

Frankfurt am Main, den 22. Dezember 2021

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Der November glich an den Kapitalmärkten einer Berg- und Talfahrt, deren Wendepunkt der 17. November markierte. Während der globale Industrieländerindex, der *MSCI World*, den Monat einigermaßen stabil (+0,6%, seit Jahresbeginn +27,0%) abschloss, gab der globale Schwellenländerindex, der *MSCI Emerging Markets*, um -1,4% nach und verlor damit seit Jahresbeginn weiter an Boden (+4,0%, jeweils in EUR). Der US-amerikanische *S&P 500* entwickelte sich mit -0,8% (+21,6%) vergleichsweise robust. Dagegen büßten der europäische *Euro Stoxx 50* -4,4% (+14,4%), der deutsche *Dax* -3,8% (+10,1%) und der japanische *Topix* -2,6% (+9,1%, jeweils in lokaler Währung) weiter ein. Diese Indizes lagen damit ca. 6 - 8% unter ihren vorangegangenen Höchstständen zur Monatsmitte.
- Getrieben war die Nervosität der Anleger von neuen Nachrichten zur Corona-Pandemie: In ihren verschiedenen Ausprägungen erlaubte die neu aufgetretene Omikron-Variante zunächst keine belastbare Einschätzung über die Wirksam- und Anpassbarkeit der zugelassenen Impfstoffe und der Gefahr, die von der Variante ausgehen könnte. Während Technologie- und Biotechnologie-Unternehmen zulegten (mit jeweils +5,3% bzw. +1,5% im Berichtsmonat), verzeichneten konjunktursensible Sektoren wie Transport- (-2,4%) und Energieunternehmen (-4,8%) sowie Banken (-4,5%) Einbußen (jeweils bezogen auf die *MSCI ACWI*-Indexfamilie, in Euro).
- Damit einher ging wachsende Skepsis zur weiteren konjunkturellen Entwicklung. Die einschlägigen Indikatoren waren eher rückläufig. In Deutschland fiel der ifo-Geschäftsklimaindex unter dem Eindruck des Materialmangels und den Restriktionen zur Eindämmung der aktuellen Coronawelle weiter von 97,7 auf 96,5 Punkte. Zugleich setzte sich die graduelle Erholung an den Arbeitsmärkten mit weiter rückläufigen Arbeitslosenquoten fort, sowohl in den USA (auf 4,2% von 4,6% im Vormonat) als auch in Deutschland (auf 5,1% von 5,2%).
- Ebenfalls dämpfend wirkte die Inflation, die im November weiter anzog. In der Eurozone wurde mit dem schnellsten Preisanstieg seit Gründung der Währungsunion eine Inflationsrate auf Jahressicht von 4,9% gemessen. Einige Marktteilnehmer erwarten, dass die 5,2% Preissteigerung in Deutschland im nächsten Jahr abnehmen könnte, da die Effekte von höheren Energiepreisen und der Mehrwertsteuererhöhung (nach der vorübergehenden Senkung im Corona-Jahr 2020) auslaufen sollten. In den Vereinigten Staaten stieg die Inflation erneut an und verzeichnete (erwartungsgemäß) mit 6,8% den höchsten Stand seit 39 Jahren.
- Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang der nun vorsichtigeren Tenor in den Verlautbarungen der US-amerikanischen Zentralbank: War der Anstieg der Inflation bislang von Seiten der *Federal Reserve* (wie auch von anderen Zentralbanken) als vorübergehend bezeichnet worden, spiegelten jüngste Kommuniqués die Erwartung einer tendenziell anhaltend höheren Inflation wider. Damit einher ging der Rückgang im Volumen der monatlichen Anleihekäufe.
- Der wachsenden Nervosität entsprach die steigende Nachfrage nach jenen Währungen, die gemeinhin als krisenfester als andere gelten. Nicht nur der US-Dollar (+1,9%), der Schweizer Franken (+1,7%) und der japanische Yen (+2,7%) notierten gegenüber dem Euro fester als zu Monatsbeginn. Auch Gold verteuerte sich um 2,0% auf USD 1.804,40 pro Feinunze.
- Bemerkenswert robust zeigten sich die Gewinnmargen der Unternehmen. Sowohl in den Vereinigten Staaten (*S&P 500 Index*) als auch in Europa (*Stoxx Europe 600 Index*) konnten die Unternehmen nicht nur ihre Gewinne, sondern auch ihre Gewinnmargen im Vergleich zum Vorjahr steigern. Der Anstieg der Aktienkurse in diesem Jahr reflektiert vor allem die proportional noch stärker gestiegenen Unternehmensgewinne. Damit sind Aktien mit einem niedrigeren Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) günstiger bewertet als vor einem Jahr.

- In verschiedener Hinsicht bot der November den Eindruck eines *Déjà vu*: ein vertrautes Muster in der Reaktion der Finanzmärkte auf schwer einschätzbare Nachrichten zur Corona-Pandemie. Nicht nur die abrupte Reaktion am 26. November – mit einem herben Tagesverlust von -4,15% im Dax –, auch die Auswirkungen auf einzelne Sektoren ähnelten dem Verlauf vom März 2020, dem Höhepunkt der Corona-Unwägbarkeit den Finanzmärkten.

Unsere Einschätzung

- Trotz dieser Ähnlichkeit halten wir das Risiko weitergehender massiver Verwerfungen durch diese Omikron-Variante für vergleichsweise gering. Dies begründet sich in den differenzierten politischen Reaktionen zur Eindämmung (bei derzeitigen Impfquoten) sowie der Erwartung eines mittelfristig verfügbaren Impfstoffes gegen diese Variante.
- Die im Berichtsmonat gestiegene Wahrscheinlichkeit beherzter geldpolitischer Maßnahmen der US-amerikanischen *Federal Reserve* sowie das damit verbundene Risiko von geldpolitischen Überreaktionen und missverständlichen Erläuterungen halten wir mittelfristig für bedeutender für unsere nach wie vor konstruktive Einschätzung.
- Zu einem erheblichen Teil resultiert das Wachstum der Unternehmensgewinne im dritten Quartal – um ca. 38% in den USA und ca. 59% in Europa, jeweils gegenüber dem Vorjahresquartal – aus den Gewinneinbrüchen im Vorjahr, muss also als außerordentlicher Basiseffekt betrachtet werden. Die Kombination von grundsätzlich reifen Bewertungsniveaus im Aktienmarkt, teilweise hohen eingepreisten Erwartungen, abflachender konjunktureller Dynamik und tendenziell anhaltender Inflation lässt der Auswahl von Unternehmen und der Bewertung ihrer Geschäftsmodelle wachsende Bedeutung zukommen. Dies begründet die wachsende Selektivität unserer Aktienengagements.
- In diesem Zusammenhang verdienen aus unserer Sicht drei Aspekte Erwähnung:
 - **Margenstabilität:** Wie in unserer Graphik des Monats illustriert, weisen Unternehmen in einigen Sektoren nicht nur hohe, sondern auch vergleichsweise stabile Margen auf – insbesondere der Pharma-, der Halbleiter- und der Konsumgüter-Sektor. Begründet liegt diese Stabilität typischerweise in einer hohen Kundenbindung, einer starken Verhandlungsmacht im Einkauf und Preissetzungsmacht gegenüber Kunden. In diesem Zusammenhang werden typischerweise Firmen wie Nestlé, Unilever oder Coca-Cola genannt.
 - **Disruption:** Daneben weisen auch Softwareanbieter zwar jüngst schwankende, doch zugleich attraktiv hohe Margen aus. Bezeichnend für das aktuelle Marktumfeld erscheint uns dies deshalb, weil Software-Programme gelegentlich als die „Fabriken von heute“ beschrieben werden: von wesentlicher Bedeutung für die Steuerung von Produktions- und Arbeitsprozessen im Umfeld schnellen Wandels, zudem attraktiv durch fortlaufende Erträge und starke Kundenbindung, nicht zuletzt durch hohe Wechselkosten. Angesichts protektionistischer Tendenzen und der Neudefinition von Lieferketten dürfte die Bedeutung von Software tendenziell weiter steigen.
 - **Risiko des Rückspiegel-Fahrens:** Investitionsentscheidungen an den vergangenen Margen einzelner Unternehmen auszurichten mag plausibel sein, könnte sich allerdings in diesem Umfeld als irrelevant erweisen. Wie anfällig Erträge sein können, zeigt die Entwicklung der Börsenkurse einiger schwergewichtiger US-amerikanischer Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als USD 10 Mrd., deren Börsenkurs im Verlauf dieses Jahres deutlich einbrach: der Blogging-Dienst *Twitter* (-45% vom Höchstkurs), der Bekleidungseinzelhändler *The Gap* (-55%), der Nahrungsmittelproduzent *Beyond Meat* (-65%) und der Videokonferenz-Anbieter *Zoom Video Communications* (-56%). Dies unterstreicht, wie schnell sich Einschätzungen zur künftigen Profitabilität von Unternehmen ändern können. Aus Investoren-Sicht geht es ausschließlich um künftige, nicht um

vergangene Margen, so dass auch Unternehmen mit geringen Erträgen oder gar Verlusten attraktiv sein können (wie zum Beispiel Amazon, das noch 2012 einen Verlust auswies und dessen Aktienkurs seitdem um mehr als das 12-Fache stieg).

- Weiterhin setzen wir auf Aktien als wesentliche Renditequelle unserer Investitionsstrategie, ergänzt durch Gold, Rohstoffe und marktunabhängige Engagements. Einige Gewinnmitnahmen schaffen Liquidität, um günstige Einstiegspreise zu nutzen.

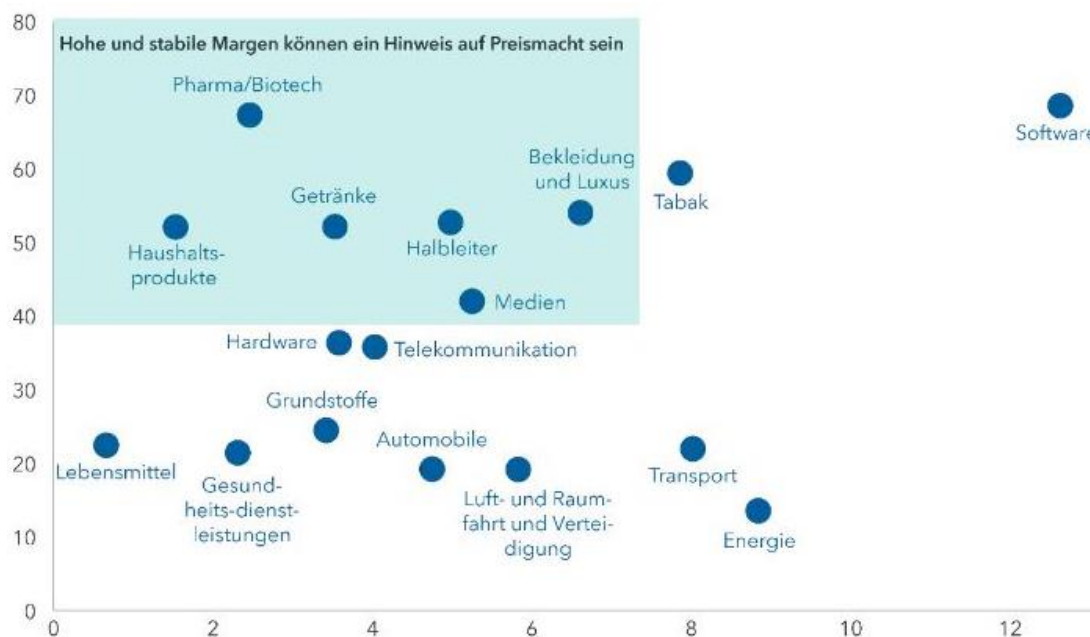
Positionierung

In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtszeitraum die folgenden Anpassungen:

- Gewinnmitnahmen bei Aktien kleiner und mittelgroßer Unternehmen;
- Absichern von Aktien-Engagements in Finanz- und Dividendentiteln.

Graphik des Monats:

Margenhöhe und -stabilität für US-Unternehmen im 5-Jahreszeitraum nach Branchen Durchschnittliche Bruttomarge in % (vertikale Achse) und Schwankungsbreite der Bruttomarge in % (horizontale Achse)



Anmerkungen: Durchschnittliche Bruttomarge ist der Mittelwert aus den Margen der vergangenen fünf Jahren der Unternehmen in der jeweiligen Branche. Die Schwankungsbreite der Bruttomargen ist die Standardabweichung, also die Schwankung um den Mittelwert, bezogen auf die vergangenen fünf Jahre.

Quelle: Capital Group, Stand 30.9.2021.

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 deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.