

Frankfurt am Main, den 24. November 2021

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Der Oktober war an den Finanzmärkten von deutlicher Risikobereitschaft und neuen Höchstständen geprägt. Der globale Industrieländerindex, der *MSCI World*, verzeichnete einen Kursgewinn von +5,8% (seit Jahresbeginn +26,3%), der globale Schwellenländerindex, der *MSCI Emerging Markets*, dagegen lediglich +1,1% und vergrößerte damit seinen Rückstand seit Jahresbeginn (+5,4%, jeweils in EUR). Getragen war die weltweite Entwicklung vom US-amerikanischen *S&P 500* mit +6,9% (+22,6%, in USD) sowie dem europäischen *Euro Stoxx 50* mit +5,0% (+19,6%), während der deutsche *Dax* mit +2,8% (+14,4%) und der japanische *Topix* mit -1,3% (+12,0%, jeweils in lokaler Währung) zurückblieben.
- Besonderen Zuspruch verzeichneten neben dem Energie-, Transport- und zyklischen Konsumgütersektor hierbei Unternehmen mit wachstumsorientierten Geschäftsmodellen, insbesondere im Bereich der Informationstechnologie. Gegenüber sogenannten Substanzwerten (+4,2% im Oktober, +23,8% seit Jahresbeginn) boten Wachstumstitel damit Anlegern seit Jahresbeginn eine ähnliche Wertentwicklung (+ 6,3% bzw. 22,9%, in EUR, jeweils bezogen auf das Segment in der *MSCI ACWI*-Indexfamilie). Vor einigen Monaten noch oft zitiert, hat die sogenannte „Rotation“ damit inzwischen an Fahrt verloren.
- Berechtigt erscheint diese Dynamik an den Aktienmärkten durch erfreuliche, die Erwartungen übertreffende Berichte der Unternehmen für das dritte Quartal. Von den US-amerikanischen Unternehmen des *S&P 500* übertrafen bislang 81% die Gewinnerwartungen mit einem Gewinnwachstum von ca. 38% gegenüber dem Vorjahresquartal (bisherige Berichtsquote: ca. 80%). Bei vorgelegten Daten für bislang 40% des *Stoxx Europe 600* weisen europäische Unternehmen sogar ein Gewinnwachstum von 61% aus. Trotz anhaltender Lieferengpässe und damit einhergehenden Preissteigerungen konnten die Unternehmen ihre Gewinnmargen halten. Unterstützung bot dem US-amerikanischen Aktienmarkt auch das Rückkaufvolumen der US-Unternehmen: Gegenüber dem Vorjahr wird hier eine Steigerung von 50% erwartet.
- Diese Entwicklung trotzte der anhaltenden Inflationsdynamik, die vor allem weiter steigende Energiepreise reflektierte, unter anderem einen Ölpreisanstieg um +7,5% (Nordseesorte Brent) im Berichtsmonat. Mit einem Anstieg auf 6,2% (gegenüber 5,4% im September) notierte die Inflation in den USA bereits den fünften Monat in Folge über 5%. Zu einem erwähnenswerten Anteil - nämlich ca. 1–1,5% - resultierte dies aus dem beachtlichen, voraussichtlich vorübergehenden Preisanstieg bei Gebrauchtwagen um ca. 30%. Auch in der Eurozone (4,1%) und in Deutschland (4,5%) kletterten die Preise stärker als im Vormonat (vs. 3,4% bzw. 4,1%).
- Die Signale zur weiteren konjunkturellen Entwicklung blieben weiterhin verhalten. Zwar liegt die Wachstumserwartung für 2022 mit etwa 4,5% über dem langfristigen Wachstumstrend. Allerdings lassen jüngste Daten eine vorübergehende Abkühlung erwarten, insbesondere für das produzierende Gewerbe. So litt die Industrieproduktion im September weiterhin unter dem Materialmangel und sank sowohl in den USA (-1,3%) als auch in Deutschland (-1,1%). Besonders betroffen waren in Deutschland die Autobauer mit deutlich gesunkenen Kfz-Zulassungen (-35% vs. Vorjahr). Auch die im Oktober rückläufigen Einkaufsmanagerindizes (Eurozone: 56,2 auf 54,3; Deutschland: 55,5 auf 52,0) und der erneut, den vierten Monat in Folge fallende Ifo-Geschäftsklimaindex (98,9 auf 97,7) bestätigten das Gesamtbild.
- Bemerkenswert robust behaupteten sich in diesem Umfeld die Arbeitsmärkte. Mit einem saisonbereinigten Rückgang um 39.000 Stellen sank die Arbeitslosigkeit in Deutschland zwar um -0,2% auf 5,2%, notiert allerdings noch immer höher als vor der Pandemie (Dezember 2019: 4,9%). Aufmerksamkeit erfordert die Dynamik im US-amerikanischen Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von nur noch 4,6% (vs. 4,8% im Vormonat) und 531.000 neuen Stellen im

Oktober. Hier steigt das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale, bleibt das Angebot an Arbeitssuchenden doch voraussichtlich begrenzt durch eine geringe Impfquote (mit 69% in den USA so niedrig wie in Deutschland), steigende Renteneintritte infolge von COVID-19 und sinkende Einwanderung.

- Im Einklang mit den Inflationsdaten zeigten auch die Renditen der langfristigen Staatsanleihen einen leichten Anstieg im Berichtsmonat: die US-amerikanischen zehnjährigen *Treasuries* von 1,49% auf 1,58% und die zehnjährigen deutschen Bundesanleihen von -0,19% auf -0,11%. Die US-amerikanische *Federal Reserve* rechnet weiter mit einer Erhöhung des Leitzinses im kommenden Jahr und begann inzwischen, ihre monatlichen Anleihenkäufe um USD 15 Mrd. zu drosseln.
- Gegenüber dem US-Dollar hielt sich der Außenwert des Euros im Berichtsmonat recht stabil (-0,1%), um -5,4% günstiger als zu Jahresbeginn. Der Preis einer Feinunze Gold erhöhte sich im Oktober zwar um 1,5% auf USD 1.769, liegt damit allerdings noch immer deutlich unter dem Wert zum Beginn des Jahres (um -6,3%, jeweils in US-Dollar).

Unsere Einschätzung

- Insgesamt entspricht die Entwicklung im Berichtsmonat unseren Erwartungen für das laufende Kalenderjahr. Die stabile Ertragssituation der Unternehmen bestätigt unsere weiterhin konstruktive Einschätzung der Aktienmärkte. Die größten Risiken sehen wir in abrupten geldpolitischen Entscheidungen, einer missverständlichen Kommunikation durch die Zentralbanken sowie – insbesondere für Europa – in den Auswirkungen der weiteren Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie.
- Der Rückgang des Goldpreises verdient aus unserer Sicht insofern Beachtung, als Gold damit seiner oft zitierten Rolle als Absicherung gegenüber Inflation (mit entsprechendem Preisanstieg) bislang nicht gerecht wurde. Gegenüber seinem Hoch von USD 2.070 im August 2020 notiert der Goldpreis inzwischen ca. 17% niedriger (in US-Dollar). Drei Aspekte halten wir in diesem Zusammenhang für relevant.
 - **Begrenztes Angebot:** Der globale Goldbestand umfasst derzeit etwa 200.000 Tonnen, entsprechend einem Goldwürfel mit einer Kantenlänge von 21,85 Metern. Ausweitungen des Angebotes durch Minenproduktion und Recycling bewegen sich in der Regel in einem Volumen von 4-5 Tsd. Tonnen, also bei ca. 2–2,5% pro Jahr. Gegenüber der exponentiell gewachsenen (Papier-) Geldmenge fungiert Gold deswegen als Wertaufbewahrungsmittel (illustriert in unserer *Graphik des Monats*). Die Unzerstörbarkeit und nahezu unendliche Teilbarkeit des Edelmetalls unterstreichen seine Bedeutung als Inflationsschutz.
 - **Nachfrage im Marktumfeld:** Nachgefragt wird Gold vor allem von der Schmuckindustrie (46% des globalen Goldbestandes), Zentralbanken (17%), Käufern von Barren und Münzen sowie zur Besicherung von Finanzprodukten (wie sogenannten *Exchange Traded Commodities*, ETCs). Ein steigender US-Dollar und steigende Zinsen dämpfen typischerweise die Nachfrage, Inflationssorgen fördern sie. Deutlich gestiegen ist in diesem Jahr die Nachfrage von Seiten der Zentralbanken. So lagen die Goldkäufe der Zentralbanken im ersten Halbjahr 39% über dem durchschnittlichen Niveau im gleichen Zeitraum der vorangegangenen fünf Jahre. (Die russische Zentralbank hält inzwischen erstmals mehr Gold als US-Dollar.) Dominiert wurde dies allerdings von hohen Verkäufen von goldbesicherten Finanzprodukten. Analysten werten dies als Ausdruck eines sinkenden Sicherheitsbedürfnisses und der wachsenden Attraktivität anderer Anlagen. Dies erklärt den Preisrückgang in diesem Jahr.
 - **Als „sicherer Hafen“ alternativlos?** Nicht nur in Aktien, sondern auch in Kryptowährungen wurde im Laufe dieses Jahres von Gold in bedeutendem Umfang umgeschichtet. Insbesondere dem Bitcoin, der liquidesten Kryptowährung, wird die Eigenschaft als Inflationsschutz häufig zugeschrieben. Begründet wird dies insbesondere mit dem auf 21 Millionen Bitcoins begrenzten Angebots dieser Kryptowährung und den mit Gold

gemeinsamen Eigenschaften der Teilbarkeit und Unzerstörbarkeit. Indem weder Gold noch Bitcoins laufende Erträge erwirtschaften, entziehen sie sich beide einer finanzmathematischen Bewertbarkeit. Allerdings mindern nicht nur die bislang noch geringe Akzeptanz, sondern auch erhebliche regulatorische Risiken aus unserer Sicht die Tauglichkeit von Kryptowährungen als „sicherer Hafen“ im Sinne einer „Währung der letzten Instanz“, die Gold weiterhin zu eigen ist.

- Weiterhin setzen wir auf Aktien als wesentliche Renditequelle unserer Investitionsstrategie, ergänzt durch Gold, Rohstoffe und marktunabhängige Engagements. Unsere Aktienengagements unterliegen wachsender Selektivität.

Positionierung

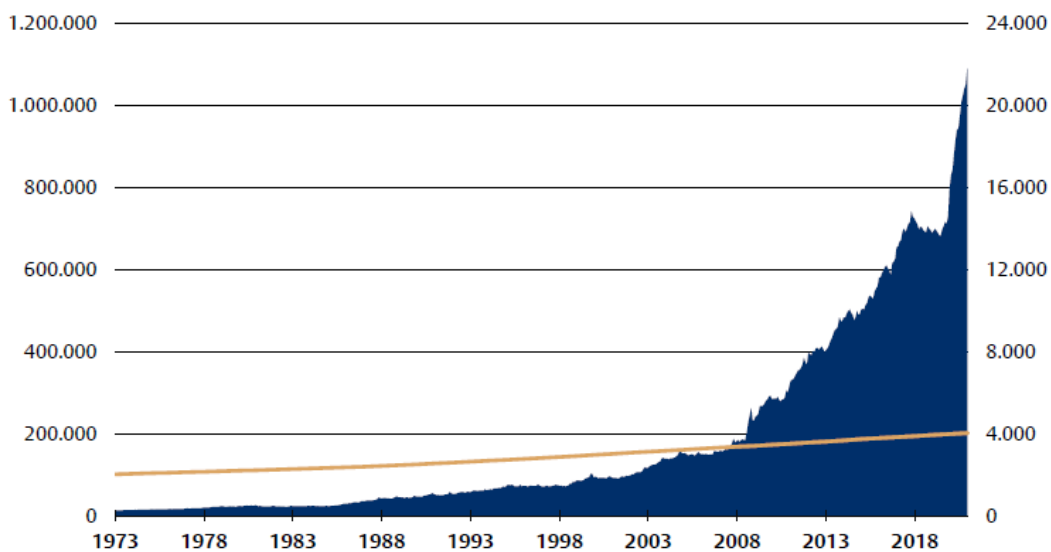
In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtszeitraum die folgenden Anpassungen:

- Reduzierung von Engagements in Goldminen-Aktien und Rotation in physisches Gold und Rohstoffe;
- Manager-Rotation bei Wachstumsaktien im Technologiesektor;
- Aufstockung von Wachstumstiteln, finanziert durch Reduzierung von Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung.

Graphik des Monats:

Entwicklung globale (Papier-)Geldmenge¹⁾ und globaler Goldbestand

Globale Geldbasis in Mrd. USD (blau; rechte Skala) und globaler Goldbestand in Tonnen (gelb; linke Skala)



Anmerkung: 1) Geldmenge M0: Summe der sechs bedeutendsten Währungsräume (China, Eurozone, Japan, Schweiz, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten)

Quelle: Flossbach von Storch, Stand: 1. Juni 2021

Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktbericht zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktberichtes oder dessen Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichtes oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.