

Marktkommentar III. Quartal 2021 vom 30.09.2021

Ende des dritten Quartals rückt schon das Jahresende langsam in Sichtweite und die bislang erreichte Performance kann bei Investoren mit Blick auf das angestrebte Jahresergebnis Portfolioentscheidungen beeinflussen. Herausragend war in den ersten drei Quartalen 2021 die Kursentwicklung an den Aktienmärkten, wo ohne stärkere Korrekturen ein deutlicher Anstieg der Indices zu verzeichnen war. Der Leitindex S&P500 stieg trotz der zuletzt moderaten Kursrückgänge um beachtliche 14,7%, der Eurostoxx50 um 13,9%.

Der aktuelle steile Aufwärtstrend reicht bis März 2020 zurück, als die Aktienmärkte wegen der Corona-Krise massiv eingebrochen waren, währt damit also nun schon beachtliche eineinhalb Jahre:



Aber auch wenn man beim S&P500 den Hochpunkt vor dem coronabedingten Kurseinbruch im ersten Quartal 2020 als Vergleichsgröße heranzieht, so ist der Anstieg um 34,0% zum Anfang September erklommenen Allzeithoch äußerst groß und insbesondere über das Doppelte der 15,5% zwischen den zwei vorherigen Hochpunkten in einem ähnlich langen Zeitraum!

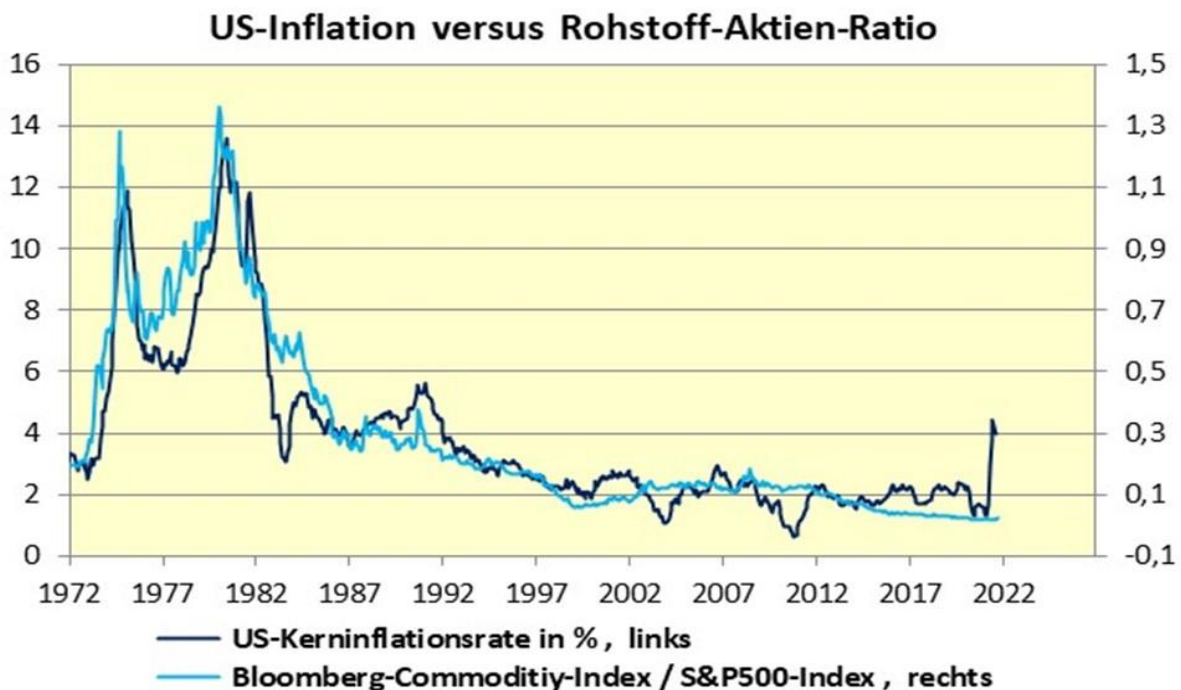
Getragen wurde diese Aktien-Hausse hauptsächlich von den extremen Geldspritzen der Notenbanken, der dadurch erst möglichen und auf enorme Neuverschuldung basierenden Fiskalpolitik sowie der einsetzenden Konjunkturerholung nach Rückführung der Corona-Restriktionen. Nun treten aber neben der ausgedehnten Reife des Aufwärtstrends der Aktienkurse zunehmend Risse in dieses fundamental und geldstimulativ aktienpositive Grundbild.

So dürfte der Wirtschaftsaufschwung zwar weitergehen, aber der Zenit in der Konjunkturstimmung scheint inzwischen überschritten zu sein. Denn der US-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe wie auch für Dienstleistungen ist zwar weiterhin klar im positiven Bereich, liegt aber nun deutlich unter seinem Hochpunkt vom März. Und das deutsche ifo-Geschäftsklima ist nun das dritte Mal in Folge gefallen, was in der Vergangenheit oftmals einen Wendepunkt in der konjunkturellen Dynamik anzeigte. Bedenklich ist die Lage in China, wo die Einkaufsmanagerindices im August unter die 50er-Marke gefallen sind, der Schwelle

zum Konjunkturaufschwung. Hinzu kommen dort die ernstesten Probleme im Immobiliensektor, wo sich der große Konzern Evergrande in Schieflage befindet und offensichtlich seine ca. 300 Mrd. USD umfassenden Schulden nicht stemmen kann. Auch wenn hier das Schlimmste durch staatliche Eingriffe verhindert werden kann, bleiben die Probleme des durch ein großes Überangebot gekennzeichneten Immobilienmarkts erhalten und strahlen negativ auf die allgemeine Wirtschaftslage der weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft aus.

In den USA könnte das bei 28,4 Bio. USD liegende Schuldenlimit Auslöser für einen Stimmungseinbruch werden. Diese Schuldenobergrenze dürfte laut Finanzministerin Yellen am 18. Oktober erreicht sein und muss erhöht werden, da sonst vielfach Zahlungen zurückgestellt werden müssen. Zuletzt einigten sich Republikaner und Demokraten allerdings zunächst über einen Übergangshaushalt, ohne den es bereits zu einer Haushaltssperre gekommen wäre. Dieser Konflikt hat das Potenzial, die Konjunktursentiment zumindest kurzzeitig einzutrüben und Turbulenzen an den Finanzmärkten hervorzurufen.

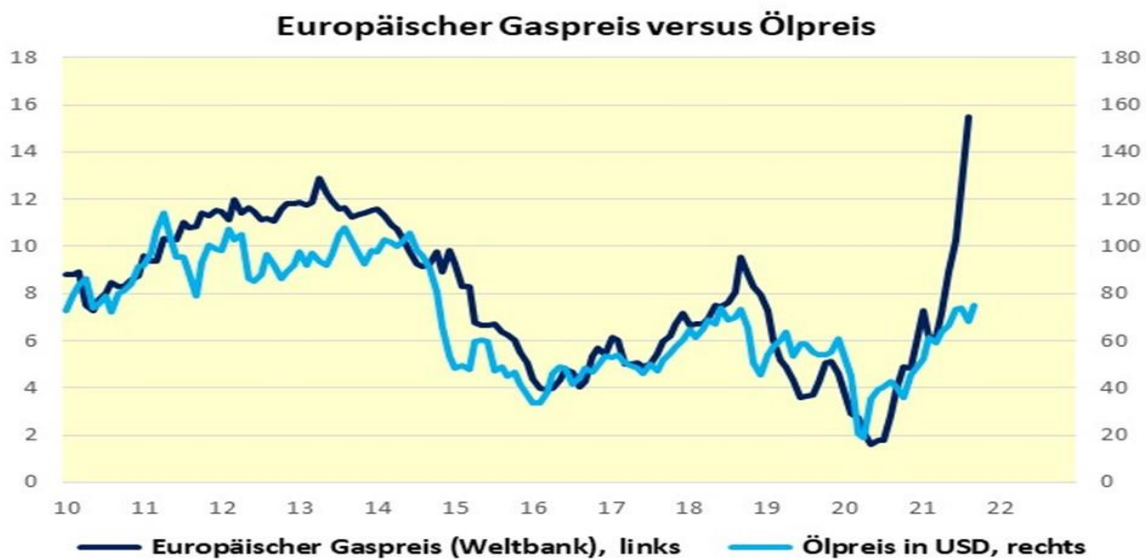
Auch ein anderer Aspekt sollte bei der Beurteilung der Aktienperspektiven beachtet werden. Steigende Rohstoffpreise erhöhen die Produktionskosten der Unternehmen, die eventuell nur zum Teil auf den Endverbraucher übergewälzt werden können, so dass die Gewinnmargen sinken. In den 70er-Jahren führten die Rohstoffpreisanstiege 1972-75 und 1978-80 zu einer sprunghaft steigenden Inflation, während die Aktiennotierungen unten blieben oder rückläufig waren. Hier war eine kräftig anziehende Inflation schlecht für den breiten Aktienmarkt.



In den letzten Monaten ist die US-Kerninflationsrate auf ungefähr 4% emporgeschnellt und sowohl der Bloomberg Rohstoffindex als auch der S&P500 zogen kräftig an, so dass deren Verhältnis weitgehend unverändert blieb. Die Frage ist, ob dies so bleiben wird und ob nicht doch die Aktienseite nach unten korrigiert, so dass die Rohstoff-Aktien-Ratio wie zweimal in den 70er-Jahren und in kleinerem Umfang 1990 dem Inflationssprung nachfolgt!

Viel wird also davon abhängen, wie sich die Rohstoffpreise weiterentwickeln und ob sich der bestehende Inflationsschub fortsetzt.

Die allgemeinen Anstrengungen um Klimaneutralität, verbunden mit einer Art Ächtung fossiler Brennstoffe, könnten sich hierbei insbesondere in Europa als fatal erweisen, denn das eher windarme Jahr 2021 hat zu einem erhöhten Gasverbrauch zur Stromerzeugung geführt, nachdem Kern- und Kohlekraftwerke ja teilweise schon abgeschaltet worden waren. So hatte Spanien als Beispiel im letzten Jahr sieben seiner 15 Kohlekraftwerke stillgelegt. Die Gasspeicher wurden aber schon im letzten kalten Winter überdurchschnittlich beansprucht, so dass diese nun vor dem anstehenden Winter im Vergleich zu früheren Jahren ziemlich leer sind. In der Folge hat sich der europäische Gaspreis seit Jahresbeginn fast verdreifacht und auch die Strompreise ziehen markant an.



Vor diesem Hintergrund ist es nicht auszuschließen, dass Europa im Falle eines kalten Winters in eine Energiekrise gerät. Die nicht nur in Europa angestrebte Wende hin zur erneuerbaren Energie offenbart hier eine Konsequenz, die eventuell weltweit zu nachhaltig steigenden Energie- und Strompreisen führt!

Sollte der Ölpreis dem Verlauf des europäischen Gaspreises nachfolgen, würden Preisnotierungen von weit über 100 USD pro Rohölfass erreicht werden, was die Weltkonjunktur signifikant belasten würde.

All diese Risikofaktoren sprechen gegen eine unmittelbare Fortsetzung des Aktienaufwärtstrends. Viel eher ist das Szenario einer nun anstehenden Konsolidierungsphase oder einer ausgeprägteren Korrektur wahrscheinlich, zumal Investoren ihre bislang hervorragende Jahresperformance auf der Aktienseite durch Verkäufe absichern könnten.

Mittelfristig dürfte die Inflationsentwicklung den Ausschlag über die Trends an den Kapitalmärkten geben. Die Notenbanken würden gerne an ihrer durch massive Anleihenkäufe bestimmten ultraexpansiven Geldpolitik festhalten, wohl wissend, dass die Finanzmärkte und insbesondere die Zins- und Aktienmärkte am Tropf dieser Geldflut hängen. Aber der kräftige Inflationsimpuls von der Rohstoffseite, die durch Corona hervorgerufenen Lieferengpässe einschließlich Materialmangel sowie die freimütig und oft gegenleistunglos vergebenen Hilfgelder für Unternehmen und Privatpersonen könnten nun zu strukturellen Veränderungen führen, die in ein inflationäres Umfeld münden.

Viele Unternehmen haben wohl erst begonnen, gestiegene Energie- und Materialkosten weiterzugeben. Dies dürfte sich in den nächsten Quartalen fortsetzen. Vor allem aber besteht inzwischen zunehmend die Haltung, dass der Staat und seine Notenbank schon genug Geld verteilen werden, damit erhöhte Preise auch bedient werden können. Damit könnte sich insgesamt eine Mentalität bei Unternehmen wie

Privathaushalten herausbilden und verfestigen, welche erhöhte Preise akzeptiert und die von höheren Inflationserwartungen und einer dadurch angefachten Bereitschaft zur schnelleren Umsetzung von Investitions- und Konsumausgaben geprägt ist. Dies hätte einen Anstieg der Geldumlaufgeschwindigkeit zur Folge, was die Inflationsentwicklung nur weiter steigern würde.

Es war ja gerade die seit vielen Jahren sinkende Geldumlaufgeschwindigkeit, die trotz steigender Geldmengen dafür sorgte, dass die Teuerungsraten in der Realwirtschaft unten blieben. Würde sich der Trend bei der Geldumlaufgeschwindigkeit aus dem aktuell bestehenden inflationären Nährboden heraus tatsächlich umkehren, könnten die Notenbanken womöglich sehr schnell die Kontrolle über das Inflationsgeschehen verlieren! Dann wäre die aktuell markant erhöhte Inflation eben nicht nur vorübergehend, wie von den Notenbanken propagiert, und es müsste zu einer restriktiveren Geldpolitik übergegangen werden.

Ganz vorsichtig in diese Richtung gingen die kürzlichen Äußerungen von Fed-Präsident Powell, als er für eventuell demnächst und in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung eine Reduzierung der Anleihekäufe in Aussicht stellte. Vor diesem Hintergrund sind die Langfristzinsen in den letzten Wochen etwas nach oben geklettert:



Im Falle eines signifikanten Kursrückgangs an den Aktienmärkten dürften die Zinsen temporär wieder sinken. Mittelfristig erwarten wir jedoch ein höheres Zinsniveau. Der Rentenmarkt wird dabei auch weiterhin im Spannungsfeld zwischen dem großen Kapitalbedarf der Staaten und den Kaufprogrammen der Notenbanken gefangen sein.

Für die Aktienmärkte insgesamt raten wir zur Vorsicht und empfehlen Gewinnmitnahmen oder zumindest eine Umschichtung in defensivere Marktsegmente.

Bei Rohstoffen empfehlen wir den Aufbau strategischer Positionen, insbesondere im Edelmetallbereich, der zuletzt nach unten korrigiert hatte.

Dr. Bernd Früh
Chief Investment Officer