

Kapitalmarktbericht 3. Quartal 2021

Die Inflation ist zurück



Flossbach von Storch

RÜCKBLICK

Steigende Energie- und Rohstoffpreise, Lieferkettenprobleme und eine Knappheit bei Mikrochips führten im Verlauf des dritten Quartals zu einem starken Anstieg der Inflation. Während dies im Sommer noch als temporäre Entwicklung interpretiert wurde, änderte sich die Wahrnehmung in den vergangenen Wochen, nachdem die Preise von Öl, Gas und Strom auf immer höhere Niveaus gestiegen sind. Die Aussicht auf eine länger anhaltende Phase höherer Inflation schürt Ängste, dass sich damit auch die Phase tiefer Zinsen dem Ende nähern könnte.

Gleichzeitig mehren sich die Zeichen, dass der noch junge Konjunkturaufschwung an Kraft verliert, weil sich auch die Lieferengpässe nicht so rasch auflösen wie anfangs gedacht. Hinzu kommen Turbulenzen am chinesischen Immobilienmarkt, wo ein großer, hochverschuldeter Immobilienentwickler in akute Schieflage geraten ist.

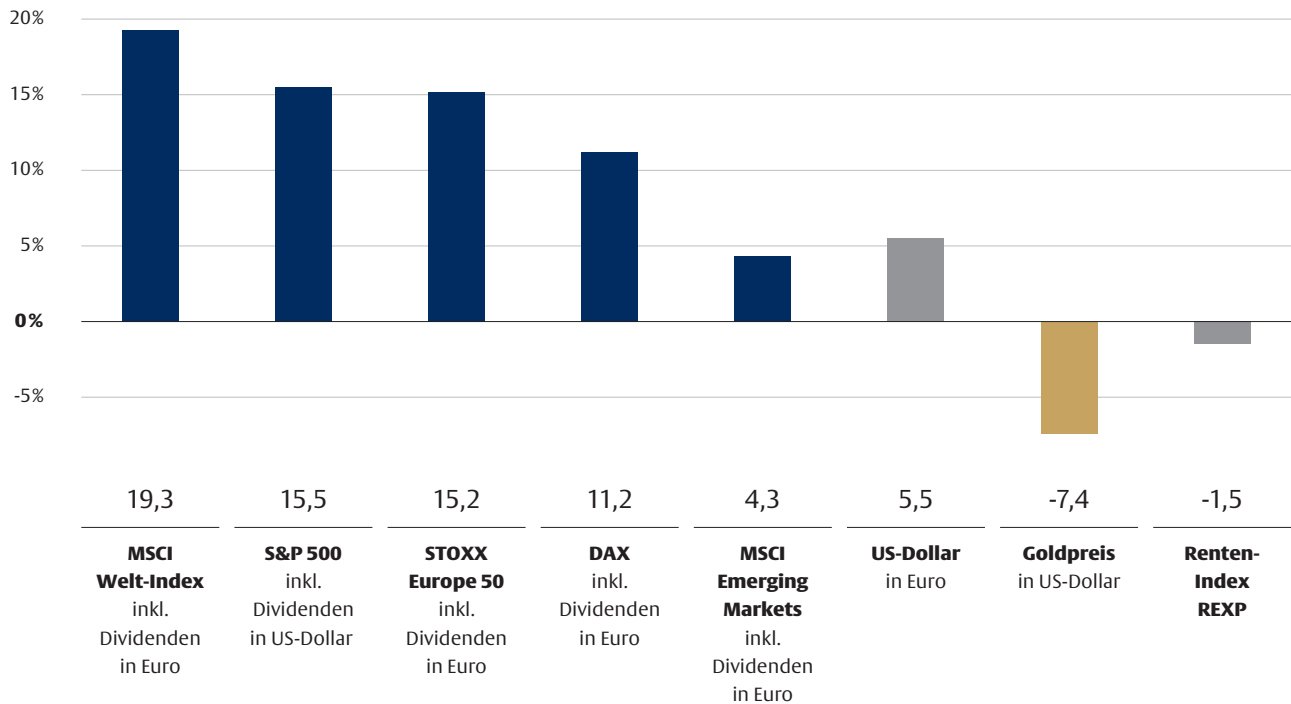
Diese Gemengelage führte an den Aktienmärkten, gemessen am S&P 500, zu einer Kurskorrektur von rund fünf Prozent seit den Höchstständen Anfang September. Angesichts der zuvor stark gestiegenen Kurse bleibt die Jahresbilanz für Aktien mit zweistelligen Kursgewinnen aber positiv (vgl. Grafik 1), wenn man von China absieht. Der Index der Börse in Hongkong, an der auch die großen chinesischen Technologieunternehmen notiert sind, verlor im dritten Quartal fast 15 Prozent.

Der Goldpreis konnte von den gestiegenen Inflationsrisiken bislang noch nicht profitieren, sondern fiel im Laufe des dritten Quartals um knapp ein Prozent, wodurch sich das Minus im laufenden Jahr auf rund sieben Prozent erhöhte. Der starke US-Dollar konnte dies aber weitgehend kompensieren, so dass sich in Euro gerechnet ein Minus von rund zwei Prozent ergab.

Die Rendite von Bundesanleihen veränderte sich per Saldo kaum. Das Gesamtergebnis aus Zins- und Kursveränderung beträgt seit Jahresanfang 1,5 Prozent – gemessen am REXP-Index für deutsche Bundesanleihen.

Grafik 1

Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 30. September 2021



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021

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

Der Anstieg der Inflation schürt Ängste, dass sich auch die Phase tiefer Zinsen dem Ende nähern könnte und führte an den Aktienmärkten zu einer Kurskorrektur von rund fünf Prozent.

AUSBLICK

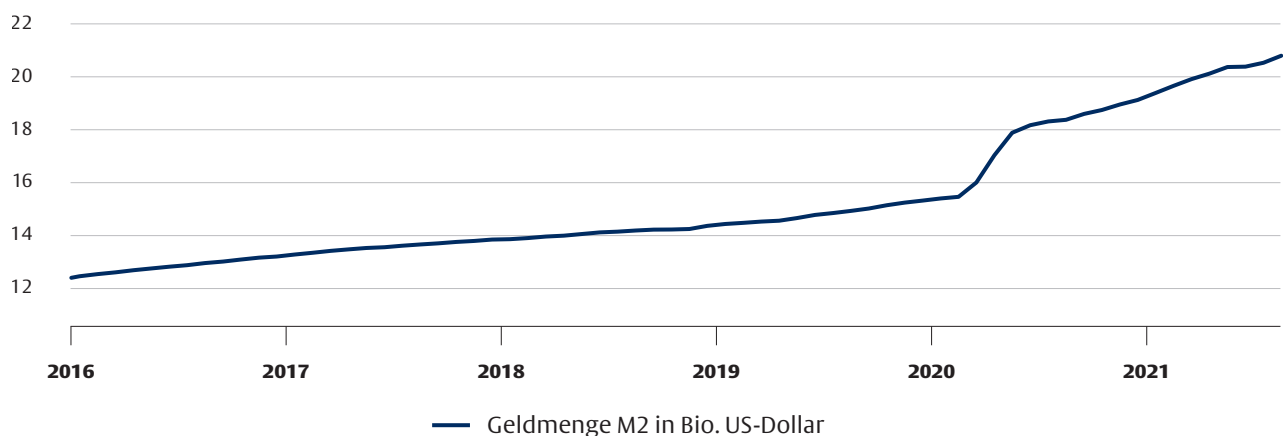
Die Inflation ist zurück

Im September stiegen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahresmonat in Deutschland um 4,1 Prozent und damit so stark wie seit 29 Jahren nicht mehr. Die Erzeugerpreise lagen im August sogar um zwölf Prozent über dem Vorjahreswert, was den höchsten Anstieg seit Dezember 1974 bedeutet. In der Eurozone fiel die Inflationsrate zuletzt mit 3,4 Prozent etwas niedriger aus, weil sich der deutsche Mehrwertsteuereffekt hier nicht so stark auswirkt.

Sie markierte damit aber dennoch den höchsten Stand seit September 2008. In den USA stiegen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahr bereits vier Monate in Folge um mindestens fünf Prozent. Selbst die Kerninflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel betrug vier Prozent – ein Niveau, das zuletzt 1991 erreicht wurde.

Grafik 2

Corona-Schub: Hohes Geldmengenwachstum seit Pandemiebeginn Geldmenge M2 der USA



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

Die Ursachen für diesen Inflationsschub liegen in einer Kombination aus starker Nachfrage und einem pandemiebedingt knappen Angebot vieler Güter sowie einem deutlichen Anstieg der Energie- und Strompreise. Vor allem in den USA haben großzügige staatliche Hilfsprogramme viel Geld in die Taschen bzw. auf die Konten der Verbraucher gespült. Dieser Corona-Schub spiegelt sich auch im starken Anstieg der Geldmenge wider. Seit Februar 2020 ist die Geldmenge M2 (Bargeld + Einlagen von Nichtbanken bei Kreditinstituten + Geldmarktfonds von Privat-anlegern) um 34 Prozent gestiegen, was einer jährlichen Wachstumsrate von 22 Prozent entspricht (vgl. [Grafik 2](#)). Nachdem die Mittel aus Vorsichtsgründen zunächst gespart wurden, flossen sie zunehmend in den Konsum (Autos, Elektronik, Textilien, Reisen etc.).

Inflation ruft naturgemäß die der Geldwertstabilität verpflichteten Notenbanken auf den Plan. Lange Zeit lag diese unter der Zielmarke der Notenbanken, die alles unternommen haben, um endlich die gewünschten zwei Prozent zu erreichen. Nun ist der Geist aus der Flasche und es dürfte schwer sein, ihn wieder einzufangen. Zinserhöhungen, das traditionelle Rezept in früheren Inflationsphasen, sind heute ein riskantes Unterfangen. Angesichts der hohen Staatsverschuldung und des vor allem in der Eurozone immer noch fragilen, postpandemischen Aufschwungs sind auf absehbare Zeit allenfalls noch homöopathische Zinsdosen vertretbar. Deshalb beschwichtigen die Notenbanken,

insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB), die Gemüter mit dem Narrativ, dass es sich nur um einen temporären Inflationsbuckel handle, der mit dem Abklingen der Lieferengpässe im nächsten Jahr beendet sein wird. Sollte sich die Inflation aber als hartnäckig erweisen, wird diese Erzählung an Glaubwürdigkeit verlieren.

US-Notenbankchef Jerome Powell geht zwar inzwischen davon aus, dass die derzeitige Situation länger anhalten könnte als zunächst gedacht, doch auch er erwartet, dass sich die Lage wieder entspanne, sobald sich die Flaschenhalse in Produktion und Logistik aufgelöst haben. Deshalb rechnet er nicht damit, dass der aktuelle Inflationsanstieg einen Regimewechsel einleite, fügte aber hinzu, dass es Handlungsbedarf gäbe, sollte die Fed erkennen, dass sich die Inflationserwartungen spürbar erhöhen.

Wie wenig treffsicher die Inflationsprognosen der Notenbanken zuletzt waren, verdeutlicht ein Vergleich der zu Jahresbeginn gemachten Inflationsprognosen für das Jahr 2021 mit den im September angepassten Erwartungen (vgl. [Grafik 3](#) auf der folgenden Seite).

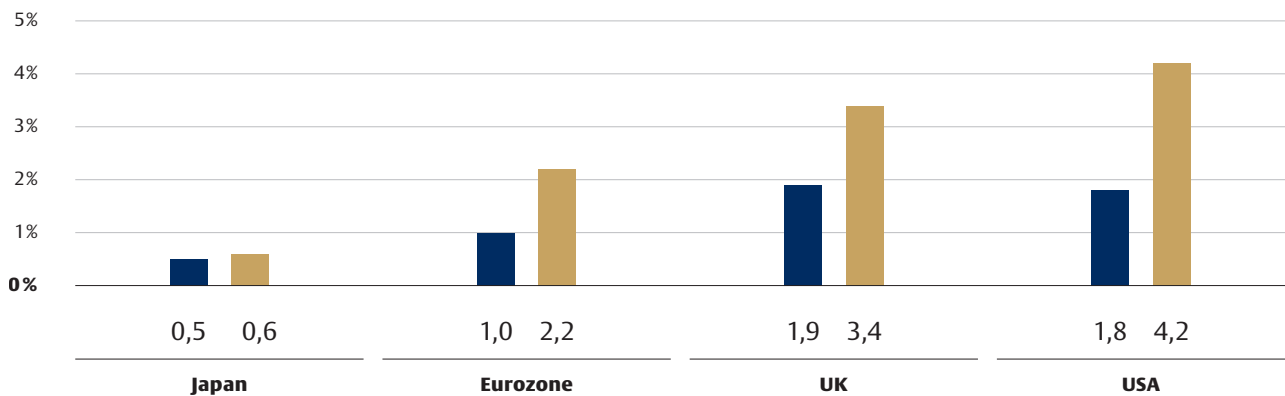
Natürlich ist es im Verlauf einer Pandemie besonders schwierig, die zukünftige Preisentwicklung zu prognostizieren. Das hält die EZB aber nicht davon ab, punktgenaue Inflationserwartungen für die kommenden Jahre zu veröffentlichen. Für 2022 prognostiziert

Die Rückkehr der Inflation liegt an einer Kombination aus starker Nachfrage und einem pandemiebedingt knappen Angebot vieler Güter sowie einem deutlichen Anstieg der Energiepreise.

Grafik 3

Inflationsdynamik unterschätzt

Deutliche Anhebung der Inflationsprognosen seit Jahresbeginn



Prognose zur Verbraucherpreisinflation in 2021 per ... ■ Dezember 2020* ■ September 2021*

* Für Japan sind die Schätzungen per Januar 2021 bzw. per Juli 2021.

Quelle: Bank of Japan, Europäische Zentralbank, Federal Reserve, HM Treasury, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

sie eine allgemeine Preissteigerung von 1,7 Prozent und für 2023 von 1,5 Prozent. Ein kurzer Blick auf die Historie verdeutlicht die geringe Trefferquote (vgl. Grafik 4). Die Prognosen dürften vor allem dazu dienen, die Inflationserwartungen der Menschen in die gewünschte Richtung zu lenken oder, wie es im Jargon der Notenbanken heißt, zu verankern.

Man muss kein Zyniker sein, um diese Werte als Wunschdenken zu bezeichnen. Hohe Inflationserwartungen würden die Notenbanken unter Handlungsdruck setzen und könnten auch die Anleiherenden in die Höhe schnellen lassen. Angesichts des fragilen Aufschwungs und der hohen Verschuldung einiger Euroländer wäre dies vor allem für die Eurozone eine große Belastung. Deshalb möchte man so lange wie möglich an der Tiefzinspolitik festhalten und rechtfertigt diese mit niedrigen Inflationserwartungen für die nächsten Jahre. Egal, wie das Wetter heute ist, morgen wird es schön – so wie der Hotelportier im deutschen Dreiteiler

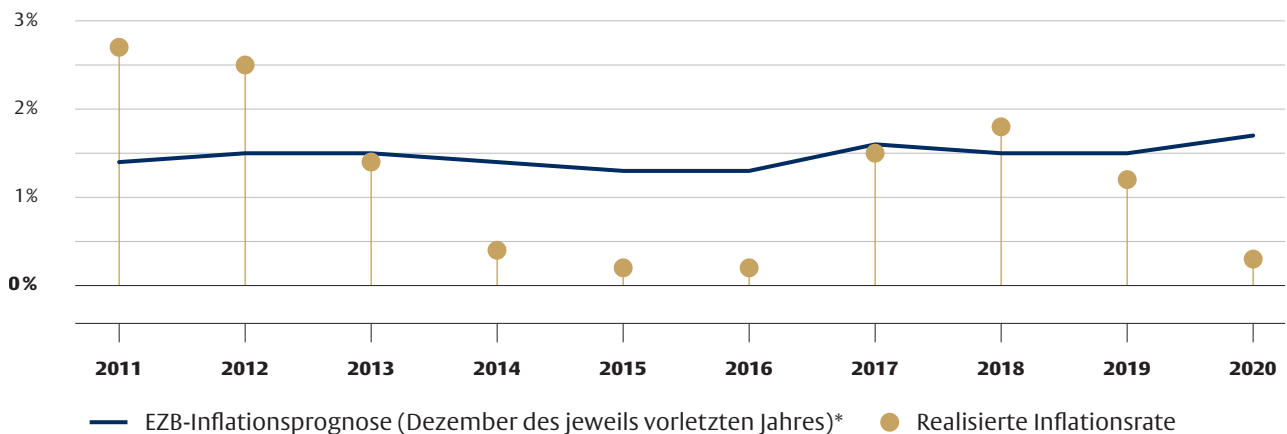
„Die Familie Semmeling“ das anhaltend schlechte Bergwetter mit der Prognose „tomorrow nice weather“ zu entschärfen versucht, bis er schließlich das Barometer verstellt, um die Gäste bei Laune zu halten. Es mutet schon fast bizarr an, dass die Zentralbank eine Erhöhung der Inflation auf die Zielmarke von zwei Prozent anstrebt, obwohl die Inflation schon deutlich darüber liegt. Theoretisch könnte die EZB das Spiel unendlich fortsetzen und jedes Jahr neue Schönwetterprognosen für die Folgejahre abgeben. Praktisch stößt diese Strategie aber an ihre Grenzen, wenn die Menschen der Sache nicht mehr trauen und ihre Inflationserwartungen und ihr Verhalten an die Realität anpassen.

Ob wir tatsächlich am Beginn eines neuen Inflationsregimes stehen, d.h. einer anhaltenden Phase mit Inflationsraten deutlich über zwei Prozent, hängt von mehreren Faktoren ab. Auf der Angebotsseite sind es Engpässe in der Produktion und Logistik, die zumindest kurzfristig die Preise treiben. Die Nachfrageseite

Grafik 4

Prognoseunsicherheit in beide Richtungen

Historische EZB-Inflationsprognosen vs. realisierte Eurozonen-Inflation



* Beispiel: Im Dezember 2018 prognostizierte die EZB, dass die Inflationsrate in der Eurozone im übernächsten Jahr 2020 bei schätzungsweise 1,7 Prozent liegt.

Quelle: Europäische Zentralbank (EZB), Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

wird von der Konsum- und Investitionsneigung bestimmt, die vom Realzins, der verfügbaren Liquidität und dem erwarteten Wirtschaftswachstum abhängen. Dabei spielt die Psychologie eine wichtige Rolle. Je mehr Menschen die aktuelle Inflationsentwicklung als dauerhaft interpretieren, umso eher werden sie Käufe langlebiger Wirtschaftsgüter (z.B. Autos) vorziehen. Dies gilt umso mehr, wenn die reichlich vorhandene Liquidität auf den Konten keine Zinsen bringt und durch Inflation zunehmend an Wert verliert.

Andererseits dämpfen knappheitsbedingte Umsatzeinbußen, Jobverluste, Kurzarbeit oder Unternehmenspleiten die Konsum- und Investitionsneigung und damit auch den Preisauftrieb und das Wirtschaftswachstum. Dies verdeutlicht die Wechselwirkungen in der Wirtschaft, die sich nicht anhand mathematischer Gleichungen berechnen lassen. Es ist aber hilfreich, die Inflationsursachen zu identifizieren, um den Charakter der aktuellen Inflationsentwicklung und deren Konsequenzen besser zu verstehen.

Unmittelbar inflationswirksame Faktoren, die möglicherweise temporärer Natur sind:

- Steigende Energie- und Strompreise,
- pandemiebedingt unterbrochene Lieferketten,
- Knappheit an Arbeitskräften in einigen Branchen,
- hohes Wachstum der Geldmenge (durch umfassende Corona-Hilfsmaßnahmen).

Mittelbare und langfristige Inflationstreiber:

- Deglobalisierung, d.h. Renationalisierung von Produktionskapazitäten,
- Dekarbonisierung bzw. Elektrifizierung der Wirtschaft,
- Demographie, d.h. zunehmende Knappheit an qualifizierten Arbeitskräften durch Ausscheiden der geburtenstarken Jahrgänge,
- höhere Lohnforderungen in den kommenden Tarifrunden (Zweitrundeneffekte).

Energie- und Strompreise

Der Ölpreis ist nach einem zwischenzeitlichen Rücksetzer im dritten Quartal weiter gestiegen. Mit knapp 80 US-Dollar notiert ein Barrel der Sorte WTI auf dem höchsten Niveau seit sieben Jahren. Auch die Nordseemarke Brent hat mit mehr als 80 Dollar fast ein Sieben-Jahres-Hoch erreicht. Entsprechend haben sich die Preise für Benzin und Diesel verteuert und die Kosten für Verbraucher und die verarbeitende Industrie erhöht.

Eine besonders starke Preisdynamik zeigt sich bei Gas und Strom. Eingeschränkte Lieferungen aus Russland, eine hohe Nachfrage nach amerikanischem Flüssiggas aus Asien und nur gering gefüllte Gasspeicher zu Beginn der Heizperiode haben zu einem deutlichen Anstieg der Gaspreise geführt (vgl. Grafik 5). In besonders stark vom Gas abhängigen Ländern wie Großbritannien befürchtet man deshalb eine Knappheit in der anstehenden Heizperiode. Aber auch Produktionsunternehmen sind betroffen. Gas ist nicht nur zur Energiegewinnung wichtig, sondern auch zur Erzeugung von Derivaten wie Ammoniak, das wiederum in der Düngemittelproduktion benötigt wird. Düngemittelproduzenten wie der norwegische Konzern

Yara und der deutsche Chemiekonzern BASF haben deshalb im September erhebliche Produktionskürzungen angekündigt.

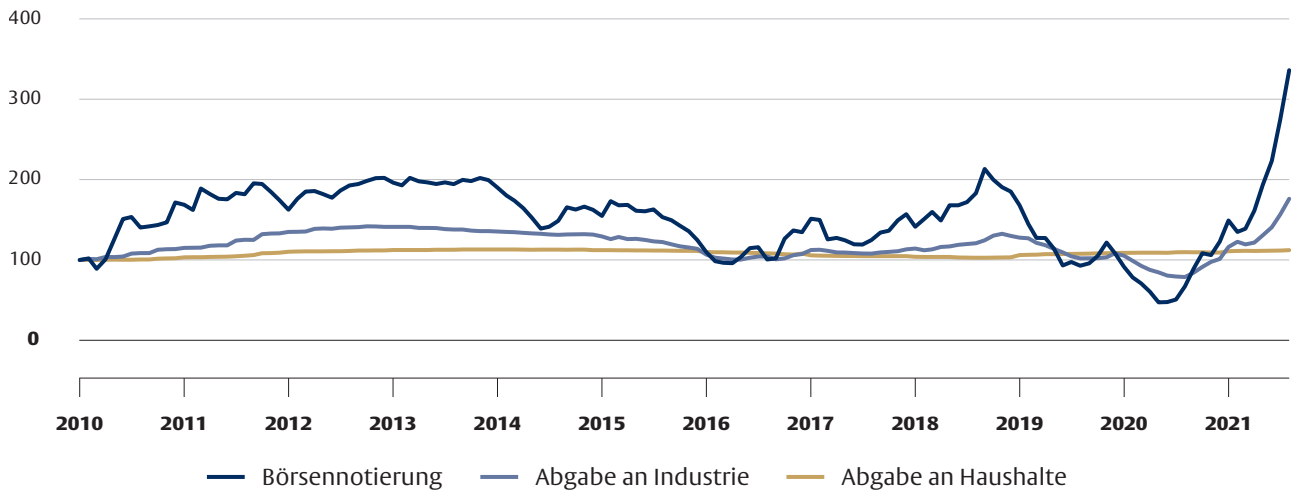
Der Großhandelspreis für ein Megawatt Strom ist an der Strombörse EEX seit Jahresbeginn um rund 150 Prozent auf zuletzt 127 Euro gestiegen (vgl. Grafik 6). Für stromintensive Produktionsprozesse bzw. Unternehmen führt dies zu erheblichen Kostenerhöhungen, die den gesamten Gewinn und mehr aufzehren können. Dies bedroht die Existenz vor allem kleinerer Unternehmen, die kein breit diversifiziertes Produktangebot haben und ihre Einkaufspreise zumeist auch nicht über Terminbörsen absichern können oder wollen.

In China drehen Regionalbehörden einigen Unternehmen regelmäßig den Strom ab, um die Emissionen der Kohlekraftwerke zu drosseln, wie es offiziell heißt, oder vielleicht auch, weil der Preis für Kohle auf ein Rekordniveau gestiegen ist. Hiervon betroffen sind auch Zulieferer großer westlicher Unternehmen wie Apple oder Tesla. Wenn das neue iPhone unter dem Weihnachtsbaum fehlt, könnte dies also auch am Kohle- oder Strompreis in China liegen.

Nicht nur der Ölpreis, auch Gas und Strom haben sich deutlich verteuert.

Grafik 5

Erdgaspreise auf Rekordniveau – Erdgaspreise in Deutschland im Vergleich
(indiziert auf 01.2010 = 100)

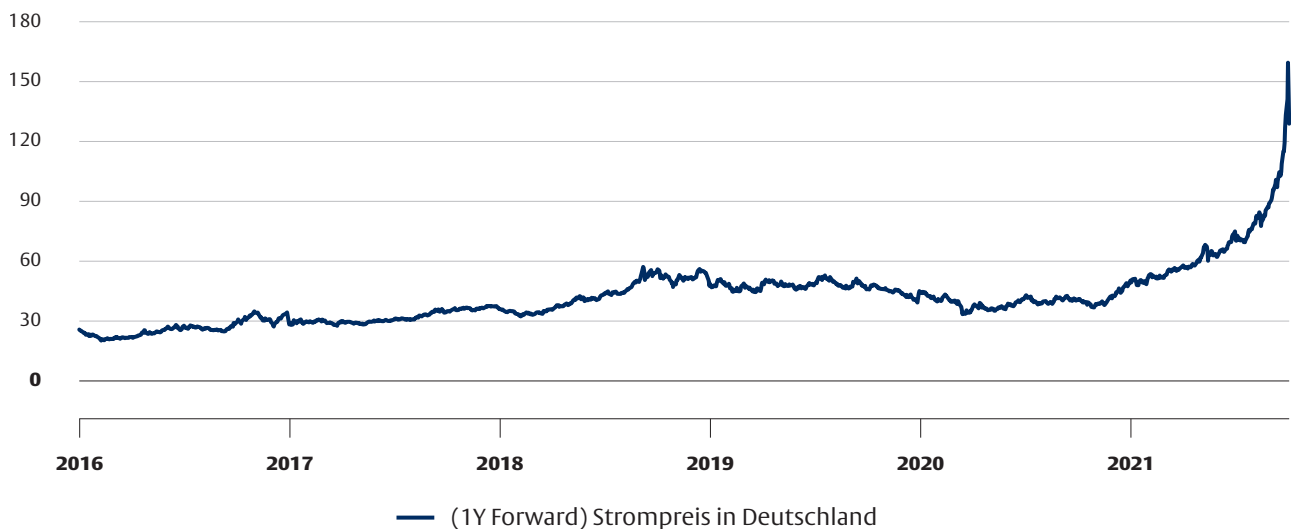


Quelle: Destatis, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

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

Grafik 6

Strompreisexplosion – Großhandelspreise in EUR/MWh an der EEX
(Lieferungs- bzw. Abnahmeverpflichtung von einem Megawatt pro Tag)



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

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

Lieferketten

Weltweit steigen die Lieferzeiten für Güter, weil es an Vorprodukten fehlt. Vor allem der akute Mangel an Halbleitern, die in praktisch allen Geräten, Maschinen und Autos verbaut werden, macht vielen Unternehmen zu schaffen. Ford hat deshalb in seinem Kölner Werk die Produktion bis Ende Oktober gestoppt, Opel in Eisenach sogar bis zum Jahresende. Mercedes könnte dieses Jahr 200.000 Autos mehr verkaufen, wenn die dazu benötigten Chips verfügbar wären, bei BMW spricht man von bis zu 100.000. Nach Schätzungen des Verbands der Automobilindustrie (VDA) wird die Automobilproduktion in Deutschland 2021 mit 2,9 Millionen Autos um 18 Prozent unter dem schwachen Jahr 2020 und sogar ein Drittel unter der Produktion von 2019 liegen. Weltweit könnten dieses Jahr aufgrund fehlender Teile rund zehn Millionen Autos nicht gebaut werden, schätzt die Unternehmensberatung Boston Consulting Group, was einen Umsatzverlust von ca. 200 Mrd. US-Dollar bedeuten würde.

Auch die Logistikkosten sind dramatisch gestiegen. So hat sich in diesem Jahr beispielsweise die Frachtrate für einen Standardcontainer auf zuletzt rund 10.000 US-Dollar etwa verdreifacht (vgl. Grafik 7). Für die Route von Shanghai nach Rotterdam oder New York beträgt der Preis sogar 14.400 bzw. 15.800 Dollar und damit rund zehn Mal so viel wie vor der Pandemie.

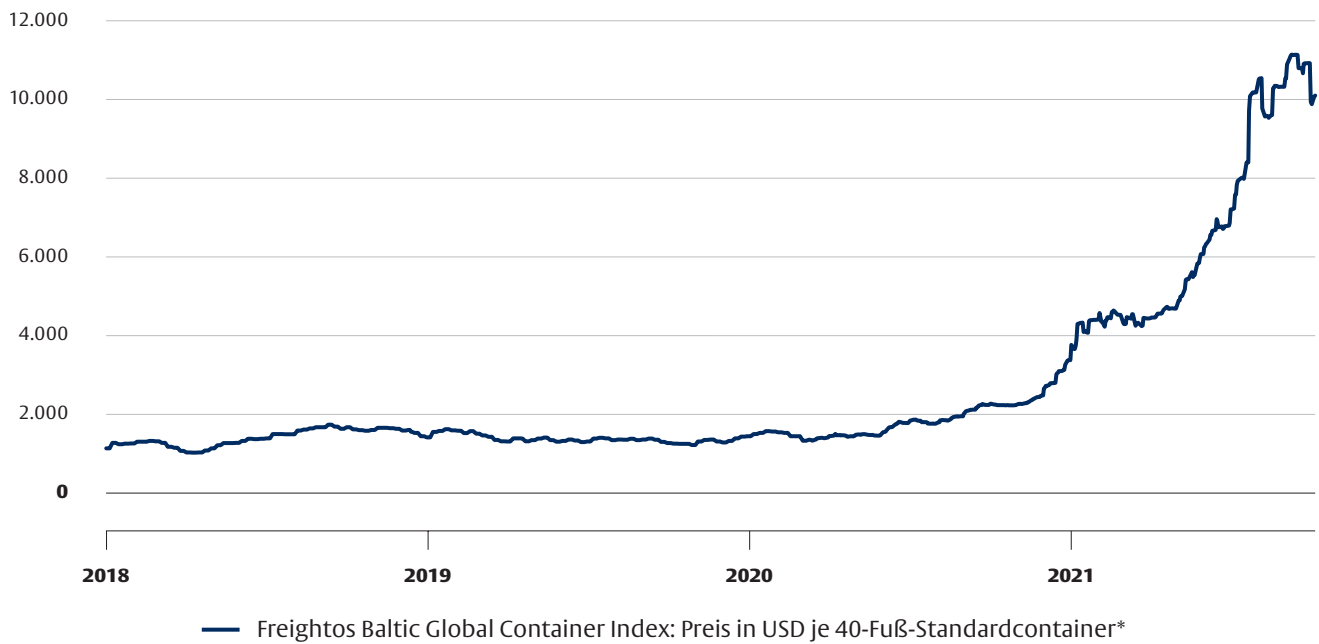
Ein weiterer Faktor für steigende Fracht- und Logistikkosten sind fehlende LKW-Fahrer, was in England sogar zu Versorgungsengpässen bei Benzin und langen Schlangen an den Tankstellen geführt hat. Dies dürfte zu deutlich höheren Löhnen für Trucker führen, an denen auch in der EU und den USA zunehmend ein Mangel herrscht.

Deutliche Lohnsteigerungen, vor allem im Niedriglohnsektor, sind in den USA bereits seit Beginn des Jahres zu verzeichnen. Inzwischen werden Neueinsteiger im Einzelhandel mit einem Einstellungsbonus und weiteren Vergünstigungen gelockt. Allein der Onlinehändler Amazon sucht 125.000 neue Mitarbeiter für seine Verteilzentren und hat seinen Mindestlohn weiter auf 18 US-Dollar erhöht.

Die Beispiele verdeutlichen, dass die aktuellen Entwicklungen länger anhalten könnten als ursprünglich gedacht. Darauf deuten auch die Hinweise aus der Automobilzulieferbranche hin, in der damit gerechnet wird, dass die Lieferengpässe bei Chips und anderen Vorprodukten bis weit ins kommende Jahr anhalten werden. Auch andere Branchen sind von Produktionseinschränkungen in der Lieferkette betroffen. Der US-Sportartikelgigant Nike leidet unter Fabrikschließungen in Vietnam, wo er rund die Hälfte seiner Schuhe und ein Drittel seiner Kleidung produzieren lässt. Derzeit liegen nach Aussagen des Unternehmens 80 Prozent der Schuhproduktion still, und es dürfte noch Monate dauern, bis der Betrieb wieder normal läuft. Bei Adidas ist die Situation ähnlich, wenngleich der Produktionsanteil Vietnams mit knapp 30 Prozent etwas niedriger liegt.

Grafik 7

Hohe Nachfrage nach Containern trifft auf knappes Angebot Containerknappheit lässt Frachtkosten in die Höhe schießen



* Zusammengesetzter Indikator, der die Spot-Frachtraten für Containerverschiffungen über zwölf wichtige internationale Seerouten abbildet.

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

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

Pandemiebedingte Lieferengpässe ziehen sich deutlich weiter in die Zukunft
und belasten Umsätze und Gewinne vieler Unternehmen.

Stagflation?

Produktionsausfälle, steigende Rohstoff-, Energie- und Logistikkosten dämpfen das Wirtschaftswachstum und könnten zu einer Häufung von Pleiten bei ertragschwachen Unternehmen führen. Auch Schwellenländer wie Indien oder Kambodscha leiden zunehmend unter einem Energiemangel und drastischen Preiserhöhungen. Die Energieerzeugung basiert zu über 50 Prozent auf Kohle, deren Preis sprunghaft gestiegen ist. Die Erschließung neuer Vorkommen dauert lange und ist politisch nicht gewollt. Die Lager sind leer und der zu erwartende Strommangel würde nicht nur die Wirtschaft in der Region treffen, sondern auch die globalen Lieferkettenprobleme verschärfen.

Inwieweit diese Einbußen durch höhere Preise kompensiert werden können, hängt von der Struktur der Wirtschaft ab. Derzeit sind Nettoexporteure von Energie und Rohstoffen (z.B. Russland) gegenüber Nettoimporteuren (z.B. Deutschland) im Vorteil. Auch das energie- und rohstoffhungrige China dürfte Wachstumseinbußen verzeichnen. Im September gab es erstmals seit Beginn der Pandemie einen Rückgang der Aktivitäten im produzierenden Gewerbe, weil die Stromknappheit in vielen Teilen des Landes zu Produktionsausfällen geführt hat.

Hinzu kommt die sich abzeichnende Krise am chinesischen Immobilienmarkt, wo die Schieflage des größten Immobilienentwicklers China Evergrande für Unruhe sorgt. Die Verbindlichkeiten des Unternehmens belaufen sich auf über 250 Milliarden Euro, wobei die Schulden in Form von Anleihen und Bankkrediten etwa 30 Prozent davon ausmachen. Den größten Teil stellen Verpflichtungen gegenüber Kunden und Lieferanten, also Bauunternehmen, dar. Es ist gängige Praxis, dass Immobilienkäufer Anzahlungen

für noch im Bau befindliche Objekte leisten. Ein Zusammenbruch des Unternehmens hätte somit nicht nur Auswirkungen für Aktionäre, Anleihenbesitzer und die kreditgebenden Banken, sondern würde auch Immobilienkäufer und Zulieferfirmen treffen. Besonders prekär könnte die Lage werden, wenn die Immobilienpreise auf breiter Front fallen würden und damit andere Immobilienunternehmen in Bedrängnis brächten. Angesichts der großen Bedeutung des Immobiliensektors, der nach Berechnungen der beiden Ökonomen Kenneth Rogoff und Yuanchen Yang 29 Prozent zur chinesischen Wirtschaftsleistung beiträgt, und eines Immobilienvermögens, das etwa zwei Drittel des Gesamtvermögens der chinesischen Privathaushalte ausmacht, hätte ein Preisverfall gravierende Folgen für die chinesische Wirtschaft.

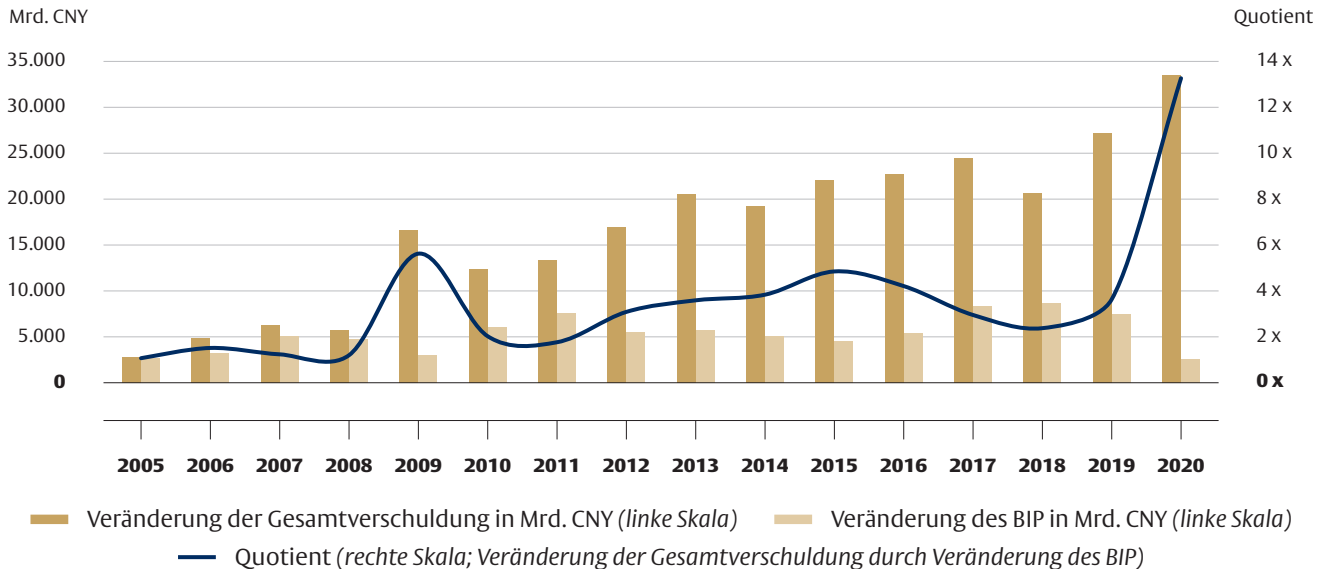
Die Krise offenbart aber auch die strukturelle Schwäche der chinesischen Wirtschaft. Kreditfinanzierte Investitionen in unproduktive Wohntürme haben die Verschuldung der privaten Haushalte stark wachsen lassen und die Bankbilanzen aufgebläht. Seit der Finanzkrise 2008 lag das Wachstum der Gesamtverschuldung (Privathaushalte, Unternehmen, Staat) stets deutlich über den Wachstumsraten der Wirtschaft (vgl. Grafik 8).

Für jeden Yuan zusätzlichen Wachstums müssen immer mehr Yuan zusätzliche Schulden gemacht werden. Dieses Modell ist nun an seine Grenzen gestoßen. Die chinesische Regierung ist sich dessen bewusst, und die Forderung Xi Jinpings, „echtes und nicht übertriebenes Wachstum anzustreben“, darf als Hinweis verstanden werden, dass zukünftig andere Bereiche der Wirtschaft wie Konsum und Technologieinvestitionen Priorität genießen.

Grafik 8

Wie nachhaltig ist der chinesische Aufschwung?

Veränderung der Gesamtverschuldung



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

Mit dem Fall von Evergrande dürfte auch ein Exempel gegen den weitverbreiteten Moral Hazard statuiert werden, denn eine Rettung aller Interessengruppen ist nicht zu erwarten. Letztlich werden die chinesischen Staatsbanken im Schulterschluss mit der Notenbank und der Regierung die Krise so abwickeln, dass soziale Unruhen vermieden werden, um die Legitimität der Führung zu wahren. Die Aktionäre und Anleihegläubiger werden dabei wohl leer ausgehen. Ein Vergleich mit der Lehman-Pleite und der daraus folgenden Finanzkrise ist aber überzogen, da es praktisch keine Kreditbeziehungen ins Ausland gibt. Dennoch wird sich die zu erwartende Abkühlung am chinesischen Immobilienmarkt auch negativ auf das Weltwirtschaftswachstum auswirken.

Angesichts des starken Wachstums in den USA wäre es aber verfrüht, von einer globalen „Stagflation“ zu sprechen. Diese aus den Siebzigerjahren stammende

Wortschöpfung beschreibt eine Kombination von fallender oder stagnierender Wirtschaftsleistung bei gleichzeitig steigenden Preisen. Damals stieg der Ölpreis durch ein Ölembargo der arabischen Exporteure innerhalb eines Jahres von drei auf zwölf Dollar. Die Inflation erreichte in den USA im Jahr 1974 zwölf Prozent, während das Realwachstum minus 0,5 Prozent betrug und auch 1975 unter der Nulllinie verharrte (vgl. Grafik 9 auf der folgenden Seite).

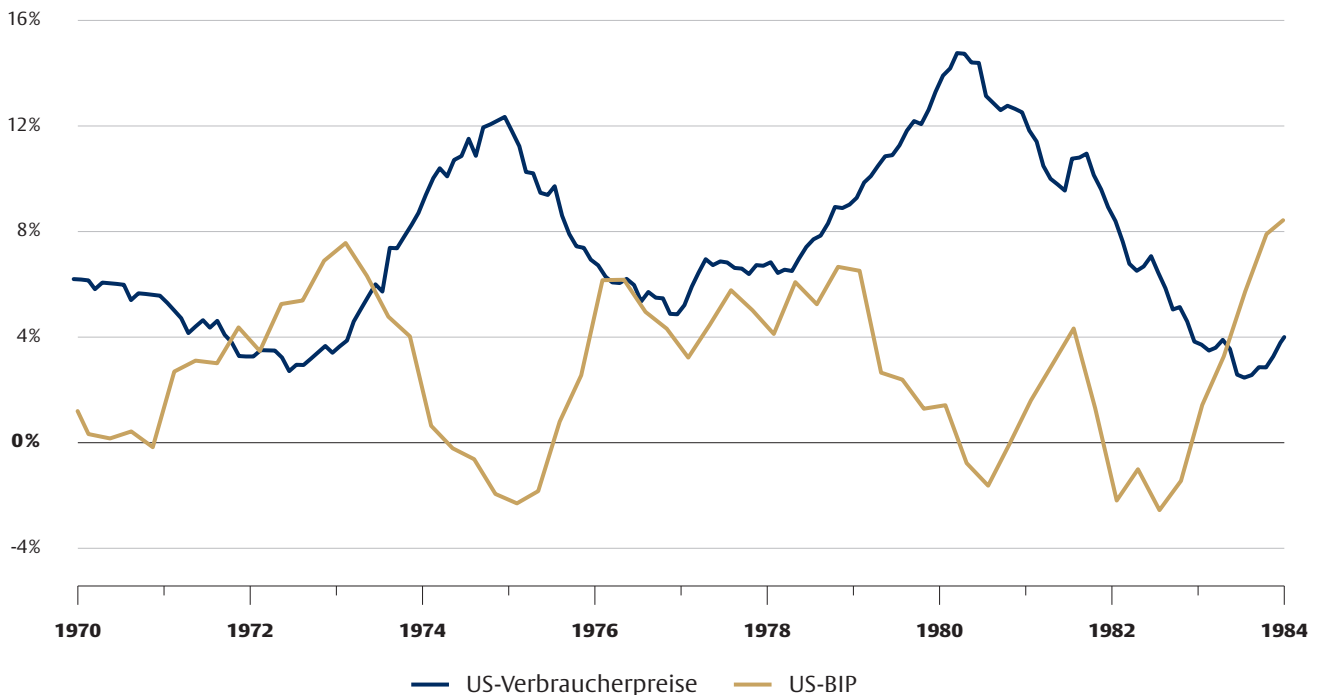
Die derzeitige Situation ist zwar nicht mit den Siebzigerjahren vergleichbar, doch sollte der Inflationsbuckel länger anhalten und auch zu höheren Inflationserwartungen führen, könnte sich ein neues Inflationsregime etablieren.

Hierbei werden vor allem die sogenannten Zweit-rundeneffekte, insbesondere höhere Lohnforderungen in den zukünftigen Tarifverhandlungen, eine Rolle spielen. Selbst wenn sich der Inflationsbuckel

Grafik 9

Die 1970er Jahre in den USA

Monatliche Verbraucherpreisinfation und vierteljährliches BIP gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

bis dahin wieder zurückgebildet haben sollte, werden die Gewerkschaften den diesjährigen Inflationsschub nicht einfach vergessen, sondern einen Nachschlag fordern. Dies würde den Inflationssockel anheben.

Hinzu kommen strukturelle Faktoren, die langfristig zu einem höheren Inflationsniveau führen dürften: Deglobalisierung, Dekarbonisierung und Demographie.

- **Deglobalisierung:** Lieferkettenprobleme veranlassen Unternehmen zu einer breiteren Verteilung und teilweise Renationalisierung ihrer Produktionsstätten. Resilienz statt Effizienz erhöht aber auch die Kosten.

- **Dekarbonisierung:** Klimaschutz ist nicht kostenlos. Das ist politisch gewollt. Die Energiewende wird zu einem deutlichen Anstieg der CO₂-Preise führen, was sich unmittelbar in den Portemonnaies der Verbraucher (Strom, Benzin, Gas), aber auch in steigenden Produktionskosten und damit mittelbar höheren Verbraucherpreisen niederschlägt.
- **Demographie:** In den kommenden Jahren werden die geburtenstarken Jahrgänge in Rente gehen und den schon jetzt spürbaren Mangel an Fachkräften weiter verschärfen. Das treibt die Lohnkosten. Eine wachsende Zahl älterer, nicht mehr berufstätiger Menschen wird die Kosten der Kranken- und Rentenversicherung und damit auch die Lohnkosten erhöhen.

Notenbanken in der Zwickmühle

Die Erkenntnis, dass sich die Notenbanken in einer Zwickmühle befinden, wenn die Inflation steigen sollte, ist nicht neu. Neu ist, dass dieser hypothetische Fall nun eingetreten und die Zwickmühle real geworden ist. Wie werden die Notenbanken reagieren, wenn der Inflationsbuckel länger anhält und sich Zweitrundeneffekte abzeichnen?

Dieses Szenario wäre für die Notenbanken die größte Herausforderung ihrer Geschichte. Denn anders als in früheren Inflationsphasen lässt sich ein Anstieg der Inflation nicht mehr einfach so mit einem Tritt auf die Zinsbremse bekämpfen. Die zu erwartenden Kollateralschäden eines starken Zinsanstiegs, der auch die Renditen langlaufender Anleihen in die Höhe treiben würde, wären erheblich. Hochverschuldete Staaten und Unternehmen kämen in die Bredouille, Anleihen, Aktien und Immobilienpreise sowie die Bonität von Hypotheken würden fallen, was wiederum die Stabilität des Finanzsystems bedrohen würde.

Es bedarf also eines rhetorischen Drahtseilakts, um trotz steigender Inflation an der Tiefzinspolitik festzuhalten, ohne dabei die Glaubwürdigkeit und das Vertrauen der Menschen in die Geldwertstabilität zu riskieren. Eine Abkühlung der chinesischen Wirtschaft käme da fast schon gelegen, denn sie würde auch das Wachstum anderer Volkswirtschaften schwächen, deren Unternehmen stark in China engagiert sind. Vor allem die EZB könnte mit dem Hinweis auf eine zunehmende Fragilität der globalen Wirtschaft noch etwas länger auf Zeit spielen.

Wie schwierig die Lage für die Notenbanker ist, verdeutlicht auch die jüngste Aussage von US-Notenbankchef Jerome Powell: Die Kombination aus hoher

Inflation bei gleichzeitig zu hoher Arbeitslosigkeit sei eine „Herausforderung“. Powell weiß nach den schlechten Erfahrungen des Jahres 2018, als der Versuch einer Zinswende in einen Aktiencrash mündete und revidiert werden musste, um das Risiko, die Zinsen zu früh und zu stark anzuheben. Er ahnt aber auch, dass Nichtstun die Glaubwürdigkeit der Notenbank gefährden kann. Oder frei nach Karl Valentin: *„Mögen hätt' ich schon wollen, aber dürfen habe ich mich nicht getraut“*. Dies gilt in noch stärkerem Maße für die EZB, deren vorerst letzte Zinserhöhung zehn Jahre zurückliegt und rasch rückgängig gemacht werden musste. Die EZB hat es 2018 erst gar nicht mehr versucht und dürfte auch heute nicht mögen wollen.

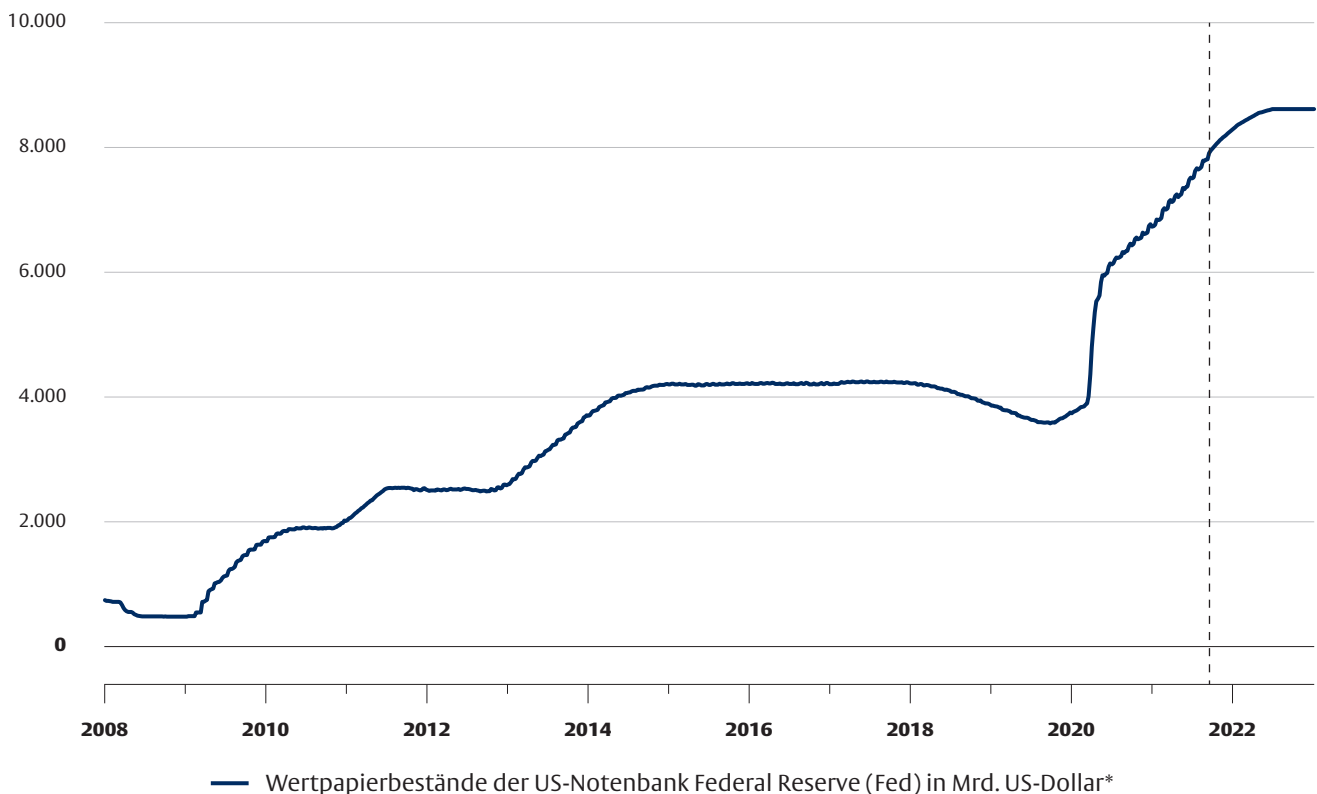
Immerhin hat die Fed angekündigt, bald mit der Reduktion der Anleihekäufe zu beginnen und diese voraussichtlich Mitte nächsten Jahres einzustellen (fällige Anleihen werden aber auch weiterhin durch Neukäufe ersetzt). Dann wird die US-Notenbank Anleihen im Nominalwert von schätzungsweise 8,6 Billionen US-Dollar auf ihren Büchern halten, davon 5,85 Billionen Dollar Staats- und ca. 2,75 Billionen Dollar hypothekenbesicherte Anleihen (vgl. Grafik 10 auf der folgenden Seite). Dies gilt allerdings nur unter dem Vorbehalt, dass die Wirtschaftserholung bis dahin nicht durch die pandemische Lage ausgebremst wird. Eine erste Leitzinserhöhung soll dann, mit gebührendem Zeitabstand und bei positiver Entwicklung am Arbeitsmarkt, frühestens Ende 2022 erfolgen, so der Plan.

Sollten die Inflationsraten auch im kommenden Jahr noch deutlich über der Zielmarke von zwei Prozent liegen, käme es zum Lackmustest. Würden

Grafik 10

Zurück zur Normalität?

Reduzierung und mögliches Ende der (Netto-)Wertpapierkäufe der Fed
(aktuell 120 Mrd. US-Dollar im Monat)



* Projektion ab Oktober 2021; Summe aus US-Staatsanleihen und hypothekebesicherten Wertpapieren.

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

Flossbach von Storch Szenariobetrachtung: Die tatsächliche Entwicklung kann von den hier dargestellten Annahmen abweichen.

die Notenbanken die Sache ernst nehmen, müssten sie dann lauter über Zinserhöhungen nachdenken. Im Zweifel dürfte aber die Angst vor den Kollateralschäden einer echten Zinswende größer sein als die Sorge vor einem Vertrauensverlust. Deshalb ist zu erwarten, dass vor allem die EZB ihre Geldpolitik noch einige Zeit mit dem beschwichtigenden Narrativ „tomorrow nice weather“ rechtfertigen wird.

Für die Staaten wäre etwas mehr Inflation sogar ein Segen. Höhere Inflation bedeutet auch höhere

Löhne. Die muss zwar auch der Staat zahlen, doch die Lohn- und Einkommensteuereinnahmen steigen durch die kalte Progression überproportional. Noch wichtiger ist vor allem für die hochverschuldeten Staaten, dass Inflation das nominale Bruttoinlandsprodukt erhöht und damit die Schuldenquote auch ohne schmerzhaftes Einsparungen senkt. Die Entschuldung von Staaten über Inflation gilt als effektivste Methode der Finanzrepression und wird durch die zunehmende Nähe zwischen Staaten und Notenbanken erleichtert.

ANLAGESTRATEGIE

Aktien als langfristiger Inflationsschutz

Wenn höhere Inflationserwartungen, die sich durch Zweitrundeneffekte bestätigen, und langfristig wirkende Inflationstreiber zu einem neuen Inflationsregime führen, würde das Trio aus niedrigem Realwachstum, niedriger Inflation und niedrigen Zinsen, das seit Jahren unser Weltbild prägt, zu einem Duo. Unsere Kernbotschaft, dass der Realzins negativ bleibt, wird dadurch noch verstärkt. Die Konsequenzen für Sparer sind offensichtlich.

Auch wenn die Inflationsraten zukünftig nur bei drei oder vier Prozent lägen, würden sie den realen Wert von Sparguthaben, Kontoguthaben oder Anleihen aushöhlen. Aktien bieten einen weitaus besseren Inflationsschutz, vorausgesetzt die Unternehmen schaffen es, ihre Gewinne trotz höherer Kosten zu steigern. Wichtig ist allerdings, dass die Zinsen nicht deutlich steigen, weil dann die Bewertung von Aktien sinken würde, so wie es in den Siebzigerjahren der Fall war. Damals kamen die Aktienkurse trotz steigender Unternehmensgewinne per Saldo nicht vom Fleck, weil der extreme Zinsanstieg die Aktienbewertung halbiert hat.

Der ruppige Börsenverlauf der vergangenen Wochen verdeutlicht, dass die Übergangsphase in ein neues Inflationsregime und die damit verbundene Sorge vor einer strafferen Geldpolitik bei Investoren zu erhöhter Unsicherheit führt. Damit muss man aber leben können, denn kurzfristige Kursschwankungen sind nun einmal der Preis für langfristigen, realen Wertzuwachs.

Solange davon auszugehen ist, dass der Realzins sicherer Anleihen negativ bleibt, sind Aktien die

einzigste liquide Anlageklasse, die dem Anleger neben laufenden Erträgen auch die Aussicht auf einen realen Wertzuwachs bietet. Allerdings gilt diese Eigenschaft nicht pauschal für alle Aktien, da sie die Fähigkeit des Unternehmens voraussetzt, seine Preise und/oder Mengen so zu erhöhen, dass der Gewinn mindestens genauso stark steigt wie die Inflation. Dann würde die Aktie bei unveränderter Bewertung mindestens mit der Inflationsrate steigen und ihren realen Wert erhalten oder erhöhen.

Damit Anleger einen realen Wertzuwachs erreichen können, benötigen sie einen langfristigen Anlagehorizont und genügend Widerstandskraft gegen die emotionale Versuchung auszusteigen, wenn die Kanonen donnern. Dies fällt leichter, wenn man in Aktien zukunftsträchtiger Unternehmen investiert, von deren Qualität man überzeugt ist. Solche Allwetterunternehmen, die über hervorragende Produkte, eine starke Wettbewerbsposition und hohe Profitabilität verfügen, sind besser in der Lage, mit steigenden Kosten umzugehen als fragilere Unternehmen mit vergleichsweise geringen Margen und hoher Verschuldung.

Dies gilt in besonderem Maße für material- oder energieintensive Unternehmen, bei denen explodierende Energiekosten und Engpässe bei Vorprodukten eine große Herausforderung darstellen. In inflationären Zeiten zeigt sich, wie real die vielbeschworenen Stärken eines Unternehmens sind. Profitabilität spielt dabei eine besondere Rolle, denn hochprofitable Unternehmen haben mehrere Optionen, ihre Kundenbeziehungen zu festigen und neue Kunden zu gewinnen. Sie können temporär höhere Preise für knappe Vorprodukte zahlen, einen höheren Beschaffungsaufwand akzeptieren, um lieferfähig zu bleiben, und Preiserhöhungen bewusst hinausschieben, um neue Kunden zu gewinnen. Im Wettbewerb um motiviertes und qualifiziertes Personal können sie höhere Gehälter zahlen und zusätzliche Leistungen anbieten. Unternehmen mit schwacher Profitabilität haben diese Optionen zumeist nicht. Auch eine solide Bilanz mit geringer Verschuldung verschafft dem Unternehmen mehr Handlungsspielraum.

Die folgenden Aspekte sind in Zeiten steigender Inflation besonders wichtig und spielen deshalb bei unserer Unternehmensanalyse und Aktienauswahl eine große Rolle:

- Preissetzungsmacht gegenüber Kunden (Markenstärke, Produkt- und Servicequalität),
- Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten (Größenvorteile, gute Beziehungen),
- Flexibilität in Beschaffung, Produktion und Vertrieb,
- effiziente Kostenkontrolle,
- wettbewerbsfähige Gehälter für motivierte und hochqualifizierte Mitarbeiter.

BMW und Daimler nutzen ihre Flexibilität in Produktion und Vertrieb und verbauen die knappen Chips vor allem in Premium-Modellen mit höheren Umsatzrenditen. Trotz steigender Rohstoffkosten, Lieferverzögerungen und Engpässen bei Chips werden beide Automobilhersteller deshalb in diesem Jahr voraussichtlich einen Rekordgewinn erzielen.

BASF profitiert als Branchengröße von einem globalen Standortnetzwerk. Das hohe Einkaufsvolumen ist gegenüber Lieferanten und Logistikern neben langjährig guten Beziehungen ein wichtiges Argument bei der Beschaffung knapper Vorprodukte und Frachtkapazitäten. Auf der Kundenseite konnte das Unternehmen im zweiten Quartal bei rohstoffnahen Produkten im Segment „Chemicals“ starke Preiserhöhungen von 78 Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal durchsetzen. Dass auch die Zahlungskraft der Kunden eine wichtige Rolle spielt, zeigte sich im Agrarbereich, wo die Preise nur moderat um drei Prozent angehoben wurden.

Im Konsumgüterbereich waren Preiserhöhungen auch wegen der Macht des Handels lange Zeit nur schwer durchsetzbar. Unternehmen wie Nestlé oder Procter & Gamble haben dies in den vergangenen Jahren mit Effizienzsteigerungen weitgehend kompensieren können. Ihre Größe ist bei Preisverhandlungen mit Lieferanten hilfreich. In den kommenden Quartalen wird sich zeigen, wie weit es den Unternehmen gelingt, auch bei Großkunden wieder deutliche Preiserhöhungen durchzusetzen. PepsiCo hat als erstes Unternehmen des Sektors seine Zahlen für das dritte Quartal veröffentlicht und Preiserhöhungen von durchschnittlich fünf Prozent berichtet.

Technologieunternehmen, insbesondere solche mit einem hohen Softwareanteil, leiden naturgemäß weniger unter Inflation. Hier wirken sich allenfalls steigende Strompreise und mit Verzögerung höhere Personalkosten negativ aus. Die Stromkosten des energieintensiven Cloud-Geschäfts dürften sich nach unseren Schätzungen bei Alphabet, Amazon und Microsoft auf rund zwei Prozent des Umsatzes belaufen. Angesichts der hohen Ertragsmargen hätten selbst drastisch steigende Energiekosten keinen wesentlichen Effekt auf den Gewinn dieser Unternehmen. Auch ambitionierte Dekarbonierungsziele, wie die von Alphabet bis 2030 angestrebte CO₂-Neutralität, sollten deshalb ohne nennenswerte

Ertragseinbußen erreichbar sein. Der wichtigste Werttreiber für diese Unternehmen bleibt das überdurchschnittliche Umsatzwachstum.

Die jüngsten Kursverluste bei Aktien des Technologiesektors sind deshalb auch nicht auf die steigende Inflation und etwaige Lieferengpässe zurückzuführen, sondern eher auf die abgeleitete Angst vor steigenden Zinsen und in Einzelfällen die Sorge vor einer schärferen Regulierung.

Dies galt zuletzt auch für die chinesischen Technologiekonzerne, wo die Angst vor dem langen Arm Xi Jinpings zu einer Massenflucht der Investoren aus diesen Titeln geführt hat. Dadurch kamen auch die Aktien der führenden Internetkonzerne Tencent und Alibaba unter Druck. Um das Wohlwollen der Regierung zu gewinnen, haben sich Tencent und Alibaba zu „gemeinwohlfördernden Investitionen“ in Höhe von jeweils 100 Mrd. Yuan verpflichtet, die über fünf Jahre gestreckt werden sollen (jährlich 20 Mrd. Yuan bzw. 2,7 Mrd. Euro). Ein wesentlicher Teil davon dürfte eher als unfreiwillige „Spende“ zu werten sein und indirekt auch dazu beitragen, den niedrigen Steuersatz, der in den vergangenen Jahren zwischen zehn

und 20 Prozent schwankte, zu kompensieren. Angesichts ihrer hohen Profitabilität und eines freien Cashflows von jeweils rund 20 Mrd. Euro können sich die Unternehmen diese Sondersteuer leisten. Die Beispiele verdeutlichen aber auch die Gefahr von Eingriffen in Eigentumsrechte, die in staatlich gesteuerten Schwellenländern größer ist und sich bei den betroffenen Unternehmen inzwischen auch in einer niedrigen Börsenbewertung ausdrückt.

Durch die weiter voranschreitende Digitalisierung bietet der Technologiesektor das größte Wachstumspotenzial. Dieser Bereich ist heute aber umfassender zu verstehen als in der Vergangenheit. Inzwischen gehören neben klassischen Soft- und Hardwareanbietern sowie Plattformen auch Unternehmen aus dem Industriesektor und der Medizintechnik, Zahlungsdienstleister und teilweise auch Hersteller langlebiger Konsumgüter zu dieser Kategorie. Unternehmen aus diesen Sektoren tragen dazu bei, die Produktivität der Wirtschaft und die Herausforderungen der Dekarbonisierung und demographischen Entwicklung zu meistern und bieten ihren Aktionären die Aussicht auf einen realen Wertzuwachs des investierten Kapitals.

In Zeiten steigender Inflation zeigt sich,
wie ausgeprägt die Stärken eines Unternehmens tatsächlich sind.

Gold als Inflationsschutz

Eigentlich sollte man erwarten, dass der Goldpreis von einem Umfeld steigender Inflation und anhaltend tiefer Zinsen profitiert. Warum ist er dann in diesem Jahr gefallen? Die häufigsten Erklärungsversuche lauten:

- Der steigende US-Dollar,
- steigende Aktienkurse und damit höhere Opportunitätskosten für Goldanleger,

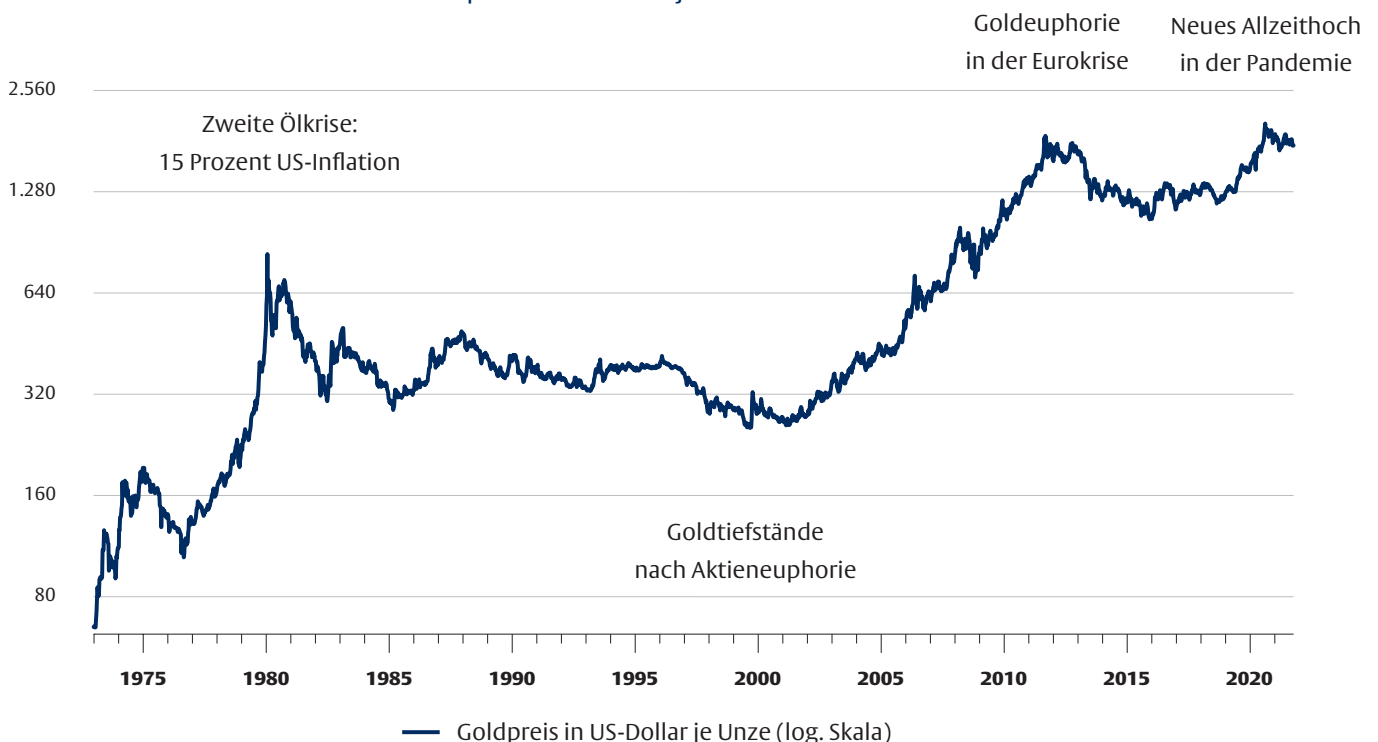
- steigende Zinserwartungen und damit potenziell höhere Opportunitätskosten.

Diese Begründungen erscheinen nicht gerade zwingend. Erstens gibt es viele Phasen, in denen sowohl der Dollar als auch der Goldpreis stark gestiegen sind. Zweitens gibt es ebenso viele Phasen, in denen auch die Aktienkurse und der Goldpreis parallel gestiegen sind (jüngstes

Grafik 11

Goldpreisentwicklung seit Preisfreigabe

Goldpreis in US-Dollar je Unze seit 1973



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

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

Beispiel: der Zeitraum von März bis August 2020). Drittens hat der Goldpreis seinen größten Anstieg erlebt, als die Zinsen Ende der Siebzigerjahre durch die Decke gingen. Es ist also müßig, für eine kurzfristige Entwicklung des Goldpreises nach einer sinnvollen Erklärung zu suchen.

Langfristig besteht der „Ertrag“ des zinslosen Edelmetalls darin, mindestens die jährliche Geldentwertung auszugleichen. Zwischenzeitlich steigt und fällt der Goldpreis mal stärker, mal weniger stark als die Inflationsrate.

In Zeiten großer Unsicherheit, etwa geopolitischen Stressphasen, Krisen des Finanzsystems oder Pandemien, wird Gold gerne auch die Rolle eines sicheren Hafens zugeschrieben. Doch diese vielzitierte Eigenschaft ist langfristig von untergeordneter Bedeutung oder nur als möglicher Auslöser für Inflation relevant.

Grafik 11 zeigt die Entwicklung des Goldpreises seit 1973. Von 1933 bis 1971 war der Goldpreis bei 35 US-Dollar fixiert. Nach dem Ende des Goldstandards wurde der Goldpreis im Jahr 1973 endgültig freigegeben und stieg in kurzer Zeit auf über 100 Dollar. Das Ölembargo nach dem Jom-Kippur-Krieg führte zu einem sprunghaften Anstieg des Ölpreises und der Inflation. Der Goldpreis stieg kurzfristig auf rund 180 Dollar, fiel dann aber wieder auf gut 100 Dollar zurück. In der zweiten Ölkrise Ende der Siebzigerjahre stieg die Inflation in den USA auf 15 Prozent. Die Anleger befürchteten damals, dass die Inflation aus dem Ruder laufen könnte und kauften lieber Gold als Anleihen, obwohl deren Renditen bei über zehn Prozent lagen. Anfang 1980 erreichte der Goldpreis dann ein Rekordhoch von 850 Dollar. Kurz darauf trat US-Notenbankchef Paul Volcker auf die Bremse und erhöhte den Leitzins auf heute unvorstellbare 20 Prozent. Die Inflationserwartungen fielen und damit auch der Goldpreis. Es dauerte 28 Jahre, bis das Rekordniveau von Januar 1980 wieder erreicht wurde.

Die dann folgende Finanzkrise führte trotz umfassender Geldschöpfung der Notenbanken nicht zu Inflation, weil sich die Kreditvergabe der Banken nicht erhöhte und das Geld die Realwirtschaft nicht erreichte. Auch erneute Inflationssorgen im Zuge der Eurokrise, die den Goldpreis 2011 auf einen neuen Rekordwert von 1.900 Dollar steigen ließen, erwiesen sich als unbegründet, so dass er bis 2015 wieder auf 1.053 Dollar fiel.

Im Zuge der Corona-Pandemie brachten die Rettungsmaßnahmen der Regierungen und Notenbanken viel Geld unters Volk, was sich auch in einem deutlichen Anstieg der Geldmenge M2 niederschlug. Damit stiegen die Inflationserwartungen und mit etwas Verzögerung in diesem Jahr auch die Inflation. Bereits im August 2020 erreichte der Goldpreis ein neues Rekordhoch von 2.063 Dollar. Seither ist er wieder um 300 Dollar gefallen, was auch schlichtweg daran liegen kann, dass der vorangegangene Preisanstieg zu viel des Guten war.

Ob der Goldpreis der Inflationsentwicklung vorausgeeilt ist oder ihr hinterherhinkt, hängt naturgemäß vom Betrachtungszeitraum ab. Tabelle 1 auf der folgenden Seite vergleicht die jährliche Goldpreis- mit der Inflationsentwicklung für verschiedene Zeiträume bis heute. Dabei haben wir bewusst extrem positive wie negative Phasen der Goldpreisentwicklung ausgewählt.

Seit Ende 1973, als sich der Kurs nach der Freigabe des Goldpreises bei gut 100 Dollar eingependelt hat, ist er um 6,1 Prozent p.a. und damit zwei Prozentpunkte stärker gestiegen als die Inflation. Die „Outperformance“ von Gold kann auf den zunehmenden Wohlstand in den Schwellenländern zurückzuführen sein, deren Bürger erst in den Folgejahren in nennenswertem Umfang Gold kaufen konnten bzw. durften.

Tabelle 1

Gold ist kein kurzfristiger Inflationsschutz, sondern ein langfristiger Wertspeicher

Goldpreisentwicklung für verschiedene Zeiträume, jeweils bis heute
(bezogen auf den aktuellen Goldkurs von 1.760 USD/Unze)

Beginn		Kurs	Anstieg p.a.	US-Inflation	„Outperformance“ Gold – Inflation
Dezember 1933	Fixierung Goldpreis bei 35 USD	35	4,6%	3,5%	1,0%
Dezember 1973	Vollständige Preisfreigabe	107	6,1%	3,8%	2,2%
Dezember 1979	Inflationsspitze	850	1,8%	3,1%	-1,3%
März 2001	Goldpreistief	256	9,9%	2,2%	7,6%
August 2011	Goldeuphorie in der Eurokrise	1.900	-0,8%	1,9%	-2,6%

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 7. Oktober 2021

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

Eine Prognose für die Entwicklung in der näheren Zukunft wäre unseriös. Es spricht jedoch viel dafür, dass Gold auch zukünftig seiner Funktion als langfristiger Inflationsschutz gerecht wird. Da die Notenbanken kaum noch in der Lage sein werden, mit deutlichen Zinserhöhungen einen Inflationsanstieg zu bekämpfen, ist die Gefahr eines nachhaltigen Preiseinbruchs wie in den 1980er und 1990er Jahren gering.

Dass die Goldproduzenten derzeit unter dem Inflationsanstieg leiden, klingt ironisch, liegt aber daran, dass die Kosten für Energie, Material

und Personal steigen, während der Verkaufspreis – sprich der Goldpreis – zuletzt gefallen ist. Dies hat die Aktienkurse in den vergangenen Monaten stark unter Druck gesetzt. Allerdings sind die Bilanzen der großen Produzenten durch die hohen Cashflows der vergangenen Jahre inzwischen nahezu schuldenfrei, und das derzeitige Goldpreisniveau reicht immer noch für auskömmliche Gewinne und attraktive Dividenden.

Gold dürfte auch zukünftig seiner Funktion
als langfristiger Inflationsschutz gerecht werden.

FAZIT

Die Inflation hat sich zurückgemeldet und es spricht einiges dafür, dass sie bleibt. Selbst wenn sich die aktuellen Engpässe im nächsten Jahr weitgehend auflösen sollten, dürfte sich aufgrund der zu erwartenden Zweitrundeneffekte ein höherer Inflationssockel bilden. Mittel- und langfristig kommen mit den drei „D“ in Form von Deglobalisierung, Dekarbonisierung und Demographie weitere Inflationstreiber hinzu.

Aktien und Gold sind die einzigen liquiden Anlageklassen, die zukünftig noch einen Schutz vor Inflation und einen realen Wertzuwachs ermöglichen. Daran würde sich auch nichts ändern, wenn die Inflation wieder fiele. Nur ein deutlich steigendes Zinsniveau oder eine dauerhaft schrumpfende Wirtschaft würden die Attraktivität von Aktien schmälern. Beides erscheint unwahrscheinlich.

Der Weg in ein neues Inflationsregime ist steinig. Nicht alle Unternehmen werden ihn meistern. Eine hohe Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und ein weitsichtiges Management sind in einem

solchen Umfeld besonders wichtig. Die Aktienmärkte werden das Risiko steigender Zinsen aber nicht völlig ausblenden, sondern mal mehr und mal weniger stark in Betracht ziehen, auch wenn zunehmend ersichtlich ist, dass den Notenbanken die Hände gebunden sind. Für die hochverschuldeten Staaten wäre Inflation sogar ein Segen, weil ein inflationiertes Bruttoinlandsprodukt die Schuldenquote reduziert.

Solange dieser Prozess geordnet verläuft und die Inflation im neuen Regime moderat bleibt, sind die Konsequenzen überschaubar. Erst wenn die Menschen die Geldwertstabilität ernsthaft anzweifeln und das Geld nicht mehr als Wertaufbewahrungsmittel nutzen, würde sich dies ändern. Dazu müsste die Inflation aber dauerhaft ein zweistelliges Niveau erreichen, was nicht zu erwarten ist.

Sparbuchfans oder Anleihenbesitzer sollten die aktuelle Entwicklung aber nicht ignorieren. Bei einem Zins von null reichen schon drei Prozent Inflation, um den realen Wert eines Vermögens langfristig zu dezimieren.



Dr. Bert Flossbach

Köln, den 7. Oktober 2021

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49. 221. 33 88-0, Fax +49. 221. 33 88-101
info@fvsag.com, www.flossbachvonstorch.de

Vorstand Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen

Umsatzsteuer-ID DE 200 075 205
Handelsregister HRB 30 768 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktion Dr. Bert Flossbach, Thomas Lehr, Julian Marx,
Christian Panster, Dr. Tobias Schafföner, Philipp Vorndran
Redaktionsschluss 7. Oktober 2021

Visuelle Konzeption Heller & C und Markus Taubeneck
Druck Kopp Druck und Medienservice

Nachdrucke des Berichtes 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 AG.

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbematerial (Werbung). Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen der Flossbach von Storch AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung der Flossbach von Storch AG 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 enthaltenen 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 dieser Präsentation 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 der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

© 2021 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.



Flossbach von Storch