



Quartalsbericht

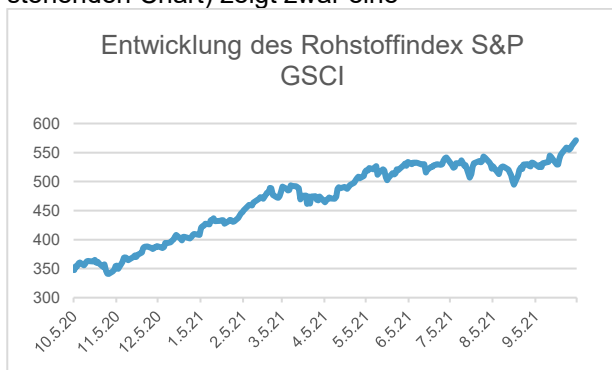
der FV Frankfurter Vermögen AG

Ausgabe: Q3 2021

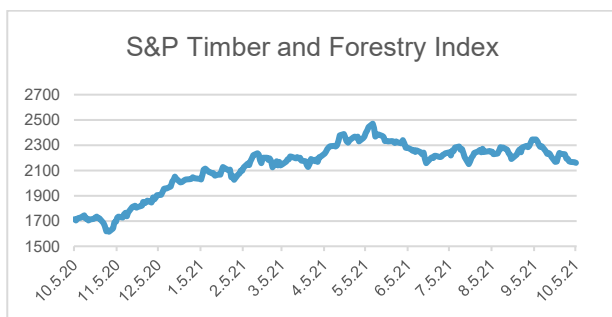
Autor: Jürgen Brückner

Vorbemerkung

Im Vordergrund der Märkte stand im vergangenen Quartal wiederum die Inflations- und Zinsentwicklung. Die amerikanische Notenbank hat zwar auf ihrer letzten Sitzung deutlich gemacht, dass die Geldpolitik nur sehr moderat in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung verschärft wird, aber die 10-jährigen Zinsen stiegen dennoch um rund 25 Basispunkte. Die Preisentwicklung wurde weltweit weiterhin durch die Probleme bei den Lieferketten, steigende Rohstoffpreise und die Knappheit bei Chips beeinflusst. Zusätzlicher Preisdruck wurde durch den Preisdruck bei den Energiepreisen erzeugt, der sich zuletzt in einem starken Anstieg der Preis für Erdgas und Erdöl äußerte. Im Vordergrund der Medien stand aufgrund der unmittelbaren Auswirkungen für den Verbraucher vor allem die Entwicklung der Energiepreise. Der vielfach beachtete Indikator für alle Rohstoffpreise des S&P 500 GSCI (s. nachstehenden Chart) zeigt zwar eine



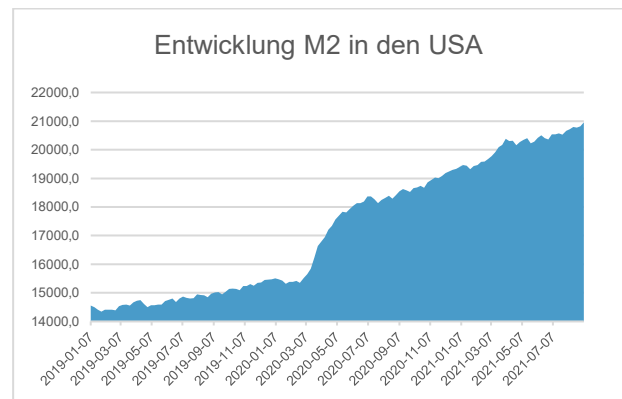
steigende Tendenz – zuletzt allerdings etwas abgeschwächt -, aber abseits der Energiepreise ist stellenweise auch wieder ein Preisrückgang festzustellen. Beispielhaft ist nachstehend die Entwicklung der Holzpreise dargestellt.



Vor dem Hintergrund der steigenden Erzeugerpreise wächst die Wahrscheinlichkeit, dass die Notenbanken schneller als erwartet auf einen restriktiveren Pfad in der Geldpolitik zurückkehren. Es spricht zwar einiges dafür, dass sich die Teuerungsraten auf der Verbraucherstufe in einigen Monaten in vielen Ländern wieder mäßigen werden, aber es ist unklar, in welchem Ausmaß der starke Anstieg der Produzentenpreise der letzten Monate noch auf

die Verbraucher überwältigt werden wird und inwieweit die Arbeitnehmer höhere Löhne fordern werden. Wenn im nächsten Jahr die Preisentwicklung aufgrund der Basiseffekte wieder moderater verläuft, besteht die Chance, dass es nicht zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt.

Unklar ist jedoch auch, inwieweit neben Basiseffekten und steigenden Rohstoffpreisen auch die Ausweitung der Geldmenge zu einem Anstieg der Inflationsrate geführt hat. In den USA hat sich die Kernrate der Inflation in den letzten 6 Monaten (also ohne Berücksichtigung eines Basiseffekts) um rund 5% annualisiert erhöht. Da in dieser Rate weder ein Basiseffekt noch die volatilen Energie- und Nahrungsmittelleffekte einfließen, muss die Frage gestellt werden, ob sich in dieser Erhöhung auch das Wachstum der Geldmenge widerspiegelt. Nach einer bekannten These von Milton Friedman ist die Inflation ein monetäres Phänomen und Ausdruck des „too much money chasing too few goods“. Als Grundlage für diese These dient die sogenannte Quantitätsgleichung, die die Geldmenge in Beziehung zum Preisniveau setzt. Nach dieser Gleichung folgt einem Anstieg der Geldmenge ein Preisanstieg, sofern die Geldmengengeschwindigkeit konstant bleibt. In der Tat hat sich die Geldmenge M2 in den USA seit Beginn der Pandemie dramatisch erhöht, um rund 40% (s. nachstehenden Chart).



Im selben Zeitraum hat sich auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verringert, so dass der Preisdruck geringer ausfiel. Ein möglicher Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit würde jedoch eher preistreibend wirken, da aufgrund der Ausweitung der Geldmenge ein Potential für Preiserhöhungen besteht.

Aus Geldmengensicht besteht daher ebenfalls das Risiko, dass die Inflationsrate länger als derzeit von den Märkten eingepreist auf einem höheren Niveau verharrt.

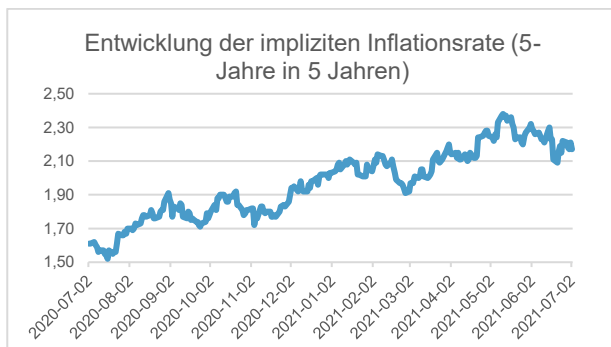
Die Unsicherheit, die sich aus der wenig überschaubaren Lage für die Notenbankpolitik ergibt, erkennt man gut an den Kommentaren führender Notenbankler der Federal Reserve:

James Bullard, CEO der Notenbank von St. Louis
"The risk management approach to monetary policy that I've been advocating suggests that we should take this inflation risk seriously," he said. "We certainly are expecting inflation to moderate. But I want to be prepared for the case where it doesn't moderate as much as hoped, and that we're able to keep inflation under control in that scenario without disrupting the economy or sending the U.S. economy or the global economy into recession."

Lael Brainard, Mitglied des Federal Reserve Board of Governors

"I will be watching for any signs that wage gains are feeding into higher inflation more broadly, but the evidence so far suggests that wage gains are broadly in line with productivity growth, and the labor share of income remains low relative to historical levels. To date, high markups and non-wage input costs appear to be more notable contributors to inflation than wage pressures"

Notenbanker und die Finanzmärkte prüfen regelmäßig, ob sich der Preisanstieg in den langfristigen Inflationserwartungen niederschlägt. Der beste Indikator für die Einschätzung der Inflationserwartungen (den wir auch gelegentlich in unseren Berichten aufzeigen) ist die implizite Inflationsrate in 5 Jahren für 5 Jahre, die sich aus den Zinsen der 5- und 10-jährigen inflationsgeschützten amerikanischen Staatsanleihen berechnen lässt. Wie der nachstehende Chart zeigt, ist diese Rate bisher nicht nachhaltig angestiegen und verharrt mit 2,3% etwa auf dem Niveau der von der Notenbank angestrebten Rate von 2%. Ein nachhaltiger Anstieg würde die amerikanische Notenbank möglicherweise schneller als erwartet zu einer Änderung ihrer Geldmengenpolitik veranlassen.



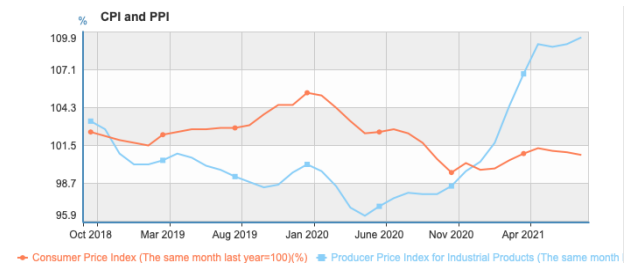
China

Die Sorge vor einer ungeordneten Insolvenz des chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande sorgte nur kurzweilig für Unruhe an den Finanzmärkten, lenkte aber das Augenmerk der Finanzmärkte wieder stärker auf die Wirtschaftsentwicklung in China. Neben den durch Evergrande ausgelösten Schockwellen im Immobiliensektor sorgte die Marktteilnehmer auch der Energiesektor, wo besonders die Preis für Kohle stark anstiegen.

Die Wirtschaftsdynamik in China hat zuletzt deutlich abgenommen, was sich u.a. im Rückgang des viel

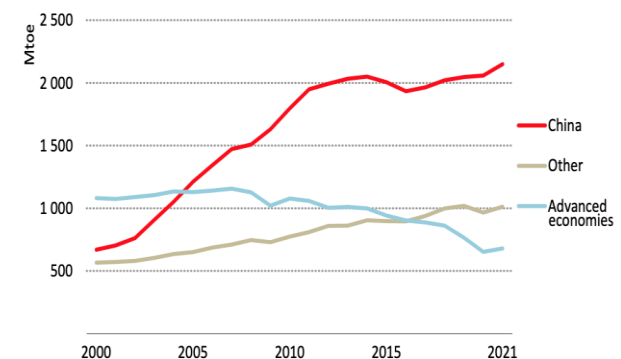
beachteten Einkaufsmanagerindex von Caixin äußerte, der unter den Wert von 50 fiel und damit eine Kontraktion anzeigt.

Auch in China haben sich die Erzeugerpreise deutlich erhöht und wuchsen zuletzt mit einer Jahresrate von mehr als 9% (vgl. den nachstehenden Chart, der Indexwerte zeigt). Die Verbraucherpreise haben sich jedoch noch sehr moderat entwickelt.



Energie

Im Zusammenhang mit den Klimazielen zur Eindämmung des CO₂-Ausstosses kommt dem Thema Energie immer stärkere Bedeutung zu. Die Diskussion orientiert sich jedoch oftmals weniger an den technologischen und wirtschaftlichen Realitäten als an ideologischen Idealzielen. Das wird u.a. deutlich an der Kohlepolitik. Obwohl die Reduzierung des Kohleverbrauchs aus Umweltschutzgründen geboten ist, sieht die Wirklichkeit vollkommen anders aus. Aus Zahlen der International Energy Agency (IEA) ergibt sich, dass der Kohleverbrauch weltweit weiterhin zunimmt (vgl. die nachstehende Grafik). China ist nach wie vor der größte Konsument und es ist daher zumindest zu hinterfragen, ob die europäischen Anstrengungen zur Einschränkung der Kohleproduktion wirklich einen nachhaltigen Beitrag zum Klimaschutz leisten.



Bereits heute herrscht eine Knappheit an Kohle wie durch den enormen Anstieg des Kohlepreises dokumentiert wird (s. den nachstehenden Chart zur Preisentwicklung). Vor diesem Hintergrund wird es nahezu unmöglich sein, Länder mit einer Knappheit von Kohle zu überzeugen ihre Produktionskapazitäten weiter einzuschränken.



Andere Energiepreise wie der Ölpreis und Erdgaspreis sind ebenfalls stark gestiegen. Die Energiepreise in Deutschland werden damit vor großen Herausforderungen stehen, da bei strikter Umsetzung der Klimaziele die Energiepreise für den Verbraucher zusätzlich belastet werden.

Schwellenländer

Die Entwicklung der Währungen der Schwellenländer war im vergangenen Quartal sehr unterschiedlich. Die indische Rupie war sehr stabil. Der positiven Entwicklung des Rubels und der indonesischen Rupie stand ein Rückgang des brasilianischen Reals und des mexikanischen Pesos entgegen.

Da sich der US-Dollar gegenüber dem Euro um ca. 2% aufwertete, war mit Ausnahme des Reals bei allen Fremdwährungen gegenüber dem Euro ein Anstieg zu verzeichnen. Die bestimmenden Themen für die Währungsentwicklung in vielen Schwellenländern waren vor allem der Ölpreis und die Pandemie sowie im Falle von Russland neben dem Öl- und Gaspreis auch geopolitische Faktoren.

In **Indien** hat sich die Währung trotz Gegenwinds von den steigenden Rohstoffpreisen erstaunlich stabil gehalten. Zu der Stabilität trugen neben sinkenden Coronafällen ein stabiler Einkaufsmannagerindex bei sowie der positive Wachstumsausblick der Ratingagentur S&P. Unterstützt wurde die Währung auch durch die Veröffentlichung eines Überschusses von 0,9% in der Leistungsbilanz im Verhältnis zum Sozialprodukt.

Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern hat sich die Inflationsrate in **Indonesien** auf niedrigem Niveau sehr stabil gehalten (vgl. nachstehenden Chart). Vor diesem Hintergrund blieben auch die Zinsen auf niedrigem Niveau. Die stabile Wirtschaftslage half auch der Währung, die sich ggü. dem US-Dollar leicht aufwertete.



Trotz einer leichten Entspannung bei der Inflation und eines Überschusses in der Leistungsbilanz hat sich die Währung in **Mexiko** im vergangenen Quartal leicht abgeschwächt. Diese Entwicklung kommt nicht überraschend, denn der mexikanische Peso schwächt sich tendenziell ggü. dem US-Dollar immer dann stärker ab, wenn in den USA die Erwartungen für eine Zinserhöhung steigen. Aufgrund der geographischen Nähe zu den USA und enger Handels- und Finanzbeziehungen gerät die mexikanische Währung stärker in den Strudel als die Währungen anderer Schwellenländer. Der Ausschnitt aus einer mexikanischen Wirtschaftszeitung illustriert die Entwicklung und die Bedeutung, die der Relation Peso/US-Dollar beigemessen wird.



Die **russische** Währung profitierte doppelt von den steigenden Ölpreisen und steigenden Preisen für Erdgas. Obwohl die Inflationsrate mit nahezu 7% hoch ist, gehen Marktteilnehmer und die Zentralbank davon aus, dass dieses Jahr die Spitze erreicht wurde und sich gegen Jahresende nach Auslaufen von Basiseffekten die Inflationsrate wieder rückläufig entwickelt. Vor diesem Hintergrund wird auch die Währung als stabil angesehen und ausländische Investoren investieren wieder verstärkt in russische Staatsanleihen, wobei sie die hohe Zinsdifferenz

(sogenannter „carry trade“) nutzen. Diese Käufe tragen weiter zu einem festen Rubel bei.



In **Brasilien** ist der starke Fall des Reals ggü. dem US-Dollar von ca. 8% vor allem auf politische Unsicherheit zurückzuführen im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr. Außerdem kamen Zweifel an der Haushaltspolitik auf, da unklar ist, wie das Sozialpakt Brazil Auxilio im nächsten Haushalt finanziert werden soll. Die steigende Inflationsrate und die politische Unsicherheit führten auch zu steigenden Zinsen (im Chart ist die Entwicklung der 10-Jahresrendite für Staatsanleihen abgebildet).



Zu den Ländern mit einer sehr stabilen Währungsentwicklung zählt auch **China**. Da die Währung nicht frei konvertierbar ist wird ihre Entwicklung auch zum Teil durch die Regierung beeinflusst. Die chinesische Regierung ist besonders vor dem Hintergrund der Probleme im Immobiliensektor an einer Stabilität interessiert, die sich auch in der Kursentwicklung äußert (s. Chart für die Entwicklung der letzten im dritten Quartal).



Fazit

Nach dem Erfolg der Impfstoffstrategie und der damit verbundenen Öffnung der Wirtschaft in vielen Ländern steht die Wirtschaft vor einer neuen Herausforderung. Der Anstieg der Energiepreise, der sich auf alle Energieträger wie Öl, Erdgas und Kohle gleichermaßen überträgt. Dieser Anstieg ist nicht nur bedenklich, da er die Kosten für Unternehmen und Verbraucher erhöht, sondern auch, weil die Energiewende dadurch deutlich erschwert wird. Die Energiewende ist zusätzlich durch ideologische („nur grüner Wasserstoff“), geopolitische Risiken („russisches Erdgas“) und politische Besonderheiten („kein Carbon Capture Storage“) belastet.

Die Auswirkungen der steigenden Energiepreise sind in Europa je nach Land unterschiedlich. Deutschland leidet unter der Abschaltung der Kernkraftwerke, während der Süden Europas darunter leidet, dass die Verträge für die Lieferung von Erdgas im Gegensatz zu Deutschland kurzfristiger Natur sind und diese Länder daher von der Erhöhung der Erdgaspreise in viel stärkerem Maße betroffen sind.

Vor diesem Hintergrund sind die Anstrengungen zur Förderung der Wasserstoffindustrie entschiedener voranzutreiben. Die Umstellung auf Wasserstoff kann zwar nur einen kleinen Beitrag zu den Klimazielen leisten, es handelt sich jedoch um eine Industrie, die bei konsequenter Umsetzung aufgrund von Skaleneffekten durch die Verbesserung der Wirtschaftlichkeit auch neue Anwendungen ermöglicht.

Zumindest Deutschland muss jedoch von Abschied nehmen von wenig zielführenden Ideologien und Utopien und einen klaren Plan aufstellen, wie ohne Kernkraft und durch den Kohleausstieg die Energiewende gelingen kann. Utopisch ist auch der Plan Wasserstoff aus Nordafrika und der Ukraine zu importieren. Wenn wir in Deutschland nur unter Schwierigkeiten 5 GW an Elektrolysekapazität bis 2030 bereitstellen können, ist es unwahrscheinlich, dass in diesen Ländern nach Plan 32,5 GW an grüner Elektrolysekapazität bereitgestellt werden kann, um eine nachfragebedingte Deckungslücke in Deutschland an Elektrolysekapazität von ca. 35 GW zu decken. Selbst wenn es gelänge, würden Spanien und Frankreich auch aufgrund der geographischen Nähe ebenfalls die Hand aufhalten. Auch wenn es derzeit politisch nicht opportun ist, wird eher früher als später die Diskussion aufleben, ob als Zwischenlösung die Kernkraft genutzt werden muss.

Kurzfristig wird das Marktgeschehen weiter durch die Zinsdiskussion beeinflusst werden. Wenn es zu größeren Herbststürmen an den Märkten kommt, würde sich eine gute Gelegenheit bieten die Aktienquote zu erhöhen, denn die markttreibenden Trends

in der Technologie und Wirtschaft werden letztendlich weiter das Marktgeschehen bestimmen. Lieferengpässe und die Chipknappheit können diesen Prozess nur kurzfristig beeinträchtigen.