

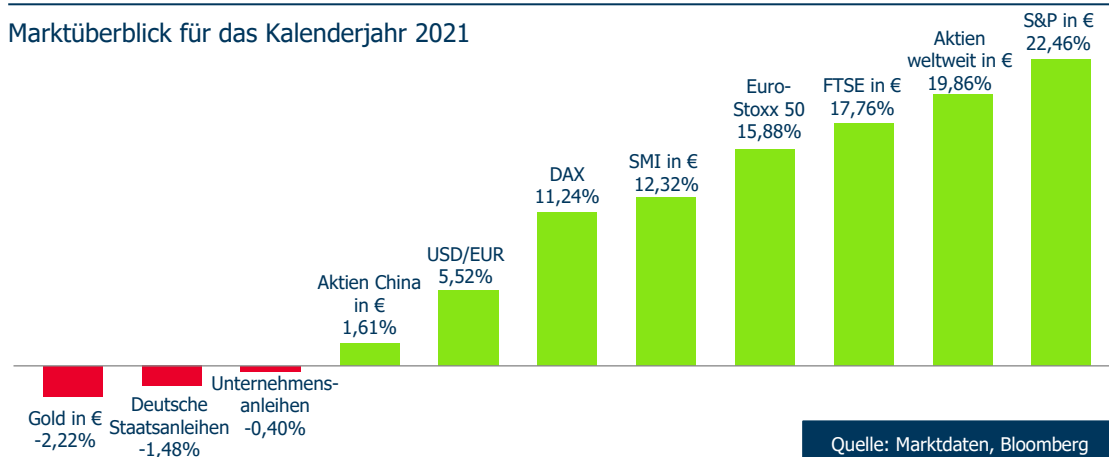


## 1. Überblick

Im dritten Quartal mussten die Märkte die guten Kursanstiege des ersten Halbjahres verdauen und lieferten keine positiven Performancebeiträge ab. Die globalen Belastungsfaktoren nahmen deutlich zu, sodass auch die Aussichten für das letzte Quartal des Jahres leicht gedämpft sein dürften.

Der Fokus der Marktteilnehmer verlagerte sich in letzter Zeit zunehmend weg von der Bremspolitik der amerikanischen Notenbank FED hin zu der aktuellen politischen Situation in China. Während die USA etwas vorsichtiger mit dem Thema „Tapering“ (also Reduzierung der Liquiditätsversorgung) umgehen und derzeit abwarten wie sich der Arbeitsmarkt entwickelt, sieht es in China anders aus. Schon seit einiger Zeit war hier eine schwache Geldmengenentwicklung erkennbar, die auch die Börse unterdurchschnittlich performen ließ. In den letzten Monaten kam eine überraschend scharfe Regulierung im Digitalbereich hinzu. Auch weiteten sich die Probleme auf den Immobiliensektor aus. Das Unternehmen Evergrande, der zweitgrößte Immobilienentwickler in China, rückte aufgrund seiner hohen Verschuldung ins Zentrum der Aufmerksamkeit. In China ist ein tiefgreifender politischer Wandel im Gange. Um das Ziel der sozialen Stabilität zu gewährleisten, haben die politischen Entscheidungsträger eine weitreichende und umfassende Verschärfung von Vorschriften eingeleitet, die Chinas Wirtschaft in den kommenden Jahren prägen und vermutlich Wachstum kosten wird. Für die Weltbörse und Weltkonjunktur ist China damit zum Hauptbelastungsfaktor geworden. Es dürfte zukünftig mit weniger Wirtschaftswachstum aus China gerechnet werden, womit auch der hohe Wachstumsimpuls für das Weltwirtschaftswachstum sinkt. Da viele westliche Unternehmen einen teils sehr hohen Anteil ihres Wachstums in China generieren, dürfte die Wachstumsverlangsamung auch Auswirkungen auf die westlichen Länder und Börsen haben. Hinzu kommt der weiterhin schwelende Handelskonflikt zwischen China und den USA, den wir seit jeher als die größte geopolitische Bedrohung angesehen haben. Auch unter Biden ändert die USA die Anti-China-Politik ihres Vorgängers nicht.

Marktüberblick für das Kalenderjahr 2021



In Europa sorgte zuletzt das Ergebnis der Bundestagswahl für Unsicherheit. Ein Linksbündnis aus SPD, Grüne und Die Linke, das zeitweise vor dem Wahltag möglich schien, erhielt keine Mehrheit. Aus dem endgültigen Wahlergebnis ergeben sich nun drei mögliche Konstellationen für eine zukünftige Regierung. Da eine Weiterführung einer großen Koalition von CDU/CSU und der SPD unter einem SPD geführten Kanzler als Option unwahrscheinlich erscheint, wird es vermutlich das erste Mal in Deutschland eine Koalition von drei Parteien geben. Die internationalen Beobachter erwarten einen zähen Prozess der Konsensbildung, nachdem die letzte große Koalition vor vier Jahren ein halbes Jahr für einen Koalitionsvertrag gebraucht hatte. Viele politische Beobachter rechnen somit erst im Jahr 2022 mit einer neuen Regierung für die Bundesrepublik Deutschland. In welcher Konstellation diese sich dann zusammensetzen wird, bleibt abzuwarten. Für Europa eine Situation, die sicher nicht vorteilhaft erscheint, sollte das bevölkerungsreichste Land in ein machtpolitisches Vakuum fallen. Schaut man sich den zuletzt gescheiterten U-Boot-Deal von Frankreich mit Australien an, so wird deutlich, dass Europa es auf weltweiter Ebene mit starken machtpolitischen Konkurrenten zu tun hat. Es wird also um so wichtiger, dass Europa auf der Weltbühne als eine wirkliche „Europäische Union“ auftritt und auch so nach außen hin handelt. Die Reaktion auf den gescheiterten U-Boot-Deal, in der alle 26 Mitgliedstaaten ihre deutliche Solidarität gegenüber Frankreich zum Ausdruck brachten, gibt hier Hoffnung. Die nächsten Monate dürften an den Märkten volatil werden aufgrund von verschiedenen globalen Unsicherheitsherden.



## 2. Unsere Einschätzungen für 2021 / 2022

- Der Konjunkturaufschwung geht in die nächste Phase des „mid term cycles“. Die Märkte tun sich schwerer; die Wachstumsdynamik scheint ihren Höhepunkt erreicht zu haben.
- China wird überraschend zum Wachstumsrisiko der Weltwirtschaft, obwohl es sich jahrelang als Wachstums-„Lokomotive“ auszeichnete.
- Die FED in den USA scheint etwas abwartender mit der vom Markt erwarteten Geldmengenstraffung umzugehen.
- Europa dürfte die Liquiditätsunterstützung der Zentralbank zeitlich am längsten aufrechterhalten. Dieses sollte die europäischen Märkte unterstützen.
- COVID-19 Mutationen scheinen aktuell unter Kontrolle, bleiben aber ein permanentes Risiko für die Märkte. Impfen bleibt das wichtigste Mittel gegen die Pandemie.
- Der Zins dürfte mittelfristig sowohl in den USA als auch in Europa auf niedrigem Niveau verharren und spricht langfristig weiterhin für die Anlageklassen Aktien und Gold.
- Die Inflation zieht in den USA deutlich an, dürfte aber das hohe Niveau wieder verlassen und sich auf ein niedrigeres Level einpendeln.
- Im Konflikt der USA und China bleiben die Fronten auch unter Präsident Biden verhärtet.
- Neben der politisch gewollten Wachstumsabschwächung in China bleiben ein möglicher Konflikt der Großmächte China/USA bzw. Russland/USA und neue Virus-Mutationen, die größten geopolitischen Risiken für die Märkte.
- Die Volatilität dürfte unter den oben beschriebenen Risiken wieder zunehmen. Sie bietet gute Einstiegsgemeinschaften für langfristige Investitionen.

Anleihen: Ausstiegsdebatte der Notenbanken dominiert die Zinsmärkte. Während die FED vermutlich zügig das Anleihekaufprogramm beenden will, bleibt die EZB vage. Das strukturelle Tiefzinsumfeld bleibt erhalten. Wir erwarten eine Handelsspanne von 0% bis -0,6% für zehnjährige Bundesanleihen.

Aktien: In dem aktuellen „mid term cycle“ ist das Stock Picking wichtig. China belastet besonders die exportorientierten (Luxus-) Werte. Europa scheint als Region attraktiver als die USA, da es weiter und länger von der EZB monetär unterstützt wird. Wir gewichten eher defensive Branchen wie Gesundheit, Basiskonsumwerte und „Ernährung&Agrar“ über. Wachstumswerte aus der Technologie und exportlastige Titel sollten untergewichtet bleiben.

Substanzenanlagen: Die Konsolidierung des Goldpreises geht weiter. Für den Rest des Jahres bleiben wir aber positiv, da die globalen Risiken zunehmen (Ziel: 1.800 / 1.900 USD). Entscheidend bleibt aber die Entwicklung des Realzinses in den USA.

Währungen: Sogenannte „Hartwährungen“, wie z.B. der US-Dollar, Japanischer Yen und Schweizer Franken, profitierten im abgelaufenen Quartal von wieder steigender Unsicherheit an den Finanzmärkten. Weiteres Aufwertungspotenzial scheint aber begrenzt zu sein.

## 3. Bericht vom Markt

### 3.1 *China: Was ist da los? Welche Auswirkungen sind zu erwarten?*

Der Zyklus der globalen Konjunkturerholung war in China am weitesten vorangeschritten, weswegen die Notenbank PBoC schon sehr früh zu „tapern“, also dem Kapitalmarkt Liquidität zu entziehen, begann. Das Wirtschaftswachstum werde, so wurde es von der Zentralregierung in Peking angekündigt, zukünftig eher unterhalb der in der Vergangenheit angestrebten 6% pro Jahr liegen. Die Entscheidungsträger verfolgen einen neuen Kurs, der als Ziel den gemeinsamen Wohlstand und die Reduzierung der steigenden Einkommensungleichheiten hat. So überrascht nicht das Ziel an sich, da Einkommensungleichheiten ein globales Problem sind, lediglich die Geschwindigkeit, das Ausmaß und die Intensität der Maßnahmen, die wir heute in China erleben, sind für Beobachter unerwartet. Aus makroökonomischer Sicht steht der „gemeinsame Wohlstand“ im Einklang mit der Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft zur Stärkung des Binnenkonsums. In der Frühphase der modernen wirtschaftlichen Entwicklung Chinas bestand die dringendste Notwendigkeit darin, Beschäftigungsmöglichkeiten zu schaffen, um den starken und anhaltenden Anstieg der Bevölkerung im erwerbstätigen Alter gerecht zu werden. Um dieses zu erreichen, wurden Anreize für Investitionen geschaffen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe. Die Kosten dafür, wie Grundstücke, Arbeitskosten, Energie und Kapitalbereitstellung wurden niedrig gehalten und das Wachstum stand

im Vordergrund, auch vor den Umweltauswirkungen der Industrialisierung. Diese Strategie schaffte es Hunderte von Millionen Menschen aus der Armut zu bringen. Die wirtschaftliche Entwicklung in China hat jedoch einen kritischen Punkt erreicht. Das Pro-Kopf-Einkommen liegt auf einem ansprechend hohem Niveau, ist allerdings deutlich ungleich verteilt. Die dringlichste Aufgabe besteht heute also darin, die Einkommensungleichheiten zu beseitigen. Angestrebt ist, den Anteil der Löhne am Bruttoinlandsprodukt (BIP), der aktuell bei ca. 52% liegt, zu erhöhen, was den persönlichen Konsum weiter stärken würde. Eine Erhöhung dieses Teils der Haushaltseinkommen kann ebenfalls die hohen Gesundheits-, Bildungs- und Wohnungskosten der Volksrepublik Chinas reduzieren. Diese Art von Fokussierung auf den Konsum hat ihren Preis und wirkt sich aufgrund einer steigenden Lohnquote auf die Kapitaleigentümer in Form sinkender Unternehmensgewinne und abnehmender Rentabilität aus. Hinzu kommt, dass regulatorische Maßnahmen zur Angleichung der Anteile von Lohn vs. Unternehmensgewinne unweigerlich die Risikoprämie für Aktien erhöht. Besonders einige Branchen im digitalen Bereich durften in der Vergangenheit kräftig wachsen, sodass die regulatorischen Maßnahmen nicht mit dem Wachstum der Branche Schritt halten konnten. Die besonders in den letzten Monaten erlebte Vorgehensweise zeichnete sich in intensiven, teils unkoordinierten Regulierungsmaßnahmen ab, die den Spielraum der jeweiligen Branche stark einschränkten. Teilweise wurden sogar Geschäftsmodelle, wie z.B. private Online-Lernplattformen, mit denen zukünftig Unternehmen kein Geld mehr verdienen dürfen, gänzlich zerstört. Diese Maßnahmen verunsicherten die Investoren und hielt sie davon ab, ihre Beteiligungen am chinesischen Kapitalmarkt zu vertiefen. Weitere Maßnahmen zur Verringerung des Einkommens-/Vermögensgefälles könnten in Zukunft höhere Steuern auf Kapitalgewinne, Erbschaften und Eigentum sein.

Vor diesem volkswirtschaftlichen Hintergrund ist auch das Exempel an Chinas zweitgrößtem Immobilienentwickler Evergrande zu bewerten. USD 313 Mrd. Schulden häufte das Unternehmen an, die teilweise in nächster Zeit fällig werden und rund 2% des chinesischen BIP entsprechen. Zusätzlich kommen ca. 1% durch Schulden außerhalb der Bilanz hinzu, was der Zentralregierung in Peking schon lange ein Dorn im Auge ist. Als sei dies nicht genug, hat das Unternehmen Kleinsparern hoch verzinsten Finanzprodukte, die ursprünglich für vermögende Wealth Management Kunden konzipiert waren, verkauft, um ihre Finanzierung zu sichern. Diese doppelte Abhängigkeit der Kunden von Evergrande macht den gesamten Fall politisch hoch brisant.

Die Immobilienbranche boomt schon seit Jahren und macht rund 25% der Wirtschaftsleistung in der Volksrepublik aus. Zugleich geht das Wachstum mit einer hohen Verschuldung einher, die der Staatsregierung seit einiger Zeit nicht gefallen dürfte. Drei rote Linien wurden als Folge für Immobilienentwickler definiert, die nicht überschritten werden sollen:

1. Die Schulden dürfen nicht höher als 70% ihrer Vermögenswerte, also im Wesentlichen der Immobilien, sein.
2. Die Verschuldung darf netto nicht mehr als 100% des Eigenkapitals betragen.
3. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten müssen mit genügend Liquidität abgedeckt sein.

Evergrande und einige Wettbewerber stoßen an diese roten Linien. Staatspräsident Xi Jinping hat diesem kreditfinanzierten Wachstum schon seit einiger Zeit auch offiziell den Kampf angesagt, sodass jetzt im Fall Evergrande Staatsunterstützung nicht automatisch erfolgen kann. Damit sendet die Zentralregierung auch ein Signal an die gesamte Branche, die drei roten Linien zu beachten. Parallelen zur Lehman-Brothers Insolvenz aus 2008 sind aber aus unserer Sicht wenig bis nicht vorhanden. Evergrande ist weder Bank noch Anbieter von Kreditausfallversicherungen. Auch hat Evergrande kaum ausländische Gläubiger, da sie nur USD 19 Mrd. Anleihen ausgegeben haben.

Dennoch verfügt diese Entwicklung über stärkere Abstrahleffekte auf die westlichen Finanzmärkte. China gilt neben den USA als wichtiger Wachstumstreiber für exportorientierte Länder wie z.B. Deutschland. Falls sich die Situation in China weiter verschärfen sollte und auch Kleinsparer ihre Wohnungen verkaufen müssten, verschlechtern sich die Absatzchancen westlicher Exporteure. Präsident Xi weiß sehr genau, dass es für die Kommunistische Partei überlebenswichtig ist, mit moderatem Wachstum die Menschen in einem ansonsten enorm repressiven System zufrieden zu stellen. Die Führung steht also vor dem heiklen Spagat, Luft aus der Kreditblase im Immobilienbereich zu lassen und gleichzeitig die Kontrolle über die Situation zu behalten, da sonst Panik entstehen und in Folge das Wachstum einbrechen könnte.

Nicht nur in China führt die hohe Verschuldung des Systems zur Nervosität bei allen beteiligten Investoren, Politikern und der Bevölkerung. Ähnliches ist und war auch im Westen zu beobachten. Vom Ausgang des „Experimentes“ in China, das viel psychologischer Feingefühl bedarf, werden sich westliche Entscheidungsträger vermutlich einiges abschauen können.

### 3.2 Eurozone: EZB überrascht mit „Wording“ – Bundestagswahl

Auf der zurückliegenden EZB Sitzung wurde zur Überraschung der Marktteilnehmer die Rückführung von Anleihekäufen verkündet, was eigentlich unter das Thema „Tapering“ fallen müsste. Da die EZB allerdings den vollmundigen Ankündigungen keine konkreten Informationen zu Zeitpunkt und Volumen folgen ließ, ging der Markt unverändert zur Tagesordnung über.

Spannender dagegen war der Wahlabend des 26. September, an dem die Bundestagswahl stattfand. SPD, Bündnis 90 / Die Grünen und FDP konnten Stimmenzuwächse verbuchen, während die CDU/CSU, Die Linken und auch die AfD Verluste einfuhren. Ein Linksbündnis kann es nicht geben, womit nur drei mehrheitsfähige Koalitionen möglich erscheinen. Neben einer wenig wahrscheinlichen Großen Koalition von SPD und CDU / CSU, kommen eine Ampel- (SPD, Bündnis 90 / Die Grünen und FDP) oder Jamaika-Koalition (CDU / CSU, Bündnis 90 / Die Grünen und FDP) als Alternativen in Frage. Abzuwarten bleibt, wie sich besonders die Achse der beiden Juniorpartner FDP und Bündnis 90 / Die Grünen entscheiden werden, die schon erste Sondierungsgespräche miteinander geführt haben, mit dem Ziel eine bessere Ausgangsposition in den Verhandlungen mit den beiden größeren Parteien zu erreichen.

Während die FDP eher Schnittmengen mit der CDU / CSU aufweist, gilt gleiches auf „anderer Seite“ für die SPD und Bündnis 90 / Die Grünen. Es wird interessant in welche Richtung Deutschland zukünftig regiert wird. Besonders die FDP wird dem Thema EU-Schuldenvergemeinschaftung sehr kritisch gegenüberstehen. Auch die unterschiedlichen Ansichten im Hinblick auf Steuererhöhungen und Mindestlohn deuten auf schwierige Verhandlungen mit der FDP hin. Bündnis 90 / Die Grünen werden aller Voraussicht nach besonders Wert auf das Thema Klimaschutz legen und hier versuchen, Punkte ihres Wahlprogramms durchzusetzen. Deutschland steht entsprechend vor schweren und vermutlich auch langwierigen Verhandlungen der einzelnen Parteien miteinander. Erfahrungen mit Dreierkoalitionen gibt es lediglich auf Länderebene, sodass man gespannt sein darf, wie die letztendliche Entscheidung ausfällt und wer zum zukünftigen Kanzler gewählt werden wird. Europa hat sicherlich ein gesteigertes Interesse daran, dass das aktuelle Machtvakuum in Deutschland möglichst zeitnah im Sinne der gemeinsamen europäischen Stärke nach außen geschlossen wird.

### 3.3 USA: Abwarten

Überschätzten die Marktteilnehmer im März noch die Wachstumschancen der US-Wirtschaft mit daraus folgenden steigenden Zinsen, sollte jetzt aufgrund einer schwachen Konjunktur in Teilbereichen der Wirtschaft die gedämpften Zinserwartungen von den Marktteilnehmern zu hoch eingeschätzt werden. Vieles spricht weiterhin für leicht anziehende Zinsen in den USA. Der Zeitpunkt ist nur noch nicht ausgemacht. Heutzutage ist die Zinsempfindlichkeit der Weltwirtschaft viel stärker als in früheren Zeiten. So kann als sicher angenommen werden, dass aufgrund der Rekordverschuldung bei den weltweiten Staatshaushalten, aber auch bei der Unternehmensverschuldung (in den USA gibt es einen historischen Rekordstand) ein unerwartet starker Zinsanstieg die Weltkonjunktur wie auch die Aktienmärkte stark unter Druck bringen würde. Hinzu kommen die aktuellen Probleme aus China, die sich indirekt ebenfalls auf die Weltwirtschaft auswirken könnten. Die Expansionsraten für das US-Wirtschaftswachstum werden entsprechend ständig nach unten korrigiert und mit nur noch ca. 3% angenommen. Die Frühindikatoren werden schwächer und die staatlichen Corona-Unterstützungszahlungen laufen jetzt im Oktober aus.

Alles zusammen lässt die FED derzeit entsprechend vorsichtiger sein und noch abwarten. Besonders den Arbeitsmarktdaten kommt für die US-Konjunktur eine besondere Bedeutung zu, die die FED in den letzten Monaten immer wieder in ihren Statements bekräftigt hatte. Somit erscheint es zumindest fraglich, ob nun zeitnah ein zusätzlicher eher börsenbelastender Faktor in Form eines US-„Taperings“ hinzukommt. In der Vergangenheit nahm die FED mit ihrer Politik stets Rücksicht auf die Weltkonjunkturentwicklung. Sollte China jetzt deutlich schwächer wachsen, wird vermutlich auch die FED mit ihren Bremsmaßnahmen vorsichtiger agieren. Spielraum lassen ihr die in letzter Zeit leicht rückläufigen Inflationsentwicklungen. Sie sprechen dafür, dass der „Spike“ aus den letzten Monaten temporärer Natur war. Als Konsequenz daraus fielen auch die zehnjährigen US-Staatsanleihen auf unter 1,5%. Das im letzten Bericht erwähnte „Goldilocks-Szenario“, also die Kombination einer nur leicht anziehenden Konjunktur und aktiven, expansiven Notenbankpolitik, dürfte aber allmählich zu Ende gehen.

## 4. Aktienmarkt

### 4.1 *China als Risiko*

Die Märkte in den USA und Europa dürften liquiditätsmäßig weiterhin unterstützt bleiben, auch wenn „Tapering“-Ankündigungen der jeweiligen Notenbanken konkreter werden und die uneingeschränkt positiven Rahmendaten leicht nachlassen. Der Fokus der Marktteilnehmer richtet sich derzeit auf China und den Umgang mit dem Immobilienentwickler Evergrande. Die Angst der Marktteilnehmer, dass sich bei einem unkontrollierten Umgang deutliche Wachstumseinbußen in China mit Ausstrahleffekten in die westliche Welt hinein ergeben könnten, ist aktuell der Hauptbelastungsfaktor. Bei chinesischen Werten war dieses schon seit Wochen durch rückläufige Kurse zu erkennen. Hier sollte aber schon viel Negatives an Nachrichten bzw. Erwartungen in den Kursen enthalten sein, sodass ein aktueller Verkauf nicht mehr sinnvoll erscheint. Die starke Rotation der letzten Zeit ließ defensive Branchen (Gesundheit und Versorger, Basiskonsum) besser performen, während Wachstumsaktien Federn lassen mussten. Im letzten Quartal nahmen wir Teilgewinne mit, die sich in den letzten Monaten äußerst positiv entwickelt hatten.

Wie die untenstehende Grafik zeigt, hat sich die Aktienpositionierung in den USA zuletzt deutlich von der realwirtschaftlichen Erwartung abgekoppelt. Die niedrigen Zinsen und weiterhin gute Liquiditätsversorgung ließen Aktien in der letzten Zeit scheinbar attraktiver erscheinen.

Anteil „Wirtschaftsoptimisten“ sinkt rapide, Übergewichtung Aktien noch nicht



Quelle: BofA Global Fund Manager Survey

Es ist jedoch davon auszugehen, dass sich beide Linien wieder aneinander annähern müssen, da der Aktienmarkt doch immer ein Spiegelbild der Realwirtschaft darstellt. Wie aus der Historie ersichtlich, müsste sich somit entweder die Erwartung an die Realwirtschaft wieder erhöhen oder die Marktteilnehmer ihre Aktiengewichtung reduzieren. Wir erwarten eine Kombination aus beiden Effekten.

### 4.2 *Hoffnung auf das Jahresende*

Während saisonal der September / Oktober eine Phase höherer Volatilität erzeugen kann, schafft das Schlussquartal insgesamt tendenziell solide Renditen. Die Markttechnik in den USA zeigt, dass die Anzahl der Optimisten am Aktienmarkt, insbesondere im Nasdaq, deutlich zurückgegangen ist und auch das Angstbarometer, der „Fear & Greed Index“ (0 -100), mit einem aktuellen Stand von 27 keine extremen kurzfristigen Kurseinbrüche befürchten lässt.

Aber eine allgemein hohe Investitionsquote der Institutionellen Investoren, wie auch die ansteigenden globalen Risiken lassen aus unserer Sicht kurzfristig erhöhte Volatilität am Markt befürchten. So können wir uns vorstellen, dass ca. 5% - 10% Kursrückgang möglich erscheinen, was dann zum Nachkauf genutzt werden sollte.

Gerade für Europa können wir uns ein positives Szenario bis zum Jahresende gut vorstellen. Value Werte (Versicherungen, Energie, Infrastruktur), die in den letzten Wochen deutlich korrigiert haben und interessante Bewertungsniveaus aufweisen, sollten dann wieder attraktive Investments

darstellen. Die US-Wachstumssorgen lassen in den kommenden Wochen vermutlich etwas nach, was eine traditionelle Jahresendrallye ermöglichen könnte. Drei Punkte stimmen uns dabei positiv:

Erstens sollte die US-Wirtschaft im August ihren Tiefpunkt erreicht haben und sich im vierten Quartal wieder beschleunigen. Zweitens richtet sich die Aufmerksamkeit der Anleger ins Jahr 2022, in dem ein weiteres Jahr mit starkem Wachstum bevorstehen dürfte. So kann mit einem BIP-Wachstum in allen wichtigen Regionen um 4-5 % gerechnet werden. Drittens erscheinen die Konsens-Gewinnerwartungen für 2022 in Europa mit nur +7 % recht niedrig und bieten entsprechend Überraschungspotenzial. Kurzfristig richtet sich allerdings der Fokus der Anleger auf China und angesichts des anhaltenden Anstiegs der Rohstoffpreise in Verbindung mit der anhaltenden Unterbrechung der Lieferketten zunehmend auf das Risiko von Gewinnherabstufungen im dritten Quartal. Wir glauben aber, dass ein gewisses Maß an Enttäuschung bereits in den Kursen berücksichtigt ist und somit höhere Kurse zum Jahresende hin möglich sind.

## 5. Anleihenmarkt

### 5.1 *Ausstiegsdebatte der Notenbanken dominiert die Zinsmärkte*

Die anstehenden Ausstiegsdebatten der FED und der EZB nach dem Überwinden der Pandemie waren die dominierenden Treiber der Zinsmärkte im abgelaufenen Quartal. Die jeweiligen Treffen von FED und EZB im September bestätigten, dass eine Adjustierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen („Tapering“) noch in diesem Jahr stattfinden wird. Jerome Powell signalisierte, dass die monatlichen Anleihekäufe von 120 Mrd. USD zügig, d.h. innerhalb eines halben Jahres auf 0 reduziert werden sollen. Das Tempo überraschte die Marktteilnehmer und so kam es gerade in den letzten Septembertagen zu steigenden Renditen diesseits und jenseits des Atlantiks. Die EZB blieb weniger konkret. Sie erklärte, lediglich die monatlichen „PEPP“-Käufe von derzeit 80 Mrd. EUR pro Monat wieder zu verringern. Dabei betonte Frau Lagarde, dass die moderate Reduzierung im vierten Quartal nicht als „Tapering“-Signal interpretiert werden sollte. Somit bleibt es wahrscheinlich, dass die „Pepp“-Käufe über den März 2022 verlängert werden und der Exit aus dieser Strategie ein langwieriger Prozess bleiben dürfte. Die weitere Entwicklung der Inflationsraten wird das Tempo des „Taperings“ ebenfalls mitbestimmen. Anhaltende Materialengpässe und der neuerliche Auftrieb der Energiepreise sorgten jüngst für wieder anziehende Markterwartungen der zukünftigen Inflationsrate in der Eurozone. Diese notiert mit 1,8% so hoch wie seit 2017 nicht mehr. Allerdings ist dieser Wert immer noch nicht auf dem von der EZB präferierten Niveau von 2%. Die zu erwartende Wirtschaftsabschwächung in China wird einen dämpfenden Effekt auf viele Preiskomponenten, insbesondere Energie, haben und so bleiben wir dabei, dass viele Inflationstreiber 2021 von temporärer Natur sind.

Das strukturelle Tiefzinsumfeld wird uns noch für eine längere Zeit erhalten bleiben. Auch wenn sich der Inflationstrend erholt bzw. erhöht hat, bleibt er aber unterhalb der Zielprojektion der EZB. In diesem Umfeld sollte sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen weiterhin innerhalb der Handelsspanne von 0% bis -0,6% bewegen.

### 5.2 *Unternehmensanleihen: Vor-Pandemie-Niveau erreicht*

Nach der V-förmigen Erholung der Konjunktur haben sich nun auch die Kredit-Metriken der Unternehmen auf das Vorpandemie-Niveau erholt. Die massiven fiskal- und geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen haben hier wesentlich dazu beigetragen. Auch wenn das Umfeld weiter als positiv einzuschätzen ist, dürften weitere Verbesserungen aber schwieriger werden, was eine zusätzliche Einengung der Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen auf breiter Ebene unwahrscheinlich erscheinen lässt. In Summe erwarten wir die Entwicklung der Spreads in einer stabilen Seitwärtstendenz, da die „quantitative-easing“ bedingte Knappheit an Papieren in den kommenden Monaten der wichtigste Faktor für die Risikoaufschläge der Anleihen guter Bonitäten (Investment Grade) bleiben wird.

Ein ungeordneter Ausfall von Evergrande könnte allerdings die Risikoneigung der Investoren stärker belasten und zu abrupt steigenden Renditeaufschlägen führen. Daher bevorzugen wir weiterhin bessere Bonitäten aus eher defensiven Branchen, die in einem solchen Szenario besser abschneiden würden. Auch im Bereich der Versicherungen sehen wir selektiv attraktive Investmentmöglichkeiten. So haben wir an der Zeichnung der selten am Bondmarkt aktiven Wüstenrot & Württembergische AG teilgenommen.

Ergänzt um die aktive Teilnahme an interessanten Neuemissionen erwarten wir zusätzliche Performancebeiträge im weiteren Jahresverlauf.

## 6. Währungen

Während es in der ersten Jahreshälfte noch zu erhöhten Schwankungen bei den Wechselkursen des Euro kam, entspannte sich die Lage im dritten Quartal etwas. Aufgrund veränderter Leitzinserwartungen in den USA sowie angesichts zunehmender Konjunktursorgen in Fernost tendierte der US-Dollar weiter zur Stärke. Von der erhöhten Unsicherheit an den Aktienmärkten profitierten auch andere sog. „Hartwährungen“, die ebenfalls gegenüber dem Euro zulegen konnten. Im abgelaufenen Quartal legten der Japanische YEN +2,25%, der Schweizer Franken +1,7% gegenüber dem Euro zu. Der USD wertete in den letzten drei Monate um weitere 2,4% auf, was dem Greenback einen Gesamtzuwachs von 5,5% im laufenden Jahr bescherte.

Die seit Jahresbeginn etablierte und von uns erwartete Handelsspanne des USD / EUR von 1,15 – 1,25 hat u. E. weiterhin Bestand. Somit sehen wir auf aktuellem Niveau wenig Potenzial für weiter anziehende USD-Notierungen. Investments sollten daher auf Aktien global agierender Unternehmen begrenzt bleiben.

## 7. Gold

Der Goldpreis notierte zum Quartalsende bei 1.756 USD / Unze und gab ca. 7% im Kurs nach. Der starke USD, der für eurodenkende Anleger einen großen Teil der Verluste wieder ausglich, verstärkte die Abwärtsbewegung des Edelmetalls. Nach wie vor fürchten Akteure an den Goldmärkten, dass die FED früher als bislang erwartet mit dem Zurückfahren der Anleihekäufe und dem Anheben der Leitzinsen beginnen könnte. Bei sich leicht zurückbildenden Inflationsraten steigt entsprechend der für Gold äußerst wichtige Realzinssatz. Wir erwarten weiterhin ein sehr vorsichtiges Vorgehen der FED und betrachten Gold besonders in letzter Zeit mit zunehmenden globalen Unsicherheiten als eine wichtige Risikodiversifikation in den Portfolios.

Es würde uns nicht überraschen, wenn der Goldpreis sich wieder in Richtung von 1.800/1.900 USD / Unze zum Jahresende entwickelt. Gold bleibt für uns eine Krisenwährung und ein wertstabiler Anker in den Portfolios.

### **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.*