

BEKÄMPFUNG DER INFLATION,
„UNTIL THE JOB IS DONE!” (J. POWELL)

FOCAM

KAPITALMARKTBERICHT

3. QUARTAL 2022 UND AUSBLICK

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit einem klaren Bekenntnis zur Bekämpfung der Inflation als oberster Priorität beendete Fed-Chef Jerome Powell auf der Notenbanktagung in Jackson Hole die Sommerrallye an den Aktienbörsen. Die Hoffnung vieler Anleger auf einen angesichts wirtschaftlicher Abkühlung etwas weniger restriktiven Kurs in der Geldpolitik wurde enttäuscht, zumal Powell erstmals auch negative Konsequenzen für die Wirtschaft nicht ausschloss. Die rasche Erhöhung der US-Leitzinsen auf die aktuelle Bandbreite von 3,00-3,25 % markiert den steilsten Zinserhöhungspfad seit den achtziger Jahren. Die problematische Gemengelage aus hartnäckiger Teuerung, geldpolitischer Drosselung, konjunkturellem Abschwung und geopolitischen Risiken quitierten nicht nur die Aktien-, sondern auch die Anleihemärkte mit empfindlichen Einbußen.

Auch zu Beginn des vierten Quartals gehen die entscheidenden Impulse für die Aktienmärkte von der Zinsseite aus. In der vordergründig paradoxen Situation, dass positive Wirtschaftsdaten in den USA negativ, weil zinssteigernd, interpretiert werden, spiegelt sich die Angst der Anleger vor einem Überschießen der US-Geldpolitik wider.

Europa wird zudem vor zusätzliche Herausforderungen durch die Folgen des Kriegs in der Ukraine gestellt. Der drastische Anstieg der Energiekosten und die Sorge vor einer Gasmangellage im Winter zeigen deutliche Spuren in der Konsum- und Investitionsbereitschaft und lassen eine Rezession im Winterhalbjahr unumgänglich erscheinen.

Positiv zu vermerken ist hingegen, dass die zunehmenden Rezessionsgefahren und der fortschreitende Liquiditätsentzug bereits weitgehend von den Börsen eingepreist werden. Die sehr defensive Positionierung institutioneller Investoren und die ausgesprochen negative Anlegerstimmung sind wesentliche Voraussetzungen für eine Bodenbildung an den Börsen, die wir für die nächsten Monate erwarten. Welche Risiken, aber auch Chancen sich hieraus für die Portfolioplanung ergeben, möchten wir Ihnen auf den folgenden Seiten darlegen.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

Frankfurt, den 17. Oktober 2022

Ulrich Reitz
Chief Investment Officer

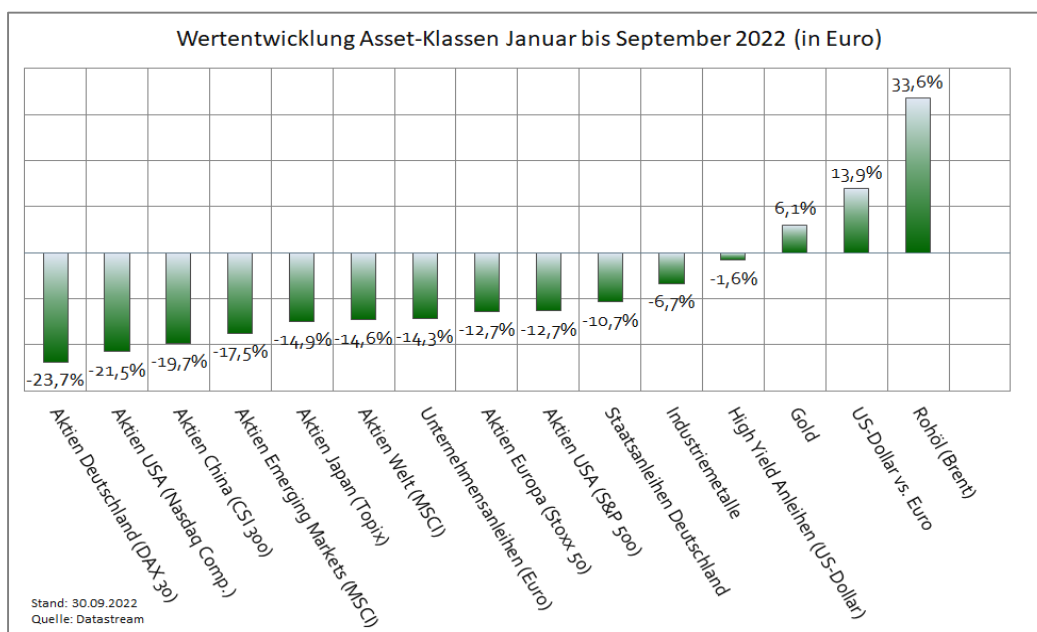
FOCAM AG

Harsche Rhetorik der Notenbanken dominiert Finanzmärkte

Die ungewohnt harsche Rhetorik der amerikanischen Fed, die der Inflationbekämpfung klaren Vorrang vor der Vermeidung einer Rezession einräumt, prägt derzeit das Bild an den Finanzmärkten. Nachdem die Währungshüter die Inflationssdynamik lange Zeit unterschätzt und damit ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel gesetzt hatten, wächst jetzt die Sorge vor einem zweiten Politikfehler, nämlich dem Überziehen der geldpolitischen Straffung in einem wirtschaftlichen Abschwungsszenario.

Die drastische Kehrtwende in der Geldpolitik, gepaart mit einer deutlichen Verlangsamung des Wachstumstempos, bescherte den internationalen Kapitalmärkten im bisherigen Jahresverlauf prozentual zweistellige Verluste. Nicht nur Aktien, sondern auch Unternehmens- und Staatsanleihen mussten in dem inflationären Umfeld empfindliche Einbußen hinnehmen. Der als klassische „Safe Haven“-Währung gefragte US-Dollar profitierte hingegen von der wachsenden Geldmarktzinsdifferenz gegenüber dem Euro und wertete kräftig auf. Damit wurden die Verluste in US-Titeln zumindest aus Sicht eines Euro-Anlegers reduziert bzw. im Falle von Gold sogar in ein Plus umgekehrt. Während Industriemetallpreise zuletzt konjunkturell bedingt fielen, liegen die Notierungen für Rohöl trotz des jüngsten Rückgangs immer noch ein Drittel über ihrem Niveau zu Jahresbeginn.

Gold bot Euro-Anlegern eine positive Rendite

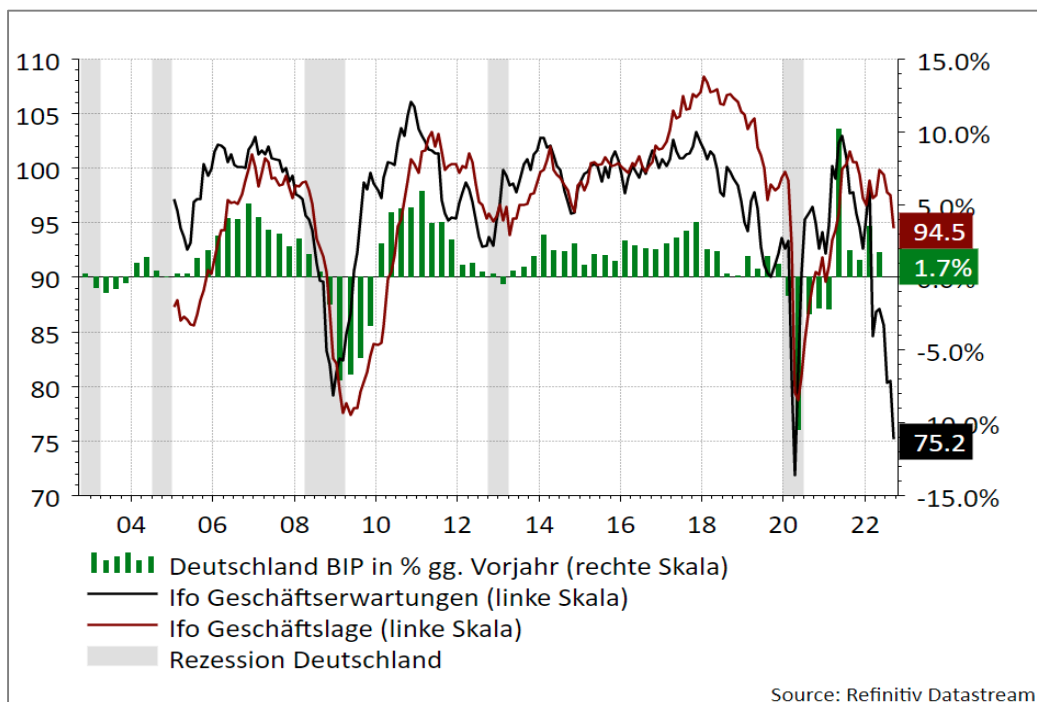


Die aktuell sehr hohe Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, die auch in dem inflationären Umfeld der siebziger Jahre zu beobachten war, bot auch in ausbalancierten Aktien/Renten-Portfolios wenig Ausweichmöglichkeiten, so dass diese eine der schlechtesten Wertentwicklungen der letzten Jahrzehnte aufweisen.

Ifo Geschäftsklima auf Rezessionsniveau

Eine wachsende Zahl an Frühindikatoren deutet darauf hin, dass die von der Energiekrise gebeutelte Eurozone spätestens mit Beginn des laufenden Quartals in eine Rezession abgleitet. Waren viele Unternehmen bisher noch in der Lage, die rasant gestiegenen Kosten für Energie, Rohstoffe und Vorprodukte an die Verbraucher weiterzugeben, so dürfte dies in Anbetracht der beginnenden Konsumzurückhaltung schwieriger werden und die Ertragsmargen belasten. Der derzeit noch hohe Auftragsbestand, der aufgrund der Lieferkettenprobleme noch nicht abgearbeitet werden konnte, vermittelt nur eine Scheinsicherheit, da immer mehr Unternehmen von Auftragsstornierungen berichten. Hinzu kommt aus unternehmerischer Sicht die Frage, ob die Industrie in den nächsten Monaten ausreichend mit Gas versorgt werden kann, um die geplante Produktion aufrechtzuerhalten. Im repräsentativen Geschäftsklimaindex des Ifo-Instituts sind die Geschäftserwartungen auf ein Niveau gestürzt, das während der letzten zwanzig Jahre nur in der Finanzkrise 2008 und der Corona-Krise 2020 verzeichnet wurde (siehe Grafik).

Preisüberwälzungsspielraum für Unternehmen verringert sich

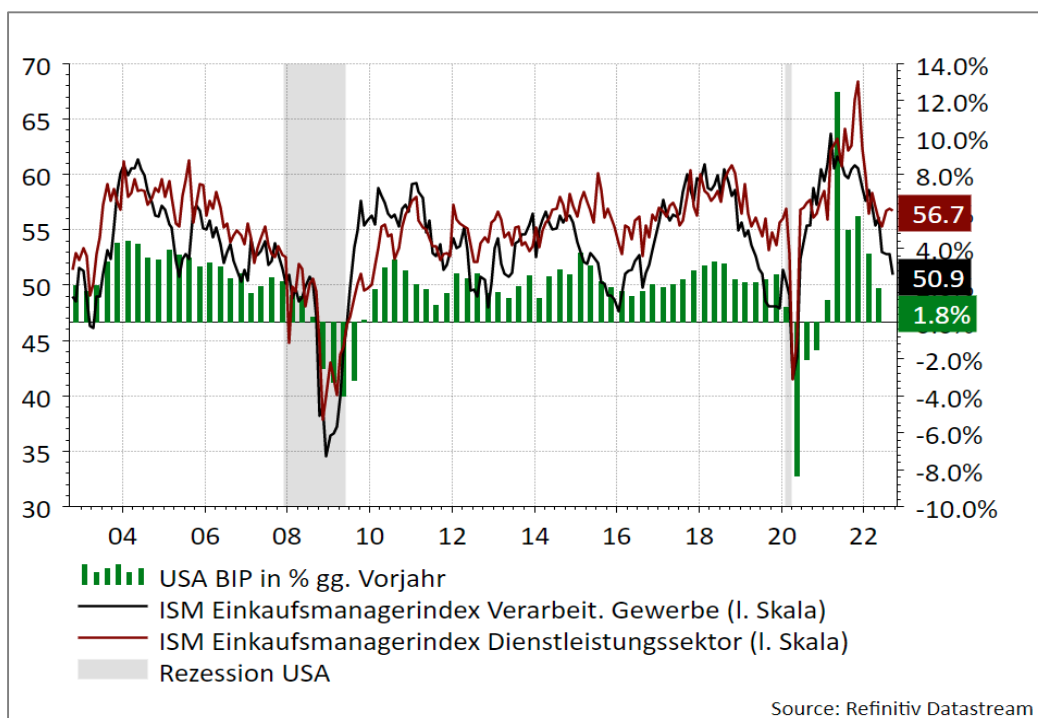


Auch in den Vereinigten Staaten nimmt die Rezessionsgefahr zu, wenngleich die Rahmenbedingungen dort anders gelagert sind als im Euroraum. Die hartnäckig hohe Inflation ist dort weniger eine Folge des Ukraine-Kriegs und seiner Auswirkungen auf Gas- und Strompreise als vielmehr das Ergebnis einer überbordenden Fiskalpolitik in einer ohnehin schon robusten Konjunkturphase. Im Moment herrscht noch Vollbeschäftigung in den USA, aber eine Trendwende am Arbeitsmarkt ist als gewünschte Folge des geldpolitischen Bremsmanövers der Fed absehbar.

Gleiche Inflation in den USA, aber andere Ursachen

Der Dienstleistungssektor präsentiert sich bisher stabil, aber der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe notiert nur noch knapp über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten (siehe Grafik). Besonders der Hausmarkt gerät mit rasch steigenden Hypothekenzinsen verstärkt unter Druck und belastet damit zusätzlich das Konsumklima, das ohnehin unter massiven Reallohneinbußen leidet.

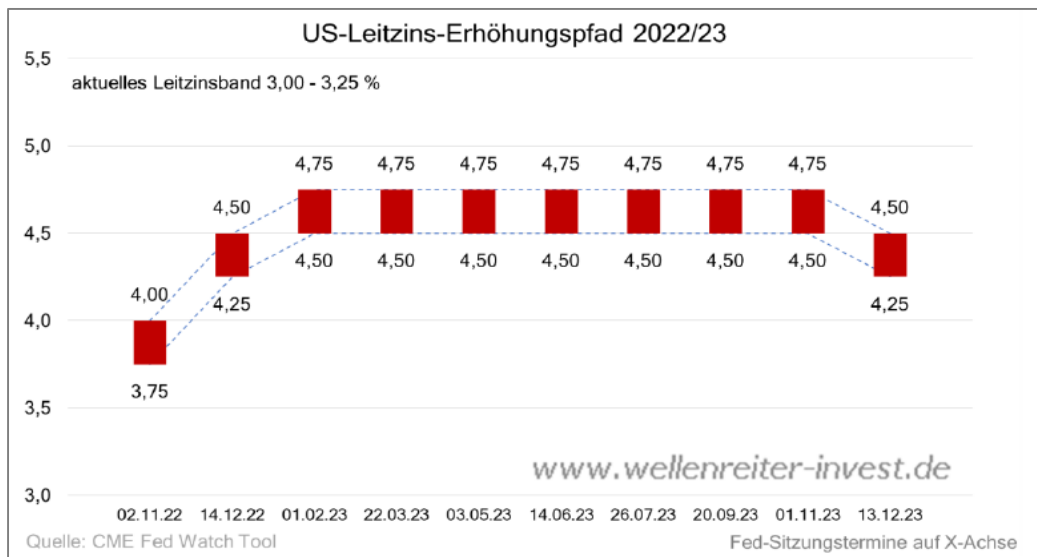
Einkaufsmanagerindex der Industrie nur noch knapp über Wachstumsschwelle



Powell will erst Erfolge in der Inflationbekämpfung sehen

Die amerikanische Notenbank kämpft derzeit um die Wiederherstellung ihrer Reputation. Nachdem Jerome Powell lange Zeit die Warnzeichen für die anziehende Inflation missinterpretiert hatte, vollzog er die geldpolitische Kehrtwende umso energischer. Zum dritten Mal in Folge beschloss die US-Notenbank im September, die Leitzinsen um 0,75 Prozentpunkte (Pp) anzuheben. Zusammen mit der 0,25 Pp-Erhöhung im März und dem 0,50-Pp-Schritt im Mai summieren sich die Zinsanhebungen in diesem Jahr auf 3,00 Pp – der steilste Zinserhöhungszyklus seit Jahrzehnten. Den Höhepunkt der Leitzinsen verortet die Fed im kommenden Jahr mit einer Fed Funds Rate von 4,6 %, bevor sich das Zinsniveau mit Blick auf 2024 wieder ermäßigen sollte. Als Anhänger des früheren Fed-Chefs Paul Volcker, der Anfang der achtziger Jahre die damals grassierende Teuerung mit Brachialgewalt in die Knie zwang, will Powell klare Erfolge in der Inflationbekämpfung sehen, bevor er von seinem Hardliner-Kurs abweicht. Dabei lässt er keinen Zweifel daran, dass hierfür ein konjunktureller Abschwung als Kollateralschaden billigend in Kauf genommen wird.

Fed erwartet Höhepunkt der Leitzinsen im Frühjahr bei 4,6 %



Die Finanzmärkte hingegen sehen zunehmend die Gefahr, dass die Fed in Anbetracht bereits fallender Inflationsfrühindikatoren übersteuert und die Wirtschaft stärker als notwendig in Bedrängnis bringt. Aktuell erwarten die „Fed Watcher“ noch zwei weitere Zinsschritte bis auf ein Niveau von 4,75 %, bevor für Dezember 2023 die erste Zinssenkung eingepreist wird.

Die Europäische Zentralbank schließt sich der Anti-Inflationspolitik der Amerikaner an und betont ebenfalls, dass das von ihr angestrebte Inflationsziel von rund 2 % nicht vor 2024 erreichbar sein dürfte. Dabei muss sie sich mit erschwerten Rahmenbedingungen auseinandersetzen, denn neben der über den schwachen Euro importierten Inflation muss sie die Entwicklung in Italien im Auge behalten. Dort steigen die Kapitalmarktrenditen nach dem Wahlsieg der Rechtspopulistin Meloni noch stärker als ohnehin schon, weswegen die EZB bereits im Juli ein Notfall-Anleihekaufprogramm für hoch verschuldete und notorisch labile Euro-Staaten vorgestellt hat.

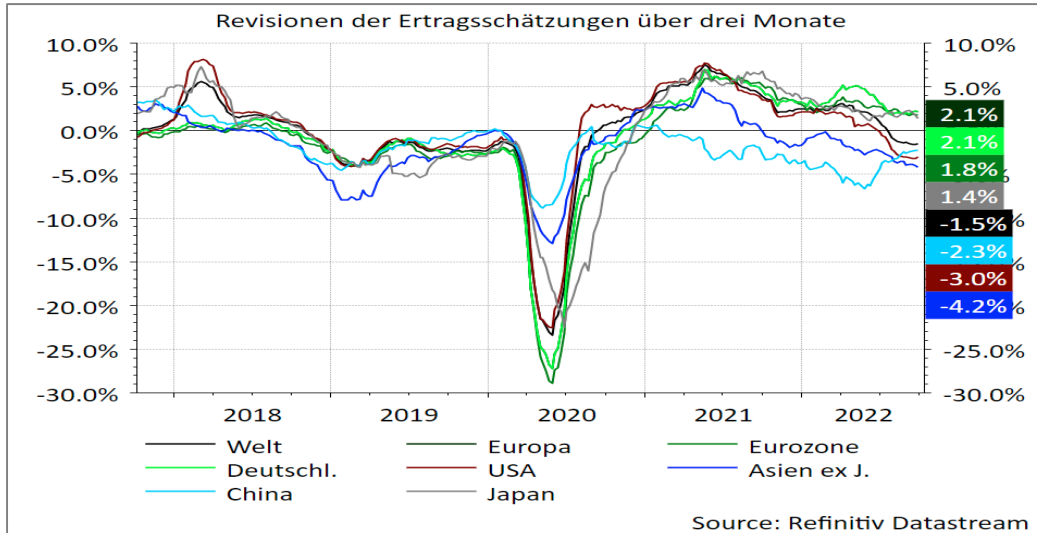
EZB kämpft aufgrund des schwachen Euro gegen importierte Inflation

Gewinnschätzungen preisen Rezession noch nicht ein

Angesichts des toxischen Cocktails aus Energiekrise, Kostenexplosion, konjunkturellem Abschwung und restriktiven Zentralbanken ist es bemerkenswert, dass die Gewinnschätzungen für die börsennotierten Unternehmen bisher noch relativ stabil sind (siehe Grafik nächste Seite). Anders als im Corona-Jahr 2020, als die Analysten aufgrund der verordneten Lockdowns massive Gewinneinbrüche prognostizierten, fallen die Ertragsrevisionen bisher moderat aus. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass die Salden aufgrund der sehr starken Gewinnsteigerungen der Energieunternehmen begünstigt werden. Aber auch die anderen Branchen verhalten sich bisher weitgehend stabil. Zwar zeigt sich bei einigen US-Unternehmen, dass der sehr feste Dollar die Margen im Exportgeschäft

Kräftiger Ertragsanstieg bei Energieunternehmen, moderate Senkungen in anderen Branchen

belastet, dafür dürften Unternehmen aus der Eurozone zumindest teilweise von der schwachen Gemeinschaftswährung profitieren.



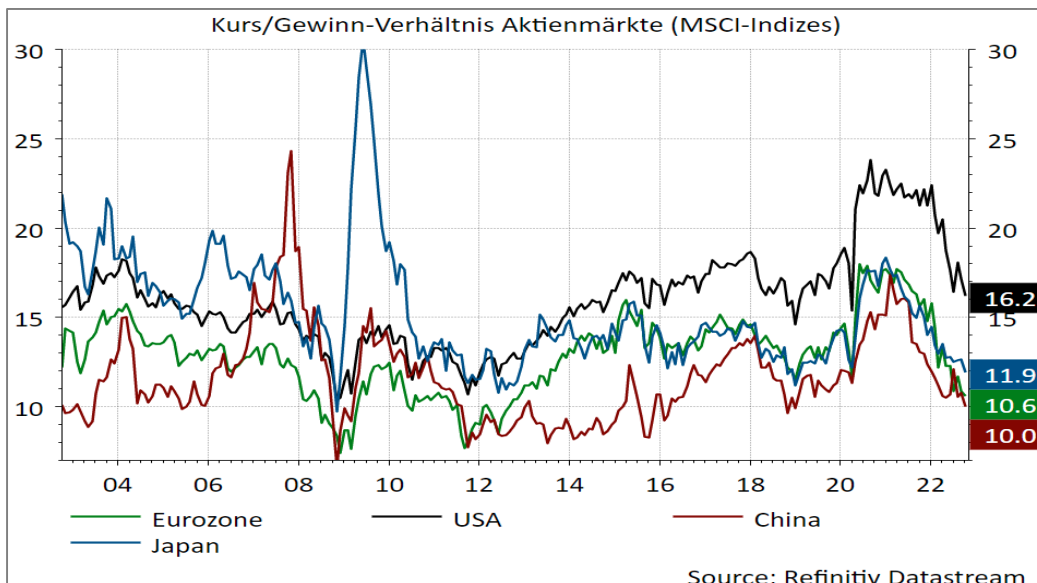
Die aktuell in den USA und wenig später in Europa beginnende Berichtssaison wird Aufschluss darüber geben, ob sich die Unternehmensausblicke den verschlechterten Frühindikatoren anpassen und die Analysten ihre Ertragsschätzungen nach unten revidieren müssen.

Passen sich die Firmenausblicke den negativen Frühindikatoren an?

Bewertungen auf realistischere Niveaus zurückgekehrt

Die positive Nachricht ist, dass die Bewertung der Aktienmärkte sich während der letzten achtzehn Monate deutlich reduziert und im Falle der Eurozone das niedrigste Niveau seit dem Höhepunkt der Euro-Krise im Jahr 2012 erreicht hat (siehe Grafik).

Tiefste Bewertung seit der Euro-Krise 2012



Hierin spiegelt sich einerseits die u.E. berechtigte Erwartung wider, dass die Gewinnschätzungen noch nicht auf Rezessionsniveau gefallen sind, andererseits aber auch eine weitverbreitete Skepsis gegenüber der Aktienanlage im derzeitigen fragilen Umfeld. Diese steht im krassen Gegensatz zu der euphorischen Stimmung in 2021, als unprofitablen Aktien aus vermeintlichen Wachstumssektoren Phantasiebewertungen zugebilligt wurden.

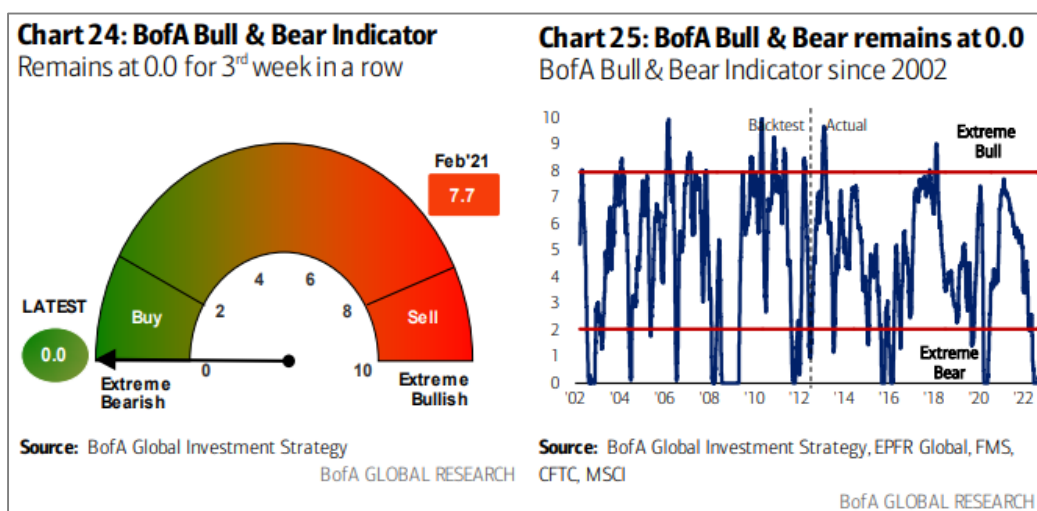
Von Euphorie zu Pessimismus binnen Jahresfrist

Negative Anlegerstimmung positiv für Börsen

Neben der wieder realistischeren Bewertung ist dies ein weiterer positiver Faktor, der das negative fundamentale Umfeld zumindest teilweise kompensiert. Der Pessimismus der Anleger drückt sich in einer Vielzahl von umfragebasierten Sentiment-Indikatoren, aber auch in „harten“ Handelsdaten des Derivatemarktes aus.

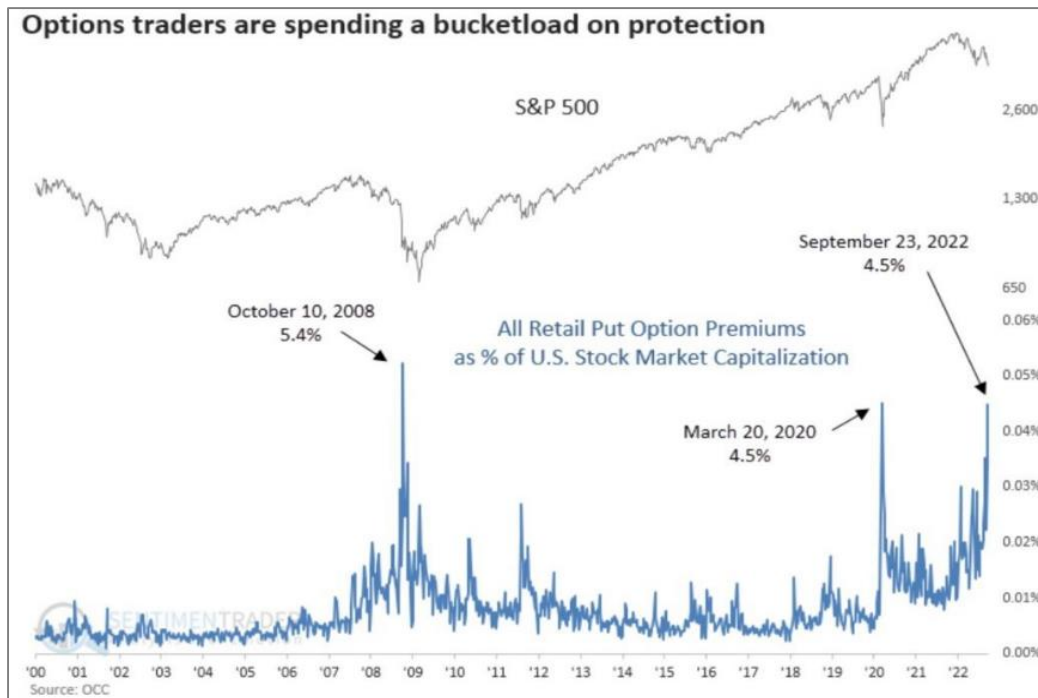
Zu den wichtigen von uns beobachteten Sentiment-Indikatoren zählt der Bull & Bear-Indikator der Bank of America (siehe Grafik). Dieser Indikator misst anhand von sechs unterschiedlichen Subkomponenten die Stimmung unter institutionellen Anlegern. Seit einigen Wochen bewegt sich der Indikator an der Nulllinie und zeigt damit eine ausgeprägte Zurückhaltung der Investoren an. In der Vergangenheit wurde ein derartiger Wert zum Beispiel am Tiefpunkt der globalen Finanzkrise 2008, am Tiefpunkt der Euro-Krise 2012 oder am Tiefpunkt der Corona-Krise 2020 gemessen. Ein Wert nahe der Nulllinie garantiert zwar keine unmittelbare Trendwende an den Aktienmärkten, legt aber den Grundstein für eine kräftige Börsenerholung, wenn sich die Fundamentaldaten zum Besseren wenden.

Schlechtes Sentiment und niedrige Positionierung legen Grundstein für Börsenerholung



Zu dem von Pessimismus geprägten Bild passt der extrem hohe Umsatz in Absicherungen gegen fallende Kurse, der sich an den Optionsmärkten ablesen lässt. So hat das Volumen an Put-Optionen in der letzten Septemberwoche ein genauso hohes Niveau erreicht wie am Tiefpunkt des Corona-Crashes im März

2020 und wurde von dem Put-Volumen nach der Pleite von Lehman Brothers in 2008 nur unwesentlich übertroffen (siehe Grafik).



Erholung der Aktienmärkte in 2023 zu erwarten

Insgesamt bewegen sich die internationalen Aktienmärkte weiterhin in einem Spannungsfeld zwischen herausfordernden Wirtschaftsdaten und konstruktiven Marktdaten. Letztere sind die zwingende Voraussetzung für eine Bodenbildung an den Börsen, die wir für die nächsten Monate erwarten. Zwischenzeitliche kräftige Schwankungen, d.h. auch Kurserholungen, sind in einer derartigen Phase nicht ungewöhnlich. Fundamental überwiegen jedoch zunächst noch die Belastungen in Form von konjunktureller Abschwächung, hartnäckiger Inflation und Margendruck bei den Unternehmen, und wir erwarten ein Anhalten der Volatilität in der näheren Zukunft. Sobald aber alle Negativfaktoren vorliegen und in die Kurse eingeflossen sind, werden die Märkte beginnen, eine positivere Entwicklung im Jahresverlauf 2023 zu antizipieren.

**Hohe Volatilität
wird zunächst
noch anhalten**

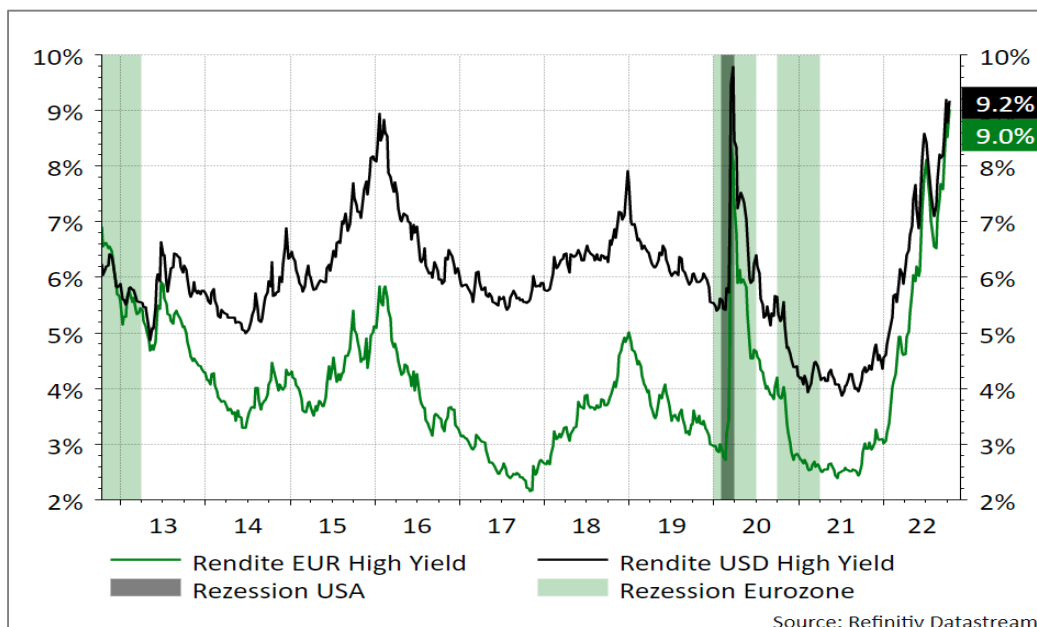
Chance/Risiko-Profil der Anleihemärkte verbessert sich

Der steile Anstieg der Kapitalmarktrenditen hat sich im dritten Quartal fortgesetzt, obwohl rückläufige Inflationsfrühindikatoren und abnehmende Wachstumsdynamik für ein allmähliches Nachlassen des Aufwärtsdrucks auf die Renditen sprechen. Wir hatten Anleihen in diesem Jahr untergewichtet und halten derzeit noch an der defensiven Positionierung fest, stellen uns aber

darauf ein, dass sich in absehbarer Zeit interessante Möglichkeiten zur Aufstockung unserer Positionen ergeben.

So liegen die laufenden Renditen im High Yield-Segment inzwischen sowohl in den USA als auch im Euroraum wieder bei rund 9 % (siehe Grafik) und preisen damit bereits einen signifikanten Anstieg der Ausfallraten ein. Aber auch im Investment Grade-Segment verbessert sich das Chance/Risiko-Profil zusehends. Das Anleger-Sentiment ist ähnlich angeschlagen wie am Aktienmarkt und ist unter antizyklischen Aspekten positiv zu werten. Eine etwas weniger restriktive Haltung der Fed bzw. der EZB in Anbetracht des perspektivisch abnehmenden Inflationsdrucks könnte die Grundlage für eine Erholung an den Anleihemärkten bieten.

Leichte Änderung des „Wording“ der Zentralbanken dürfte Erholung an den Rentenmärkten auslösen



Gold trotz dem Gegenwind von der Zinsseite

Gold hat in diesem Jahr aus Sicht eines Euro-Anlegers trotz des Gegenwinds steigender Zinsen deutlich besser abgeschnitten als Aktien und Anleihen. Sollten die Anleiherenditen in näherer Zukunft ihre Hochpunkte markieren, dürften auch die Edelmetalle hiervon profitieren. An den Derivatmärkten beginnen sich die Investoren bereits für einen Wiederanstieg des Goldpreises zu positionieren. Letztlich behält Gold auch seine diversifizierende Funktion gegenüber dem klassischen Währungssystem, in dem die führenden Notenbanken gegenwärtig nicht das vertrauenswürdigste Bild abgeben. Wir halten daher an unseren Goldbeständen fest und können uns bei entsprechenden Rahmenbedingungen auch eine Aufstockung vorstellen.

Gold als Diversifikator gegen klassisches Zentralbankgeldsystem

Ulrich Reitz