

NOTENBANKEN IM DILEMMA ZWISCHEN
INFLATIONSBEKÄMPFUNG
UND FINANZMARKTSTABILISIERUNG

FOCAM
KAPITALMARKTBERICHT
1. QUARTAL 2023 UND AUSBLICK

Sehr geehrte Damen und Herren,

der Zusammenbruch der amerikanischen Silicon Valley Bank und die notgedrungene Übernahme der von massiven Mittelabflüssen getroffenen Credit Suisse durch die UBS haben eindrucksvoll gezeigt, dass die rasante geldpolitische Straffung durch die amerikanische Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) Spuren im Finanzsystem hinterlässt.

Dank der raschen Reaktion der Notenbanken und Regulierungsbehörden auf das „Bankenbeben“ konnte die Ausweitung der Turbulenzen zu einer systemischen Krise wie im Jahr 2008 verhindert werden, zumal die Rahmenbedingungen kaum mit denjenigen zu Beginn der globalen Finanzkrise vergleichbar sind. Dennoch werden Auswirkungen auf die Realwirtschaft spürbar werden, denn die Banken werden sich in der Kreditvergabe zurückhaltender geben und ihre Finanzierungsbedingungen verschärfen.

Die Notenbanken befinden sich weiterhin in einem Dilemma, denn ihnen muss die Gratwanderung zwischen konsequenter Bekämpfung der Inflation einerseits und Aufrechterhaltung eines stabilen Finanzsystems andererseits gelingen. Wenngleich sich die Konjunktur in den letzten Monaten robuster als im Herbst befürchtet präsentiert hat, bleiben die Wachstumserwartungen vor dem Hintergrund der anhaltenden Liquiditätsverknappung gedämpft.

Für die Kapitalmärkte verlief das erste Quartal trotz diverser wirtschaftlicher, politischer und geopolitischer Gefahrenherde überwiegend positiv. Auf den folgenden Seiten werden wir untersuchen, inwieweit die hierin zum Ausdruck kommende Zuversicht gerechtfertigt ist und wie wir die Perspektiven der relevanten Anlageklassen für die nächsten Monate einschätzen.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

Frankfurt, den 11. April 2023

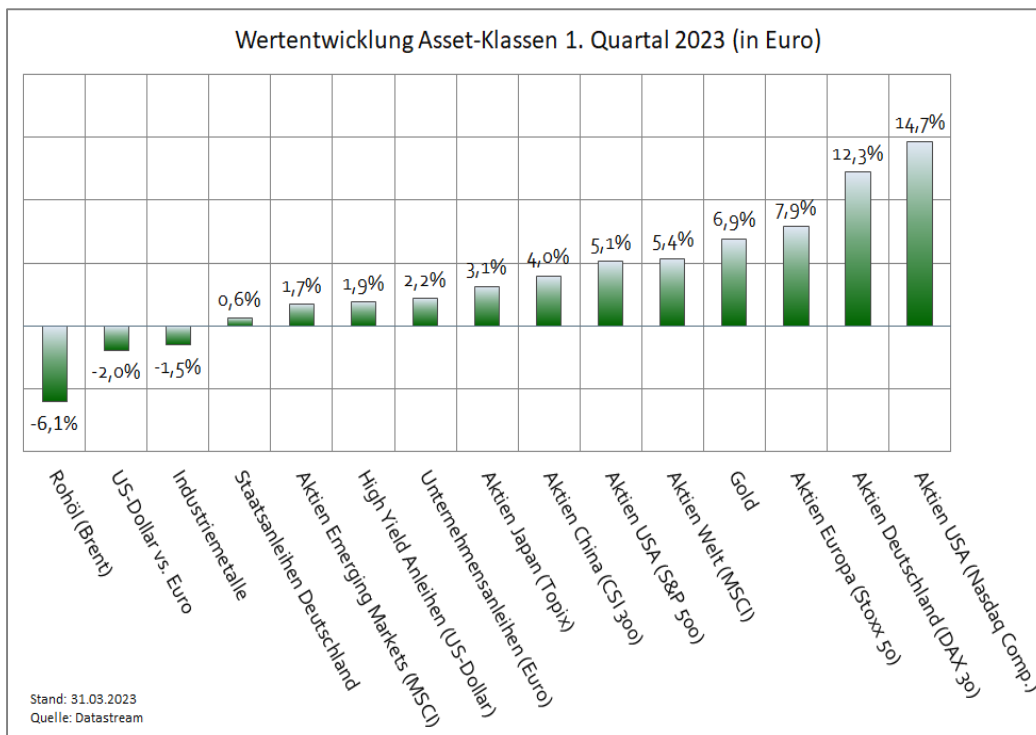
Ulrich Reitz
Chief Investment Officer

FOCAM AG

Technologiewerte und Euro-Börsen im Aufwind

Kräftig gesunkene Energiepreise, das Ausbleiben der befürchteten Gasmangellage im Winter und rückläufige Inflationsraten haben den Konjunkturpessimismus, der im Herbst um sich gegriffen hatte, verdrängt. Hinzu kam die radikale Kehrtwende Chinas in der Covid-Politik, die die Hoffnung auf eine rasche Erholung der chinesischen Wirtschaft schürte. Überwiegend robuste Unternehmensergebnisse trugen ebenso dazu bei, dass die internationalen Aktienmärkte einen Teil ihrer Verluste des vergangenen Jahres wieder aufholen konnten.

Fallende Energiepreise und China-Hoffnungen beflügeln Aktienmärkte



Den stärksten Zuwachs verzeichnete die amerikanische Technologiebörse Nasdaq, die in 2022 eine besonders empfindliche Bewertungskorrektur über sich ergehen lassen musste. Aber auch die Aktienmärkte der Eurozone, die bis vor kurzem rekordhohe Mittelabflüsse zu beklagen hatten, wurden von ausländischem Kapital wiederentdeckt und profitierten von der Entspannung der Rahmenbedingungen.

Moderate Kursgewinne verbuchten festverzinsliche Wertpapiere, die angesichts des erhöhten Zinsniveaus und des näherrückenden Endes des monetären Bremsmanövers wieder vermehrtes Anlegerinteresse auf sich zogen. Dabei verringerten sich die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen zunächst weiter, bevor die Bankenkrise im März für erneute Rückschläge sorgte. Gold bewährte sich einmal mehr als Stabilitätsanker in kritischen Marktphasen und konnte auf Euro-Basis um knapp 7 % zulegen.

Attraktiveres Zinsniveau steigert Interesse an Anleihen

Heterogenes Konjunkturbild schürt Unsicherheit

Bei den für die Konjunktureinschätzung relevanten Frühindikatoren fallen einige Diskrepanzen auf: So hat sich der auf der Befragung von über 9.000 Unternehmen basierende Ifo-Geschäftsklimaindex zwar während der letzten Monate erholt; die Verbesserung konzentrierte sich aber auf den Teilindex der Geschäftserwartungen, der im Vorfeld angesichts einer drohenden Energiekrise extrem eingebrochen war. Die aktuelle Geschäftslage hingegen wurde nur geringfügig besser beurteilt, und auch diese Belebung resultiert im Wesentlichen aus dem Dienstleistungssektor. Das verarbeitende Gewerbe hingegen bewegt sich weiterhin im kontraktiven Bereich, wie die jüngsten Einkaufsmanagerindizes aus der Eurozone zeigen.

**Auffällige
Diskrepanz
zwischen
Dienstleistern
und Industrie**

Ähnliches gilt für die Vereinigten Staaten: Auch dort notiert der Einkaufsmanagerindex für das Dienstleistungsgewerbe über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, während sich der Index für das verarbeitende Gewerbe im anhaltenden Abwärtstrend befindet und auf einem Niveau notiert, dem in der Vergangenheit häufig Rezessionen folgten (siehe Grafik).



Die Divergenz zwischen den beiden Wirtschaftssektoren ist unseres Erachtens auf zwei Faktoren zurückzuführen: Während in Teilen des Dienstleistungsgewerbes (z.B. Hotels, Gaststätten, Freizeiteinrichtungen, Tourismus) Nachholeffekte aufgrund der wiedergewonnenen Corona-Freiheit dominieren, klagen andere Branchen über gestiegene Zinsen (Banken, Immobiliensektor) oder Energiekosten (chemische Industrie), die trotz des jüngsten Rückgangs immer noch deutlich über dem Vor-Corona-Niveau liegen. Insgesamt ergibt sich ein heterogenes Bild, welches unseres Erachtens bisher nicht zu einem nachhaltigen, kräftigen Aufschwung passt. Vielmehr sehen wir,

**Nachholeffekte
aufgrund der
wieder-
gewonnenen
Corona-Freiheit**

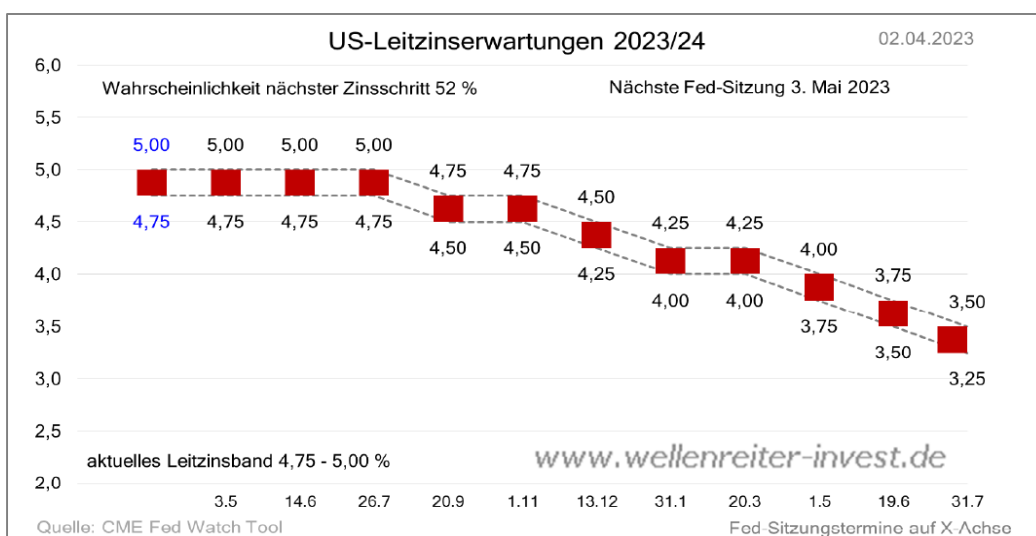
dass die strengeren Finanzierungskonditionen der Banken, das rückläufige reale Geldmengenwachstum und die inversen Zinsstrukturkurven in der Eurozone und den USA auf Wachstumsrisiken für die kommenden Quartale hindeuten.

Notenbanken in der Endphase des Zinserhöhungszyklus

Sowohl die amerikanische als auch die europäische Notenbank befinden sich in der Endphase ihres jeweiligen Zinserhöhungszyklus, wobei der Gipfel in den Vereinigten Staaten etwas früher als im Euroraum erreicht werden dürfte. In den USA handelt es sich dabei um die schnellste und prozentual größte Zinserhöhung in der US-Wirtschaftsgeschichte, im Euroraum immerhin um den stärksten Zinsanstieg innerhalb eines so kurzen Zeitraums seit den achtziger Jahren, wenn man die Geldpolitik der Bundesbank einbezieht.

Auf die jüngsten Verwerfungen im Bankensektor haben die Währungshüter rasch reagiert und ihre geldpolitische Ausrichtung angepasst. Zwar wurden sowohl von der EZB als auch von der Fed die Leitzinsen nochmals angehoben - auch um zu vermeiden, dass ein Verzicht hierauf als Zugeständnis größerer Sorgen um das Finanzsystem interpretiert worden wäre. Aber die jüngsten Aussagen von Christine Lagarde und Jerome Powell reflektieren, dass beide sehr wohl wachstumsdämpfende Effekte infolge des Bankenbebens erwarten. Konsequenterweise dürfte dies dazu führen, dass die Geldpolitik künftig etwas weniger restriktiv als zuvor ausgestaltet werden wird. Die Kapitalmärkte haben ihre Erwartungen für die Leitzinsentwicklung dementsprechend gedrosselt. Galten in den USA bis vor kurzem noch Zinssenkungen in diesem Jahr als ausgeschlossen, so werden jetzt bereits erste Reduzierungen im September und im Dezember eingepreist (siehe Grafik).

**Leitzins-
erwartungen
nach jüngsten
Spannungen im
Bankensektor
gedrosselt**



Die Herausforderung für die Notenbanken besteht jetzt darin, dass die Inflationsraten zwar seit einigen Monaten rückläufig sind, die Kerninflation

(ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) aber hartnäckig hoch bleibt. So ist die Kernrate in der Eurozone zuletzt sogar noch weiter auf 5,7 % geklettert, und auch in den USA bewegt sie sich mit einem leichten Rückgang auf 5,5 % nur zögerlich in die gewünschte Richtung. Hinzu kommt, dass strukturelle Faktoren (die drei „D’s“ – Demografie, Deglobalisierung, Dekarbonisierung) einem rascheren Abbau der Teuerung entgegenwirken. Insofern verwundert es nicht, dass sowohl die Fed als auch die EZB angesichts der erhöhten Unsicherheit betonen, ihre weiteren Zinsentscheidungen datenabhängig zu treffen, d.h. „auf Sicht zu fahren“.

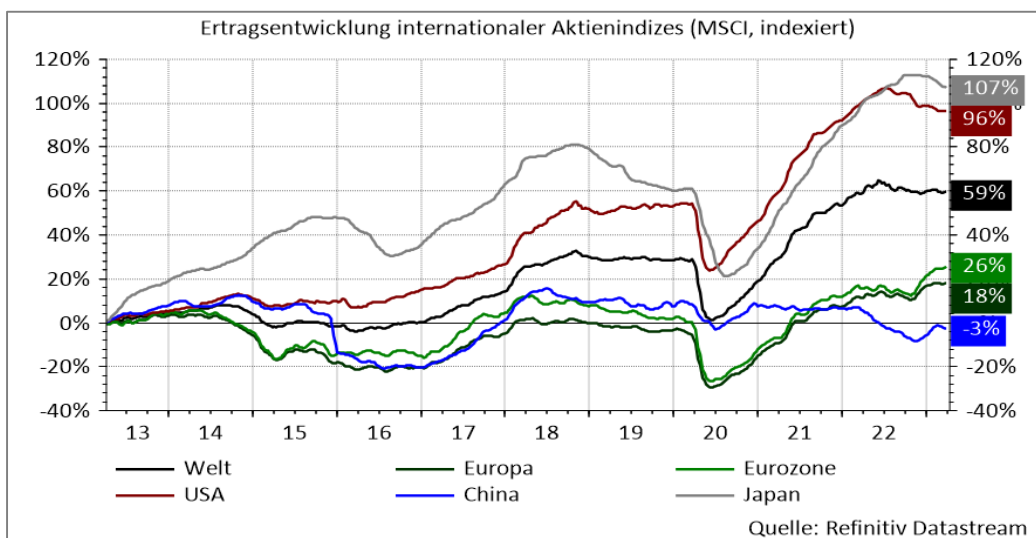
Strukturelle Faktoren verlangsamen Rückgang der Inflationsraten

Für die Kapitalmärkte bedeutet das „Post Credit Suisse-Szenario“ einerseits, dass der während der letzten zwei Jahre dominierende Druck seitens der Zentralbanken allmählich abebben wird. Weitere Zinserhöhungen werden - wenn überhaupt - nur noch moderat ausfallen, und der Zinsgipfel wird früher als bisher erwartet erreicht werden. Andererseits nimmt jedoch die Gefahr zu, dass sich die moderate wirtschaftliche Belebung der letzten Monate als Strohfeuer entpuppt und die konjunkturelle Dynamik erneut abflauen wird.

Ertragsdynamik der Unternehmen schwächt sich ab

Zu Beginn der Berichtssaison für das erste Quartal 2023 stellt sich daher auch die Frage, inwieweit sich die strafferen Finanzierungskonditionen bereits in den Geschäftszahlen der Unternehmen bzw. in deren Ausblick für die kommenden Monate niederschlagen. Untersuchungen zeigen, dass die Wirkungsverzögerung einer restriktiven Geldpolitik mehrere Quartale beträgt, so dass der weitere Jahresverlauf unter diesem Aspekt herausfordernd werden dürfte. Insbesondere die Ertragsmargen, die während der drei Jahre seit dem Corona-Einbruch 2020 auf Rekordniveau geklettert sind, dürften vor dem Hintergrund steigender Kosten und zunehmender Preissensitivität der Abnehmer schwer zu halten sein.

Steigende Kosten dürften rekordhohe Ertragsmargen gefährden

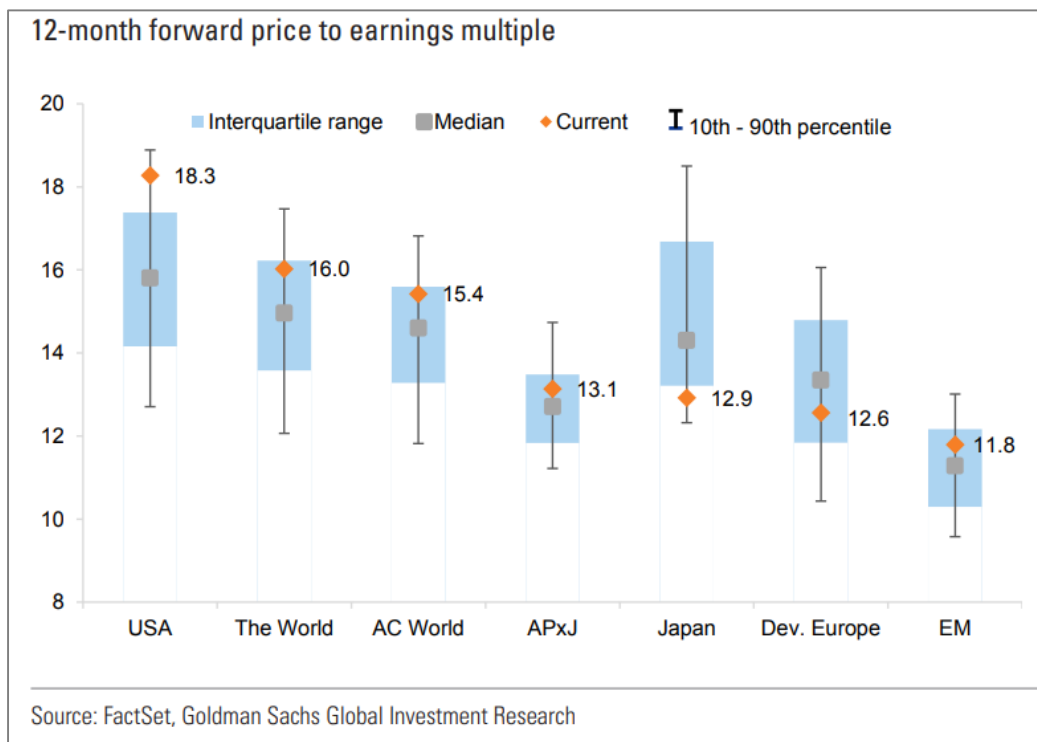


Bisher haben die Finanzanalysten die Ertragsschätzungen für die börsennotierten Aktiengesellschaften nur moderat reduziert, wobei die europäischen Unternehmen zuletzt besser abgeschnitten haben als die amerikanischen, die während der vergangenen Jahre die größten Zuwächse verbuchen konnten. Die Grafik (Seite 7) zeigt aber, dass die generelle Ertragsdynamik der Post Corona-Ära einer deutlich langsameren Gangart gewichen ist.

Bisher nur moderate Senkung der Gewinn-schätzungen

Bewertung niedriger, aber nicht wirklich günstig

Die Bewertung der Aktienmärkte hat sich nach den von Überliquidität und ausgeprägtem Optimismus getriebenen Exzessen des Jahres 2021 in vielen Regionen auf ein akzeptableres Niveau zurückgebildet und stellt somit keinen unmittelbaren Belastungsfaktor mehr dar. Lediglich in den USA rangiert die Bewertung im Vergleich der letzten zehn Jahre noch auf einem recht hohen Niveau.



Zu berücksichtigen ist hierbei, dass sich das mangelnde Ertragswachstum dämpfend auf die Bewertung auswirkt. Gegenwärtig wird im laufenden Jahr für den S&P 500-Index gar kein Gewinnzuwachs und für den Stoxx 600-Index lediglich ein geringes Plus von 3 % geschätzt. Zudem hat die relative Attraktivität der Rentenmärkte gegenüber den Aktienmärkten vor dem Hintergrund des gestiegenen Zinsniveaus spürbar zugenommen. Staatsanleihen mit zweijähriger Restlaufzeit rentieren in den USA mit knapp

Niedrigere Bewertung reflektiert mangelnde Gewinnndynamik

4 % und damit deutlich über der Dividendenrendite von US-Aktien (1,7 %). Zum Vergleich: In Deutschland pendeln beide Renditekennziffern gegenwärtig um die 3 %-Marke.

In der Gesamtabwägung von Chancen und Risiken halten wir fest, dass die fundamentalen Rahmenbedingungen der Aktienmärkte (Konjunkturzyklus, Ertragsdynamik, Bewertung etc.) gegenwärtig für eine defensive Anlagepolitik sprechen.

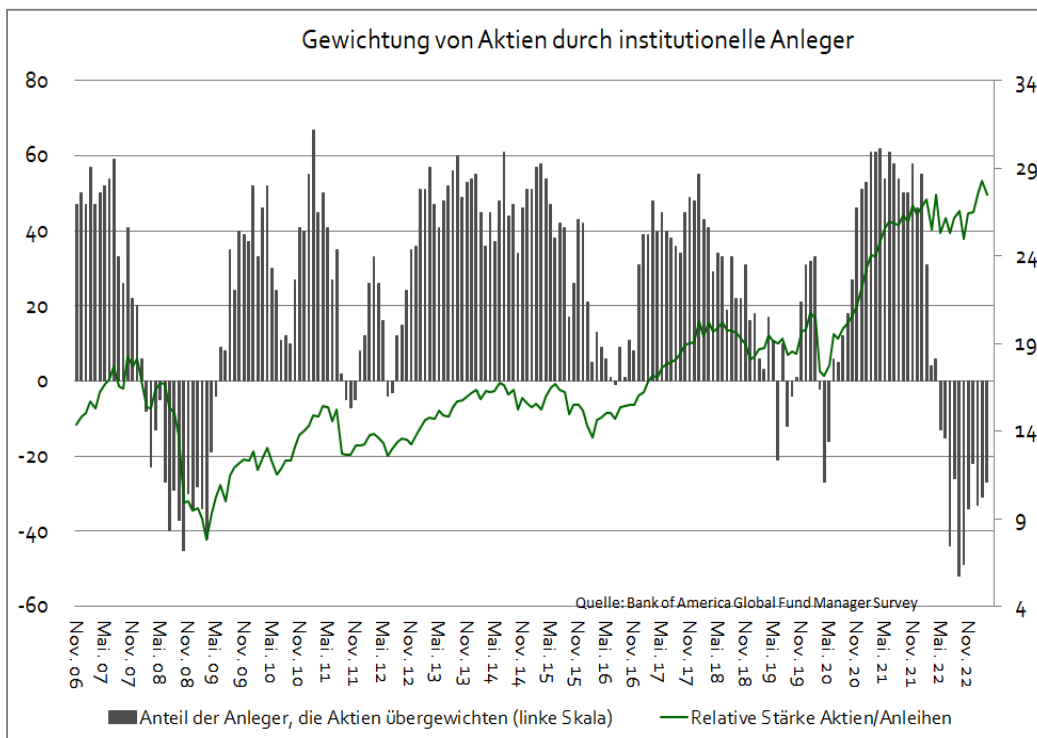
Fundamentale Rahmenbedingungen sprechen für defensive Anlagepolitik

Geringe Aktienpositionierung und gedrücktes Sentiment stabilisieren Börsen

Allerdings gibt es zwei Faktoren, die stützend wirken und verhindern dürften, dass es zu größeren Rückschlägen an den Aktienmärkten kommt.

Die folgende Grafik aus dem Global Fund Manager Survey, der von der Bank of America monatlich unter institutionellen Anlegern erhoben wird, zeigt, dass die Mehrheit der Investoren Aktien seit einigen Monaten untergewichtet. Eine vergleichbare Situation gab es zuletzt während der globalen Finanzkrise 2008/09. Hierin kommt zum Ausdruck, dass die Anleger ihre Aktienbestände bereits seit dem letzten Jahr deutlich reduziert haben, so dass weitere massive Abverkäufe im Falle einer Eintrübung der Rahmenbedingungen unwahrscheinlich sind.

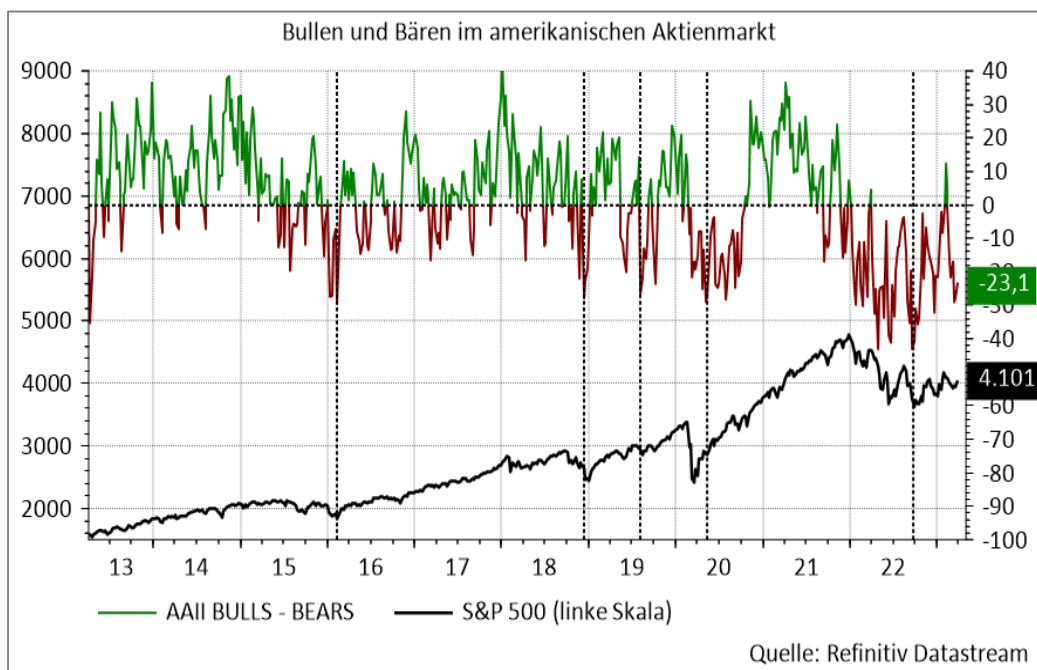
Institutionelle Anleger haben Aktienbestände bereits deutlich reduziert



Die Untergewichtung in Aktien ist insbesondere bemerkenswert unter dem Aspekt, dass seit der Corona-Krise gigantische Volumina in geldmarktnahen und niedrigverzinslichen Anlagen geparkt werden.

Ein zweiter Faktor, der mit der niedrigen Positionierung der Anleger eng verbunden ist, ist die generelle Stimmung an den Börsen. Im Verlauf der letzten 24 Monate hat das Pendel von überbordendem Optimismus in ausgeprägte Skepsis umgeschlagen. Abzulesen ist dies an diversen Sentiment-Indikatoren, von denen nachfolgend der Bull&Bear-Indikator der American Association of Individual Investors exemplarisch dargestellt wird.

**Mehr Bären
als Bullen am US-
Aktienmarkt**



Die wöchentliche Umfrage unter Privatanlegern setzt den Anteil positiv gestimmter Anleger (Bullen) zu den negativ gestimmten Anlegern (Bären) ins Verhältnis. Ein Saldo von -23 bedeutet, dass eine klare Mehrheit für die nächsten sechs Monate mit fallenden Kursen rechnet und sich dementsprechend bereits defensiv positioniert haben dürfte. Klar erkennbar ist der Stimmungsumschwung seit dem Jahr 2021, als eine ebenso deutliche Mehrheit noch mit weiter steigenden Kursen gerechnet hatte.

Unter dem Sentiment-Aspekt - ebenso wie unter dem Blickwinkel der Positionierung - besäßen die Aktienmärkte also durchaus weiteres Kurspotenzial. Um dieses allerdings nutzen zu können, wäre eine deutliche Verbesserung der bereits skizzierten fundamentalen - insbesondere monetären - Rahmenbedingungen notwendig. Solange dies nicht der Fall ist, bleiben wir daher bei unserer Einschätzung, dass der Aktienjahrgang 2023 weniger von klaren Trends als vielmehr von weiterhin kräftigen Schwankungen geprägt sein wird.

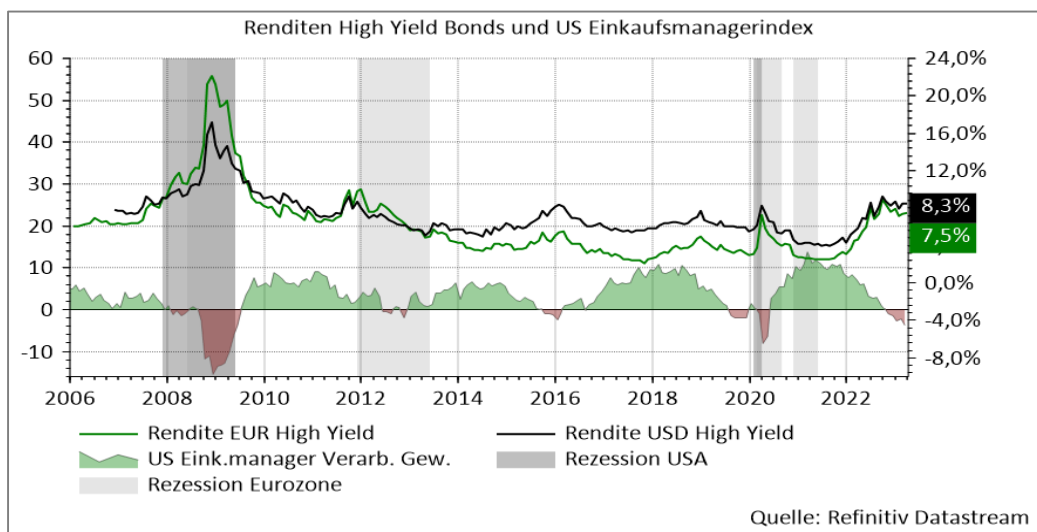
**Auch Börsenjahr-
gang 2023 von
kräftigen Schwan-
kungen geprägt**

Anleihen profitieren von Eintrübung der Wachstumsperspektiven

Positivere Ausblicke ergeben sich für einige Segmente des Anleihemarktes. Die skizzierten Probleme im Bankenumfeld wirken sich günstig auf Staatsanleihen aus, die als sicherer Hafen verstärkt nachgefragt werden. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen, wenn sich die konjunkturelle Abkühlung in den USA stärker akzentuiert und weitere Fortschritte bei der Bekämpfung der Inflation erzielt werden.

High Yield-Bonds hingegen mussten zuletzt aufgrund der zunehmenden Risikoaversion der Märkte eine Ausweitung ihrer Rendite-Spreads hinnehmen. Allerdings ist die Ausfallwahrscheinlichkeit in diesem Segment deutlich niedriger als in vergangenen Konjunkturzyklen einzuschätzen, da viele Unternehmen die äußerst günstigen Refinanzierungsbedingungen der vergangenen Jahre genutzt hatten. Hinzu kommt, dass die laufende Verzinsung auf dem aktuellen Niveau (USD ca. 8,3 %; EUR ca. 7,5 %) einen beachtlichen Puffer gegen eine in rezessiven Phasen zu erwartende Spread-Ausweitung bietet. Solange der US-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe sich im Abwärtstrend befindet (siehe Grafik), empfiehlt sich allerdings noch Zurückhaltung bei etwaigen Neuanlagen.

High Yield-Bonds mit günstigeren Rahmenbedingungen als in früheren Konjunkturzyklen



Günstigeres Umfeld für Edelmetalle

Wir hatten bereits darauf hingewiesen, dass Gold als unverzinsliches Asset den Renditeanstieg seit 2021 recht gut verkraftet hat. Im aktuellen, von rückläufigen Renditen geprägten Szenario entfalten die Edelmetalle neues Aufwärtspotential, so dass wir trotz des Preisanstiegs der letzten Monate an unseren Positionen festhalten.

Gold durch rückläufige Zinsen begünstigt

Ulrich Reitz