

INFLATIONSSCHOCK, ZINSSCHOCK ...
REZSSIONSSCHOCK?

FOCAM

KAPITALMARKTBERICHT

2022 UND AUSBLICK 2023



Sehr geehrte Damen und Herren,

„Am Ende der Gewissheiten“ titulierte die renommierte Börsen-Zeitung in ihrer Jahresschlussausgabe 2022 das nebenstehende Foto, das den Weg Europas in eine unklare und unsichere Zukunft symbolisieren soll.

Wir möchten Ihnen auf den folgenden Seiten darlegen, dass es trotz aller geo-, energie-, wirtschaftspolitischen und sonstigen Unwägbarkeiten dennoch einige Gewissheiten oder zumindest Wahrscheinlichkeiten gibt, die für die Finanzmärkte in der Vergangenheit galten und auch in Zukunft gelten werden.

Natürlich sind durch die weitreichenden Auswirkungen der Corona-Pandemie und den Überfall Russlands auf die Ukraine einige vermeintliche Gewissheiten in Frage gestellt worden. Frieden und geopolitische Stabilität in Europa, sichere Energieversorgung, intakte Lieferketten und stabile Preise sind nicht mehr selbstverständlich und verstärken die Verunsicherung unter den Anlegern.

Dennoch gilt weiterhin, dass Finanzmärkte gewissen Gesetzmäßigkeiten folgen. Hierzu zählt, dass Krisen in demokratischen Gesellschaften häufig den Grundstein für Fortschritt, neue Geschäftsmodelle und Effizienzgewinne legen. Eine unverrückbare Konstante ist auch, dass die Übernahme von Risiken in den Kapitalmärkten à la longue entlohnt wird. Die Börsenhistorie, die in den USA bis weit in das 19. Jahrhundert zurück dokumentiert ist, belegt den langfristigen Zusammenhang zwischen steigenden Aktienkursen und dem von Wachstum und Produktivitätsfortschritten getriebenen Anstieg der Unternehmensgewinne. Nicht zuletzt die Psychologie der Börsen, die zwischen euphorischem Überschwang und ausgeprägtem Pessimismus schwankt und zeitweise die Realität verdrängt, folgt immer wiederkehrenden Mustern und kann anlagestrategisch genutzt werden.

Auch das gerade begonnene Jahr 2023 wird uns vor einige Herausforderungen stellen. Noch ist unklar, ob die Weltwirtschaft in eine Rezession abtaucht und wie hartnäckig diese gegebenenfalls ausfallen wird. Die Aktienmärkte haben in der Erholung seit Anfang Oktober antizipiert, dass der konjunkturelle Abschwung weniger dramatisch als noch vor einigen Monaten befürchtet ausfallen wird. Inwieweit wir diese Zuversicht für gerechtfertigt halten und was dies für die uns anvertrauten Portfolios bedeutet, werden wir auf den folgenden Seiten beleuchten.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

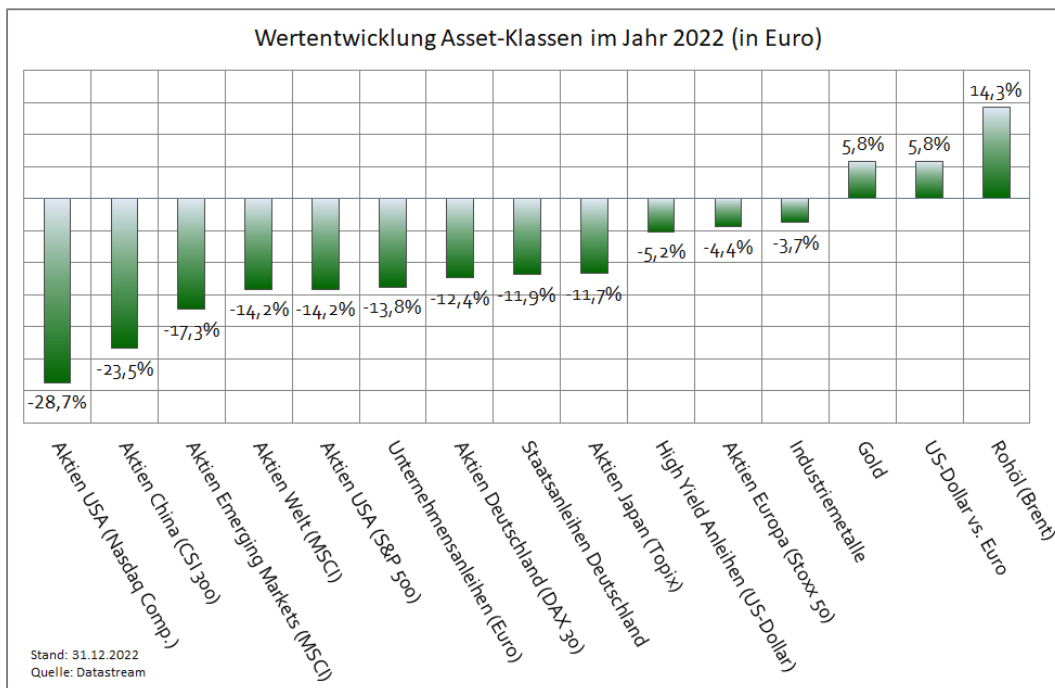
Frankfurt, den 9. Januar 2023

Ulrich Reitz, Chief Investment Officer

Rückblick: "Annus horribilis" für Rentenmärkte

Heftige Kursverluste mussten im abgelaufenen Jahr nicht nur die führenden Aktienindizes, sondern auch die Anleihemärkte hinnehmen. Die unheilvolle Kombination aus Ukraine-Krieg, daraus folgender Energiekrise und galoppierender Inflation setzte die klassischen Wirkungsmechanismen an den Börsen zeitweise außer Kraft. Während Anleihen in vergangenen Konjunkturabschwüngen aufgrund fallender Renditen oft ein Gegengewicht zu den Verlusten im Aktienmarkt gebildet hatten, wurde ihre Pufferfunktion in 2022 durch die rasante Teuerung und die damit einhergehende Zinswende aufgehoben.

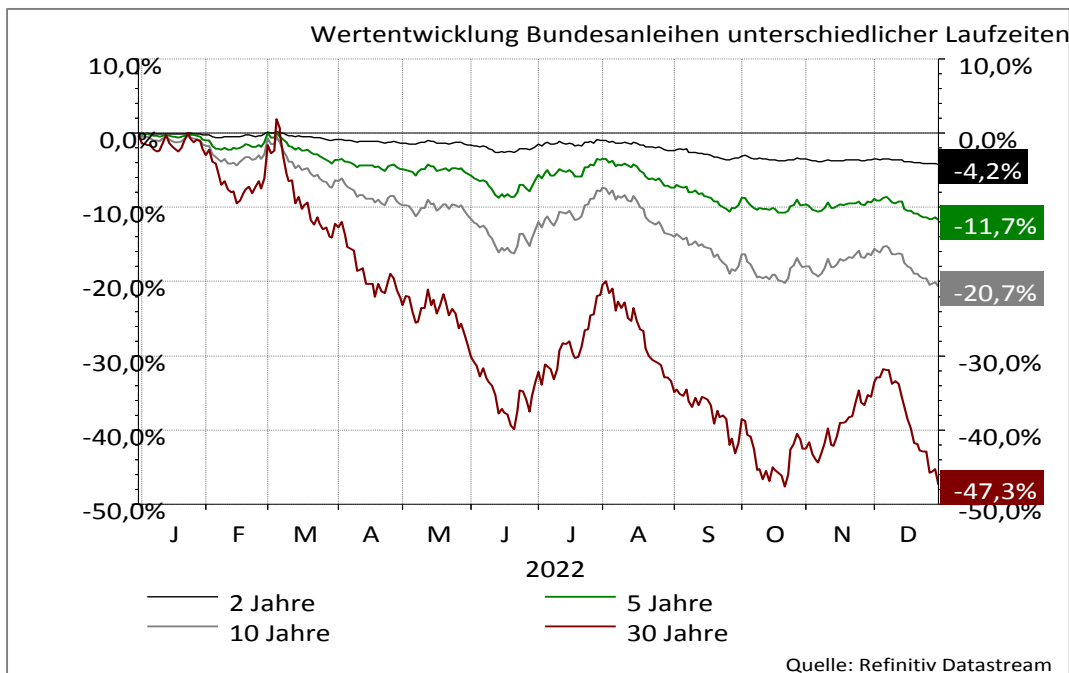
Pufferfunktion der Anleihen durch Inflationsanstieg konterkariert



Forciert wurde der Einbruch an den Anleihemärkten durch das viel zu späte und dann aber umso energischere Agieren der amerikanischen Notenbank Fed und der Europäischen Zentralbank, die die bereits in 2021 aufgekommenen Inflationsgefahren zu lange für temporär gehalten hatten. Es folgte mit einer Anhebung der US-Leitzinsen um 425 Basispunkte der aggressivste Zinserhöhungskurs der Fed seit den 1980er Jahren, begleitet durch zusätzlichen Liquiditätsentzug aufgrund des Abbaus der aufgeblähten Notenbankbilanz. Nach anfänglichem Zögern schloss sich auch die EZB der geldpolitischen Straffung an und erhöht ihre Leitzinsen aktuell sogar in einem Tempo wie noch nie seit der Euro-Einführung 1999.

Fed mit aggressivstem Zinserhöhungskurs seit 1980er Jahren

So mussten nicht nur Unternehmensanleihen, sondern auch Staatsanleihen in der Eurozone prozentual zweistellige Verluste verkraften, wobei naturgemäß insbesondere Titel mit längeren Laufzeiten (10-jährige Bundesanleihe – 20,7 %, 30-jährige Bundesanleihe – 47,3 %) Federn lassen mussten (siehe Grafik folgende Seite).



Aber auch die Aktienmärkte mussten der rasanten Zinswende Tribut zollen und eine ausgeprägte Bewertungskorrektur über sich ergehen lassen. Während die Ertragsentwicklung der Unternehmen vielfach noch positiv überraschte, sanken die durch die jahrelange Nullzinspolitik emporgetriebenen Kurs/Gewinn-Verhältnisse im Einklang mit den steigenden Zinsen. Besonders betroffen waren hiervon amerikanische Titel und dort insbesondere das an der Nasdaq vertretene Wachstumssegment, welches in den vorangegangenen Jahren der Hauptprofiteur der expansiven Zinspolitik gewesen war. Am schärfsten fielen die Kurseinbrüche bei den unprofitablen Wachstumstiteln aus, die oft Verluste zwischen 60 % und 90 % verbuchen mussten.

**Zinswende löst
Bewertungs-
korrektur bei
Aktien aus**

Im Euro-Raum gab es ebenfalls große Diskrepanzen: Während europäische Aktien insgesamt aufgrund der relativen Stabilität des Schweizer und des britischen Marktes glimpflich davonkamen, büßten in Deutschland die geringer kapitalisierten Werte (MDAX; - 28,5 %) und die Technologietitel (TecDAX; - 25,5 %) erheblich mehr als der Leitindex DAX (- 12,4 %) ein.

Der Goldpreis beendete das Jahr hingegen auf Vorjahresniveau und brachte dem Euro-Anleger dank der Aufwertung des US-Dollars immerhin ein Plus von knapp 6 % ein. Damit verkräftete das (unverzinsliche) Edelmetall den drastischen Zinsanstieg und wurde seinem Image als Stabilitätsanker in schwierigen Börsenphasen erneut gerecht. Kryptowährungen hingegen, die von ihren Anhängern teilweise schon als zukunftsorientierte Alternative zu Edelmetallen angesehen wurden, litten unter einem erheblichen Vertrauensschwund. Sie beschloßen das Jahr – begleitet von diversen Unternehmenszusammenbrüchen in dem Sektor - mit einem massiven Verlust (Bitcoin; - 64,3 %).

**Gold wird
seinem Ruf
als Stabilitäts-
anker gerecht**

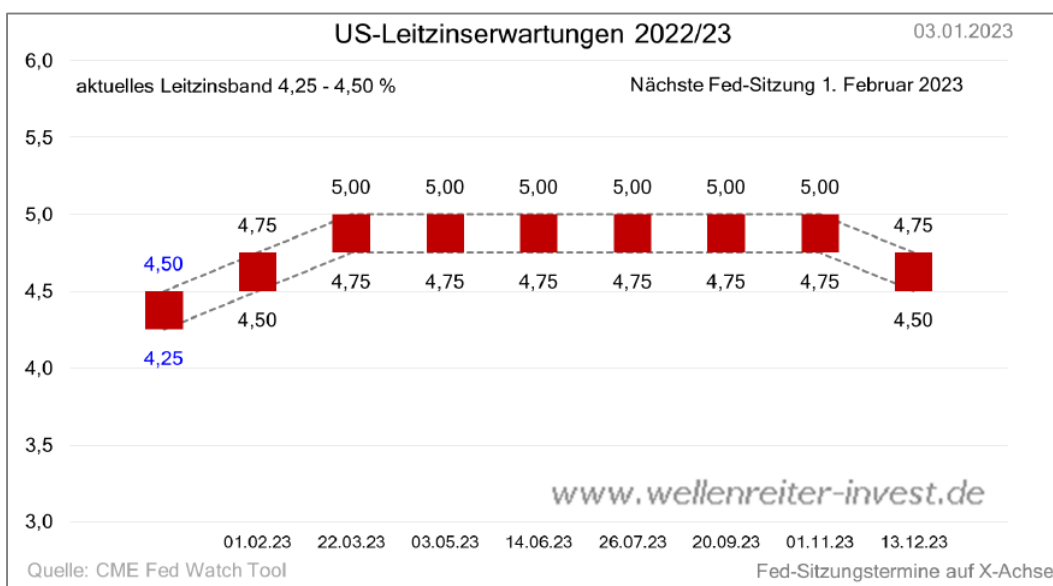
Rezession oder „Soft Landing“?

Zu Beginn des neuen Jahres dominiert weiterhin die wirtschaftliche Unsicherheit das Geschehen an den Finanzmärkten. Rezession oder „Soft Landing“ (d.h. das Vermeiden einer ebensolchen) ist die derzeit unter Volkswirten am intensivsten diskutierte Frage. Wichtige Konjunkturfrühindikatoren befinden sich im Abschwung, wenngleich sich das ökonomische Umfeld zuletzt etwas aufgehellt hat. Die schlimmsten Befürchtungen in Bezug auf eine drohende Gasmangellage im Winter, damit einhergehende Produktionsstopps und weiter steigende Energiepreise konnten aufgrund des milden Wetters, erfolgreicher Sporbemühungen und des Erschließens neuer Energiequellen gedämpft werden. Deutlich rückläufige Strom- und Gaspreise verringern die Inflationsgefahren und stützen – gemeinsam mit den staatlichen Erleichterungen – Unternehmen und Verbraucher. Dennoch ist klar, dass eine Rückkehr zu den Energiepreiseniveaus vor dem Ukraine-Krieg aufgrund des Fehlens billigen russischen Gases nicht zu erwarten ist. Vielmehr rechnen wir damit, dass höhere Energiepreise künftig zur neuen Normalität gehören werden.

Gasmangellage ist dank milden Wetters und Sporerfolgen unwahrscheinlich

Der überraschend robuste Arbeitsmarkt in Europa und den USA ist ein zweiseitiges Schwert: Einerseits ist die geringe Arbeitslosigkeit unter konjunkturellen Aspekten positiv, andererseits ist sie aber ein wesentlicher Grund für die Notenbanken, konsequent an ihrer restriktiven Geldpolitik festzuhalten. Damit einher geht die Befürchtung, dass die Währungshüter bei der Inflationsbekämpfung möglicherweise übersteuern und die ohnehin labile Konjunktur zu sehr belasten könnten. In den USA wird gegenwärtig mit einer weiteren raschen Anhebung der Leitzinsen auf 5,0 % gerechnet, bevor das Zinsniveau auf diesem Plateau für längere Zeit verharren dürfte (siehe Grafik).

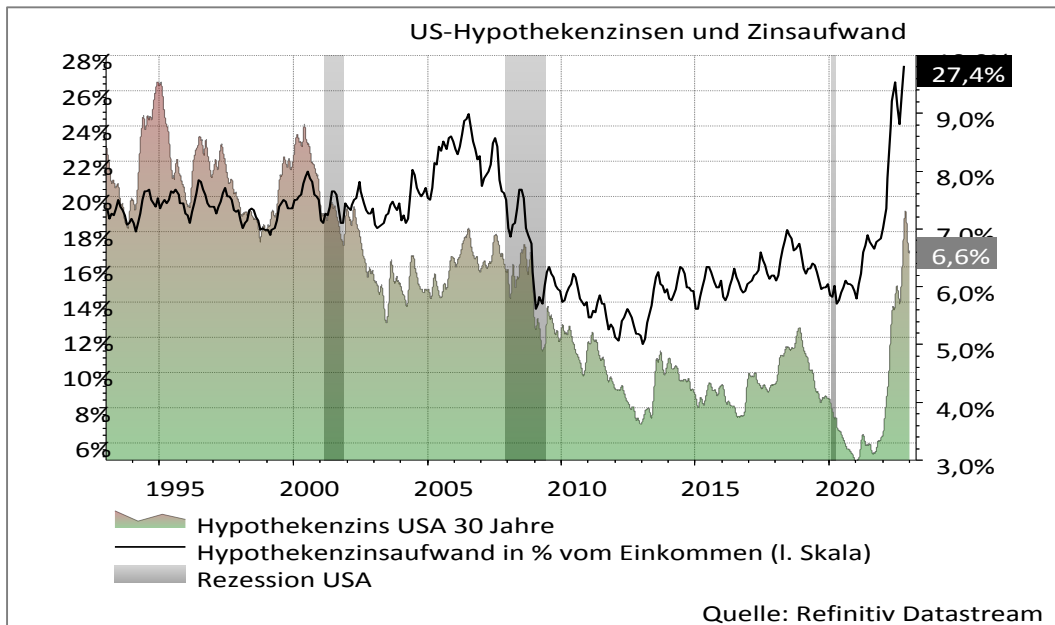
Robuster Arbeitsmarkt ist aus Börsianersicht zweiseitiges Schwert



Problematisch ist darüber hinaus die Entwicklung an den Immobilienmärkten. Die deutlich gestiegenen Kapitalmarktzinsen und Preise für Baumaterialien bereiten

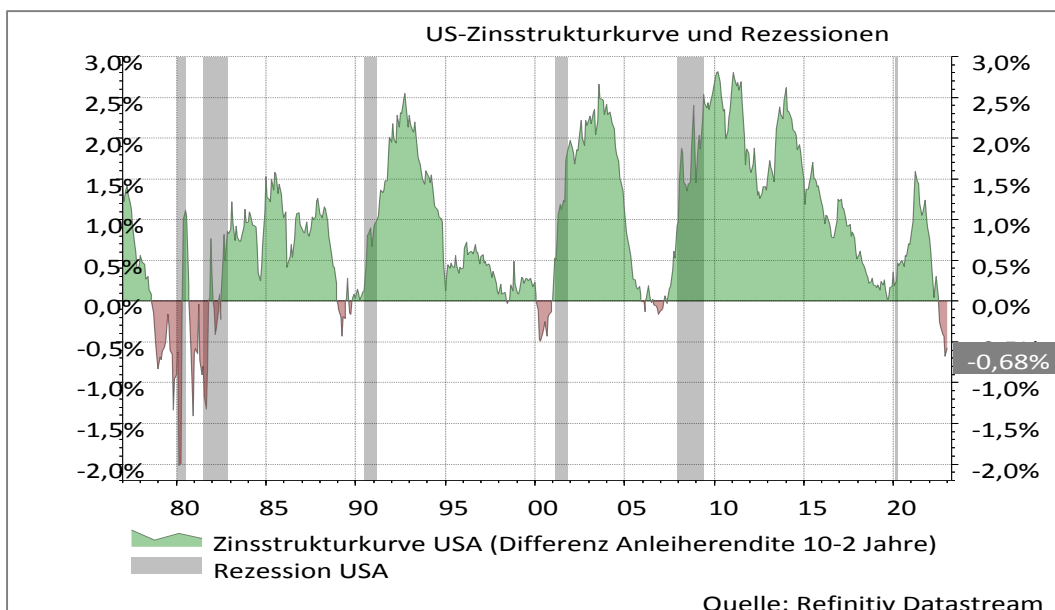
nicht nur Projektentwicklern, sondern auch privaten Immobilienkäufern erhebliche Schwierigkeiten. Vor allem in den Vereinigten Staaten, wo die Zinsen für Hypothekendarlehen innerhalb kurzer Zeit von 3,0 % auf 6,6 % emporgeschossen sind, ist der Häusermarkt angeschlagen. So hat sich der Anteil des Zinsaufwands am verfügbaren Einkommen binnen zwei Jahren verdoppelt (siehe Grafik), und das Interesse an Hauskäufen ist zum Erliegen gekommen.

Immobilienmärkte leiden unter Zinsanstieg



Die inversen Zinsstrukturkurven (höhere Renditen bei kurz- als bei langlaufenden Anleihen) signalisieren inzwischen sowohl in den USA als auch in der Eurozone Rezessionsgefahren. In früheren Konjunkturzyklen folgte dem Bremsmanöver der Notenbanken und der daraus resultierenden Zinsinversion regelmäßig einige Monate später eine rezessive Phase (siehe Grafik).

Inverse Zinsstruktur als Vorbote einer Rezession



Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Wachstumsperspektiven für das Jahr 2023 aufgrund der skizzierten Krisenherde und der zunehmenden Liquiditätsverknappung nur begrenzt sind. Rezessive Phasen sind möglich, sollten aber mild verlaufen. Wichtig wird sein, ob es China nach der radikalen Abkehr von der Null-Covid-Politik gelingt, trotz Masseninfektionen zum Wachstum zurückzufinden.

Die extremen Inflationsraten werden zurückgehen, nicht zuletzt weil in den kommenden Monaten die Vergleichsbasis des Vorjahres bereits deutlich höher ist. Dennoch wird das dauerhafte 2,0 %-Ziel der Notenbanken nicht so schnell erreicht werden. Die Kosten der grünen Energiewende, die Deglobalisierung nach den Erfahrungen aus Corona-Krise und Ukraine-Krieg sowie demographische Faktoren (wachsender Fachkräftemangel) dürften für strukturell höhere Inflationsraten als in der vergangenen Dekade sorgen.

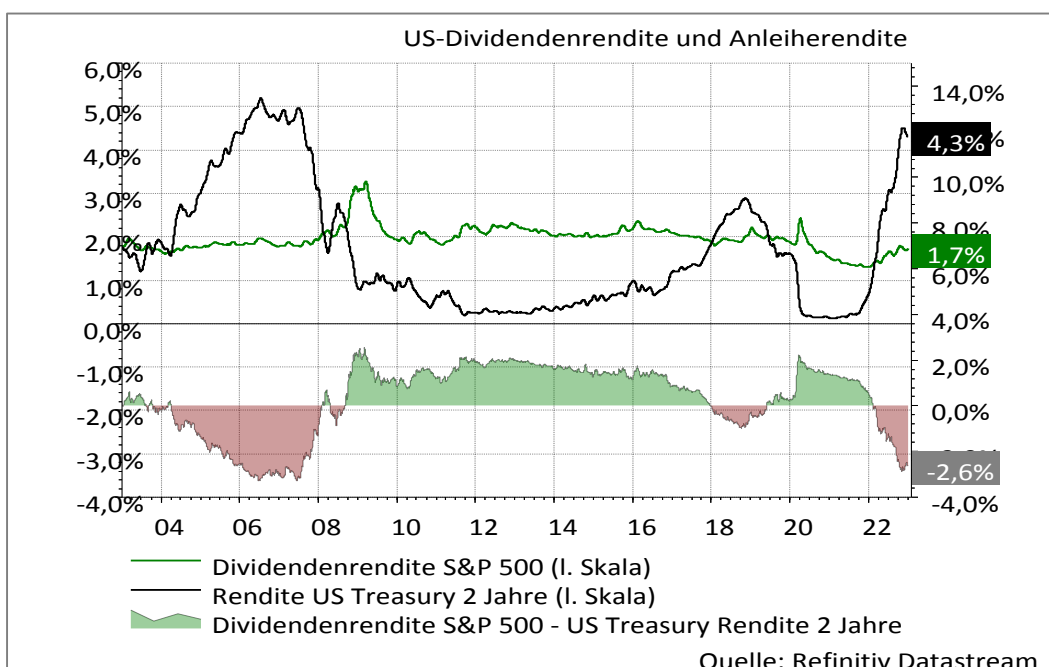
Was bedeutet dies für die Kapitalmärkte?

**Inflationsraten
strukturell
höher als in
vergänger
Dekade**

Von „TINA“, „TARA“ und „FOMO“

Die Alternativlosigkeit von Aktien („TINA“ – There Is No Alternative), die während der Nullzinsphase propagiert wurde, ist im Zuge steigender Anleiherenditen nicht mehr gegeben. Die im Erfinden von griffigen Bezeichnungen kreativen Strategen von Goldman Sachs (erinnert sei an die unter „BRIC“ zusammengefassten wichtigsten Emerging Markets Brasilien, Russland, Indien und China) haben für das neue Zinsumfeld das Akronym „TARA“ (There Are Reasonable Alternatives) geprägt. In den USA notiert die Rendite zweijähriger Treasuries (Staatsanleihen) mit 4,3 % inzwischen deutlich über der Dividendenrendite von 1,7 % und bietet damit durchaus eine defensive Alternative zu Aktien, bis sich das wirtschaftliche Bild wieder stabilisiert (siehe Grafik).

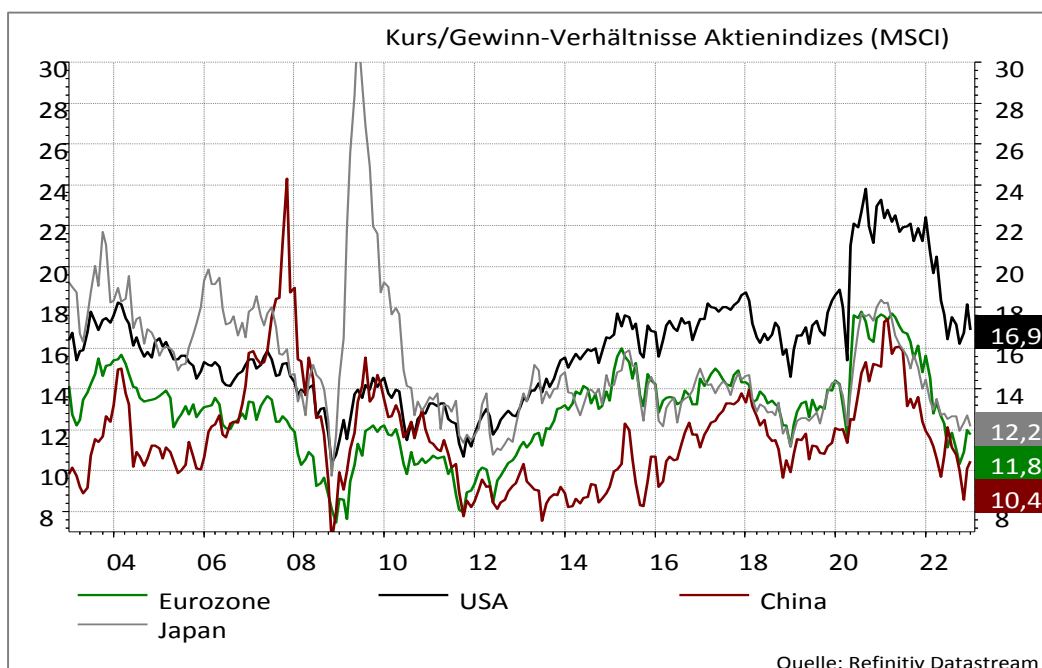
**Anleihen
stellen wieder
eine Alternative
zu Aktien dar**



In der Eurozone liegt die Dividendenrendite hingegen mit 3,2 % noch über der Rendite zweijähriger Bundesanleihen (2,4 %), was u.a. mit dem konjunkturzyklischen und substanzorientierteren Charakter der Aktienindizes im Euro-Raum erklärt werden kann.

Generell positiv für Aktien ist, dass die Bewertung der repräsentativen Indizes sich deutlich zurückgebildet hat. Damit kommt zum Ausdruck, dass die Wachstumseuphorie des Jahres 2021 verfliegen ist, was unter marktpsychologischen Aspekten vorteilhaft ist. Die Angst von Anlegern, die nächste Phase des Aufschwungs zu verpassen („FOMO“ – Fear Of Missing Out) ist genauso gewichen wie die spekulativen Exzesse, die einige Nischenmärkte nach oben katapultiert hatten.

**Skeptische
Anleger-
stimmung
positiv für
Börsen**



Allerdings schwingt in den niedrigeren Bewertungen auch die Sorge mit, dass die Unternehmensgewinschätzungen der Analysten für das angebrochene Jahr mit einem prognostizierten Wachstum von ca. 4 % für die Industrienationen zu hoch sind. Sollten der Euro-Raum und/oder die Vereinigten Staaten tatsächlich in eine Rezession abrutschen, bestünde hier noch erheblicher Korrekturbedarf.

Unter dem Strich erscheint uns das Chance/Risiko-Verhältnis an den Aktienmärkten gegenwärtig ausgewogen. Diverse (bekannte) Belastungsfaktoren sind bereits eingepreist, und der größte Druck seitens des Zins- und Inflationsumfelds nimmt ab. Es bleibt allerdings die Unsicherheit, ob der restriktive Kurs der Notenbanken, der erst mit einigen Monaten Verzögerung realwirtschaftliche Wirkung zeigt, die Hoffnung auf einen baldigen Aufschwung zunichtemacht. Solange die von uns analysierten Frühindikatoren hier kein klareres Bild liefern, dürfte die Schwankungsanfälligkeit der Börsen fortbestehen. Längerfristig bleiben Aktien für uns aber die wichtigste Komponente in einem zukunftsorientierten Portfolio,

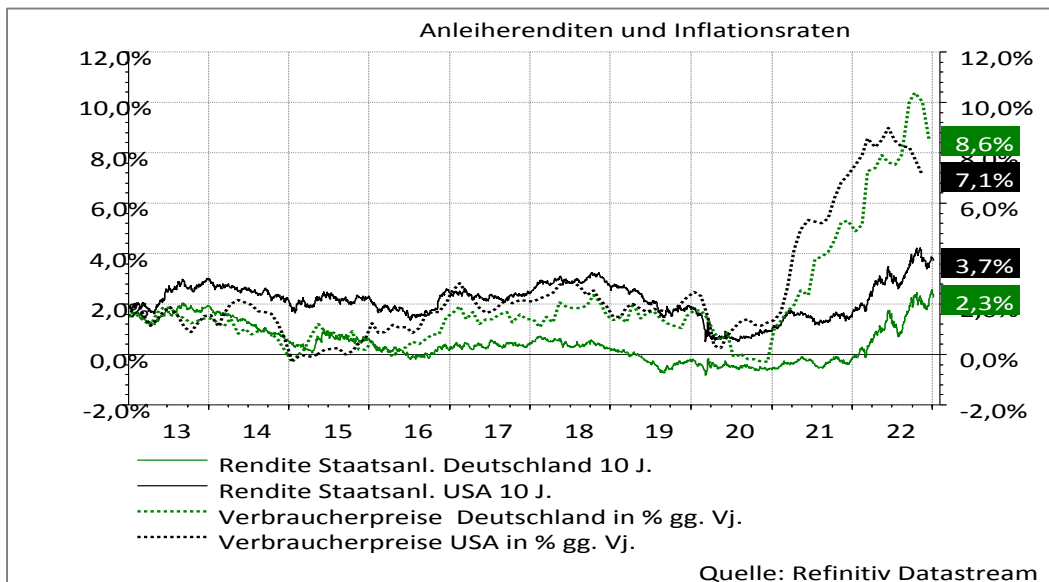
**Schwankungs-
anfälligkeit der
Märkte dürfte
zunächst noch
fortbestehen**

und einen nochmaligen konjunkturell bedingten Rückschlag würden wir als Gelegenheit interpretieren, attraktive Titel zu günstigen Kursen zu erwerben. In der Eurozone gilt dies besonders für das Small- und Midcap-Segment, das während des letzten Jahres überdurchschnittlich gelitten hat und sich bei einer wirtschaftlichen Belebung besonders dynamisch entwickeln dürfte.

Anleihen profitieren von Überwindung des Inflationsgipfels

Die Anleihemärkte werden von den veränderten Rahmenbedingungen begünstigt, denn es zeichnet sich ab, dass nach den USA auch Europa den Inflationsgipfel hinter sich lässt (siehe Grafik). Wie bereits ausgeführt, wird der Weg zurück zu der von Fed und EZB angestrebten Zielinflation von etwa 2,0 % langwierig sein. Aber die Erwartung, dass in 2023 zunächst die Fed und später die EZB den Endpunkt im Zinserhöhungszyklus erreichen werden, hellt die Perspektiven für Anleihen nach dem katastrophalen 2022er Jahrgang wieder auf.

**Endpunkt des
Zinserhöhungs-
zyklus in
Sichtweite**

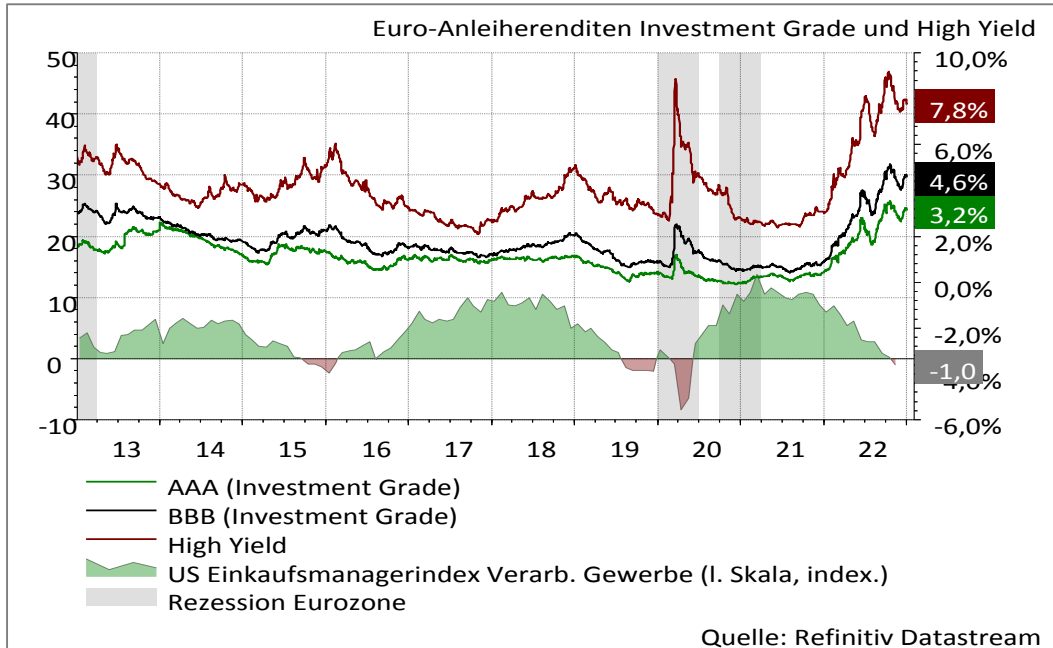


Euro-Unternehmensanleihen guter Bonität (Investment Grade) bieten auch bei kurzen bis mittleren Laufzeiten wieder Renditen um die 4,0 % und können daher wieder als defensiver Portfoliobaustein eingesetzt werden. Auf US-Dollarbasis sind noch höhere Renditen zu erzielen, allerdings hat der US-Dollar seit dem 4. Quartal abgewertet, und es ist noch nicht klar, ob die jüngste Stabilisierung des Greenback dauerhaft ist.

**Corporate
Bonds mit
guter Bonität
als defensiver
Portfolio-
baustein**

Das Hochzins-Segment ist naturgemäß größeren Risiken ausgesetzt und würde im Zuge einer Rezession nochmals gefährdet sein. Die Grafik auf der folgenden Seite zeigt die ausgeprägte negative Korrelation zum amerikanischen Einkaufsmangerindex für das verarbeitende Gewerbe, der das wichtigste US-Konjunkturbarometer darstellt. Aufgrund der internationalen Handelsverflechtungen ist dieser Indikator auch für die europäische Konjunktur und die europäischen Finanzmärkte relevant. Sollte der Index in den nächsten Monaten den negativen

(roten) Bereich verlassen, dürften Hochzinsanleihen wieder einen signifikanten Performance-Beitrag liefern. Dies gilt umso mehr, als die Renditen des High-Yield-Segments im Zuge des wirtschaftlichen Abschwungs auf 7,8 % (Euro) bzw. 8,6 % (US-Dollar) angezogen sind und damit wieder eine attraktive laufende Verzinsung bieten.



Entspannung an Anleihemärkten verschafft Gold neues Potential

Nachdem das Edelmetall sich im abgelaufenen Jahr den ungünstigen Rahmenbedingungen aus steigenden Zinsen und Dollar-Aufwertung erfolgreich widersetzt hat, sind die aktuellen Perspektiven durchaus positiv. Der Abbau der Gold-Holdings über ETFs und ETCs ist zum Stillstand gekommen, und die Notenbanken haben die temporäre Schwäche im vergangenen Herbst für umfangreiche Zukäufe genutzt. Sollten die Inflationsraten in den kommenden Monaten stärker sinken als die Anleiherenditen (eine u.E. realistische Annahme), dürften die rückläufigen Realrenditen ebenfalls stützen. Während der letzten drei Monate wurde der Anstieg des Goldpreises aus Sicht eines Euro-Anlegers durch den fallenden US-Dollar egalisiert, am aktuellen Rand hat Gold sich aber aus seiner Seitwärtsbewegung befreit und damit neues Potential erschlossen. Wir halten an unseren Beständen fest und haben diese zuletzt teilweise noch ausgebaut.

Gold profitiert von Notenbankkäufen und der Erwartung niedrigerer Realzinsen

Angesichts des unsicheren Umfelds rechnen wir auch in diesem Jahr wieder mit rasch wechselnden Kapitalmarkteinflüssen. Unser Augenmerk liegt darauf, Ihre Portfolios flexibel anzupassen, um Ihnen eine langfristig erfolgreiche Entwicklung Ihres Vermögens zu gewährleisten.

Ulrich Reitz