
Flossbach von Storch

NEWS

11/2020



KAPITALMÄRKTE

Wetterumschwünge

Die Hoffnung auf einen baldigen Impfstoff beflügelt die Börsen.
Die Verlierer von gestern gewinnen – und die Gewinner verlieren.
Ist diese Entwicklung nachhaltig?

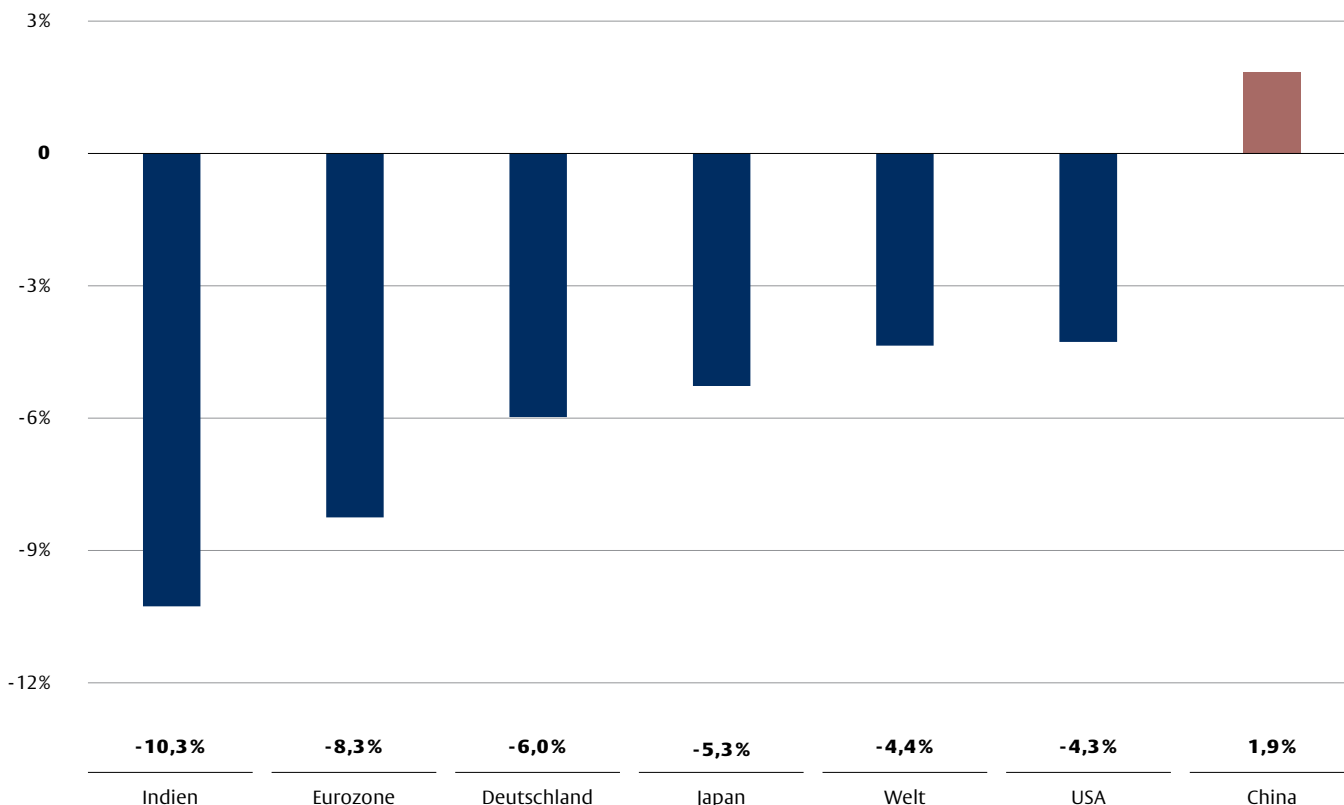
KAPITALMÄRKTE

VON PHILIPP VORNDRAN UND THOMAS LEHR

Die vergangenen Wochen waren zweifelsohne ereignisreich: Die US-Wahl, dazu die Fortschritte bei der Entwicklung eines Impfstoffes gegen Covid-19. Nicht zuletzt das RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership), ein asiatisches Freihandelsabkommen mit China als treibende Kraft im Hintergrund. Wir sind uns sicher, dass in den Strategieabteilungen der westlichen Regierungen sehr genau darauf geschaut wird, was im fernen Osten derzeit vor sich geht. Die Machtstrukturen verschieben sich – und zwar nicht zu unseren Gunsten, nicht zu Gunsten Europas. China dagegen gewinnt zunehmend an Einfluss (vgl. Grafik 1). Es ist irgendwie bezeichnend, ja geradezu ignorant, wie wenig Bedeutung dem die Öffentlichkeit hierzulande beimisst.

Genauso interessant ist, dass der Ausgang der US-Wahl sowie die Nachrichten zur Impfstoffentwicklung für eine so große Erleichterung an den internationalen Kapitalmärkten gesorgt haben. Wenn wir vor einigen Wochen gewusst hätten, dass die US-Wahl knapp an Joe Biden geht, Donald Trump als amtierender US-Präsident seine Niederlage nicht anerkennt, stattdessen von Wahlbetrug spricht und die Gerichte anruft, wären wir vermutlich nicht zwingend zu dem Schluss gekommen, dass sich alles genauso entwickeln würde. Auch dass die Forschung beim Impfstoff vorankommt, war bekannt; neu ist nur die mögliche Wirksamkeit der aussichtsreichsten Vakzine – mehr als 90 Prozent wären zweifellos ein Erfolg! Aber begründet das die Kursentwicklung der vergangenen Tage?

Grafik 1 **Chinas Bedeutung wächst** – IWF-Schätzungen für das Weltwirtschaftswachstum in 2020



■ Reales Wirtschaftswachstum

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 16. November 2020

KAPITALMÄRKTE

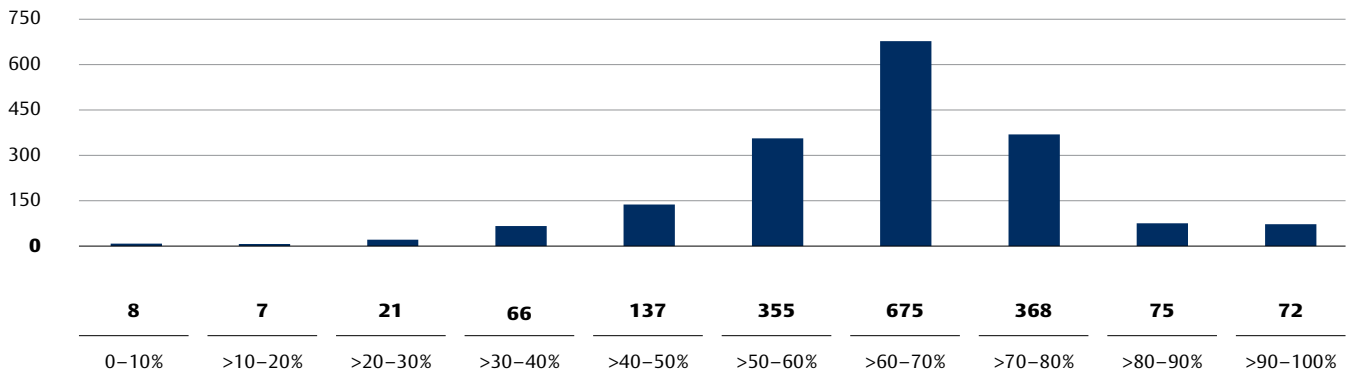
Flossbach von Storch Sentiment auf Allzeithoch

Der gestiegene Optimismus spiegelt sich auch in der aktuellen Erhebung des Flossbach von Storch Sentiment Index wider (vgl. Grafik 2). Sie, liebe Mitstreiter, taxieren die optimale Aktienquote im Mittel bei mehr als 67 Prozent – ein Allzeithoch! Weil wir nicht so vermessen sein wollen, die Ergebnisse unserer gemeinsamen Umfrage für allgemeingültig zu erklären, auch wenn wieder sehr viele mitgemacht haben (ein großes Dankeschön dafür!), haben

wir uns weitere, internationale „Stimmungsindikatoren“ angeschaut. Beispielfhaft sei hier der AAI Index genannt (vgl. Grafik 3). Und auch die legen den Schluss nahe: Die Stimmung steigt!

Nun ist die Frage, ob nicht das allein schon wieder als Kontraindikator taugt? Erst einmal nicht. Wenn die Stimmung gut ist, ist das gut. Wenn sie schlecht ist, ist das schlecht – es sei denn, sie wird besser, dann wäre das besonders gut. Nun ist die Stimmung zwar gut, aber unseres Erachtens noch entfernt davon, zu

Grafik 2 **Flossbach von Storch Sentiment Index auf Allzeithoch** – Welche Aktienquote halten Sie auf Sicht von 12 Monaten für optimal (0-100%)?

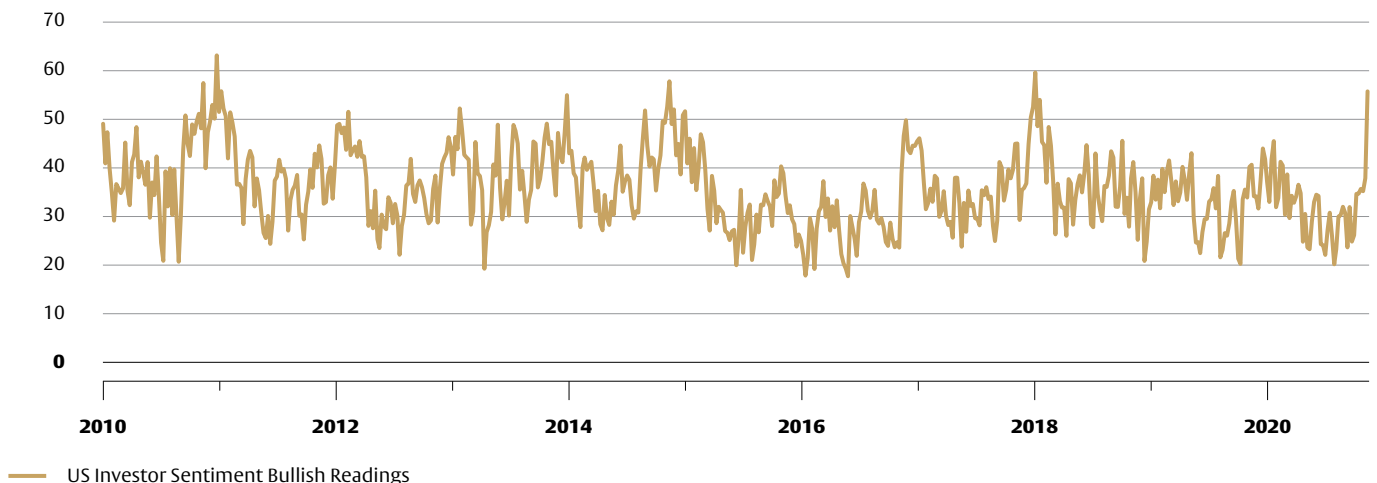


■ Anzahl der Umfrageteilnehmer, die eine Aktienquote im angegebenen Intervall für optimal hält*

Mittelwert: 67,03% vs. 62,85% im Oktober **Median:** 70% (65% im Oktober)

* 1.784 ausgewertete Teilnehmer
 Quelle: Flossbach von Storch, Daten per 16. November 2020

Grafik 3 **Die Zahl der Optimisten wächst** – American Association of Individual Investors (AAII): Umfrage zum Sentiment



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 16. November 2020

KAPITALMÄRKTE

kippen, also sich wieder zu verschlechtern, was die Schlechteste aller Varianten wäre; von daher werten wir das Sentiment durchaus als positives Zeichen. Wir würden vielmehr vermuten, dass der größte Schmerz vieler Investoren nach wie vor darin besteht, eben nicht an der Aufwärtsbewegung teilzuhaben – stattdessen warten viele weiterhin auf günstigere Einstiegsmöglichkeiten, die womöglich nicht so bald kommen werden.

Das Goldpreisrätsel

Vielleicht noch ein Wort zu der, wie wir finden, größten Überraschung der vergangenen Wochen, zumindest bezogen auf die Kapitalmarktentwicklung. Dass die Covid-Verlierer in einer solchen Erleichterungsrally gefragt sein, die bisherigen Gewinner stattdessen zeitweise unter Druck geraten würden, war zu erwarten. Ungewöhnlich ist jedoch der deutliche Abschlag, rund vier bis fünf Prozent, beim Goldpreis gewesen.

Wenn wir davon ausgehen, dass die Pandemie eher früher als später zu Ende sein wird, die Konjunkturstimuli aber weiterhin fließen und die Zinsen tief bleiben müssen, um die ausufernden Staatshaushalte zu finanzieren, dann ist das genau der Boden, auf dem Inflation gedeihen kann. So gesehen wäre ein Goldpreisanstieg um vier oder fünf Prozent sicherlich naheliegender und einfacher zu verargumentieren gewesen.

Wir sind keine Freunde von Extremszenarien – von daher gehen wir auch nicht davon aus, dass uns eine Hyperinflation bevorsteht. Einen deutlicheren Anstieg der Teuerungsraten erachten wir jedoch als wahrscheinlich. Gut möglich, dass es nach der Korrektur schon bald wieder in die andere Richtung mit dem Goldpreis gehen wird.

Die Erleichterungsrally hat aber noch eine ganz andere Frage aufgeworfen, nämlich die nach der generellen Anlagestrategie – ist es möglicherweise sinnvoll, von den eher defensiven Unternehmen und Branchen in die Zykliker zu wechseln? Für uns ist diese Frage besonders wichtig, eben weil unser Fokus auf den eher weniger zyklischen Geschäftsmodellen liegt, wir von der Erleichterungsrally deshalb nicht (beziehungsweise kaum) profitiert haben.

Wir möchten das Fazit vorwegnehmen und unseren Kollegen Kurt von Storch zitieren, der dazu gerne sagt: „Keine Investmentstrategie hat jeden Tag das Wetter, das zu ihr passt!“

Qualität hat ihren Preis

Nein, wir werden unseren Fokus nicht verändern. Letztlich führen viele Wege nach Rom. Wir sind aber davon überzeugt, dass ein langfristig denkender Investor seine Ziele, Vermögen zu erhalten und anständige Renditen zu erzielen, dabei selbst in turbulenten Tagen gut schlafen zu können, am besten erreicht, indem er sein Portfolio sorgsam aus ebendiesen erstklassigen Unternehmen zusammenstellt; Unternehmen, die über ein erprobtes, robustes Geschäftsmodell verfügen, deren Bilanz sauber finanziert ist, die global aufgestellt sind und überdies ein erstklassiges Management haben.

Natürlich hat Qualität ihren Preis, und es ist fast immer besser, eine aktuell hohe Bewertung für ein gutes Unternehmen zu akzeptieren, als Aktien eines schwachen Unternehmens „billig“ zu erwerben, so wie viele das tun, in der Hoffnung, dass sich der Kurs schon bald wieder zu alten Höhen aufschwingt. Am Ende erweisen sich „billige“ Aktien nicht selten als teure „Value Traps“. Dagegen sind hochbewertete Aktien zukunftssträchtiger und stetig wachsender Unternehmen oft nicht so „teuer“, wie ihre Bewertung zum Zeitpunkt des Kaufs signalisiert hat.

Doch auch das Gute kann zu teuer sein, wenn das Beste schon eingepreist ist. Wenn der Aktienkurs eines gut geführten Unternehmens mit zukunftssträchtigen Produkten und hohen Wachstumschancen schon eine Verdreifachung des Umsatzes über die nächsten fünf Jahre vorweggenommen hat, müssen diese Erwartungen auch erfüllt werden, oder die Anleger müssen bereit sein, noch mehr für das Wachstumspotenzial zu zahlen. Werden die Zukunftserwartungen nicht erfüllt, drohen herbe Kursrückschläge. Deshalb versuchen wir, uns ein möglichst realistisches Bild vom zukünftigen Ertragspotenzial eines Unternehmens zu machen. Nur wenn das in unserem Basisszenario angenommene Umsatz-, Gewinn-, und Cashflow-Wachstum deutlich über den bereits im Kurs enthaltenen Erwartungen liegt, bietet die Aktie noch genügend Potenzial und eine ausreichende Sicherheitsmarge für den Fall, dass wir zu optimistisch waren.

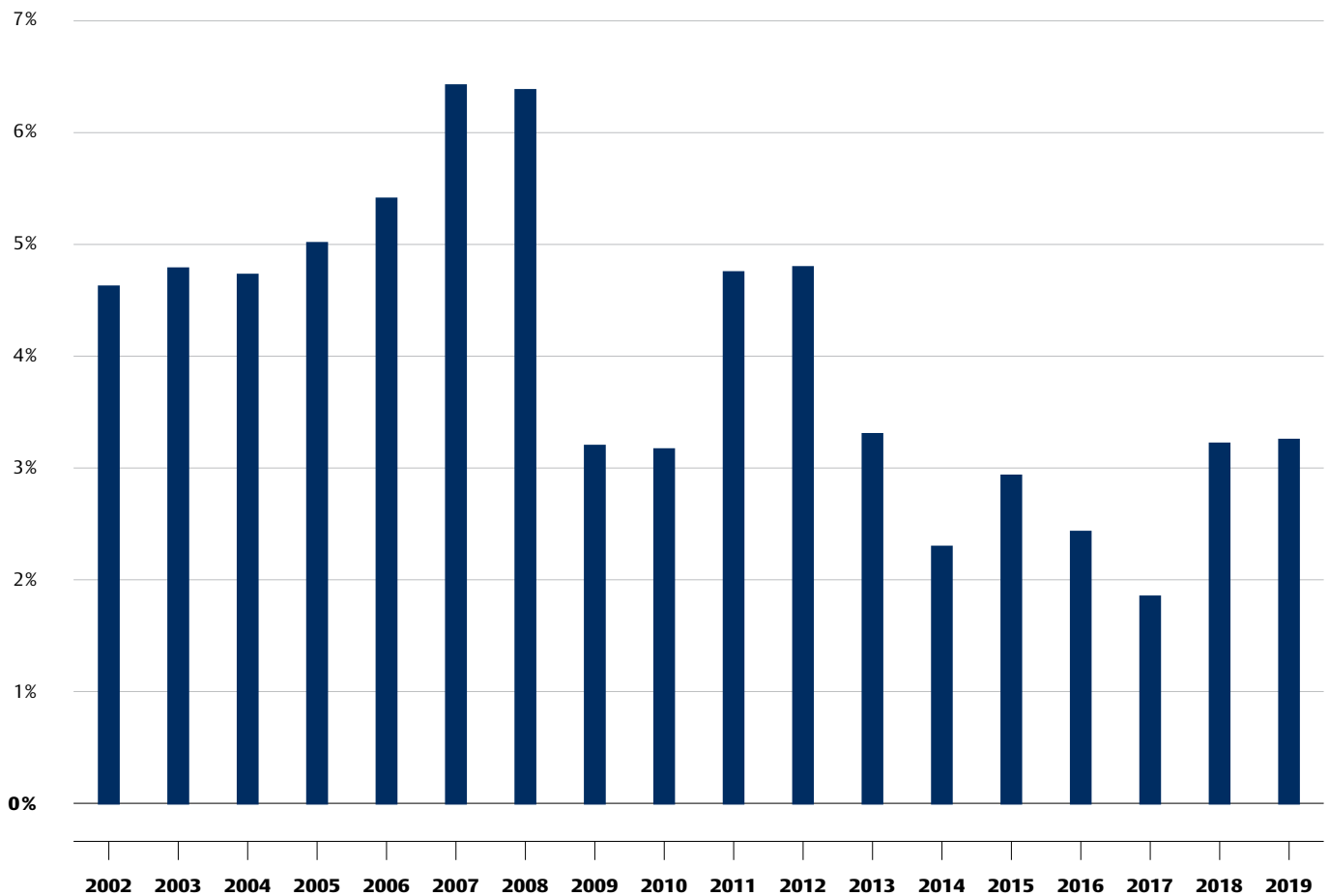
Dies betrifft nicht nur die Einschätzung der Unternehmensentwicklung, sondern auch die Bestimmung der angemessenen Bewertungshöhe. Diese wird durch den Diskontsatz, mit dem die zukünftigen Unternehmenserträge auf ihren Gegenwartswert abgezinst werden, ermittelt. Je niedriger der Diskontsatz, desto höher die angemessene Bewertung. Der Diskontsatz setzt sich

KAPITALMÄRKTE

aus einer Risikoprämie und dem risikofreien Zins zusammen. Die Höhe der Risikoprämie hängt von der Prognostizierbarkeit der zukünftigen Ertragsentwicklung ab. Je besser diese ist, umso geringer ist die Risikoprämie, die auf den risikofreien Zins aufgeschlagen wird. Als risikofreier Zins dient in der Regel die Rendite sicherer Staatsanleihen, die derzeit auf einem historisch niedrigen Niveau liegt und auch zukünftig dort verharren dürfte. Das bedeutet, dass vor allem Aktien von ertragskontinuierlichen Unternehmen mit niedrigen Risikoprämien und/oder Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial heute höher zu bewerten sind als in der Vergangenheit (vgl. Grafik 4).

Langfristig schlägt sinnvoll bewertete Qualität den Durchschnitt. Auch wenn das an einzelnen Handelstagen anders aussehen mag.

Grafik 4 **Langweilig? Erfolgreich!** – Organische Wachstumsraten nicht-zyklischer Konsumgüterunternehmen*



* Korb aus 28 führenden Unternehmen des nicht-zyklischen Konsums.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2020

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemittel. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Aussagen zu steuerlichen oder rechtlichen Themen ersetzen nicht die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstigen Umstände den Zugang zu den darin enthaltenen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschliesslich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieses Dokuments unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von Flossbach von Storch selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei Flossbach von Storch. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung von Flossbach von Storch nicht gestattet. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

© 2020 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxemburg, Luxemburg
Telefon +352.264.584-22, Fax +352.264.584-23
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Vorstand Karl Kempen, Markus Müller, Christian Schlosser
Vorsitzender des Aufsichtsrats Dirk von Velsen
Umsatzsteuer-ID LU25691460
Handelsregister Luxemburg Nr. B 171513
Zuständige Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon, 1150 Luxemburg, Luxemburg

Redaktion Philipp Vormdran, Thomas Lehr, Christian Panster, Jens Hagen
Redaktionsschluss 18. November 2020

Nachdrucke des Dokuments sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch Invest S.A.