

## 1. Überblick

Im dritten Quartal konnten die Märkte an die Erholung des zweiten Quartals anknüpfen und markierten zum Teil neue Jahreshöchststände. Seit Anfang September hat sich allerdings die Stimmung eingetrübt. Vermehrt traten Risiken auf, die zur ersten bedeutenden Korrektur im neuen „Bullenmarkt“ führten. So fiel der S&P 500 Index von seinen jüngsten Höchstständen um über 10% und auch der Nasdaq 100 Index hat 14% verloren. Seit Jahresbeginn notieren somit die meisten Märkte weiter im Minus. Die jüngste Korrektur hatte mehrere Gründe:

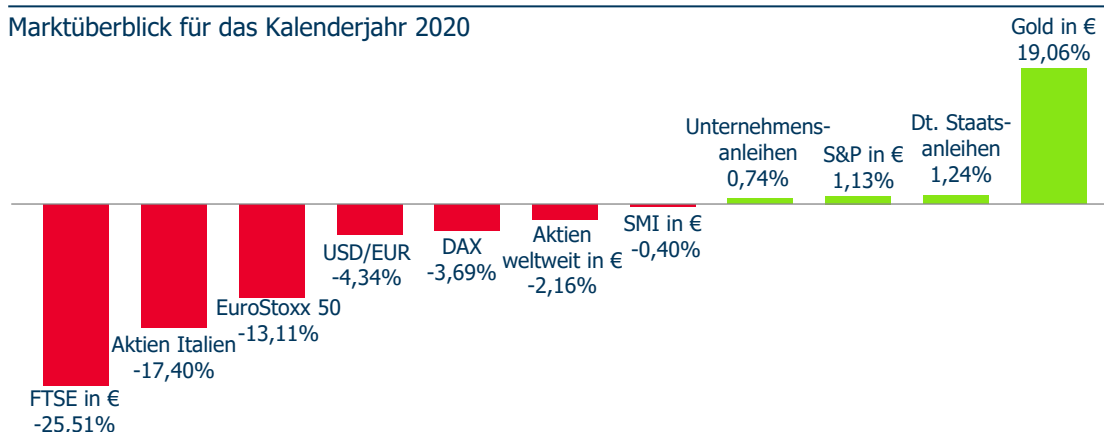
Die USA stehen vor einer fiskalischen Klippe. Angesichts der schwierigen Situation einer Konsensfindung im Kongress in einem Wahljahr und die Ungewissheit, die die Nachbesetzung am obersten Gerichtshof erzeugt, ist die Wahrscheinlichkeit einer Verabschiedung eines weiteren Stimulationspakets noch vor den Wahlen am 3. November deutlich gesunken.

Zudem steigen die Fallzahlen von COVID-19 weltweit seit Wochen wieder deutlich an. Befürchtet wird, dass dieses der Beginn einer zweiten Welle sein könnte. Derzeit bildet Europa den Schwerpunkt, aber zeitverzögert im Herbst / Winter könnten auch die USA und andere Teile der Welt wieder stärker betroffen sein. Eventuelle Lockdowns stellen somit auch ein Risiko für die Wahlbeteiligung bzw. das Wahlverhalten für die anstehende Präsidentschaftswahl dar. Auch das Thema BREXIT hat wieder an Dynamik gewonnen und die Wahrscheinlichkeit eines unregelmäßigen Ausstiegs der Briten aus der EU hat deutlich zugenommen. Schlussendlich steht auch die US-Wahl bevor mit der einhergehenden Unsicherheit, dass sowohl die Validität als auch der Zeitpunkt eines endgültigen Ergebnisses fraglich sein könnten.

Das Jahr 2020 war bis jetzt schon ein außergewöhnliches Jahr. Die US-Wahl könnte diesem aber noch die Krone aufsetzen. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten ist dementsprechend hoch.

Markterholung stagniert – unruhige Zeiten erwarten uns kurzfristig

Marktüberblick für das Kalenderjahr 2020



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Die Volatilität an den Märkten spiegelt diese Bedenken gut wider, wobei gerade im September die Unsicherheit erheblich gestiegen ist. Aus unserer Sicht könnte diese Phase die nächsten zwei Monate weiter anhalten und somit kurzfristig weiter ein herausforderndes Handelsumfeld für Kapitalanleger schaffen. Technisch gesehen bieten die wesentlichen Aktienmärkte bis zum gleitenden 200-Tage-Durchschnitt noch Platz nach unten an, was für den S&P 500, den Nasdaq oder auch den DAX ein Korrekturpotenzial von ca. 5% - 15% bedeuten würde.

Mit Blick auf die weitere Zukunft erwarten wir, dass die oben angesprochenen Risiken bis zum Ende des Jahres oder kurz danach positiv gelöst sein sollten. Es wird mehr fiskalpolitische Stimuli in den USA geben - da sind sich beide Parteien einig – allerdings nicht mehr vor der Wahl. In den nächsten Monaten sollte es weitere Fortschritte eines Impfstoffes geben, das Ausmaß einer zweiten COVID-19-Welle wird absehbarer sein und schlussendlich wird auch das Thema BREXIT entschieden sein.

Somit ergeben sich aus unserer Sicht eher Chancen an den Märkten, die wir nutzen möchten. In unserer Grundannahme niedriger Zinsen und einer leicht anziehenden Inflation in den nächsten Jahren spielen Gold und Aktien, wie auch Unternehmensanleihen eine zentrale Rolle unserer Investmentstrategie. Sollten die oben beschriebenen kurzfristigen Problemfelder bis zum Jahresende überwunden sein, bedeutet dies, dass sich die Erholung der Märkte im Jahr 2021 fortsetzen sollte. Neben Titeln aus unseren vier Zukunftsbranchen „Ernährung & Agrar“, „Wasser & Umwelt“, „Gesundheit“ und „Informationstechnologie“ suchen wir dann auch Werte, die eine (früh-)zyklische Komponente beinhalten.

Mittelfristig ergeben sich Chancen, die es zu nutzen gilt

## 2. Unsere Einschätzungen für 2020/2021

- Die US-Wahl am 3. November steht im Fokus der internationalen Kapitalmärkte – durch die Polarisierung der beiden Parteien im Vorfeld könnte sich eine erhöhte Unsicherheit bei der Stimmauszählung und dem Wahlausgang ergeben.
- Die Weltwirtschaft gleitet in diesem Jahr in eine Rezession ab – während China mit einem positiven BIP-Wachstum das Jahr abschließen sollte, sind die anderen Wirtschaftsräume deutlich negativer durch die COVID-19 Pandemie belastet.
- Die Erholung der Wirtschaft sollte sich aber auch im vierten Quartal weiter fortsetzen und 2021 in eine konjunkturelle „Aufschwung“-Phase einmünden.
- Die Notenbanken unterstützen neben den Regierungen massive fiskal- und geldpolitische Stimuli in allen Ländern.
- Deutliche Ausweitung der Schuldenlevels in allen Ländern unausweichlich.
- Das Zinsniveau dürfte auf Jahre sowohl in den USA als auch in Europa um Null bzw. im negativen Bereich bleiben.
- Das Thema Inflation wird in Zukunft flexibler von den Notenbanken behandelt. Folge: Inflationsraten könnten steigen.
- Die zweite Corona-Welle ist in Europa angekommen. Aus den bisherigen Erfahrungen sollte diese aber besser gehandhabt werden können, sodass die Wirtschaft nicht mehr so stark eingeschränkt werden sollte wie im ersten bzw. zweiten Quartal.
- Handelsstreits USA vs. China - aber auch Europa - sollten erst im nächsten Jahr mit dem neuen oder alten US-Präsidenten weitergehen, welches das größte geopolitische Risiko für die Märkte darstellt.
- BREXIT muss bis zum 31.12.2020 gelöst sein, ansonsten gibt es zum 31.01.2021 den ungeregelten Austritt. Situation verfahren, aber Einigung in letzter Minute möglich.
- Die Volatilität an den Märkten nimmt wieder zu und bietet Chancen für Investitionen.

**Anleihen:** Ruhiges Quartal, unterstützt durch Neuausrichtung bei der Formulierung des zukünftigen Inflationsziels durch die FED. Folgt die EZB dieser Blaupause? Bei Unternehmensanleihen werden wir weiter auf Qualität achten. Hybridanleihen bonitätsstarker Unternehmen aus defensiven Branchen vereinen diese Qualität bei vorhandenem Renditepotenzial.

**Aktien:** Die aktuelle Phase der gestiegenen Unsicherheit bietet Chancen für Qualitätstitel mit hohem Eigenkapital und einer starken Bilanz. Die defensive Branchenallokation mit Titeln aus „Gesundheit“, „Ernährung & Agrar“ und „Basiskonsum“ hat sich bewährt. Zukünftig könnten auch wieder frühzyklische Werte interessanter werden.

**Substanzenanlagen:** Gold ist weiterhin Basisbestandteil in der Asset Allokation – aufgrund der expansiven Politik der Notenbanken und eines zukünftig flexibleren Inflationsziels bleibt Gold spannend.

**Währungen:** Euroaufwertung setzt sich fort. Kursziel EUR / USD im August erreicht. Wir erwarten nun eine Konsolidierung bis Jahresende. Erhöhte Volatilität beim Britischen Pfund erwartet, da sich das Risiko eines harten BREXIT deutlich erhöht hat.

## 3. Bericht vom Markt

### 3.1 USA: Kurswechsel der FED und eine US-Wahl, die es in sich haben könnte

Die US-Notenbank kündigte auf ihrer jährlichen Sitzung in Jackson Hole an, dass sie das bisherige „Inflation Targeting“ aufgeben und durch ein „Price Targeting“ ersetzen wird. Damit ist der Einsatz höherer Zinsen zur Inflationsbekämpfung bis auf weiteres nicht in Sicht. Dies bestätigt auch unsere Basisannahme eines niedrigen Zinsniveaus, das uns auf Jahre erhalten bleiben wird und für Kapitalanleger weiterhin Kaufkraftverlust durch erhöhte Teuerung bedeutet. Als Konsequenz bleiben für Anleger negative Realzinsen, die Nominalzinsen werden also auf Sicht von der Inflation gänzlich aufgezehrt.

Ein zusätzlicher Risikofaktor für Investoren ergibt sich auf kurze Sicht durch ein dramatisches Finale des US-Wahlzyklus, das von den internationalen Finanzmärkten mit großer Spannung verfolgt wird. Der Wahlkampf stand unter dem Eindruck der massiven COVID-19-Pandemie, einer verkürzten und



virtuellen Wahlkampf tour, anhaltender Ausbrüche innerstaatlicher sozialer Unruhen und internationalen Handelsspannungen, sowie eines unberechenbaren und am Ende sogar mit dem COVID-19-Virus infizierten Amtsinhabers. Anfang November endet diese Phase mit der Wahl zum 46. Präsidenten der USA.

Das für die Aktienmärkte ungünstigste Szenario wäre ein unklarer Wahlausgang mit Nachzählungen und Gerichtsprozessen bis hin zur Entscheidung durch den Supreme Court, dem obersten Gerichtshof der USA, vor dem auch noch die Nachbesetzung der vor kurzem verstorbenen liberalen Richterin Bader Ginsburg liegt. Viel Sprengstoff, der sich aufgrund der tiefen innenpolitischen Gräben und einer kulturkampfähnlichen Situation in den USA aufgebaut hat, könnte sich nach der US-Wahl entladen. Beide Parteien haben sich dabei in Extrempositionen begeben, die eine Konsensfindung bzw. ein Nachgeben ihrer eigenen Sicht sehr schwierig bis nahezu unmöglich macht.

Ein Ergebnis einer von Demokraten geführten Mehrheit im Kongress und somit neben dem Repräsentantenhaus auch des Senats könnte vom Markt negativ aufgenommen werden. Die Gefahr würde steigen, dass ein neuer Präsident Joe Biden viele von Trumps wirtschaftsfreundlichen Gesetzen und Teile der Niedrigsteuerreform rückgängig machen könnte.

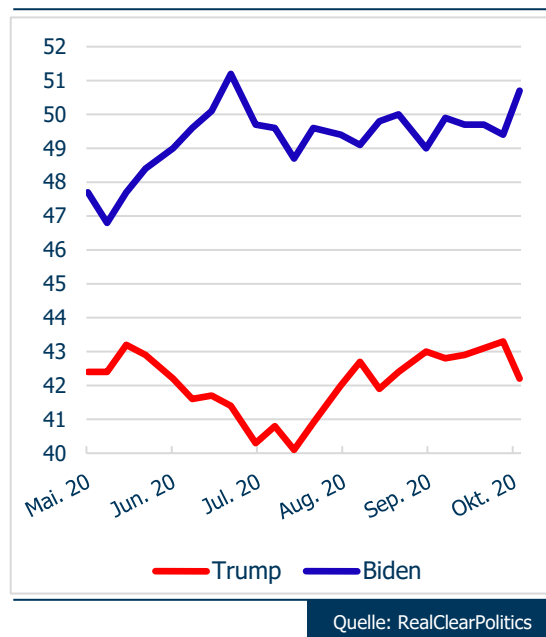
Die Mehrheit der Demokraten im Repräsentantenhaus scheint bereits sicher zu sein, da sie schon jetzt über 232 Sitze gegenüber 198 republikanischen Sitzen verfügen und in der Mitte der Legislaturperiode (2018) 40 Sitze hinzugewinnen konnten. Der Kampf um die Mehrheit im Senat dürfte knapp werden. Da die Republikaner im Senat mit 23 Sitzen mehr verteidigen müssen als die Demokraten mit 12 Sitzen, ist ein Wechsel hin zu einer demokratischen Mehrheit auch hier nicht ausgeschlossen. Die Demokraten müssten drei zusätzliche Sitze gewinnen, um die Kontrolle im Senat zu erreichen.

Trump dürfte vor allem in seinem Programm weiter auf Steuersenkungen drängen. Biden stellt dagegen höhere Staatsausgaben - finanziert durch höhere Steuern für Unternehmen und wohlhabende Privatpersonen - in den Vordergrund seiner Kampagne. So wäre die Wahrscheinlichkeit einer höheren Körperschaftssteuer von 21% auf 28% - womit die Hälfte der Trump-Senkungen rückgängig gemacht würde - möglich, die die Gewinne des S&P 500 Index um bis zu 5% reduzieren könnten. Angedacht ist auch eine Erhöhung der Steuerquote von ausländischen Unternehmensgewinnen auf 21% (von ca. 10%), die vor allem die Technologieunternehmen treffen würde, die im Ausland beträchtliche Gewinne machen. In der Handelspolitik hat Biden noch keine klare Richtung festgelegt, wird aber vermutlich mit einer anderen Rhetorik agieren als Donald Trump. Große Unsicherheit besteht noch darüber, wie Biden mit den noch bestehenden Zöllen umgehen würde. Eine vollständige Umkehr der unter der Trump-Administration umgesetzten Strafzölle scheint eher unwahrscheinlich, von einem stärkeren Zugehen auf und Zusammenarbeiten mit den westlichen Partnern sollte aber ausgegangen werden. Im Gesundheitswesen würde ein Sieg der Demokraten vermutlich eine Ausweitung des „Affordable Care Act“ - auch bekannt unter „Obamacare“, dem Zugang zu einer Krankenversicherung für alle US-Bürger - zur Folge haben. Dazu bräuchte es aber einer deutlichen Mehrheit der Demokraten im Senat. Dies scheint eher unwahrscheinlich, sodass der Gesundheitssektor börsenmäßig weniger stark von einem Wechsel betroffen sein sollte. Positiv auf die Märkte könnte dagegen die Möglichkeit weiterer massiver fiskalischer Stimuli der Demokraten wirken, die die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie für die Bevölkerung ausgleichen sollen. Hier fordern die Demokraten deutlich höhere Beträge, als es derzeit die Republikaner tun. Zusammengefasst würde ein Schwenk zu einer demokratischen Mehrheit im Senat und im Repräsentantenhaus von den Aktienmärkten wahrscheinlich kurzfristig leicht negativ aufgenommen werden.

Am wahrscheinlichsten ist ein Ergebnis eines unter Republikanern und Demokraten aufgeteilten Kongresses. Ein solches Ergebnis würde die Macht des gewählten Präsidenten einschränken, und somit vom Aktienmarkt vermutlich lediglich zur Kenntnis genommen werden. Im Falle einer Trump-Wiederwahl besteht die Möglichkeit einer härteren Gangart gegen China durch eine Ausweitung der Strafzölle und der damit einhergehenden weltweiten Unsicherheit. Die Börsen könnten hier womöglich nur kurzfristig positiv reagieren.

Der Wahlausgang bleibt auch ohne Überraschungen und Konfrontationen bei der Auszählung der gültigen Stimmen spannend und wird vermutlich noch nicht am 3. November entschieden sein. Das größte Risiko für die Börsen ist dabei eine wochenlange Unklarheit bezüglich des Wahlausgangs und ein nicht enden wollendes politisches Chaos, das eine parteiübergreifende Lösung und auch ein Eingeständnis einer Wahlniederlage einer der beiden Kandidaten nicht möglich macht.

Durch die erst kürzlich bekannt gewordene COVID-19-Infektion von Donald Trump ist dieses Szenario nicht unwahrscheinlicher geworden (siehe aktuelle Quoten der Wahlbörsen vom 05.10.20), da seine Siegchancen durch die Infektion gelitten haben. Der Wahlkampf ist nur auf seine Person abgestimmt und besonders bei einem schwereren Verlauf der Krankheit wäre er am Ende des Wahlkampfes in der Öffentlichkeit nicht mehr omnipräsent. Die Auswirkungen des Virus hatte er zudem im Vorfeld der Wahl immer wieder verharmlost. Dagegen könnte ihm ein leichter Verlauf der Krankheit als Beweis für seine Sicht der Dinge auf das COVID-19-Virus dienen und ihm in der letzten Phase des Wahlkampfes sogar noch zusätzliche Wählerstimmen einbringen.



### 3.2 Eurozone: Zweite COVID-19-Welle und BREXIT die bestimmenden Themen

Die zweite Welle sollte trotz der einsetzenden kühleren Jahreszeit ohne neue landesweite Lockdowns und einem neuen Einbruch der Wirtschaftstätigkeit überstanden werden. Zwei Punkte machen uns in dieser Richtung hoffnungsvoll:

Erstens können sowohl die Politiker als auch die Bürger die Gesundheitsrisiken als auch auftretende wirtschaftlichen Schäden besser gegeneinander abwägen. So werden Verschärfungen bei der Maskenpflicht und beim Abstandhalten ständige Begleiter bleiben, ebenso ein Verbot von größeren Veranstaltungen, dafür bemüht sich die Politik aber Schulen, Kindergärten und ebenso Geschäfte möglichst offenzuhalten. Dieses Vorgehen sollte den wirtschaftlichen Gesamtschaden in Grenzen halten.

Zweitens sieht die Gesamtsituation in der Weltwirtschaft weiterhin robust aus. Die Wirtschaft in den USA erholt sich und auch China hat seine Probleme in den Griff bekommen. Somit ist der Ausblick für das verarbeitende Gewerbe und den Handel mit Exportgütern deutlich positiver als im März / April. Während der private Verbrauch eine Delle aufgrund einer zweiten Welle von COVID-19-Infektionen erfahren könnte, sieht die Gesamtlage in Europa deutlich freundlicher aus und sollte den moderaten Wachstumskurs über den Winter halten können.

Unterstützend wirkt weiter die europäische Geld- und Fiskalpolitik, die für einige Zeit sehr expansiv ausgerichtet bleiben und somit den Preis- und Kostendruck für die Unternehmen geringhalten sollte. Die Aussicht auf einen Impfstoff wird ebenfalls in den nächsten Monaten konkreter. Viele aussichtsreiche Forschungen befinden sich in der letzten Phase III und somit nicht allzu weit entfernt von einem Zulassungsverfahren.

In Europa rücken deshalb sukzessive wieder andere Themen in den Vordergrund, so z.B. der weiterhin ungelöste BREXIT. Hier sind die Fronten verhärtet, Premier Boris Johnson scheint einer „all or nothing“ Strategie zu folgen. Die Gefahr eines unregelmäßigen BREXIT wird somit konkreter. Bis zum 31.12. befindet man sich weiter in einer Übergangsphase, die - sollte es kein Freihandelsabkommen geben - zum 31. Januar 2021 in einem ungeordneten Austritt münden würde. Der EU-Gipfel am 15. Oktober bietet vermutlich die letzte Gelegenheit, um in letzter Minute noch ein Abkommen zu erzielen. Knackpunkte sind neben den Fischereirechten die Verwaltung und staatliche Beihilfen für Unternehmen. Es drohen ansonsten die Einführung von WTO-Regeln mit Handelszöllen, die höhere Verwaltungskosten, Unterbrechungen von Lieferketten und den Anstieg der Preise zwischen den zwei Wirtschaftsregionen als Konsequenz hätten. Dieses würde weniger Handel und die Reduzierung des Zustroms von Arbeitskräften zur Folge haben und sich somit auf die wirtschaftlichen Aktivitäten auswirken. Es ist zu wünschen, dass beide Parteien einen Kompromiss erzielen werden, da es ansonsten auf beiden Seiten Verlierer geben wird. Wir bleiben deshalb zuversichtlich.



### 3.3 *China wächst weiter und wartet die Wahl in den USA ab*

Der im letzten Quartalsbericht beschriebene zeitliche Vorsprung Chinas bezüglich der Pandemiebekämpfung zeigt sich immer deutlicher in anziehenden Einzelhandelsumsätzen und auch in der zunehmenden Industrieproduktion. Der Einkaufsmanagerindex, ein Vorlaufindikator für die wirtschaftliche Entwicklung, konnte sich ebenfalls konstant über 50 halten und deutet auf weitere wirtschaftliche Expansion hin. Angesichts der aktuellen Lage in Bezug auf die Schweinepest könnte die Nahrungsmittelinflation wieder etwas an Fahrt aufnehmen, die sich in den letzten Monaten moderat verhielt. Nach den guten Zahlen für das zweite Quartal erwarten wir, dass die chinesische Wirtschaft dieses Jahr mit über 2% BIP-Wachstum trotz der widrigen Umstände der Pandemie abschließen wird. Auf der geopolitischen Ebene ist es in letzter Zeit mit Ausnahmen der Konflikte in Hongkong und mit Taiwan etwas ruhiger geworden, was vermutlich am aktuellen Wahlkampf in den USA liegt. Hier warten die Chinesen das Ergebnis ab und erhoffen sich unter einem neuen Präsident Biden ein besseres bilaterales Verhältnis und eine konstruktivere Verhandlungsatmosphäre, als es zuletzt bei Donald Trump der Fall war.

## 4. Aktienmarkt

### 4.1 *Robuste Aktienwerte bis hierhin*

Die Einzeltitelauswahl in den Vermögensverwaltungsmandaten zeigte sich besonders in den letzten Wochen als resistent, was für die Qualität der Einzelwerte spricht. Sowohl zyklische Werte als auch Technologietitel standen nach ihrer sehr guten Performance der vergangenen letzten Monate vermehrt auf den Verkaufslisten der Händler, während defensive Konsumgüter, Versorger, Nahrungsmittel- und Gesundheitswerte sich in dieser Konsolidierungsphase verhältnismäßig gut halten konnten. Der Schwerpunkt unserer Einzeltitelselektion liegt auf diesen Branchen. Er hat uns - Stand jetzt - zu einer positiven Aktienperformance geführt, während die meisten Märkte sich weiterhin schwertun in positives Terrain vorzustoßen.

Statistisch gesehen kommt es besonders in den Monaten September/Oktober zu schwachen Börsenentwicklungen. Dieses Phänomen ist besonders in einem US-Wahljahr zu beobachten, da die Unsicherheit über den Wahlausgang dann besonders groß ist. Auch in diesem Jahr erwarten wir trotz der Corona-Infektion von Donald Trump einen engen Wahlausgang, im Fall der Fälle sogar ein juristisches Nachspiel zum Thema Briefwahl bzw. gültig abgegebener Stimmen. Ein solches Szenario könnte die USA sogar kurzzeitig in ein „Macht-Vakuum“ versetzen und somit den aktuellen Korrekturmodus an den Märkten verschärfen.

### 4.2 *Einstiegsphase könnte bevorstehen – Konjunkturzyklus intakt*

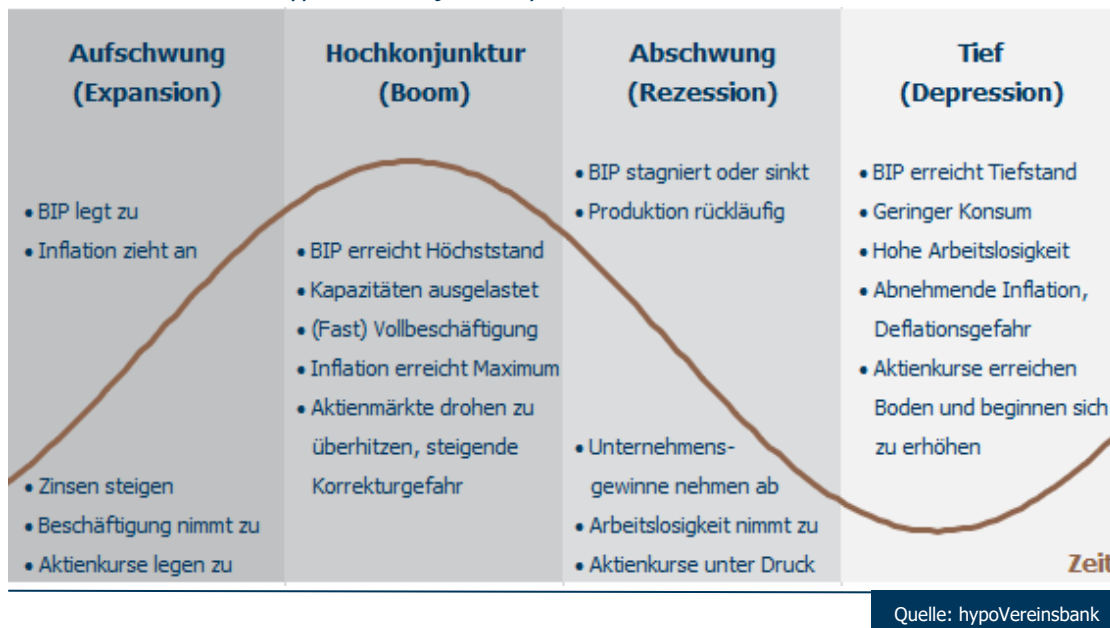
Diese Phase erachten wir aber mittelfristig als interessante Chance zum (Nach-) Kauf von guten und qualitativ hochwertigen Einzelwerten. Wir erwarten an den Börsen keine grundsätzliche Trendwende nach unten, wie z.B. im Jahr 2000. Haupttreiber der Börsen werden die massiven geld- und fiskalpolitischen Stimuli der Notenbanken und Staaten sein. Zudem bleiben die Zinsen von den Notenbanken die nächsten Jahre auf niedrigem Niveau, auch wenn die Inflation über das bisher avisierte 2%-Ziel schießen sollte.

Dieses sollte helfen, die Konjunktur zu unterstützen und wieder auf den Wachstumspfad zu bringen. Bei genauer Betrachtung und Außerachtlassung der COVID-19-Pandemie erkennt man einen überraschend normalen Konjunkturzyklus, den wir derzeit durchlaufen. Dieser sollte nach den US-Wahlen in einen frühen Zyklus („Aufschwungsphase“) münden. Schaut man kurz zurück, so gab es vor der Corona-Pandemie schon Aspekte, die auf eine Spätphase der Konjunktur („Hochkonjunktur“) mit inverser Zinsstrukturkurve, niedriger Arbeitslosigkeit und einem Verbraucherpreisindex in der Kernrate über dem langfristigen Trend deuteten. Dies sind Hinweise, nach denen historisch schon häufiger mit ca. 15 Monaten Zeitverzögerung eine Rezession („Abschwung“) beobachtet werden konnte (z.B. 1990, 2001 oder 2007). Auch in einer Pandemie mit extremen Rückgängen der Wirtschaftsdaten scheint der normale Konjunkturzyklus in seinen vier Intervallen weiterzugehen. Kurz nach den Tiefstständen im März konnten einige interessante konjunkturzyklische Beobachtungen gemacht werden. Aktien aus Schwellenländern entwickelten sich gut, der USD wurde schwächer und die Inflationserwartungen stiegen, wie auch die Renditekurven. Small Caps, als eher kleinere Werte, entwickelten sich besser und Aktien aus defensiven Branchen blieben in der Performance etwas zurück, was Hinweise für eine frühzyklische Entwicklung einer „Aufschwung“-Phase sind. 2020 bleibt sicher als ein außergewöhnliches Jahr in den Köpfen der Anleger verankert.



Der Konjunkturzyklus behält auch in dieser Phase weiter seine Gültigkeit. Darauf gilt es sich aus unserer Sicht einzustellen.

#### Die 4 Phasen eines idealtypischen Konjunkturzyklus



Solange die COVID-19-Pandemie die Weltkonjunktur nicht in ihrer Breite anspringen lässt, werden die in den Indizes hochgewichteten „Corona-Gewinner“-Werte die Märkte bewegen und antreiben. Diese Situation ändert sich vermutlich dann sehr schnell, wenn ein Impfstoff Erfolg real wird und die Börsen die Belastung durch COVID-19 sukzessive aus dem Markt herauspreisen. Aus unserer Sicht lohnt es sich deshalb, den einen oder anderen (früh-)zyklischen Wert auf niedriger Basis schon jetzt als Beimischung mit ins Auge zu fassen. Kurzfristig sollte sich die herausfordernde Marktsituation noch etwas fortsetzen und bietet damit Zeit für einen überlegten Ausbau der Aktienquote. Diese Strategie werden wir in den nächsten Wochen/Monaten peu à peu in den Portfolien der Vermögensverwaltung umsetzen.

Dabei bleiben wir unseren Prinzipien treu und werden in qualitativ hochwertige Titel mit einem guten freien Cash Flow investieren. Die Themen Digitalisierung (besonders im Zahlungsbereich), Green Energy (die Gewinner eines Biden Wahlsieges) und defensive Nahrungs- und Basiskonsumgüterhersteller (als defensive und stabile „Dividenden-Zahler“) stehen bei der Titelauswahl weit oben und fügen sich sehr gut in unsere vier Zukunftsthemenbereiche „Ernährung & Agrar“, „Gesundheit“, „Wasser & Umwelt“ und „Informationstechnologie“ ein. Die aktuell einhergehende Unsicherheit wirkt derzeit wenig „konjunkturfördernd“, da Unternehmen mit ihren Investitionen warten, bis sich verlässlichere Rahmenparameter v. a. in den USA ergeben werden. Markttechnisch könnten die 200-Tage-Linien evtl. eine gute erste Indikation nach unten sein. Diese liegen im Schnitt 5% – 15% unter den jeweiligen aktuellen Indexständen (des Dow Jones, S&P 500, NASDAQ oder auch DAX).

Als mittelfristig größtes Risiko sehen wir weiterhin den US-Handelskrieg gegen China und andere Industrieländer und -regionen an. Da dieser Konflikt unabhängig vom US-Präsidenten weiter gehen sollte, ist hier weiter mit Unsicherheit und Provokationen bzw. Forderungen von Seiten der US-Regierung zu rechnen, die sich in Form von Zöllen oder ähnlichen Handelshemmnissen widerspiegeln sollten. Somit stehen exportlastige Länder weiterhin unter enormen Druck, bis hin zu dem Punkt, sich im Zweifel für eine der beiden großen Wirtschaftsmächte China oder den USA zukünftig entscheiden zu müssen. Die stärker werdende Gefahr eines Parallelwirtschaftsraumes in China sollte nicht unterschätzt werden. Hier müssen von Europa, aber gerade auch Deutschland, Lösungen gefunden werden, da ansonsten der Abstieg in die börsenmäßige „Zweitklassigkeit“ real werden könnte. Wir investieren eher in globale Unternehmen und reduzieren über die letzten Jahre unseren Deutschlandanteil in den Portfolios auch aufgrund der gerade geschilderten Bedenken.



## 5. Anleihenmarkt

### 5.1 *Ruhiges Quartal – Dank der FED „lower for very longer“*

Nach einem turbulenten ersten Halbjahr verliefen die letzten drei Monate am Anleihenmarkt vergleichsweise ruhig, da die Notenbanken weltweit weiter als Käufer der letzten Instanz aktiv waren und ihre massiv unterstützende Geldpolitik weiter fortgesetzt haben. Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen (-0,52%) sowie zehnjähriger US-Treasuries (0,69%) schlossen das Quartal nahezu unverändert ab. Einen deutlichen Rückgang verzeichnete die Rendite italienischer Staatspapiere. Erstmals in der Geschichte konnte sich Italien mit einer Rendite von < 1% refinanzieren und notierte per Ende September bei 0,87%.

Bei der amerikanischen Notenbank FED kam es auf dem jüngsten alljährlichen Symposium „Jackson Hole“, das erstmals aufgrund der Corona-Situation virtuell abgehalten wurde, zu einer Neuausrichtung bei der Formulierung des zukünftigen Inflationsziels: Die FED beabsichtigt nun eine höhere Inflationsrate als 2% zuzulassen, wenn zuvor die Zielmarke unterschritten wurde. Die 2%-Zielmarke bleibt zwar bestehen, wird aber nun im mehrjährigen Durchschnitt, als sog. „average inflation targeting“ betrachtet. Dieser Strategiewechsel wird das Zinsniveau noch länger auf sehr niedrigem Level halten. Die FED versucht so, den Marktteilnehmern und letztlich auch der Realwirtschaft höhere Inflationserwartungen einzupflanzen. Eine Weiterentwicklung dieser Politik kann man bereits bei der Bank of Japan beobachten, mit der Zusage, die nominalen Renditen für Staatsanleihen zu deckeln, falls diese im Zuge eines Konjunkturaufschwungs ungewollt anzuziehen drohen (sog. „yield curve control“). Solch ein Vorgehen wäre die Fortführung der sogenannten „Financial Repression“, was für Sparer und Anleihehaber („buy & hold“ - Ansatz) reale Vermögensverluste zur Folge haben würde.

Die neuen geldpolitischen Ziele der amerikanischen Notenbank dürften zu einer globalen Benchmark für Notenbanken werden. Aus diesem Grund erwarten wir, dass die EZB den Prozess ihrer strategischen Neuausrichtung weiter fortsetzen und das Inflationsziel in ähnlicher Weise anpassen wird.

Auf längere Sicht wird dieser Strategiewechsel sicherlich inflationsfördernd wirken, zur Zeit überwiegen allerdings noch disinflationäre Tendenzen, wie z.B. die in Krisenzeiten erhöhte Sparquote der Konsumenten oder die durch die Pandemie ausgelöste Beschleunigung der Digitalisierung in vielen Branchen. Auch die Überalterung der Bevölkerung erhöht das Ansparverhalten, da die Vorsorgeaufwendungen länger ausreichen müssen.

### 5.2 *Unternehmensanleihen: Weiterhin Qualität bevorzugen*

Seit die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen ihre Höchststände im März 2020 verzeichneten, folgte eine kontinuierliche Erholungsphase bis Ende August. Die Volatilität hat seit Sommer wieder merklich zugenommen. Lockdown-Ängste und US-Wahlkampftrisiken sind aus unserer Sicht die größten kurzfristigen Hindernisse, die für eine weitere Einengung der Spreads sprechen. Wir rechnen in den kommenden Wochen vor und auch nach der Präsidentschaftswahl mit erhöhten Unsicherheiten, die für mehr Volatilität sorgen werden. Addiert man den schwelenden Handelskrieg zwischen China und den USA und die BREXIT-Querelen, wird schnell klar, dass auch ohne Impfstoffrückschläge oder schwere Auswirkungen einer zweiten Welle kurzfristig mehr Risiken als Chancen bestehen. Allerdings erwarten wir keinen größeren Abverkauf, da die massive fiskalische und monetäre Unterstützung bereits angelaufen ist und die politischen Entscheidungsträger bereit sind den Einsatz notfalls weiter zu erhöhen. Potenzielle Marktverwerfungen in den kommenden Wochen bieten daher Chancen, selektiv die aufgebaute Liquidität wieder zu investieren. Allerdings sollte man weiter auf Qualität achten, da die Ausfallraten in den kommenden zwölf Monaten weiter ansteigen werden. So erwartet S&P in ihrem Basisszenario nach wie vor, dass die Ausfallraten im Bereich für Hochzinsanleihen in den USA bis Juni 2021 von 5,4% auf 12,5% sowie in Europa von 3,35% auf 8,5% steigen werden. Staatliche Unterstützungsmaßnahmen, wie z.B. Aussetzung der Insolvenzantragspflicht, sind dafür ursächlich, dass Ausfälle mit einer Verzögerung eintreten und dann hauptsächlich im zweiten Halbjahr 2021 zu beobachten sein werden. Eine Kombination aus Qualität und Renditepotenzial stellen aus unserer Sicht Hybridanleihen von Industrieunternehmen dar. Für Emittenten macht das aktuelle Niedrigzinsumfeld Hybridanleihen in Zeiten von pandemiebedingten Abschreibungen und Rückgängen von Eigenkapital zu einer kostengünstigen Option zur Unterstützung des Ratings. Wir favorisieren in diesem Bereich weiterhin defensive Branchen, wie z.B. Gesundheit oder Ernährung & Agrar.



## 6. Währungen

Der Dollar-Block, insbesondere der US-Dollar, wertete im abgelaufenen Quartal weiter gegenüber dem Euro ab. Unsere Jahresprognose von 1,20 EUR / USD wurde per Ende August (1,1936) nahezu erreicht und beendete das Quartal bei 1,1721 EUR / USD. Eine der Ursachen für eine weitere Abschwächung des USD war die Neuausrichtung des Inflationsziels der FED, was eine länger anhaltende Phase niedriger Leitzinsen zur Folge haben dürfte. Dauerhaft niedrigere Zinsen machen USD-Investments im internationalen Vergleich weniger attraktiv und führen zu Mittelabflüssen aus diesem Währungsraum, was den USD schwächer werden lässt. Wir erwarten kein signifikantes Überschreiten der 1,20 EUR / USD Marke, da ein zu starker Euro die europäische Exportwirtschaft zusätzlich zu den coronabedingten Auswirkungen belasten würde. Ein Gegensteuern der Europäischen Notenbank - zuerst verbal, dann via weiteren geldpolitischen Maßnahmen - wäre bei einer weiteren starken Aufwertungsbewegung des Euro sehr wahrscheinlich.

Nachdem es das Britische Pfund bereits im ersten Halbjahr aufgrund ausbleibender Fortschritte bei den BREXIT-Verhandlungen schwer hatte, verstärkte sich der Abwärtstrend des Pfund Sterling insbesondere in den vergangenen Wochen weiter, da man einem harten BREXIT mittlerweile eine erhöhte Wahrscheinlichkeit zubilligen muss. Wir erwarten bis Jahresende eine erhöhte Volatilität und ein noch schwächeres Pfund.

## 7. Gold

Nach einem steilen Anstieg des Goldpreises im dritten Quartal auf in der Spitze USD 2.075 je Unze, musste das Edelmetall in den letzten Wochen eine deutliche Konsolidierung unter USD 1.900 verkraften. Markttechnische Gründe waren vorrangig verantwortlich für die teils hohen Schwankungen. So gab es sehr hohen Optimismus, der fast ausschließlich von Finanzanlegern aus den USA stammte. Die traditionelle Nachfrage nach Gold aus den Importländern Indien und China lag dagegen weiter auf niedrigem Niveau. Die starke Nachfrage von sogenannten Kurzfrsthändlern macht den Goldpreis anfälliger für auch kurzfristige Ausschläge, die wir besonders im September erleben durften. Längerfristig sind wir für das Edelmetall weiterhin positiv gestimmt. So sind die niedrigen realen Zinsen und die damit einhergehende Geldmengenausweitung der mittelfristig treibende Faktor für den Goldpreis. Ebenso die Unsicherheit, die es derzeit zuhauf in der Welt gibt. Negativ könnte eine Dollaraufwertung sein, da historisch das Gold und der Dollar in die entgegengesetzte Richtung laufen und somit negativ korreliert sind. Dieses Prozedere sehen wir allerdings kurzfristig nicht. Somit bleibt Gold eine wichtige Anlageklasse als Diversifikation in der Gesamtallokation und als Absicherung für den Fall der Fälle.

### **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 Marktkommentar 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 Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*