

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF AG



11. März 2022

ANGEBOTSSCHOCK AN DEN MÄRKTEN?

Die Corona-Krise ist noch nicht ganz überwunden, da droht der Weltwirtschaft bereits eine neue Krise: Der Angriff Russlands auf die Ukraine und die Wirtschaftssanktionen vor allem der westlichen Länder gegen Russland haben aufgrund von tatsächlichen und befürchteten Lieferbeschränkungen zahlreiche Rohstoffpreise in die Höhe schnellen lassen. Aufgrund der Bedeutung Russlands als Exporteur von Rohstoffen steigen die Preise von Erdgas und Erdöl aber auch von anderen Rohstoffen wie Palladium, Roheisen und Weizen.

Im Unterschied zur Corona-Krise, als die Lockdown-Maßnahmen vor allem zu einem Rückgang der volkswirtschaftlichen Nachfrage führten, handelt es sich bei der aktuellen Entwicklung um einen Angebotsschock infolge steigender Rohstoffpreise. Die Unterscheidung zwischen Angebots- und Nachfrageschocks ist aus ökonomischer Sicht bedeutsam. Ein Nachfrageschock führt dazu, dass das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und die Preise fallen. Ein Angebotsschock hingegen bedeutet, dass das Wachstum zurückgeht, aber anders als bei einem Nachfrageschock die Preise steigen und nicht fallen.

Einem Nachfrageschock kann die Politik entgegenwirken, in dem die Zentralbanken die Zinsen senken oder die Parlamente fiskalpolitische Maßnahmen beschließen, um die Nachfrage zu stimulieren. Bei einem Angebotsschock besteht insbesondere für die Zentralbanken ein Zielkonflikt. Erhöht die Zentralbank die Zinsen, um die Inflation zu bekämpfen, dann würgt sie möglicherweise das Wachstum ab. Senkt sie die Zinsen, um die Wirtschaft zu stimulieren, dann leistet sie weiterer Inflation Vorschub.

Bereits am 14.2.2022 – zehn Tage vor Ausbruch des Ukraine Konflikts – hat das Global Investment Committee der Oddo BHF Bank beschlossen, die Aktienquoten zu senken und auf „leicht untergewichten“ zu gehen. Falls sich die Ukraine und Russland auf einen Frieden einigen könnten, dann würde die Risikoprämie an den Märkten deutlich zurückgehen und die Aktienkurse würden steigen. Dauert der Krieg länger, dann könnte der Angebotsschock zu einer Stagflation führen. Da die Situation weiter unsicher ist, bleiben wir weiter vorsichtig positioniert und bereiten uns darauf vor, bei neuen Daten in beide Richtungen reagieren zu können.

Wirkungszusammenhänge: Wie wirkt sich ein Angebotsschock auf die Wirtschaft aus?

Viele Marktteilnehmer befürchten, dass der Anstieg der Rohstoffpreise zu einem Angebotsschock führen könnte. Die Wirkungszusammenhänge eines Angebotsschocks können wie folgt beschrieben werden:

1. Anstieg der Inflation: Der Konflikt in der Ukraine führt derzeit dazu, dass die Rohstoffpreise und die Inflation steigen. Unsicher ist, wie lange dieser Effekt andauern wird. Bei einem Friedensschluss, auf den wir alle hoffen, könnten die Rohstoffpreise wieder deutlich sinken.
2. „Ölsteuer“: Ökonomen sprechen oftmals von einer „Ölsteuer“, da der Anstieg der Rohstoffpreise Konsumenten Geld für den Kauf anderer Güter entzieht. Wer mehr Geld etwa bei der Betankung seines Autos ausgibt, kann weniger andere Güter kaufen.

3. Monetäre Effekte: Eine stark steigende Inflation zwingt die Zentralbanken dazu, die Zinsen zu erhöhen. Wir erwarten derzeit mindestens vier Zinserhöhungen in den USA. Die EZB hat diese Woche signalisiert, dass eine erste Zinserhöhung bereits im Jahr 2022 möglich ist.

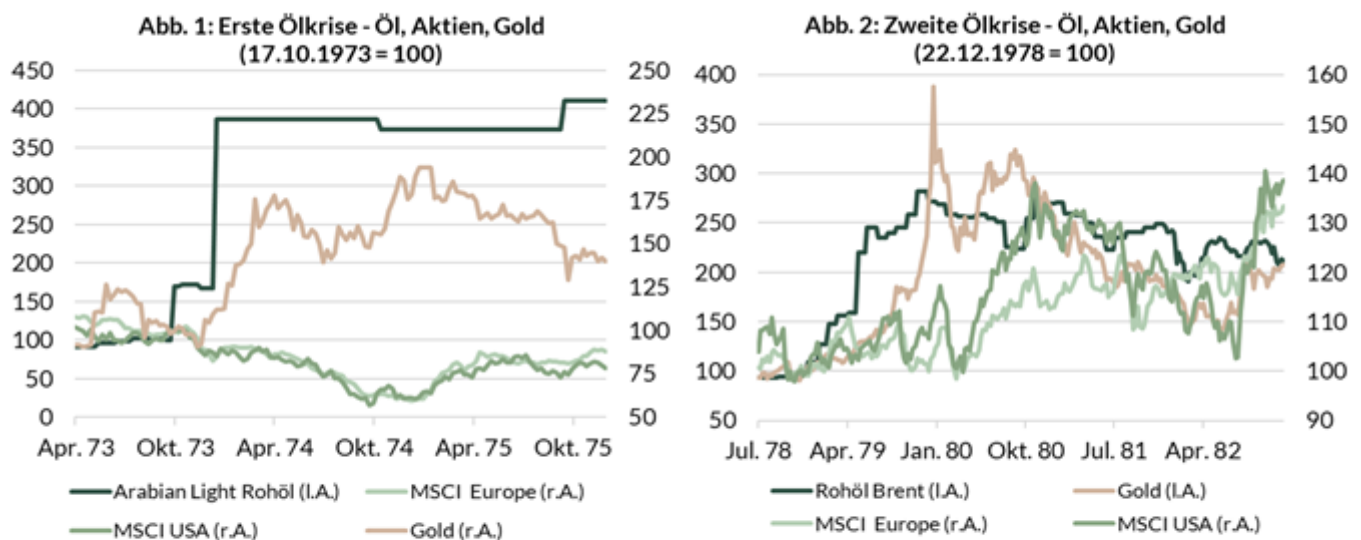
4. Vermögenseffekt: Höhere Zinsen bedeuten, dass zukünftige Gewinne und Cashflows mit einem höheren Diskontfaktor abzuzinsen sind. Das belastet primär hoch bewertete Wachstumsaktien und langlaufende Anleihen. Deshalb achten wir auf eine kurze Duration bei Anleihen und achten auf Qualität zu einem angemessenen Preis bei Aktien

5. Unsicherheitseffekt und Zweitrundeneffekte: Führt ein Angebotsschock zu einer Stagflation, also zu steigender Inflation und einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts, dann steigt die Unsicherheit und es besteht die Gefahr einer Lohn-Preis Spirale.

Die ökonomischen Wirkungszusammenhänge eines Angebotsschocks können anhand der obigen fünf Punkte strukturiert erklärt werden. Ob der Angebotsschock diesmal tatsächlich zu einer Stagflation führt, ist im hohen Maße unsicher. Das Rezessionsrisiko in den USA ist aufgrund des Ukraine-Konflikts und des Anstiegs der Rohstoffpreise gestiegen. Unter Berücksichtigung der Zinsstrukturkurve schätzen wir die Rezessionswahrscheinlichkeit momentan auf rund 20%. Ein Rezessionsrisiko in den USA von 20% bedeutet aber immer noch, dass mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% derzeit davon auszugehen ist, dass die USA in den nächsten 12 Monaten nicht in eine Rezession schlittern. In Europa ist das Rezessionsrisiko höher als in den USA, da Europa stärker von dem Ukraine-Konflikt betroffen ist. Welche Auswirkungen hatten länger dauernde Angebotsschocks in der Vergangenheit?

Blick zurück in der Vergangenheit

In der aktuellen Diskussion wird vielfach auf die Ölpreiskrisen der 70er Jahre Bezug genommen, um Rückschlüsse auf mögliche Folgen heutzutage abzuleiten. Diese Vergleiche haben ihre Grenzen, da die Entwicklungen ab Herbst 1973 (Jom-Kippur-Krieg und OPEC-Ölembargo im Oktober 1973) bzw. ab Winter 1978/79 (Islamische Revolution, Iran-Irak-Krieg) ihre spezifischen Hintergründe und Begleitumstände hatten.



Quelle: Refinitiv Datastream; Zeitraum links: 10.04.1973-09.12.1975; Zeitraum rechts: 28.07.1978 – 31.12.1982

Ins Auge fällt (s. Abb. 1 und 2), dass sich Aktieninvestments in beiden Krisen wenig erfolgreich entwickelten. In den frühen 70er Jahren folgte dem Energiepreisschock (Ölpreis verdreifachte sich fast) eine ausgeprägte Schwächephase der Aktienmärkte mit massiven Kursverlusten (rund 40%), die rund ein Jahr andauerte. Erst ab Herbst 1974, mit Beginn der Leitzinssenkungen, kam es zu einer langsamen Erholung des Marktes. Gold dagegen hatte einen starken Lauf. Bis Ende 1974 hat sich der Preis fast verdoppelt, begünstigt möglicherweise durch die Schwäche des US-Dollars nach der Aufgabe der Goldkonvertibilität und der Freigabe der Wechselkurse.

Der Preisschock der zweiten Ölkrise wurde durch Produktions- und Lieferausfälle infolge der Islamischen Revolution im Iran (ab Ende 1978) und des Irak-Iran-Kriegs ausgelöst. Während der zweiten Ölpreiskrise stieg der Ölpreis um rund 150%. Der Goldpreis stieg von gut 200 US\$ auf kurzzeitig über 800 US\$ pro Unze während der zweiten Ölpreiskrise.

Die Aktienmärkte behaupteten sich in der ersten Phase der Krise und konnten ab Frühjahr 1980 sogar wieder kräftig zulegen. Die folgende Rezession war kurz (Feb.–Juli 1980). Die unterschiedliche Entwicklung des Aktienmarktes während der beiden Ölkrisen kann teilweise anhand des unterschiedlichen Bewertungsniveaus erklärt werden. Vor der ersten Ölkrise war die Bewertung des Marktes mit einem Shiller Kurs-Gewinnverhältnis von etwa 17x der durchschnittlichen Gewinne der letzten 10 Jahre deutlich höher als vor der zweiten Ölpreiskrise (Shiller P/E von etwa 9x). Hoch bewertete Aktienmärkte fallen meist stärker als moderat bewerte Aktienmärkte in Krisenphasen.

Fazit

Die Ölkrisen der 1970er Jahre belegen beispielhaft die Auswirkungen eines länger anhaltenden Angebotsschocks: Das Wachstum wurde gebremst und die Inflation beschleunigte sich. Von großer Bedeutung für die Entwicklung an den Finanzmärkten ist, ob die Preiseffekte dauerhaft sind oder nicht. Ein schneller Friedensschluss könnte zu einem Rückgang der Gas- und Ölpreise führen. Ein längerer Konflikt in der Ukraine hingegen könnte einen länger anhaltenden Angebotsschock auslösen.

Gold bewährt sich oftmals in Krisenzeiten, da es hilft, Risiken zu diversifizieren. Ob Gold auch diesmal weiter steigt, hängt auch von der Vorgehensweise der Notenbanken ab. Höhere Zinsen bremsen den Hunger der Investoren nach Gold, ebenso ein tendenziell festerer US-Dollar.

Wir haben bereits zehn Tage vor dem Ukraine-Konflikt begonnen, die Aktienquoten zu reduzieren. Ändert sich die Datenlage, dann sind wir bereit, in beide Richtungen zu agieren. Bis dahin bleiben wir vorsichtig positioniert. Bei allen Risiken darf nicht vergessen werden, dass Aktien die zentrale Anlage für langfristig orientierte Investoren sind. Selbst diejenigen, die zum ungünstigsten Zeitpunkt während der Stagflationsphasen 1973/1974 oder 1979/1980 Aktien gekauft haben, sind heute deutlich wohlhabender als jene, die während der damaligen Krisen ihr Aktienportfolio liquidiert haben. In Krisen behält man am besten einen kühlen Kopf und achtet darauf, dass man die langfristige Perspektive nicht aus den Augen verliert.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT
11.03.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3700,1	4,1	-5,7	-13,9
DAX 40	13683,4	4,5	-5,4	-13,9
CAC 40	6268,3	3,4	-5,9	-12,4
FTSE 100	7150,2	2,3	-4,1	-3,2
SMI	11519,7	1,9	-3,9	-10,5
S&P 500	4254,1	-1,7	-2,7	-10,7
Nasdaq Comp.	13072,2	-1,8	-4,9	-16,4
Nikkei 225	25162,8	0,0	-5,1	-12,6
CSI 300	4306,5	0,0	-6,0	-12,8
Hang Seng	20553,8	0,0	-9,5	-12,2

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	0,125	0	0	0
SNB Sichteinlagen	-0,75	0	0	0

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	0,28	0,35	0,14	0,45
US T-Note 10 J.	2,00	0,27	0,18	0,49
Schweiz 10 J.	0,34	0,17	0,08	0,48

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,0951	0,2	-2,4	-3,7
EUR in GBP	0,8371	-1,3	-0,1	0,5
EUR in CHF	1,0213	-1,8	0,7	1,6
US-Dollar Index **)	98,723	0,1	2,1	3,2

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1976,6	0,3	3,5	8,1
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	110,89	-6,1	9,8	42,6

Letzte Aktualisierung: 11.03.2022 16:39

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % (%) bzw. in Prozentpunkten (Pp); *) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

Kontakt (Deutschland)

NEWMARK FINANZKOMMUNIKATION

Andreas Framke

+49 69 94 41 80 55

andreas.framke@newmark.de

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.