

Rückblick auf das 3. Quartal 2021 und Ausblick

Was uns Klimawandel, leere Supermarktregale in Großbritannien und der Ketchupflaschen-Effekt über die zukünftige Inflation verraten können

„Lange kommt gar nichts, dann plötzlich alles auf einmal“



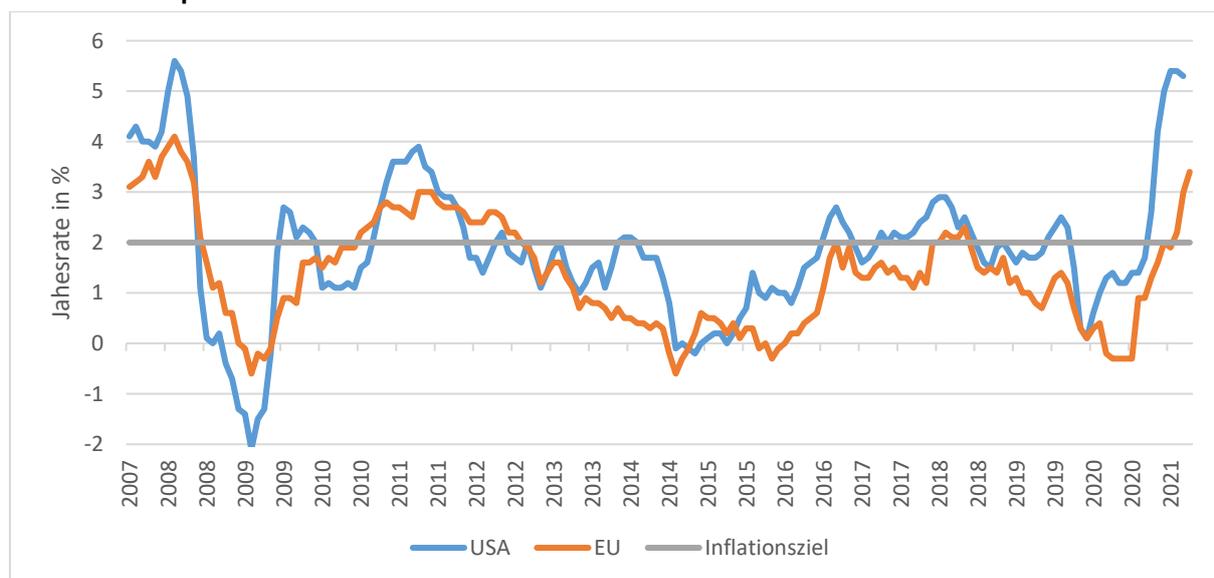
Den **Ketchupflaschen-Effekt** hat wahrscheinlich jeder von uns schon in unterschiedlichen Situationen erlebt – nicht nur bei dem missglückten Versuch, eine Speise geschmacklich „aufzuwerten“. Das komplexe Diffusionsverhalten von Flüssigkeiten wie Ketchup wurde übrigens erstmals von dem österreichischen Physiker Karl Weissenberg (1893 – 1976) erforscht und ist für technische und naturwissenschaftliche Anwendungen von Bedeutung.

Picsfive by Shutterstock.com

Jeder, der sich seit längerer Zeit mit Finanzmärkten und Notenbankpolitik beschäftigt hat, weiß, mit welchen Anstrengungen die großen Notenbanken nach der Finanzkrise 2008/2009 versucht haben, ein ökonomisch gesundes Maß an Inflation zu erzeugen. Sowohl die US-Notenbank FED als auch die Europäische Zentralbank EZB streben seit geraumer Zeit eine jährliche Inflationsrate von 2 % an. Dieser Wert gilt allgemein als guter Kompromiss zwischen relativer Preisstabilität und einem den Konsum und Investitionen fördernden Preisanstieg. Beide Notenbanken, vor allem jedoch die EZB, haben dieses Inflationsziel in diesem Zeitraum meist unterschritten:

1

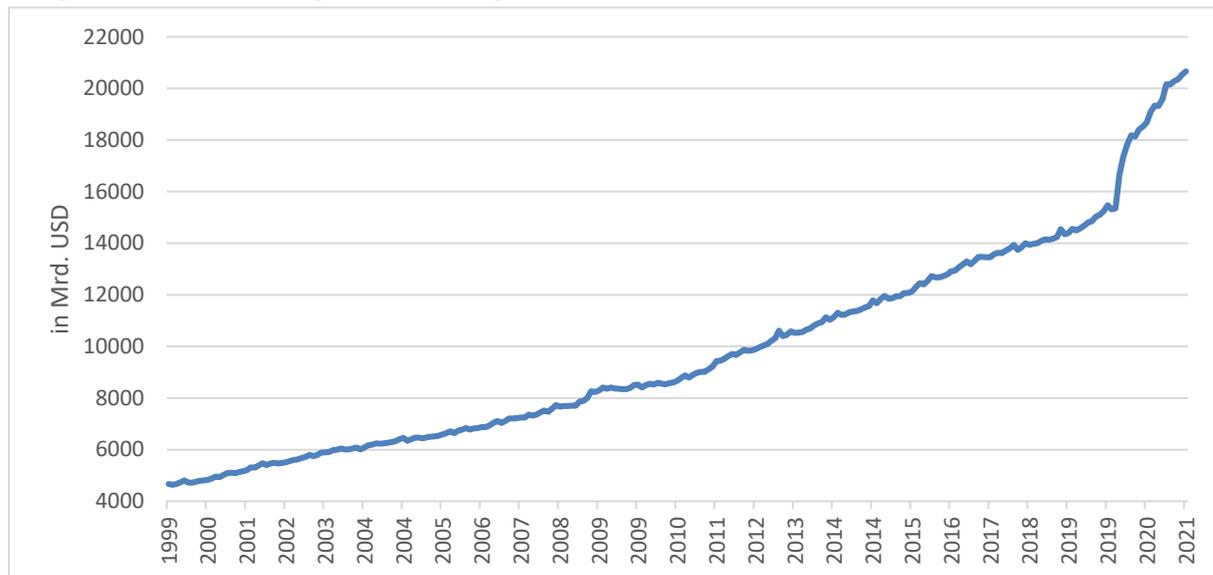
Konsumentenpreisinflation in den USA und der EU ab dem Jahr 2008



Quelle: Bloomberg

Um beim Bild der Ketchupflasche zu bleiben: Die Notenbanken haben kräftig und ausdauernd auf den Flaschenboden geschlagen, aber der Ketchup staute sich aufgrund seiner besonderen Fließeigenschaften vor dem Flaschenhals und nur sehr wenig davon gelangte auf den Teller. Erst mit den massiven fiskalischen und monetären „Schlägen“ von Regierungen und Notenbanken ab dem 2. Quartal 2020 (den riesigen Konjunktur- und Hilfsprogrammen, die in Folge der Corona-Pandemie weltweit eingeführt wurden), scheint sich der Rückstau in der Ketchupflasche gelöst zu haben. Was allerdings dazu führte, dass ungefähr seit Mai 2021 deutlich mehr Ketchup (= Inflation) aus der Flasche kommt, als gewünscht ist (und für eine gesunde Ernährung ratsam erscheint).

Beispiel USA: Entwicklung der Geldmenge M2 seit dem Jahr 2000



Quelle: Bloomberg

Inflation: nur temporäre Effekte oder doch „hier, um zu bleiben“?

Verfolgt man die zahlreichen Wortmeldungen und Verlautbarungen der Notenbanken zu den jüngsten Inflationssprüngen, wird immer wieder darauf hingewiesen, dass es sich um eine vorübergehende Entwicklung handelt, die keinen Anlass für ein entschlossenes geldpolitisches Handeln wie zum Beispiel die Reduzierung oder Beendigung der Kaufprogramme für Anleihen oder gar Leitzinserhöhungen darstellt.

Die Haltung der Notenbanken wird an den Finanzmärkten zunehmend kritisch betrachtet. Vorherrschend ist inzwischen die Sorge, dass zu lange damit gewartet wird, die Liquiditätszufuhr zu drosseln und der dynamische Inflationsanstieg letztlich unkontrollierbar wird. Das Hauptargument der Notenbanken für ihre Zurückhaltung, statistische Basiseffekte aus den starken Rückgängen der Inflationsraten in 2020, ist tatsächlich aber zeitlich begrenzt. Vor allem basieren sie auch auf den extrem niedrigen Energie- und Rohstoffpreisen im vergangenen Jahr.

Wir sehen inzwischen eine Reihe von inflationstreibenden Einflüssen, deren zeitliche Ausdehnung nicht gut vorhersehbar ist und die uns geeignet erscheinen, für längere Zeit starke Wirkung auf die Inflation zu entfalten. Dies möchten wir an einigen Beispielen verdeutlichen:

Politische Entscheidungen, wie zum Beispiel der BREXIT oder auch die neuen exzessiven Ausgabenprogramme der US-Regierung, wirken oft zeitversetzt. Leere Supermarktregale und Hamsterkäufe von Kraftstoffen in Großbritannien sind nur zum geringsten Teil der Corona-Pandemie geschuldet, auch wenn die Regierung dies gerne anders darstellt. Hier schlagen inzwischen sehr deutlich die Folgen der restriktiven Einwanderungspolitik nach dem Verlassen der EU als akute Störung des britischen Arbeitsmarktes durch. Zum Beispiel hinterlässt der Wegzug von Zehntausenden Arbeitskräften, die vorwiegend aus osteuropäischen Ländern stammten, in der Logistikbranche oder der Lebensmittelindustrie schmerzhaft Lücken, die erst jetzt mit zeitlicher Verzögerung und mit großer Wucht in das öffentliche Bewusstsein dringen. Die Ursache „BREXIT“ ist ein speziell britisches Problem. Allerdings lässt die demografische Entwicklung der meisten größeren Industrieländer mit einer alternden Bevölkerung und viel zu wenigen nachrückenden jüngeren Arbeitskräften bereits erahnen, welche Lücken in der Zukunft entstehen werden. Eine massive Verknappung von Arbeitskräften wird nie ohne Folgen für die Lohnkosten bleiben, die immer noch als wirksamster Auslöser einer hartnäckigen Inflationsentwicklung gelten (Stichwort: „Lohn-Preis-Spirale“).

Klimaveränderung und Naturkatastrophen zeigen immer deutlicher ihre ökonomischen Folgen. Brasilien erlebt beispielsweise gerade, wie sich extrem verändertes Wetter und rücksichtsloser Umgang mit natürlichen Ressourcen in der Agrarwirtschaft des Landes auswirken. Flächenbrände, extreme Trockenheit und zu guter Letzt eine antarktische Wetterfront, die Teile des Landes unter eine dicke Frostschrift zwangen, vernichteten erhebliche Teile der erwarteten Ernten. Die Austrocknung von Flüssen und Seen wiederum führt zusätzlich zu starken Störungen der Energieversorgung aus Wasserkraftwerken, mit denen Brasilien mehr als 60 % seines Strombedarfs deckt. Um die globale Bedeutung vollständig erfassen zu können sei erwähnt, dass Brasilien zum Beispiel drei Viertel des weltweit konsumierten Orangensafts, die Hälfte des Zuckers, ein Drittel des Rohkaffees und ungefähr ein Drittel der Futtermittel für die Tierzucht exportiert. Angebotsausfälle in solcher Größenordnung sind am Weltmarkt nicht einfach zu kompensieren, so dass wir sicher annehmen dürfen, durch die Verknappung auf allen Stufen von Verarbeitung und Handel zwangsläufig weiter steigende Lebensmittelpreise zu sehen.

Störungen in Lieferketten. Schon in unserem Rückblick auf das 1. Quartal 2021 hatten wir die weitreichenden Folgen kleiner Störungen in den internationalen Lieferbeziehungen und deren Folgen am Beispiel des im Suezkanal havarierten Containerschiffs thematisiert. Inzwischen zeigen sich die von unterschiedlichsten Ursachen ausgehenden Störungen (regionale Lockdowns wegen neuerlicher Covid-19 Ausbrüche, leere Vorratslager, fehlende LKW-Fahrer) im Fehlen einer Vielzahl unterschiedlichster Importprodukte oder von Energie (Erdgas) und verschiedenen Rohstoffen. Egal ob Bauholz, Bekleidung oder Halbleiter - Importeure haben, selbst wenn sie ihre Waren tatsächlich irgendwo zu (meist hohen) Preisen bekommen, oft zusätzlich noch ein Transportproblem. So hat die extreme Knappheit von Containern, Schiffsraum und Hafenskapazitäten inzwischen dazu geführt, dass die Frachtraten von China nach Europa ungefähr achtmal höher sind als im langjährigen Durchschnitt und sich alleine seit April mehr als verdoppelt haben. Die Weitergabe höherer Erzeugerpreise (inzwischen schon oft im zweistelligen Prozentbereich) an die Endverbraucher halten wir für eine ziemlich sichere Annahme in der aktuellen Situation.

Die Verbraucherpreise werden weiter steigen - auch gegen den Willen der Notenbanken

Wir stellen uns darauf ein, dass sich die höheren Inflationsraten als langlebiger erweisen werden, als dies in Kreisen der Notenbanken offiziell erwartet wird. Aller Voraussicht nach werden die Notenbanken ihre Gratwanderung fortsetzen und weiter zwischen einer an angemessener Preisstabilität orientierten Geldpolitik und ihrem inoffiziellen Nebenziel, den gewaltigen Geldbedarf von Staaten und öffentlichen Haushalten mit möglichst günstigen Finanzierungsbedingungen zu sichern, lavieren.

Während die Europäische Zentralbank Inflationsorgen weiterhin stoisch mit dem Verweis auf vorübergehende Effekte zu beruhigen versucht, hat zumindest die US-Notenbank FED jüngst ihre Bereitschaft erkennen lassen, sich in absehbarer Zeit der Realität zu stellen. Es verdichten sich die Signale, dass im US-Dollarraum voraussichtlich ab Anfang 2022 mit einer behutsamen Reduzierung der Aufkäufe von Anleihen begonnen wird. Dies ist noch nicht mit einem echten Abschied von der langjährigen Niedrigzinspolitik (oder mit einer entschiedenen Bekämpfung von Inflation) zu verwechseln, sondern wird lediglich durch verringerte Liquiditätszufuhr den Anstieg der Geldmenge verlangsamen.

Wir müssen allerdings damit rechnen, dass ein solcher Richtungswechsel, so wie schon bei früheren Gelegenheiten auch und nicht nur bei Anlagen in US-Dollar zu einer deutlich gesteigerten Nervosität an den Finanzmärkten führen wird.

Unverändert spielen festverzinsliche Anlagen in unserer Portfoliogestaltung keine bedeutende Rolle. Neben deren fehlender Attraktivität aufgrund meist negativer realer Renditen halten uns auch drohende Kursverluste bei steigenden Nominalzinsen davon ab, über ein unbedingt notwendiges Maß hinaus in Anleihen zu investieren. Aktienmärkte werden aus Bewertungsgründen (niedrigere Barwerte zukünftiger Gewinne wegen höherer Zinsen) anfänglich Schwierigkeiten mit der Erwartung steigender Zinsen bekommen. Größere Schwankungsbreiten dürften die Folge sein. Alternative Anlageformen oder spezielle Aktienstrategien, die einen besonderen Fokus auf die Begrenzung von Abwärtsrisiken haben, erhalten damit eine nochmals gesteigerte Bedeutung.

4

Rückblick auf das dritte Quartal

Sah es bis Anfang September auf breiter Front noch nach einer sehr erfreulichen Wertentwicklung für das dritte Quartal aus, trübte sich vor allem in den letzten zwei Wochen vor Quartalsende das Bild deutlich ein. Auslöser dafür waren Wirtschaftsdaten, die eine deutliche Verlangsamung der Konjunkturerholung in vielen wichtigen Wirtschaftsbereichen und -regionen zeigten und dazu gleichzeitig Inflationsentwicklungen, die Zweifel an den Möglichkeiten der Notenbanken aufkommen ließen, die Zinsen noch länger auf dem extrem niedrigen Niveau zu halten. Diese Sorgen lösten einen deutlichen Zinsanstieg in wenigen Tagen aus.

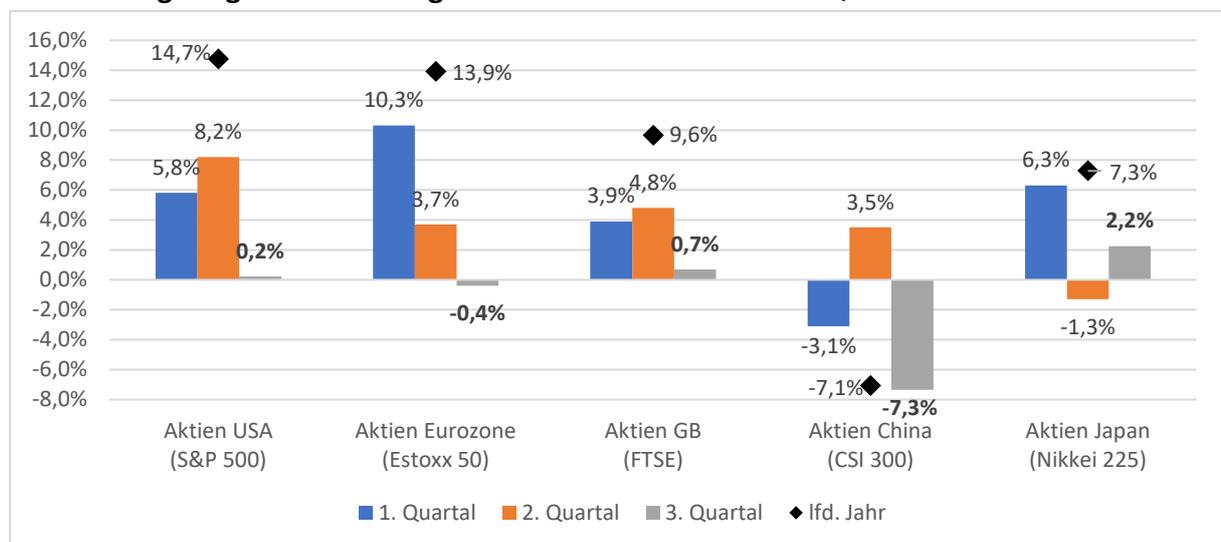
Viele **Aktienindizes** hatten noch Anfang September neue Allzeithochs erreicht, wurden dann aber von der aufkommenden Angst vor einem Richtungswechsel in der Geldpolitik hin zu einem schnelleren Zinserhöhungskurs aus der Bahn geworfen. Damit haben die meisten Aktienmärkte das dritte Quartal mit einem Ergebnis nahe der Nulllinie abgeschlossen, womit die durchaus erfreuliche Entwicklung der ersten beiden Quartale des Jahres zumindest erhalten bleibt. Ausnahmen stellen der chinesische und

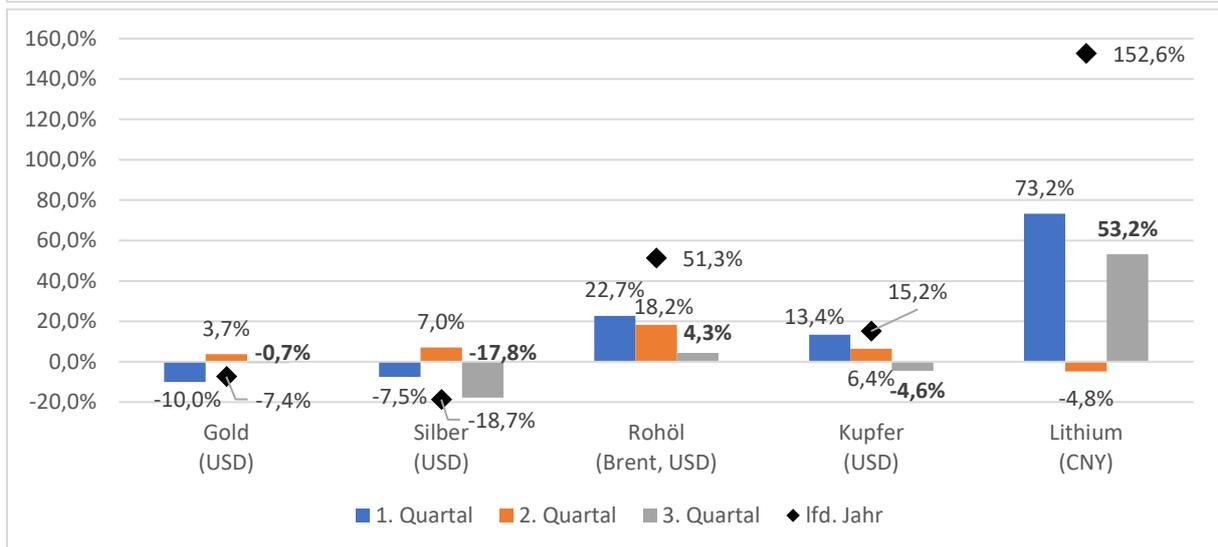
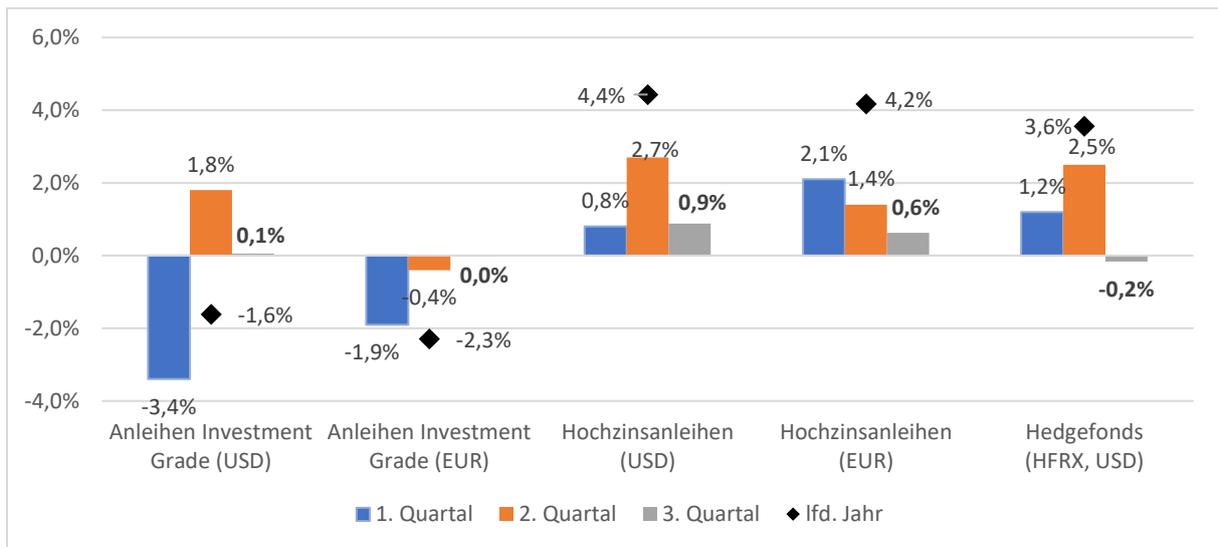
der japanische Aktienmarkt dar. In China wurde die Entwicklung durch das deutlich nachlassende Wachstumstempo, vor allem aber durch die ideologisch motivierten harten regulatorischen Eingriffe in verschiedenen Branchen von Kunst und Bildung über Medien bis zum Online-Handel bestimmt. Erschwerend hinzu kam noch der nach wie vor drohende Untergang eines der größten chinesischen Immobilienunternehmen (China Evergrande), was von den potentiellen Auswirkungen her von vielen als das „Lehman Brothers - Ereignis“ Chinas betrachtet wird. Japans Aktienmärkte dagegen profitierten von der sich abzeichnenden Neubildung der Regierung und den traditionell damit verbundenen Hoffnungen auf neue Konjunkturmaßnahmen.

Anleihen wurden von der erneut um sich greifenden Erwartung steigender Zinsen belastet, die vor allem Staatsanleihen deutliche Kursverluste bescherten. Unternehmensanleihen konnten aufgrund der weiterhin guten Nachfrage und der damit einhergehenden positiven Entwicklung der Risikoaufschläge den Zinsanstieg parieren und erzielten im Quartal ein ausgeglichenes (Investment Grade) bzw. sogar klar positives Ergebnis (Hochzinsanleihen).

Der **Goldpreis** konnte sich im 3. Quartal nicht den Belastungen aus der immer wieder aufflammenden Diskussion um das sogenannte „Tapering“ (den erwarteten Rückzug der US-Notenbank FED aus der expansiven Geldpolitik) entziehen. Gestiegene Anleiherenditen (wenn auch in Euro immer noch überwiegend im negativen Bereich) und ein potenziell höheres Zinsniveau führen in den Augen von auf kurzfristige Renditen ausgerichteten Investoren zu einem starken Attraktivitätsverlust von Gold, das bekanntlich keine laufenden Erträge wie Zinsen oder Dividenden einbringt. Diese Reaktion ist bei einer ausschließlichen Betrachtung des kurzfristigen Kurspotenzials noch nachvollziehbar, blendet jedoch die längerfristigen positiven Eigenschaften von Gold in einem gut diversifizierten Portfolio aus. Für uns sind dabei insbesondere die Kursverluste ausgleichenden Eigenschaften von Gold in extremen Marktszenarien, die regelmäßig eine Flucht der Anleger aus Risikoanlagen auslösen, von hohem Wert. Aber auch die jahrtausendealte Funktion von Gold als universeller Speicher von Kaufkraft erscheint uns als Vorsorge gerade bei den derzeitigen Unsicherheiten rund um das Thema Inflation wichtig genug, um an den aktuellen Gewichtungen in den Portfolios festzuhalten.

Entwicklung ausgewählter Anlagen und Rohstoffe im dritten Quartal 2021





Datenquelle: Bloomberg

Themeninvestments – gezielte Nutzung von Zukunftstrends und besonderen Opportunitäten

Wir haben den Portfolioteil „Themeninvestments“ im dritten Quartal weiter ausgebaut. Im Juli erwarben wir für unsere Kernstrategie-Portfolios einen ETF (Exchange Traded Fund), Defiance Next Generation Connectivity, der schwerpunktmäßig in Aktien von Unternehmen investiert, die von der sich stark ausbreitenden 5-G-Technologie in der mobilen Kommunikation zukünftig besonders profitieren werden.

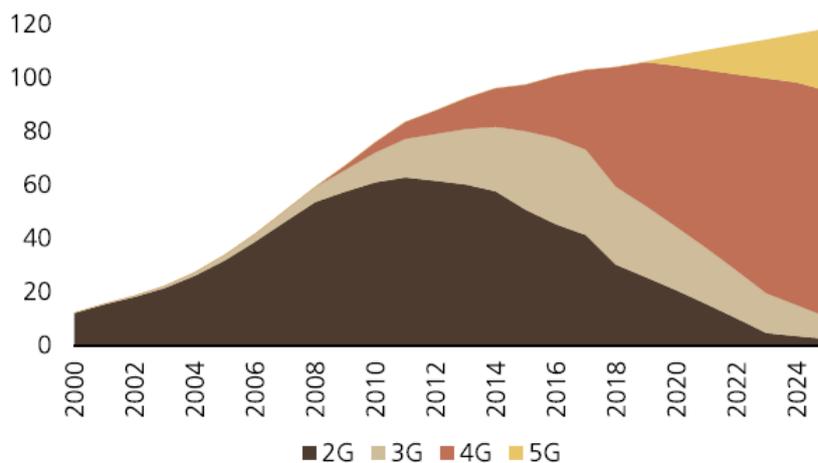
Das Themenfeld 5G bietet nach unserer Einschätzung bereits heute hervorragende Anlagechancen und wird sich über einen Zeitraum von mehreren Jahren noch in den unterschiedlichsten Anwendungsformen weiter entwickeln. Derzeit liegt der Schwerpunkt noch auf Unternehmen, die Halbleiter oder Anlagen für die Herstellung von Halbleitern und Telekommunikationsnetzwerken herstellen. Dazu kommen Anbieter von Telekommunikationsdiensten und Betreiber von Sendemasten. Die UBS schätzt, dass sich die jährlichen Investitionen in 5G von 7,5 Mrd. US-Dollar (2019) auf ca. 150 Mrd. US-Dollar im Jahr 2025 steigen werden.

Verstärkt werden dann in Zukunft auch die Anbieter von 5G-Anwendungen für Endkunden von Bedeutung sein, was die Zukunftsfähigkeit dieses Investmentthemas noch über weitere Jahre tragen kann.

Die Grafik zeigt die bisherigen Mobilfunkstandards sowie Dauer und Entwicklung ihres Marktanteils

5G steht erst am Beginn der Entwicklung, die in Kürze Fahrt aufnehmen wird

Penetration, in %



Mit der 5G-Technologie erhöht sich die Geschwindigkeit der Datenübermittlung gegenüber 4G um den Faktor 20, bei einer um 90% verringerten Latenz. Neue Anwendungsbereiche werden damit erschlossen, die mit bisheriger Technologie nicht denkbar sind. Dazu gehören zum Beispiel autonomes Fahren, virtuelle Realität, Telechirurgie oder auch das „Internet der Dinge“ für die Industrie.

Quelle: UBS AG

GSMA, Weltbank, Schätzungen von UBS

Unser Investment in einen Korb von **Kryptowährungen** zeigte im dritten Quartal mit den schon gewohnten starken Preisschwankungen eine sehr ansprechende Wertentwicklung (+ 14,9 % in EUR bzw. + 17,3 % in USD). Seit Jahresanfang beläuft sich die Wertentwicklung damit auf + 126 % (EUR) bzw. + 114 % (USD).

Oft unbeachtet in der Nachrichtenflut, die ja kurioserweise oft nur unter dem Stichwort „Bitcoin“ stattfindet, bleibt der gerade in jüngster Zeit enorme technologische Umbruch. So wurde beispielsweise im Ethereum-Netzwerk im August eines der bisher größten Updates vollzogen, das die Transaktionskosten massiv senkt und damit die Effizienz und Attraktivität für neue Anwendungen erhöht. Weitere Anpassungen, die auch die oft kritisierte Klimaschädlichkeit von Kryptowährungen aufgreifen, sollen in Kürze folgen. Die Umstellung auf das sogenannte Proof-of-Stake-Verfahren wird die Energieintensivität wesentlich verringern. Nach unserem Eindruck differenzieren sich die verschiedenen Digitalwährungen zunehmend voneinander, so dass eine ausschließliche Wahrnehmung von „Bitcoin“ für ein langfristig geplantes Investment zu kurz greifen würde.

Wir fühlen uns in unserer Einschätzung bestärkt, dass Kryptowährungen und die ihnen zugrunde liegende Technologie ein echtes Zukunftsinvestment darstellen, was auch inzwischen von immer mehr institutionellen Anlegern entdeckt wird. Selbst staatliche Kampagnen gegen Digitalwährungen, wie jüngst das Verbot aller Aktivitäten rund um Bitcoin für Chinesen, werden die Weiterentwicklung von Kryptowährungen zu einer neuen Anlageklasse „Digitale Vermögenswerte“ auf Dauer nicht verhindern können.

Was uns in der nächsten Zeit voraussichtlich beschäftigen wird

Nicht nur „Inflation“ ist ein Thema, das viel Aufmerksamkeit bedarf. Hier noch eine kleine Auswahl weiterer Entwicklungen, die für unsere Anlagestrategien aktuell relevant sind:

- Die verfassungsmäßige Verschuldungsgrenze für den US-Staatshaushalt wurde kurz vor Ende des dritten Quartals wieder einmal erreicht. Der traditionell folgende politische Zweikampf zwischen Republikanern und Demokraten, der eine erneute Anhebung der Schuldengrenze zum Ergebnis haben sollte, wird besonders erbittert geführt, steht doch im kommenden Jahr die Kongresswahl an. Die inzwischen extrem verhärteten Fronten ermöglichen nur eine zwei Monate gültige Notlösung, um die ansonsten Mitte Oktober drohende Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden. Aus rein politischen Motiven setzen die Parteien die Kreditwürdigkeit der Vereinigten Staaten aufs Spiel. Eine Zahlungsunfähigkeit hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit erhebliches Chaos an den Finanzmärkten zur Folge. Ein Rückblick auf die Marktreaktionen im Jahr 2011, wo eine Einigung erst in letzter Minute erfolgte, lässt uns die möglichen Folgen erahnen.
- Wenn sich die US-Notenbank FED dazu entscheiden sollte, mit dem Abbau ihrer extrem aufgeblähten Bilanz demnächst zu beginnen, wird sehr viel davon abhängen, wie sie ihre Schritte kommuniziert. Grundsätzlich können sich auch Aktienmärkte mit steigenden Zinsen positiv entwickeln. Dabei sind die Geschwindigkeit mit der die Zinsen ansteigen und die Gründe für den Anstieg letztlich wichtiger als die absolute Höhe des Zinses. Als größter „Kommunikationsunfall“ gilt bisher immer noch der als „Taper Tantrum“ im Gedächtnis gebliebene Versuch der FED 2013.
- Die Konjunkturerholung von den schweren Einbrüchen während der Corona-Pandemie lässt weltweit inzwischen spürbar nach. Die Ursachen für abnehmende Wachstumsraten sind vielfältig. So spielt die erreichte Rückkehr auf ein normales Aktivitätsniveau eine Rolle. Wegen der nicht weiter stark zunehmenden Nachfrage (Auslaufen von Nachholeffekten) sind Zuwächse inzwischen deutlich schwerer zu erreichen. Immer weiter um sich greifende Störungen von Lieferbeziehungen, sei es durch Materialknappheit, fehlende Vorprodukte oder Transportkapazitäten belasten zusätzlich. Unter diesen Umständen wird es schwer werden, weitere Wachstumsdynamik zu erzeugen. Steigende Kosten (Löhne, Energie, Rohstoffe), die nicht immer sofort und unbegrenzt an Kunden durch höhere Preise weitergegeben werden können, verringern die Gewinnmargen von Unternehmen.

Was Sie von uns erwarten können

Es scheint, dass wir gerade wieder Kurs auf einen Zeitenwechsel an den Finanzmärkten nehmen. Die Phase hoher Wachstumsraten bei gleichzeitig geringer Inflation scheint definitiv beendet zu sein. Umbrüche erfordern immer besonders viel Aufmerksamkeit und Flexibilität. Dabei sind sie voller Chancen, bringen aber neue und auch bisher unbekannte Risiken.

Wir bei BPM freuen uns darüber, unseren besonderen Freiraum im Denken und Handeln darauf zu verwenden, für Ihr Portfolio auch zukünftig die sich bietenden Chancen zu erschließen und dabei alle denkbaren Risiken bestmöglich unter Kontrolle zu behalten.

BPM – Berlin Portfolio Management GmbH

Oktober 2021

BPM – Rückblick 3. Quartal 2021 und Ausblick