

Marktkommentar von Salmann Investment Management

Wirtschaft und Aktienbörsen fliegen auf und davon

Der Kickstart der globalen Konjunktur hat den Aktien- und Rohwaren-Notierungen im zweiten Quartal kräftig Rückenwind verliehen. Gelitten haben die Obligationen, weil die langfristigen Zinsen angezogen haben. Das hat auch dem Gold etwas Glanz genommen. Die aktuell hohen fundamentalen Aktienbewertungen antizipieren ein hohes Gewinnwachstum der Unternehmen.

Das Anspringen der wirtschaftlichen Aktivitäten ist in der Tat atemberaubend. In verschiedenen Volkswirtschaften ist es ob dem hohen Tempo zu Kapazitätsengpässen, Lieferverzögerungen (u. a. bei Halbleitern), Personalmangel und steigenden Preisen gekommen.

Der Blick nach vorne ist ebenfalls rosig. «Besser geht nicht», ist man versucht zu sagen. Frühindikatoren wie der Einkaufsmanager-Index (Purchasing Manager Index, PMI) sind auf Rekordstände geklettert. Das gilt zum Beispiel für die Eurozone, wo mit 63,4 Punkten der höchste Wert seit Messbeginn 1997 erreicht wurde. Auch in der Schweiz und Grossbritannien wurden im Mai Höchstwerte verzeichnet, welche im Juni mit Werten von 66,7 bzw. 63,9 Zählern nur leicht unterboten wurden. Der globale PMI steht bei 55,5 Punkten, in Industrienationen wie den USA, Deutschland, den

Niederlanden und Italien ebenfalls klar über 60. Werte über 50 signalisieren eine Expansion der Wirtschaft.

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) dürfte 2021 fast überall deutlich wachsen. Laut den vom Datenanbieter «Bloomberg» befragten Ökonomen stechen derzeit v. a. die USA, Kanada und China mit Konsensschätzungen von 6,6, 6,2 bzw. 8,5 Prozent hervor. Dagegen nimmt sich der Erholung in Deutschland, Österreich und der Schweiz mit einem prognostizierten Wachstum im Bereich von 3 (Österreich) bis 3,4 Prozent (Deutschland und Schweiz) bescheidener aus, obwohl das für diese reifen Volkswirtschaften natürlich ebenfalls sehr gut ist.

Konsumentinnen und Konsumenten strotzen ebenfalls vor Zuversicht. Einiges vom Ersparnis aus der Lockdown-Zeit dürfte in die Realwirtschaft fließen. In Amerika etwa, wo es ja für nahezu alles eine Statistik gibt, besaßen die Verbraucher im März «überschüssige» Ersparnisse (was immer das genau heissen mag) von 1,5 Billionen Dollar, rund 7 Prozent des 2020er-BIPs. Zum Vergleich: Das im Frühling verabschiedete, rekordverdächtige US-Konjunkturpaket hat ein Gewicht von 1,9 Billionen Dollar.

Dieser Optimismus gepaart mit den nach wie vor sehr tiefen Leitzinsen hat

die Aktien weltweit angetrieben. Neben der glänzenden Entwicklung in der Schweiz, welche den Swiss Performance Index im ersten Semester um 15,2 Prozent hat steigen lassen, haben auch andere europäische Aktien ihren Höhenflug fortgesetzt. Zu den absoluten Überfliegern zählten Börsen wie Stockholm und Wien, welche mit über 20 Prozent im Plus liegen.

Trotz luftiger Bewertung sind auch amerikanische Aktien weiter geklettert. Geholfen hat nicht zuletzt das hohe Gewinnwachstum, welches US-Unternehmen an den Tag legen. Bezogen auf den Gesamtmarkt schätzen Analysten für 2021 eine Zunahme der Gewinne pro Aktie in der Dimension von 30 Prozent und damit deutlich mehr als zu Beginn des Jahres.

Noch halten die Notenbanken die kurzfristigen Zinsen tief. Dies treibt einigen Marktteilnehmern angesichts der sprunghaft erhöhten Inflation Sorgenfalten auf die Stirn. Laut der Taylor-Regel, welche in den USA Zinsen, Konjunktur und Inflation berücksichtigt, sollte die Fed-Fund-Rate (Zinssatz für Übernachtskredite zwischen Banken) aktuell bei 2,65 Prozent notieren, nicht bei 0,25 Prozent.

Allerdings gehen momentan viele Beobachter eben auch davon aus, dass

der Teuerungssprung temporär ist und vor allem mit Basiseffekten (Energiepreise, temporärer Lohndruck, Nachholeffekte beim Konsum) erklärt werden kann, und dass wir nicht am Anfang einer nachhaltig höheren, dauerhaften Inflation stehen. Eine Meinung, welche wir teilen. Die langfristigen Zinsen, auf welche die Währungshüterinnen weniger Einfluss haben, sind seit Jahresbeginn fast überall gestiegen, wenngleich sie von dem im Frühjahr erreichten Niveau inzwischen wieder etwas abgebröckelt sind.

Richtig zur Sache ging es bei den Rohstoffen. Neben dem Anstieg des Ölpreises um 44 Prozent haben vor allem die Holzpreise für Schlagzeilen weit über die Börsenwelt hinaus gesorgt. So hat sich etwa die Notiz für nordamerikanisches Bauholz verdoppelt. Zeitweise handelte das Material noch deutlich höher. Der S&P Goldman Sachs Commodity Index steht mit einem Aufschlag von 31 Prozent zu Buche, Kupfer hat sich um rund 25 Prozent verteuert. Ebenfalls zweifelhaft angezogen haben die Notierungen für Agrarrohstoffe wie Sojaöl, Mais und Kaffee. Dagegen hat das Gold, ausgedrückt in US-Dollar/Unze, um rund 7 Prozent nachgegeben.

Verdächtig ruhig ist es in der politischen Landschaft. Es besteht eine ge-

wisse Gefahr, dass sich die Anlegerinnen und Anleger von dieser (vermutlich eher trügerischen) Ruhe einlullen lassen. Denn unter der Oberfläche brodelt es. Chinas Expansionsgelüste, die Spannungen des Reichs der Mitte mit den USA wie auch mit Australien, der Nahe und Mittlere Osten, Russland und Weissrussland müssen auf dem Radarschirm behalten werden. In Europa werfen die deutschen Bundestagswahlen vom September erste Schatten voraus, ohne bisher allerdings bedrohlich zu wirken.

Fazit: Nach wie vor ziehen wir Aktien den Obligationen vor. Gold halten wir als Ersatzwährung und Absicherung gegen Unvorhergesehenes. Alternative Anlagen, deren Überrenditen (vs. dem risikofreien Zinssatz) übrigens nicht so schlecht aussehen, wie gerne kolportiert wird, dienen ebenfalls weiterhin zur Dämpfung von übermässigen Wertschwankungen in diversifizierten Portfolios.



Alfred Ernst, Direktor und Kundenbetreuer bei Salmann Investment Management, Vaduz

Finanzkommentar der VP Bank

Noch können die Zinsen Aktien wenig anhaben

Mit Optimismus ins Jahr zu starten, hat sich an den Finanzmärkten ausbezahlt. Zwar prägt weiterhin die Pandemie unser Leben, doch breite Teile der Wirtschaft haben ihren Betrieb wieder aufgenommen. Noch grössere Schäden, wie sie angesichts des Wirtschaftseinbruchs zu erwarten gewesen wären, blieben dank des ultraexpansiven Kurses der Notenbanken und der staatlichen Nothilfen aus.

Zudem ist die Bereitschaft der Regierungen hoch, mit grossangelegten Konjunkturprogrammen für zusätzliche Impulse zu sorgen. Gleichzeitig führen leere Lager bei Industrieunternehmen und Nachholbedarf bei Konsumenten zu einem überaus starken Auftragseingang. Die Locke-

rungrmassnahmen der letzten Wochen erlaubten zuletzt auch Öffnungen für Dienstleistungsunternehmen. Somit sind die konjunkturellen Aussichten für das zweite Halbjahr so gut wie schon lange nicht mehr.

Der sprunghafte Nachfrageschub stellt zahlreiche Unternehmen vor neue Herausforderungen. Die Nachwirkungen von Produktionsausfällen bei Rohprodukten sowie ein Mangel an Leercontainern in Asien führen in mehreren Branchen zu Engpässen. Dies wird den Aufschwung zwar bremsen, jedoch nicht stoppen. Da es sich um temporäre Effekte handelt, gehen wir nicht davon aus, dass der resultierende Anstieg der Produzentenpreise höhere Konsumentenpreise zur Folge haben wird.

Dennoch wird sich bei den Notenbanken nicht allzu viel Entspannung breitmachen. Die Rezessions- und Deflationsrisiken haben zwar deutlich abgenommen. Angesichts der konjunkturellen Dynamik werden die Notfall-Wertpapierkäufe zu hinterfragen sein. Frühere Episoden haben gezeigt, wie schwierig der Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik ist.

Wir gehen davon aus, dass die US-Notenbank Fed über den Sommer hinweg ihre Wortwahl anpassen wird und die Märkte so auf eine Kursanpassung vorbereitet. Leitzinserhöhungen werden dabei noch länger nicht auf der Agenda stehen, zunächst werden die ausserordentlichen Massnahmen schrittweise zurückgefahren.

Wir erwarten, dass angesichts der konjunkturellen Dynamik die Staatsanleihenrenditen erneut steigen. Die Bewegung sollte allerdings nicht mehr ganz so heftig ausfallen wie zu Jahresbeginn. Anlegern empfehlen wir, das Zinsrisiko tief zu halten. Global ausgerichtete, opportunistische Anleihenfonds werden sich in solch einem Umfeld wohl besser behaupten können. Chinesische Anleihen stellen eine attraktive Beimischung dar, ohne dabei das Kreditrisiko über Gebühr zu erhöhen.

Das konjunkturelle Umfeld spricht klar dafür, dass sich Aktien besser entwickeln werden als Anleihen. An den Aktienmärkten zeigt sich derweil ein untypisches Bild. Anstelle der üblichen Zurückhaltung in der frühen

Phase eines Aufschwungs sind die Anleger äusserst optimistisch gestimmt – um nicht zu sagen euphorisch. Dies limitiert zusammen mit den hohen Bewertungen das fundamentale Potenzial, Aktien sollten aber von der positiven Dynamik profitieren. Wir sehen weiteres Potenzial für ausgesuchte Anlagethemen und die Region Europa. Auch Nachhaltigkeitsaspekte werden für die Vermögensanlage immer wichtiger.



Bernd Hartmann, Chefstrategie der VP Bank

Börsenkommentar

Die Krux mit der Geschichte

Der CEO des Londoner Anlagehauses Schroders ist eine gewichtige Persönlichkeit auf dem Londoner Finanzplatz. Am 14. Juli erschien in «Finanz und Wirtschaft» ein Interview mit ihm. Daraus möchte ich Folgendes zitieren: «Wir haben in den letzten Monaten ein Seilziehen zwischen Value- und Wachstumstiteln gesehen. Solche Präferenzwechsel dürften wir noch einige Male beobachten, solange unklar ist, ob wir uns in einem kurzfristigen zyklischen Wandel oder in einem langfristigen Regimewechsel befinden.» Für Sie ist das nichts Neues. Ich habe das Thema in der Kolumne vom

9. April behandelt und festgestellt, die Zeit sei gekommen die Portfolios näher an ihren als Messlatte verwendeten Index heranzuführen. Der Grund für dieses dominierende Muster ist, wie Harrison ausführt, «die derzeit unübersichtliche und ungenaue Datenlage. Weil dieses Jahr dank des Basiseffekts des Coronajahres viele Konjunktur- und Unternehmenszahlen hohes Wachstum zeigen, ist die Interpretation viel schwieriger». Darin liegt eine implizierte, aber ganz wesentliche Botschaft, enthalten im Wort «Interpretation». Die Kurse bewegen sich nicht wegen der Daten von selbst,

sondern weil die Gehirne der Akteure die Daten interpretieren und daraufhin handeln. Die moderne Kapitalmarkttheorie macht es sich mit der Erklärung zu einfach, die rationalen Akteure würden die richtige Antwort finden und die Fehler der irrationalen ausbügeln. Daher würden die Kurse steht's die fundamentalen Werte wiedergeben.

Das heisst: Man setzt auf Schwarmintelligenz. Die Krux ist aber die, dass die Behaviour-Finance-Forschung zeigt, dass Schwarmintelligenz zwar systematisch erstaunlich präzise

Schätzungen hervorbringt, doch nur wenn die einzelnen Mitspieler nicht miteinander kommunizieren. Sonst stecken sie sich gegenseitig an.

Nun stellen Sie sich die unübersichtliche Datenlage vor, die an der Börse übliche Kommunikationsintensität und die Ansteckungsprozesse. Das ist der Stoff, der gegen grosse Wetten spricht, und dafür, sich möglichst nahe an eine stark diversifizierte Messlatte zu begeben, vorzugsweise ausgerichtet am MSCI Welt. Es ist aber nicht der Stoff, der einen Ausstieg aus dem Aktienmarkt nahelegt, weil die vorlie-

gende Konstellation nicht für den Beginn eines Bärenmarktes spricht. Das schliesst grössere Rücksetzer nicht aus, die aber sehr wahrscheinlich nur kurzfristiger Natur wären. Wer solchem auszuweichen versucht, verpasst den grössten Teil grosser Trends. Und niemand kann ausschliessen, dass der aktuelle Trend noch weit geht.



Alfons Cortés, Börsenexperte