

Kapitalmarktbrief

Eine knifflige Mixtur

Fast zwei Jahre nach Ausbruch der Pandemie sind die Kapitalmärkte mit einer kniffligen Mixtur konfrontiert: Die Konjunkturdaten kühlen sich – ausgehend von den extrem hohen Niveaus des Wiedereröffnungsbooms – wieder ab, während die Inflationsraten weiter steigen und weiterhin höher als erwartet ausfallen.

Zwischen diesen beiden Entwicklungen lässt sich eine Verbindung herstellen: sogenannte „Flaschenhals“-Problematiken. Aus Mangel an Vorprodukten – und das vielzitierte Beispiel Halbleiter ist nur das prominenteste – sinkt die Kapazitätsauslastung in Fabriken. Aus Mangel an Transportkapazitäten brauchen die produzierten Waren in vielen Fällen länger zum Handel. Dann wartet eine Schar konsumfreudiger Kunden auf die weniger gewordenen Waren und ist im Zweifel entweder bereit oder gezwungen, mehr dafür zu bezahlen.

Besonders eng erweisen sich gerade die Energiemärkte. Die Preise für Erdgas haben sich zuletzt vervielfacht und auch die Ölpreise steigen an. Dies merken wir alle bei den Heizkosten und an der Tankstelle. Auch Transportkosten steigen.

Die genannten Trends erinnern manche an die Stagflation der 1970er Jahre. Aber ist das wirklich eine gute Blaupause für die heutige Situation? Wir denken nein, und die zwei wichtigsten Gründe dafür lauten:

- Das Wirtschaftswachstum ist weit weg von Stagnation. Das Wachstum kühlt sich zwar ab, bleibt aber robust. Gängige Modelle zeigen nahezu nicht vorhandene Rezessionsrisiken an.
- Der Angebotsschock bei Öl verhält sich derzeit deutlich moderater als während der 1970er Jahre. Die Zwei-Jahres-Veränderungsrate des Ölpreises lag Mitte der 1970er Jahre bei annähernd 150 %, derzeit liegt sie im Bereich von 20-25 %.

Es ist anzunehmen, dass sich ein größerer Teil der derzeitigen Inflationstreiber im Laufe des Jahres 2022 wieder normalisieren dürfte. Aber: Auch stetigere Komponenten des Warenkorb wiesen zuletzt hohe Steigerungsraten auf. Hier sind vor allem die Mietpreise in den USA zu nennen. Auch die Löhne ziehen in



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist
Global Economics &
Strategy

Die Stagflation der 1970er Jahre ist keine gute Blaupause für die heutige Situation – das Wachstum liegt weit weg von Stagnation, der Ölpreisanstieg ist weit weniger stark.

Datum vom 29/10/2021

Aktienindizes		Zinsen in %		
DAX	15.689	USA	3 Monate	0,13
Euro Stoxx 50	4.278		2 Jahre	0,47
S&P 500	4.605		10 Jahre	1,57
Nasdaq	15.498	EWU	3 Monate	-0,56
Nikkei 225	29.647		2 Jahre	-0,63
Hang Seng	25.377	10 Jahre	-0,15	
Währungen		Japan	3 Monate	0,06
USD/EUR	1,165		2 Jahre	-0,11
			10 Jahre	0,08
		Rohstoffe		
		Öl (Brent, USD/Barrel)		84,4

Publikation verlinken:

Grünes Wachstum

den USA an, während an dieser Stelle die Entwicklung in der Eurozone zunächst noch verhaltener ausfällt. Lohnforderungen orientierten sich in der Vergangenheit allerdings oft an den gerade beobachteten Inflationsraten. In Verbindung mit Arbeitskräftemangel für immer mehr Berufsgruppen dürften auch hier die Löhne in den nächsten Quartalen anziehen.

Dies ergibt eine knifflige Gemengelage für die Zentralbanker. Inflation scheint sich als höher und zäher herauszustellen als zunächst gehofft. Ein Zurückdrehen der in der Pandemie gestarteten Anleihekäufe wird nun allgemein erwartet. Aber Zinsmärkte gehen zunehmend einen Schritt weiter: Bis Ende 2023 wurden in den letzten Wochen mindestens drei Zinserhöhungen für die Federal Reserve eingepreist, nach zuvor nur etwas mehr als einer Zinserhöhung. Für die Bank of England wird nun sogar ein erster Zinsschritt noch in diesem Jahr erwartet. Auch wenn das Zinsniveau, vor allem im Verhältnis zur Wirtschaftsaktivität gering bleibt, so erhöht sich die Unsicherheit in diesen Marktsegmenten.

Als nicht besonders knifflig hat sich das Umfeld bisher für die Aktienmärkte erwiesen. Diese können auf weiter widerstandsfähige Gewinnberichte bauen. Und die teilweise recht hohen Bewertungen lassen sich noch durch sehr tiefe Realzinsen rechtfertigen. Einfacher dürfte es aber auch für die Aktienmärkte in nächster Zeit nicht werden.

Machen Sie es sich nicht zu knifflig,

Stefan Rondorf

Kapitalmarktbrief

Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Die knifflige Mixtur aus nachlassendem Wachstum und höheren Inflationsraten sorgt derzeit besonders auf den Anleihemärkten für Schwankungen. Sie nehmen wahr, dass insbesondere die US-Notenbank Federal Reserve mit dem neu eingeführten Durchschnittsinflationsziel ihre Reaktionsfunktion auf ansteigende Inflationsraten noch nicht in der Praxis erprobt hat.
- US-Staatsanleihen konnten während des Sommers von einer unterstützenden Kombination aus Angebot und Nachfrage profitieren. Diese Unterstützung könnte sich nun umkehren: Die Federal Reserve dürfte bald weniger kaufen (Stichwort „Tapering“), und die US-Regierung dürfte wieder mehr Anleihen emittieren (z. B. zur Finanzierung der Infrastrukturpakete). Das deutet neben steigender Inflation auf höhere Renditen (und fallende Preise) hin.
- Als Verkörperung von realen Unternehmensbeteiligungen konnten Aktien historisch Inflationsraten bis ca. 4% in den Industrieländern recht gut wegstecken. Anleihen dagegen leiden bei hoher Inflation, sie verkörpern eine nominale Anlageklasse.
- Die Zuflüsse in Aktienfonds halten weiter an. Hierbei dürfte das Niedrig-/Negativzinsumfeld ein wichtiger Treiber sein.

Aktien

- Die globalen Aktienmärkte konnten das Umfeld nachlassenden Wachstums bisher gut verkraften: Das liegt daran, dass sich die Wachstumsraten von den Boom-Niveaus in der ersten Phase der Wiedereröffnung nun lediglich normalisieren. Absolut betrachtet ist das Wachstum global aber weiter robust, es besteht vorerst nahezu kein Rezessionsrisiko.
- Hilfreich ist auch, dass sich die Sorgen um eine im chinesischen Immobilienmarkt schwelende Finanzkrise vorerst beruhigen konnten. Regional besehen stockt der chinesische Wachstumsmotor zwar noch, dafür richtet sich in den USA der Trend der Konjunkturdaten nach der Delle durch das Delta-Virus allmählich wieder aufwärts.
- Die Bewertung von Aktien bleibt erhöht. Sie wird aber durch die für das wirtschaftliche Umfeld sehr niedrigen Realzinsen (~Geldmarktzinsen minus Inflation) gestützt. Als reale Werte sind sie nahezu alternativlos – Immobilien sind vielerorts noch höher bewertet.
- Die Gewinnberichte für das dritte Quartal 2021 können bisher erneut überzeugen. Die Gewinnüberraschungen der US-Unternehmen erweisen sich bislang abermals als überdurchschnittlich, wenn auch nicht mehr ganz so stark wie in den zurückliegenden Boom-Quartalen. Viele Unternehmen können im Umfeld robuster Nachfrage Preiserhöhungen durchsetzen. Probleme bereitet in manchen Sektoren die gefallene Kapazitätsauslastung aufgrund fehlender Vorprodukte.

Anleihen

- Für Anleihen als nominale Assetklasse ist der Trend steigender Inflationsraten besonders knifflig. Neben den vielfach vorherrschenden Negativrenditen nimmt nun auch noch der reale Wert von Koupons und (fixem) Rückzahlungsbetrag durch hohe Geldentwertung ab.
- Steigende Inflation könnte die Zentralbanken zunehmend in Zugzwang setzen: Immer mehr Zentralbanken, auch aus Industrieländern, beenden ihre Krisenunterstützungs-Programme früher als erwartet, wie zuletzt die kanadische Zentralbank.
- Am Geldmarkt wird in Ländern wie Großbritannien und Kanada nun ein recht aggressiver Zinserhöhungspfad eingepreist. Auch für die Federal Reserve erwarten die Märkte inzwischen mehr Zinserhöhungen als die Mitglieder des Offenmarktausschusses der US-Notenbank (FOMC) im September angezeigt haben. Währenddessen wehrt sich die Europäische Zentralbank (EZB) gegen Spekulationen, auch in der Eurozone stünde bereits eine Zinserhöhung (ausgehend von -0,5 %) im Jahr 2022 an. Hauseigene Analysen zeigen vorerst auch wenig Argumente dafür – Die EZB bleibt mit der japanischen Zentralbank im Lager der Tauben.
- Auf der Suche nach Rendite dürften Kreditmärkte weiterhin gesucht sein. Aufgrund der anstehenden Rückführung monetärer Stimuli und

ambitionierter Bewertungen bleibt das Segment jedoch korrekturanfällig, vor allem im Umfeld potenziell höherer Volatilität auf anderen Märkten. Da die Zinsaufschläge („Spreads“) sowohl im Investment Grade-Bereich als auch für Hochzinsanleihen historisch niedrig sind, dürfte die Renditesteigerung gegenüber Staatsanleihen hauptsächlich aus der höheren laufenden Verzinsung („Carry“) stammen. Es lohnt sich, selektiv vorzugehen.

– Auch nach der zuletzt verzeichneten Aufwärtsbewegung dürften die US-Renditen mittelfristig weiter ansteigen. Staatsanleihen aus dem Euroraum sollten sich dieser Entwicklung zumindest zum Teil entziehen können, da die EZB noch länger an Niedrigzinsen festhalten dürfte.

Währungen

- Im Geschehen zunehmend auseinanderdriftender Zentralbankpolitiken und Zinserwartungen sowie einer möglicherweise sinkenden Risikobereitschaft im derzeit kniffligen Umfeld bleibt der US-Dollar gestützt. Allerdings erscheint er nach hauseigenen Modellberechnungen gegenüber den meisten Währungen der Industrie- aber auch der aufstrebenden Staaten überbewertet.
- Mittelfristige Belastungsfaktoren für den Greenback haben aber weiter Bestand. Neben der hohen Bewertung weisen die USA weiter ein Zwillingdefizit auf: Bald zu erwartender zusätzlicher Fiskalstimulus dürfte für weiter hohe Haushaltsdefizite sorgen, das Leistungsbilanzdefizit kann schon als notorisch bezeichnet werden.

Rohstoffe

- Aus der historischen Perspektive haben sich Rohstoffe als beste Absicherung gegen hohe Inflation erwiesen, gefolgt von Aktien.
- Zuletzt hat sich der Preis von Erdgas vervielfacht. Vor dem anstehenden Winter weisen weltweit viele Lagerstätten nur niedrige Füllstände auf, als Nachwirkung eines recht kalten Winters 2020/21. Gas wurde außerdem auch im Sommer als Energielieferant gebraucht: Zum einen war die Stromerzeugung aus Wind und Sonne vielerorts unterdurchschnittlich, zum anderen erhöhte ein im Mittelmeerraum und in Teilen Amerikas heißer Sommer den Energiebedarf für Kühlung. Sollte der kommende Winter nicht sehr kalt werden, könnten sich die Preise ab dem Frühjahr 2022 wieder beruhigen.
- Auch der Ölpreis stieg zuletzt stärker an. Betrachtet man den Preisanstieg über zwei Jahre (also einschließlich des Verfalls zu Beginn der Pandemie), kann er aber noch als moderat bezeichnet werden.
- Industriemetalle wie zum Beispiel Kupfer bleiben trotz der Wachstumsabkühlung in China gefragt, auch wenn sich der Kupferpreis zuletzt seitwärts bewegt hat. Gold bleibt vorerst ebenfalls in einem Seitwärtstrend. Poche oscillazioni anche per l'oro.

Investmentthema: #FinanceForFuture met ESG

- Mit der Weltklimakonferenz COP26 wird Klimaschutz in diesem Monat in aller Munde sein.
- Am 29. Juli 2021 jährte sich wieder der „Earth Overshoot Day“ („Erdüberlastungstag“), wie ihn das Global Footprint Network errechnet. Er zeigt an, wann mehr Biokapazität verbraucht wurde, als die Erde immer wieder neu zur Verfügung stellt. Kurz: Wir leben über unsere Verhältnisse.
- 175 bis 270 Milliarden Euro p. a., das ist nach Schätzungen der Europäischen Investitionsbank (EIB) der Investitionsbedarf, um allein in der Europäischen Union bis 2030 drei Klima- und Energieziele zu erreichen: Reduktion der CO₂-Emissionen um 40 % vom Stand 1990 aus gemessen; Energieeinsparungen um ein Drittel des heutigen Verbrauchs in einem „Business-as-usual-Szenario“; Bedarfsdeckung des Energieverbrauchs zu mindestens 32 % aus erneuerbaren Energien.
- An dieses Investitionsvolumen heranzukommen, scheint nicht aus der Welt zu sein. Zum Vergleich: Die über 3.800 Unterzeichner der PRI-Initiative („Principles for Responsible Investment“) verwalten zusammen ca. 120 Billionen US-Dollar. Sie alle haben sich verpflichtet, ihren Investitionsentscheidungen die ESG-Kriterien zu Grunde zu legen. Das Akronym ESG steht für „Environmental“ (Umwelt), „Social“ (Gesellschaft), „Governance“ (Unternehmensführung).
- ESG-Kriterien werden in zunehmend mehr Fonds integriert. So wird nachhaltiges Investieren für jeden Geldbeutel möglich. Das ist #FinanceForFuture.

Weitere Analysen

AI & das 2. Maschinenzeitalter

ESG

Aktives Management

Vermögensaufbau

Anlagestrategie und Investment

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance



Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Reuters.

Impressum

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstraße 42-44
60323 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research

Stefan Rondorf

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter:
www.allianzglobalinvestors.de



Allianz Global Investors
www.twitter.com/AllianzGI_DE

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden zum Veröffentlichungszeitpunkt als korrekt und verlässlich bewertet. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet; es sei denn dies wurde durch Allianz Global Investors GmbH explizit gestattet. Für Investoren in Europa (exklusive Schweiz)

Dies ist eine Marketingmitteilung herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.de, eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42-44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH hat eine Zweigniederlassung errichtet in Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, Luxemburg, Schweden, Belgien und in den Niederlanden. Die Kontaktdaten sowie Informationen zur lokalen Regulierung sind hier (www.allianzgi.com/Info) verfügbar. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte finden Sie hier (www.regulatory.allianzgi.com).

Für Investoren in der Schweiz

Dies ist eine Marketingmitteilung, herausgegeben von Allianz Global Investors (Schweiz) AG, einer 100%igen Tochtergesellschaft der Allianz Global Investors GmbH.