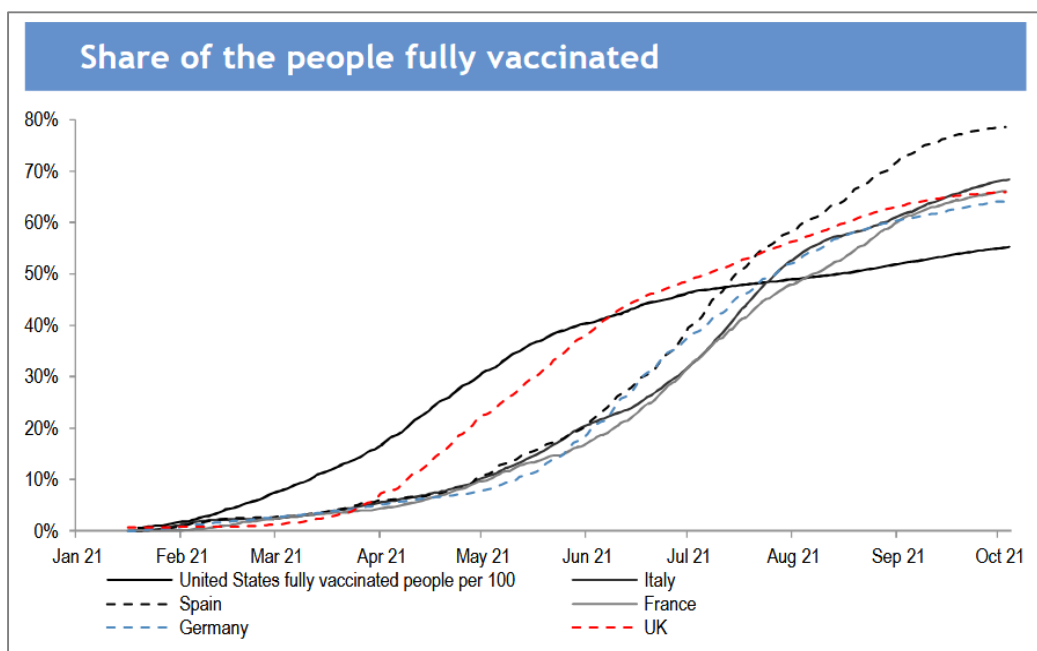
Die Ursache hierfür liegt nicht in mangelnder Nachfrage, denn die Auftragseingänge in der Industrie ziehen kontinuierlich an, und die Konsumenten verfügen nach einer Phase des coronabedingten Zwangssparens über ein umfangreiches Budget.

Probleme existieren vielmehr auf der Angebotsseite, denn der Mangel an Vorprodukten wie z.B. Halbleitern, fehlende Transportkapazitäten und die in einigen Sektoren zu beobachtende Knappheit an Arbeitskräften behindern die Produktion. Inzwischen klagt auch der Einzelhandel über Lieferengpässe, wie das Ifo-Institut in seiner jüngsten Umfrage betonte. Dies bedeutet wiederum, dass sich die aufgestaute Nachfrage nach Überwindung der gegenwärtigen

Robuste Nachfrage, aber Engpässe auf der Angebotsseite

Engpässe entfalten und für eine Fortsetzung des konjunkturellen Aufschwungs sorgen dürfte. Unterstützt wird diese Annahme durch umfangreiche fiskalpolitische Impulse, die sowohl in Europa (Wiederaufbaufonds in Höhe von 750 Milliarden Euro) als auch in den USA (Infrastrukturprogramm, vorraussichtlich in Billionenhöhe) in absehbarer Zeit nachfragewirksam werden dürften.

Massive fiskalpolitische Impulse in Europa und den USA

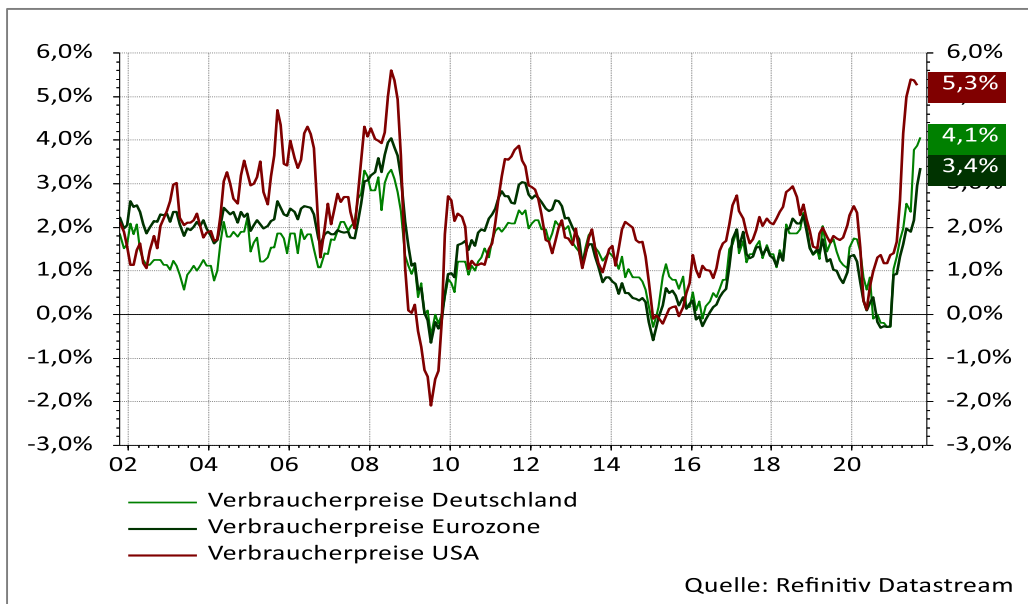


Auch die Tatsache, dass die Covid 19-Pandemie mit zunehmendem Impffortschritt allmählich unter Kontrolle gebracht wird und nochmalige flächendeckende Lockdowns damit unwahrscheinlicher werden, begünstigt die Wachstumsperspektive für das kommende und die Folgejahre. Wie die Grafik zeigt, steigt die Quote der vollständig gegen Covid 19 Geimpften in Europa und den USA kontinuierlich weiter an, und auch in Asien, das lange Zeit als Nachzügler galt, nimmt die Immunisierung Fahrt auf.

Globaler Impffortschritt begünstigt Wachstumsperspektiven

Steigende Energiepreise forcieren die Inflation

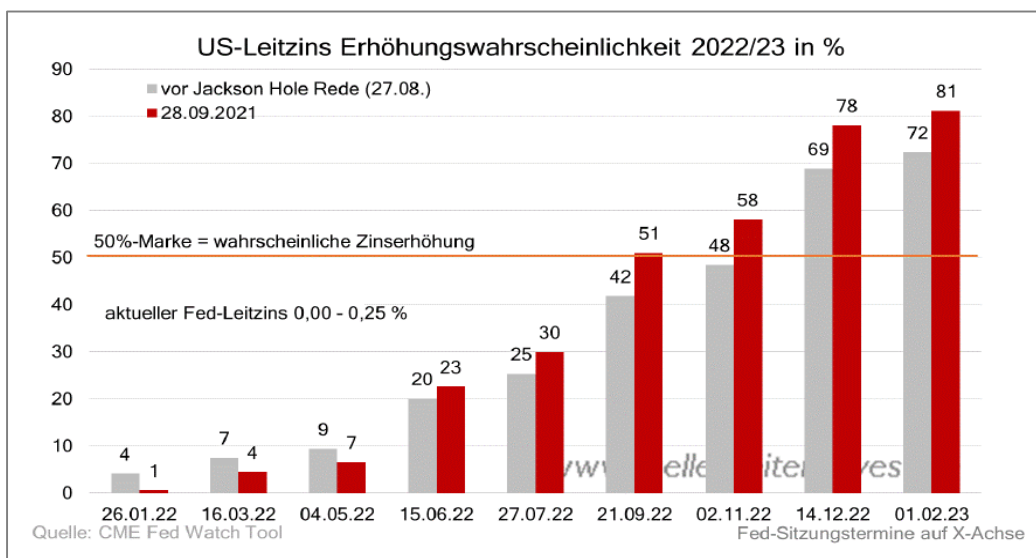
Ein Risikofaktor, den es zu beobachten gilt, ist allerdings die Preisentwicklung, und hierbei insbesondere der aktuelle Anstieg der Energiepreise. Die Ölnotierungen befinden sich seit Frühjahr 2020 in einem intakten Aufwärtstrend, und die OPEC+-Förderländer sehen bisher keine Notwendigkeit, der erhöhten Nachfrage mit einer deutlichen Ausweitung des Angebots zu begegnen. Versorgungsentpässe haben zuletzt einen exponentiellen Anstieg der Gas-, Kohle- und Strompreise ausgelöst, die - sollten sie nicht kurzfristig überwunden werden - Spuren in den Gewinnmargen der Unternehmen und Konsumbereitschaft der Verbraucher hinterlassen werden.



Notenbanken von Dynamik des Preisanstiegs überrascht

Die amerikanische Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank wurden von der Inflationsdynamik ganz offensichtlich überrascht und haben sich von ihrem Narrativ, dass es sich hierbei ausschließlich um eine temporäre und durch Einmaleffekte verursachte Entwicklung handelt, gelöst. So wurde jetzt von beiden Notenbanken angekündigt, dass das Volumen der im Rahmen des „Quantitative Easing“ getätigten Anleihekäufe (USA 120 Milliarden US-Dollar; Eurozone 80 Milliarden Euro pro Monat) allmählich zurückgefahren werden soll („Tapering“). Auch der Zeitpunkt einer ersten Zinsanhebung in den Vereinigten Staaten rückt näher, und die Finanzmärkte antizipieren diese jetzt bereits für das dritte Quartal 2022.

Nur temporäre oder auch strukturelle Inflations-treiber?



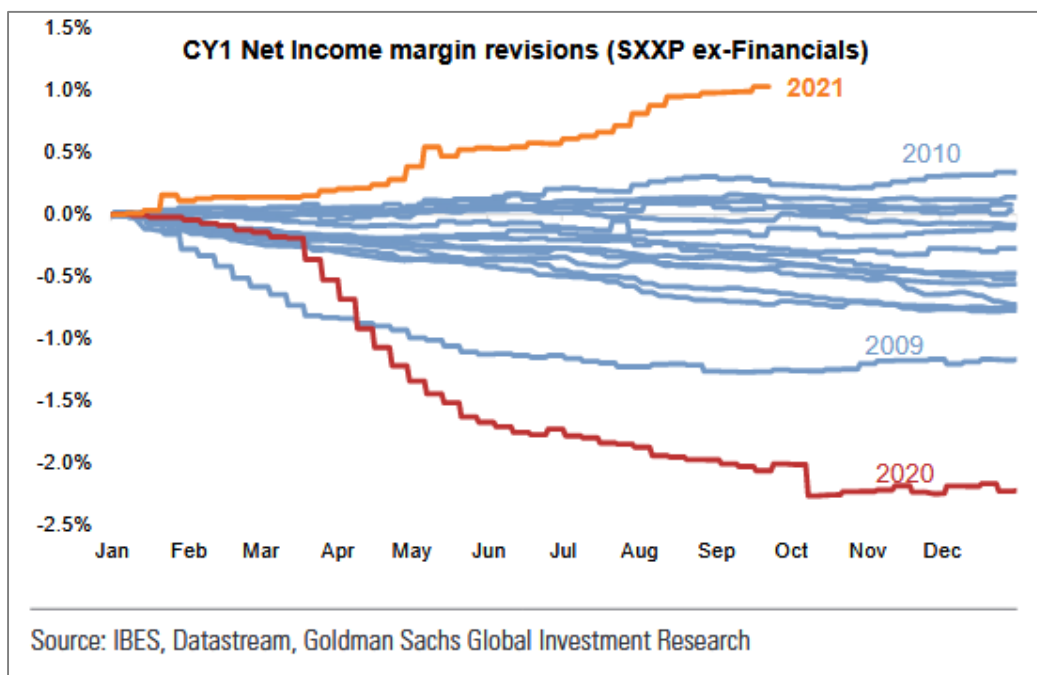
Die Europäische Zentralbank sieht sich zwar noch sehr weit von einem ersten Zinsschritt entfernt, doch auf Dauer wird auch sie sich der inflationären Tendenz nicht verschließen können und ihre Geldpolitik den neuen Gegebenheiten anpassen müssen.

Die Diskussion um die beginnende Straffung der Geldpolitik belastet die Kapitalmärkte insofern, als den Marktteilnehmern bewusst ist, dass die enorme Liquiditätsflut ein wesentlicher - wenn nicht sogar der wesentliche - Treiber für die Aktien-, Anleihen- und Immobilienhaube der letzten Jahre war. Da diese Abhängigkeit aber auch den Notenbanken bewusst ist und diese dem Ziel der Vollbeschäftigung inzwischen höhere Priorität als dem Ziel der Geldwertstabilität einräumen, werden sie den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik so behutsam wie möglich gestalten. Auch im Hinblick auf die rekordhohe Staatsverschuldung diesseits und jenseits des Atlantiks muss es im Bestreben der Währungshüter liegen, die Zinsstrukturkurve unter Kontrolle zu behalten. Für die Finanzmärkte bedeutet dies unseres Erachtens, dass die Gefahr eines zu schnellen Drosselns der Liquiditätszufuhr, welches mit empfindlichen Kurseinbußen quittiert würde, begrenzt ist. Gleichwohl wird das Thema die Investoren weiter beschäftigen und das zukünftige Kurspotenzial begrenzen.

**Kein über-
stürzter Aus-
stieg aus der
ultralockeren
Geldpolitik**

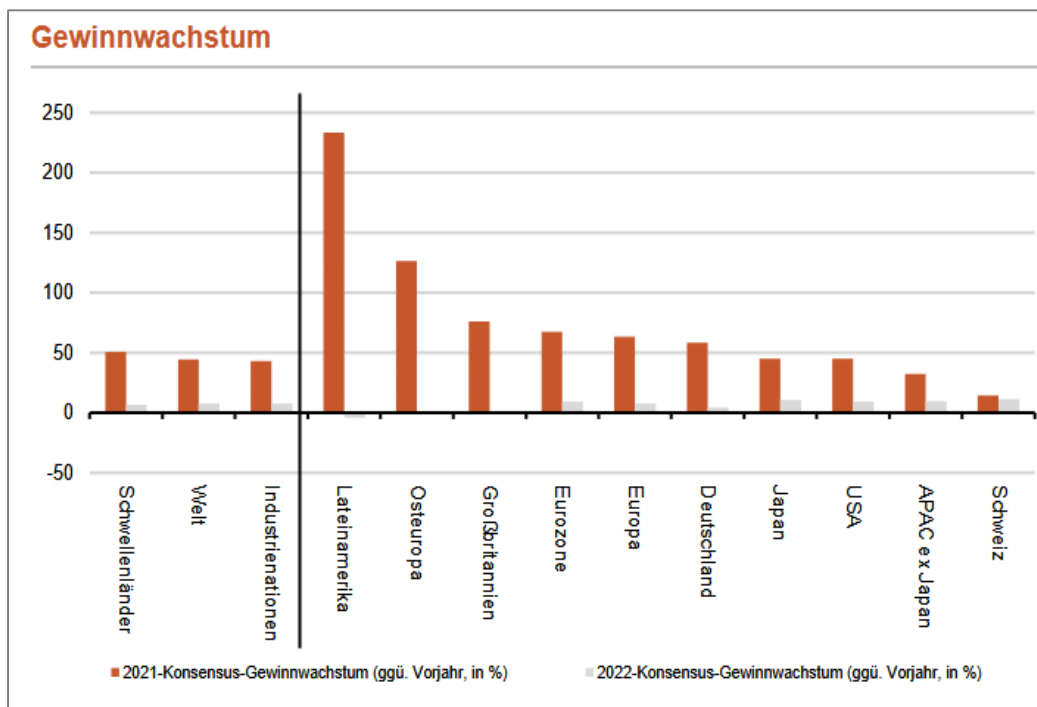
Berichtssaison dürfte entscheidende Hinweise liefern

Für die Aktienmärkte wird die gerade beginnende Berichtssaison entscheidende Hinweise liefern, inwieweit die aktuelle Lieferkettenproblematik und das inflationäre Umfeld die Ertragsperspektiven belasten.



Im bisherigen Jahresverlauf sind die Schätzungen für die Gewinnmargen der Unternehmen deutlich nach oben revidiert worden (siehe Grafik S. 8). Dies ist sicherlich zum Teil als Reaktion auf die rasche Konjunkturerholung nach dem Einbruch im Jahr 2020 zu verstehen, zeigt aber auch, dass die Unternehmen bisher überwiegend in der Lage waren, ihre gestiegenen Kosten an die Endverbraucher weiterzugeben.

Unternehmen können höhere Kosten auf Endabnehmer abwälzen



Insgesamt wird für die internationalen Aktienmärkte in diesem Jahr ein Gewinnwachstum von knapp 50 % gegenüber dem Vorjahr prognostiziert. Für 2022 rangieren die Wachstumserwartungen allerdings erheblich niedriger, hier wird lediglich ein plus von ca. 7 % auf globaler Ebene geschätzt.

**Gewinn-
dynamik der
Unternehmen
flacht sich
2022 ab**

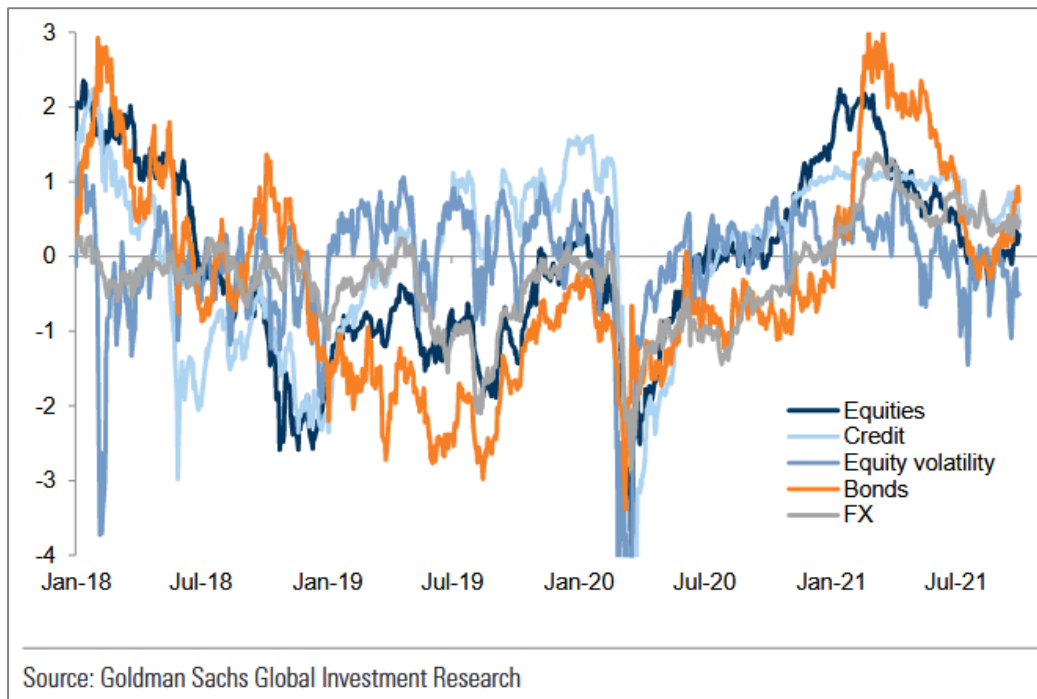
Die zeitweilig sehr ambitionierten Börsenbewertungen haben sich im Jahresverlauf aufgrund steigender Gewinnschätzungen etwas zurückgebildet. Aktien sind weiterhin nicht günstig bewertet, sind aber weit von den Bewertungsexzessen der Technologie- und Telekomblase gegen Ende des letzten Jahrtausends entfernt.

Euphorie der Anleger ist verflogen

Wenngleich die führenden Aktienindizes erst in den letzten Wochen in den Korrekturmodus geschaltet haben, hat die Risikobereitschaft der Investoren bereits seit dem ersten Quartal spürbar nachgelassen. Die sehr risikofreudige, in Teilsegmenten sogar euphorische Stimmung der Börsianer, die zu Jahresbeginn

gemessen werden konnte, ist einer realistischeren, teilweise skeptischen Sichtweise gewichen. Die von der amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs erhobenen Risikoappetit-Indikatoren für unterschiedliche Asset-Klassen sind wieder in den neutralen Bereich zurückgekehrt und signalisieren damit keine Marktüberhitzung mehr (siehe Grafik).

**Nachlassender
Risikoappetit
bei Aktien und
Anleihen**



Auch in der Medienberichterstattung ist von dem im ersten Halbjahr vorherrschenden Optimismus nicht mehr viel zu spüren, und die Zahl der selbst ernannten Börsenpropheten, die vor dem finalen Finanzcrash warnen, nimmt wieder zu.

Aufgehellte Perspektiven im kommenden Jahr

Wir schließen uns dieser Sichtweise nicht an, sondern sehen in den Aktienmärkten weiterhin langfristiges Potenzial. Der bereits vielfach diskutierte Mangel an renditeträchtigen Alternativen zu Aktien ist nach wie vor ein dominanter Faktor, zumal die Attraktivität festverzinslicher Anlagen in Zeiten negativer Realzinsen weiter gesunken ist. Noch immer werden enorme Volumina in liquiden Geldmarktanlagen geparkt, bei denen der reale Werteverzehr nach Berücksichtigung der Inflation bereits vorprogrammiert ist.

Kurzfristig werden die Aktienmärkte schwankungsanfällig bleiben, denn die diversen Belastungsfaktoren müssen zunächst abgearbeitet werden. Mit Blick auf das kommende Jahr gehen wir allerdings davon aus, dass eine weitere Normalisierung der Pandemielage und eine Entspannung in der Lieferkettenproblematik neue Wachstumsimpulse freisetzen. Voraussetzung hierfür bleibt allerdings,

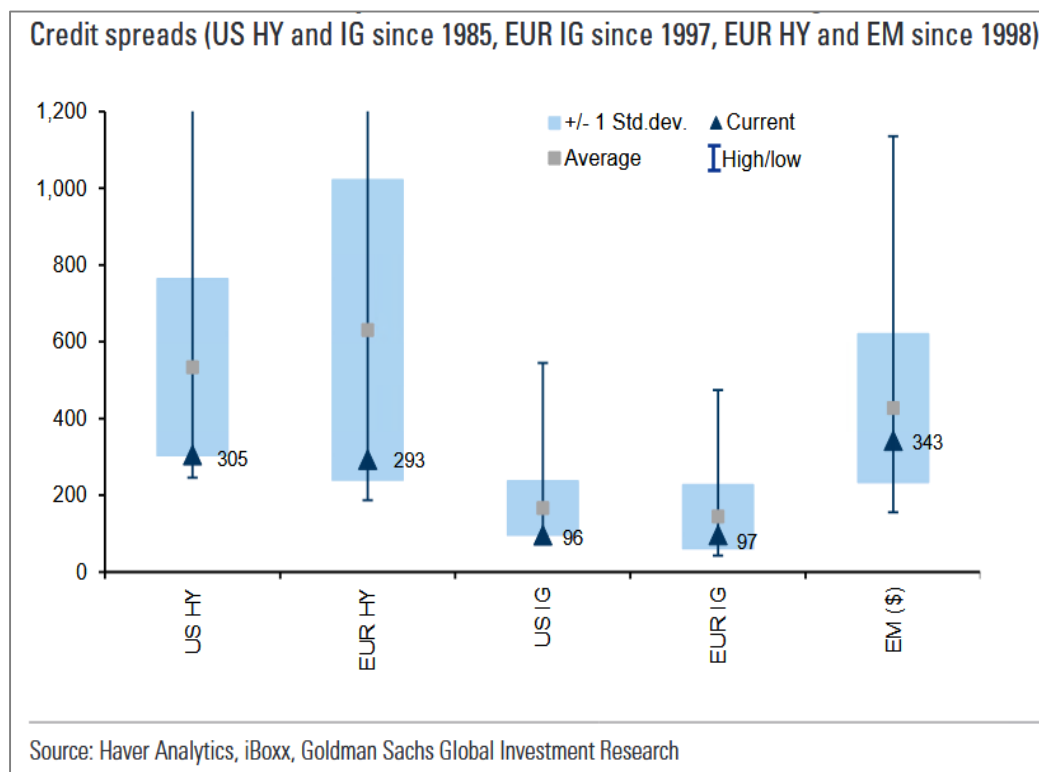
**Wachstums-
impulse durch
Entspannung
in Pandemie
und Liefer-
ketten-
problematik**

dass der extreme Preisanstieg bei fossilen Brennstoffen eingedämmt werden kann, um die finanziellen Spielräume der Verbraucher und die Ertragsmargen der Unternehmen nicht über Gebühr zu belasten.

Rahmenbedingungen für Anleihen bleiben herausfordernd

Weiterhin schwierig gestalten sich die Bedingungen für die Anleihemärkte. Vor dem Hintergrund des aktuellen Preisschubs befinden sich die Kapitalmarktrenditen im Aufwärtstrend, was insbesondere das Chance/Risiko-Verhältnis von Titeln mit längerer Laufzeit beeinträchtigt. Auch das von uns favorisierte Segment kurzlaufender Hochzinsanleihen verliert angesichts rekordniedriger Renditeaufschläge (siehe Grafik) etwas an Attraktivität, bleibt aber dennoch unter langfristigen Aspekten ein wichtiger Baustein in unserer Asset Allocation.

Längere Laufzeiten leiden unter Renditeanstieg



Mehr Chancen als Risiken bei Gold

Ähnliches gilt für Gold, das in Zeiten volatiler Finanzmärkte einen wichtigen Risikoausgleich in den Portfolios darstellt. Gegenwärtig kann sich das Edelmetall trotz negativer Realzinsen noch nicht aus seiner Seitwärtsbewegung nach oben befreien, dennoch sehen wir in dem aktuellen Kapitalmarktumfeld mittelfristig mehr Chancen als Risiken für unsere Goldinvestments.

Gold bietet Risikoausgleich für Portfolios

Ulrich Reitz