



„Kurzfristig ist es riskant, Aktien zu haben. Langfristig ist es riskant, keine Aktien zu haben“.

André Kostolany, Börsen- und Finanzexperte

Die Börsen tanzten (kurz) den „Delta-Swing“ - Der Start in das dritte Quartal 2021 verlief zunächst ähnlich erfolgreich, wie das Vorquartal geendet hat. Die unveränderte Flutung der Märkte mit aus dem „Nichts“ geschaffenen Geldmengen sorgte für eine ungebremste Liquiditätshausse mit ansteigenden Vermögenspreisen. Mit Blick auf die Negativzinsen fehl(t)en daneben weiterhin die Anlagealternativen. Der deutsche Leitindex DAX erreichte bereits am 14. Juli 2021 bei 15.810,68 einen weiteren neuen Höchststand. Zusätzliche Rekordstände folgten im Laufe des Quartals, und auch der EuroStoxx 50 stieg erstmals seit 2008 wieder über die Marke von 4.200 Punkten. Nichts konnte die euphorische Börsenstimmung nennenswert eintrüben. Steigende Inflationsraten, daraus resultierende Sorgen, dass die Zinsen steigen, was Anleihen gegenüber Aktien attraktiver machen würde, aber auch höhere Corona-Infektionszahlen aufgrund der Delta-Variante und ein neuerliches Herunterfahren der Wirtschaft in Asien und Australien hatten die Rekordrally an den Börsen zwischenzeitlich nur kurz gestoppt. Wie lange hält die positive Stimmung also noch? Die Märkte machen sich angesichts der Geldpolitik der Notenbanken zwar kaum Sorgen, die Ökonomen schlagen jedoch Alarm. Insgesamt blieb und bleibt die Liquiditätshausse als Trumpf erhalten, und die negativsten Realrenditen aller Zeiten verleihen den Aktienmärkten nachhaltige Widerstandskräfte gegenüber den vorgenannten Risiken. Zu Beginn des dritten Quartals rückten verstärkt **globale Inflationssorgen** in den Fokus. Die Inflationsrate in den USA erreichte mit einem Plus von 5,4 % auf Jahressicht ein 13-Jahreshoch. Im August wurde ein minimaler Rückgang der Inflationsrate auf ein Plus 5,3 Prozent verzeichnet. Jerome Powell, Chef der US-Notenbank Fed, ließ sich von seiner kommunizierten Strategie weiterhin nicht abbringen und schätzte den zunehmenden Inflationsdruck als vorübergehend ein. Ferner hätte sich die amerikanische Wirtschaft nach der Pandemie zwar deutlich erholt. Dennoch sei die Lage noch nicht gut genug, um die Phase der ultralockeren Geldpolitik zu beenden, sagte Powell Anfang Juli.

Die Debatte um eine Reduktion der Bondkäufe (Tapering) war damit lanciert. Fed-Chef Powell erklärte zwar mit Blick auf die robuste Wirtschaftslage, dass die US-Notenbank Fed noch in diesem Jahr damit beginnen könnte, ihre Anleihekäufe zurückzufahren. Der wirtschaftliche Ausblick sei jedoch aufgrund der Coronavirus - Deltavariante mit hoher Unsicherheit behaftet, und die Notenbank werde deshalb geduldig bleiben und ihr Ziel der Vollbeschäftigung weiterverfolgen. Der Anfang September veröffentlichte

Arbeitsmarktbericht verzeichnete dann überraschend das schwächste Beschäftigungswachstum seit Jahresbeginn. Insgesamt sendete Powell kein unmittelbares Signal für eine schnelle Straffung der Geldpolitik und er betonte ausdrücklich, dass eine Reduktion der Anleihekäufe nicht als direktes Signal für baldige Zinserhöhungen zu verstehen sei. Solange noch Anleihen aufgekauft werden, dürfte über eine Leitzinserhöhung nicht gesprochen werden. Vor allem diese Bemerkung kam an der Börse gut an. Wenngleich die Fed Ende September bereits fürs kommende Jahr – nicht mehr wie bisher für 2023 – eine Erhöhung der Zinsen in Aussicht stellte und auch bis Mitte 2022 die Anleihekäufe einstellen möchte, zeigte sich die Börse eher unbeeindruckt. Man wartet auf die Verwirklichung, nicht auf die Ankündigung des „Tapering“.

Die Fed kauft aktuell monatlich für 120 Milliarden US-Dollar-Anleihen und Hypothekensicherheiten. Das Tapering wird aber generell höchstwahrscheinlich behutsam unter Beibehaltung einer weiter ausreichenden Liquidität erfolgen. Wir erwarten keine langfristigen Probleme durch die Reduzierung der Geldschöpfung durch die Federal Reserve. **Während geldpolitischer Übergangsphasen sind kurzfristige Börsenturbulenzen jedoch sehr wahrscheinlich.** Bleiben die Wirtschaftsdaten stark, werden die Märkte mit einer Straffung der Geldpolitik weiterhin recht gut leben können. Sollte sich das Wachstum jedoch zu stark verlangsamen, würde allerdings wohl nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Staatsausgabenseite wieder marktstimulierend ausgeweitet werden.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hatte sich im Rahmen einer Strategieüberprüfung entschieden, ihr Inflationsziel auf zwei Prozent anzuheben und eine begrenzte Überschreitung des Ziels zu tolerieren; daneben wurde auch die verstärkte Berücksichtigung von Klimaaspekten kommuniziert. Damit wird die EZB ein Überschießen der Zwei-Prozent-Marke zumindest tolerieren. Denn die Zwei-Prozent-Marke ist laut EZB-Chefin Christine Lagarde explizit keine Obergrenze mehr. Die EZB knüpft ihre „Forward Guidance“ zukünftig also nicht mehr an Inflationserwartungen, sondern sie will „echte“ Inflationsfortschritte sehen. Dies ist die endgültige Abkehr von früherer europäischer Geldpolitik, die Inflation vorbeugend bekämpfte und nicht erst, wenn sie passiert ist. Christine Lagarde stellte zum Jahresende zwar eine „leichte Drosselung“ des Ankaufprogramms in Aussicht, betonte jedoch ausdrücklich, dass dies noch keine wirkliche Absicht zur Reduktion der quantitativen



Maßnahmen oder „Tapering“ darstelle, sondern es sich vielmehr um eine „Rekalibrierung“ handle.

Interessant war in diesem Zusammenhang die Meldung des Statistische Bundesamtes, wonach die Preise in Deutschland mit 3,8 Prozent den stärksten Anstieg seit 30 Jahren verzeichneten. Im August legten die Verbraucherpreise sogar um 3,9 Prozent zu. Die Inflationsrate im Euroraum war zudem auf drei Prozent gestiegen und erreichte damit den höchsten Wert seit 13 Jahren. Die insgesamt „beruhigenden“ Inflationsprognosen der genannten Zentralbanken soll(ten) wohl eher den Handlungsdruck senken, die weitere Geldflutung legitimieren und die Kosten der Aktion weiterhin den Sparern in Rechnung stellen. Wir werden wohl erst in der Zukunft beurteilen können, ob die Inflation temporär – wie von den Notenbanken argumentiert – oder doch nachhaltig sein wird. Die deutschen Großhandelspreise, die bedingt als Indikator der künftigen Inflation dienen, verzeichneten im August mit 12,3 Prozent den stärksten Anstieg seit 47 Jahren. Das Münchner Wirtschaftsforschungsinstitut Ifo geht in einer Mitte September veröffentlichten Studie bestätigend davon aus, dass die Verbraucherpreise in Deutschland im nächsten Jahr so stark ansteigen werden wie seit 1993 nicht mehr. Der Präsident des Deutschen Bundestages, Dr. Wolfgang Schäuble, hat es nach unserer Einschätzung treffend und richtig formuliert: *„Es gibt kein nachvollziehbares Argument, warum die Inflation nur vorübergehend sein soll. Investieren ja, aber auf Dauer nur mit gedrucktem Geld ist gefährlich. Wenn das Zahlungsmittel nicht mehr knapp ist, funktioniert seine Funktion als Wertmesser nicht mehr.“*

Der Auftakt zur **Unternehmensberichtssaison** (Earnings Season) war erfreulich. Eine Zwischenbilanz zeigte Anfang August, dass von ca. 60 Prozent der S&P-500-Unternehmen, die ihre Zahlen präsentiert hatten, mehr als 88 Prozent die Markterwartungen übertrafen. Dies lag deutlich über dem fünfjährigen Durchschnitt von 75 Prozent. Ähnlich erfreulich verlief auch die Berichtssaison in Europa, wo rund zwei Drittel der 600 größten europäischen Konzerne die Markterwartungen übertrafen. Die Aufholeffekte lieferten den Unternehmensbilanzen somit zumeist positive Impulse und bescherten den Aktienmärkten weiteren Rückenwind. Schwierig wird es jedoch hinsichtlich der **künftigen Gewinnerwartungen**. Die Daten signalisierten in den USA und Deutschland eine Abschwächung der Stimmung und Wirtschaftsdynamik. Der Ifo-Index für das Geschäftsklima als Frühindikator für die Entwicklung der deutschen Wirtschaft fiel erstmals in diesem Jahr. **Lieferengpässe bei Vorprodukten und Sorgen um wieder steigende Infektionszahlen belasten die deutsche Wirtschaft**, gab Ifo-Präsident Clemens Fuest zu Protokoll. Mitte September deutete auch der Frühindikator der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) auf eine Abschwächung der Konjunkturerholung hin und das

Konjunkturbarometer des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) signalisierte den vierten Rückgang in Folge. Die US-Notenbank beobachtete in ihrem „Beige Book“ eine weitere Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den USA. Als Gründe wurden auch hier die **Lieferkettenprobleme**, die damit zusammenhängenden **Materialknappheit** sowie der **Arbeitskräftemangel** in einigen Sektoren genannt. Auch die Industrieaktivität und der Caixin-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor in China fielen auf den niedrigsten Stand seit April 2020.

Ende September gab es dann noch drei interessante Ereignisse. Die Schieflage des hochverschuldeten chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande ließ die Börsen kurz einbrechen. Daneben warnte die US-Finanzministerin Janet Yellen davor, dass die USA irgendwann im Oktober zahlungsunfähig wäre, sofern die Schuldenobergrenze nicht angehoben werde. Der Ausgang der Bundestagswahl konnte die Börse nicht beunruhigen. Die Regierung kommt auch künftig aus der bürgerlichen Mitte und das „rot-rot-grüne-Schreckgespenst der Finanzmärkte“ war bereits am Wahlabend vertrieben.

Fazit: Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass sich die Stimmung nicht nur in Deutschland und der Eurozone, sondern auch in vielen anderen Weltregionen eingetrübt hat und dass das Momentum der Weltwirtschaft sich zu verlangsamen scheint. Diese Entwicklung dürfte zu einer erhöhten, temporären Nervosität bei Investoren führen, vor allem dann, wenn die Umsatz- und Gewinnerwartungen zu hoch waren und nicht erfüllt werden. Nach unserer Überzeugung bleibt das Wirtschaftsumfeld aber mittel- bis langfristig positiv für die Kapitalmärkte. Es ist wahrscheinlich, dass die Notenbanken gezwungen sein werden, ihre expansive Ausrichtung noch aufrecht zu erhalten, was den Aktienmärkten wiederum Unterstützung liefern sollte. Kurzfristig können die Aktienmärkte also weiterhin auf eine expansive Geldpolitik der EZB und auch des Fed bauen. Auf Stufe der Vermögensallokation bevorzugen wir nach wie vor Aktien gegenüber Anleihen, wobei in beiden Anlagekategorien der Fokus auf der Selektion und Substanz (Dividende & Value) liegen sollte. Zudem sehen wir weiterhin viel Potential darin, den Aspekt der Nachhaltigkeit stärker bei der Auswahl der Einzeltitel bzw. Fonds einzubeziehen. Hierbei handelt es sich aus unserer Sicht zukünftig nicht mehr um eine Modeerscheinung, sondern um eine Selbstverständlichkeit. Daneben bleiben Gold und Silber mittelfristig einer unserer Favoriten und sollte in Schwächephasen akkumuliert werden. Wir haben im Rahmen der Sitzung unseres Anlageausschusses die Entscheidung getroffen, in einer „leichten Übergewichtung“ zu verbleiben.

Düsseldorf, 30. September 2021