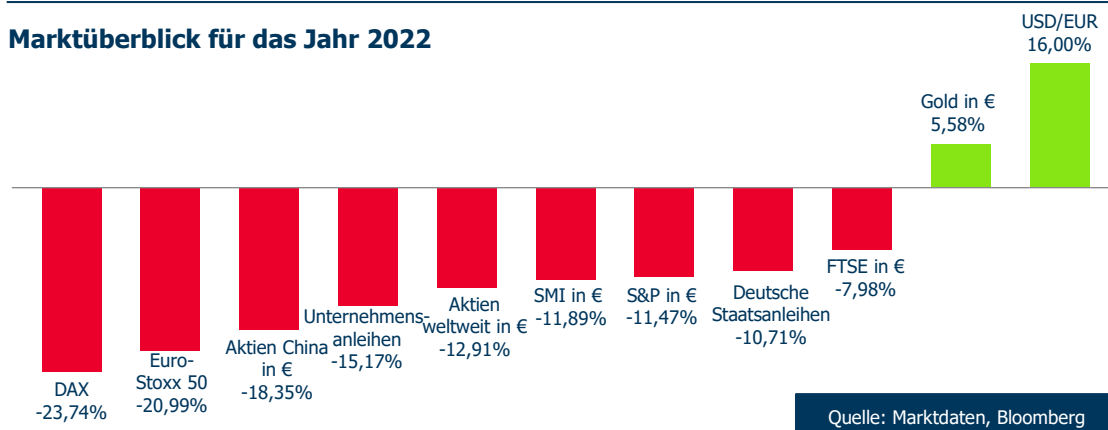


1. Überblick

Die Märkte konnten auch im abgelaufenen Quartal den Abwärtstrend nicht stoppen und schlossen anlageklassenübergreifend im Minus ab. Der S&P 500 verlor allein 9,3 % im September, der größte monatliche Rückgang seit März 2020. Auch die Rentenmärkte gaben deutlich nach. Noch vor ein oder zwei Monaten war es Konsens, dass eine globale Rezession bereits voll im Gange sei. Das Wachstum in den USA und in China schrumpfte und das US-Verbrauchervertrauen sank tiefer als während der globalen Finanzkrise 2008 / 2009. Nach der aggressiven Straffung der Geldpolitik durch die FED im ersten Halbjahr wurde auf eine Pause gehofft und auch spekuliert. Die Aktienmärkte legten eine starke (Bärenmarkt-) Rallye hin und ließen die Marktteilnehmer sogar wieder von einem positiven Jahresausklang träumen. Zwei Monate später ist diese Seifenblase zerplatzt. Seit Jahresanfang konnte die US-Wirtschaft 3,5 Millionen zusätzliche Arbeitsplätze schaffen und die Produktionskapazitäten jeden Monat erhöhen. Und dieses trotz höherer Zinsen, steigender Arbeitslöhne, höherer Energiepreise und anderer Herausforderungen. Eine über den Erwartungen liegende Kerninflationsrate war die Konsequenz und dokumentierte, wie widerstandsfähig die US-Wirtschaft immer noch ist. Der US-Markt – als größte Volkswirtschaft der Welt – befindet sich in einem späten Konjunkturzyklus. Diese Konjunkturphase zeichnet sich durch hohe Inflationsraten, eine straffere Notenbankpolitik, eine inverse Zinsstrukturkurve und ein geringeres zukünftiges Wirtschaftswachstum aus. Für die Kapitalmärkte hat diese Situation eine Reihe von Implikationen. Psychologisch bedeutet es sich an eine Welt anzupassen, in der die FED nicht mehr so marktunterstützend agieren wird. In den letzten zwölf Jahren konnte die Notenbank aufgrund der niedrigen Inflation eine lockere Geldpolitik in Wirtschaftskrisen betreiben. Dieses ist aktuell nicht mehr möglich und selbst die EZB agiert mit einer Zinserhöhung um 0,75%-Punkte. Auch die seit Jahren zu hörende Argumentation „TINA“ (**T**here **I**s **N**o **A**lternative), also das alternativlose Investieren in Aktien und Anleihen, da Bargeld über keine Rendite verfügt oder sogar Geld kostet, hat keinen Bestand mehr. Die anziehenden US-Leitzinsen auf z.B. ca. 4% für 6-monatige US T-Bills zeigen, dass es wieder risikolose Alternativen in den USA gibt. Positive Auswirkungen auf den USD und mittelfristig auch auf die US-Märkte allgemein dürften damit verbunden sein.

Marktüberblick für das Jahr 2022



Die Inflation in Europa ist dagegen energiepreisgetrieben und hat sich in den letzten Monaten in die Margen der Unternehmen hineingearbeitet. Eine Rezession scheint wahrscheinlich. Besonders die Unsicherheit in Bezug auf die Entwicklung im Ukraine-Russland Krieg sorgt kurzfristig für keine Besserung. Das im letzten Quartal prognostizierte Eskalationsszenario mit Einstellung der Gaslieferung ist eingetreten und stellt Europa und besonders Deutschland auf eine ernste Probe. In Kombination mit einer deutlichen Straffung der EZB-Geldmengenpolitik dürfte es zu einer deutlichen Abschwächung der Wirtschaft führen. Ein weiter schwächelnder Euro und eine abnehmende Kaufkraft sind die Konsequenz. Der Aktienmarkt dürfte vorerst weiter unter Druck bleiben. Die Italienwahl bringt auf der politischen Ebene vermutlich zusätzliche Unruhe. Die Bank of England muss am Bondmarkt intervenieren und wechselt wieder zu Quantitative Easing. Wir leben in herausfordernden Zeiten in Europa. Da auch China durch die anhaltende Immobilienkrise und ihre Null-Covid-Politik als weltweiter Wachstumsmotor ausfällt, wirkt die aktuelle US-Bremspolitik international umso stärker. Die nächsten Quartale bleiben herausfordernd, besonders auf Unternehmensebene. All dieses erfordert gute Nerven der Akteure am Kapitalmarkt. Es bietet aber auch die Möglichkeit einer Bereinigung und danach die Grundlage guter und interessanter Investmentmöglichkeiten auf der Aktien- wie auch auf der Rentenseite.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WACHSTUM: Das Wachstum in den USA stellt sich als sehr robust heraus, sodass die Kerninflationrate weiter steigt. Die FED muss darauf mit einer restriktiven Politik reagieren. Weitere Zinserhöhungen hat der Markt für die nächsten Monate schon antizipiert. Europa steht kurz vor einer Rezession aufgrund der hohen Energiekosten. Auch die EZB wird weiter an der Zinsschraube drehen müssen, solange die Inflationsdaten so hoch sind. Der Effekt auf die Inflation bleibt aber eher gering. Die Bank of England intervenierte am Markt der 30-Jährige Gilts (britische Staatsanleihen). Anstatt das GBP durch Zinserhöhungen zu stützen, kauft sie Anleihen und wechselt damit wieder zu Quantitative Easing. Das zeigt, dass es ihr nicht um die britische Währung geht, sondern offenbart vorherrschende Liquiditätsprobleme am Markt. Gerüchten zufolge haben britische Pensionsfonds aufgrund des zu schnellen Zinsanstiegs bereits Schwierigkeiten bekommen. China hat Wachstumsprobleme aufgrund der Immobilienproblematik und ihrer Null-Covid-Strategie. Unterstützung für das globale Wachstum ist auch hier limitiert.

ARBEITSMARKT: Die Dynamik am US-Arbeitsmarkt verlangsamt sich und US-Unternehmen überdenken ihr Einstellungstempo, wenngleich das Stellenwachstum immer noch doppelt so hoch ist wie vor der Pandemie. Die Erwerbsquote in den USA wird unseren Erwartungen nach bis Ende 2022 beständig bleiben, so dass wohl ein weiterer Rückgang der offenen Stellen notwendig ist um den Arbeitsmarkt wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

GEOPOLITIK: Auf kurze Sicht halten wir die Risiken einer unerwarteten militärischen Eskalation in Taiwan für begrenzt, denn China kümmert sich vor dem Nationalen Volkskongress Mitte Oktober vorrangig um interne Angelegenheiten. Russland verhängt eine Teilmobilmachung und bestätigt damit, dass ihre „Spezialoperation“ nicht nach Plan verläuft. In Russland wird der Krieg nun in breiten Bevölkerungsschichten präsent. In diesen Konflikt kommt Bewegung, auch wenn die Gaslieferungen in Richtung Westen (durch Sabotage) gekappt wurden und somit Gas auf anderen Wegen teuer besorgt werden muss. In Europa fanden gegen Ende des Monats Parlamentswahlen in Italien statt, die einen Rechtsruck zur Folge haben. Die Unsicherheit bleibt hoch, denn die EU könnte durch jede Belastung ihres Zusammenhalts in ihrer Fähigkeit beeinträchtigt werden, finanzpolitische Unterstützung bereitzustellen und Risiken zu bekämpfen.

US-POLITIK: US-Präsident Biden unterzeichnet den Inflation Reduction Act. Wir gehen davon aus, dass das bereits enge Rennen um die Mehrheiten im US-Kongress bei den bevorstehenden Zwischenwahlen durch dieses Gesetz noch knapper wird, sehen aber die Republikaner weiter vorne.

AKTIEN: Wir erwarten derzeit noch Abwärtspotential an den amerikanischen und den europäischen Börsen. Die Unternehmensgewinne dürften sich in einem Rezession-Szenario noch deutlich stärker abschwächen, als aktuell vom Markt erwartet wird. Erste Einstiegsmöglichkeiten könnten sich aber gegen Ende des vierten Quartals 2022 / zu Beginn 2023 ergeben. Sollte bis dahin der Druck auf die Notenbanken bzgl. der wirtschaftlichen Entwicklung weiter zunehmen und gleichzeitig die Bewertung an den Aktienmärkten neue Tiefpunkte erreichen, erscheint uns eine Aufstockung der Aktienquote wieder sinnvoll. Es dürfte dann langsam das Schlimmste überstanden sein. Vermutlich liegen dann auch die Inflationsspitzen in den USA und Europa hinter uns. Bis dahin bleiben wir aber weiter defensiv ausgerichtet.

ANLEIHEN: Das Spannungsfeld zwischen Rezession und Inflation führt zu extremen Schwankungen. Die Marktteilnehmer erwarten bereits weitere aggressive Zinserhöhungen auf bis zu 4,75% in den USA bzw. 3% in der Eurozone für die kommenden Monate. Ein Trendwechsel bedingt ein Abflachen bzw. Rückgang des Inflationsanstiegs, den die Notenbanken aber nur über die Nachfrageseite bekämpfen können. Sollten Kaufkraftverluste und ein starker Nachfragerückgang zu einer Rezession führen, könnte der Zinserhöhungszyklus früher als aktuell erwartet beendet werden.

DEISEN: Die robustere Verfassung der US-Wirtschaft und eine aggressivere Notenbank begünstigten Zuflüsse in US-Dollar. Erstmals seit 20 Jahren notierte der „Greenback“ vs. Euro unterhalb der Parität. Dieser Trend sollte bis Jahresende anhalten.

GOLD: Solange die FED weiter an der Zinsschraube dreht, bleibt der Goldpreis nach oben gedeckelt. Die aktuellen Realzinsen in den USA reduzieren sich und es entstehen für die Marktteilnehmer Opportunitäten abseits der Aktien-, Anleihe und Goldmärkte durch das Halten von verzinsten Bareinlagen. Auch ein starker USD limitiert einen Anstieg des Goldpreises. Bei weiteren geopolitischen Eskalationen könnte sich Gold aber sehr schnell wieder als die Versicherung erweisen, für die wir es auch in die Depots gekauft haben.

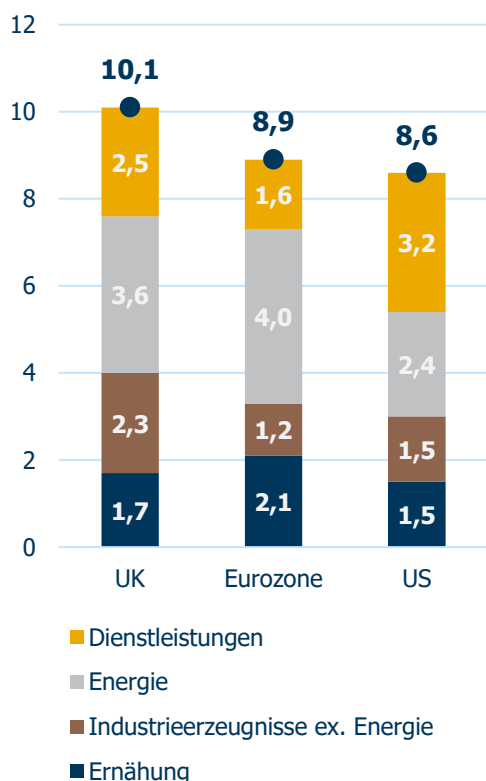
3. Bericht vom Markt – Globale Sicht

Ein zentrales Problem an den Märkten in den USA und Europas bleiben die aktuell zu hohen Inflationsraten und die damit einhergehenden restriktiven Maßnahmen der Notenbanken. Zinsen müssen angehoben werden, um der Geldentwertung und den Preissteigerungen entgegenzuwirken. Diese sind der beträchtlichen Erhöhung des Geldumlaufes im Verhältnis zur Produktion geschuldet, die dadurch entstand, dass in der Vergangenheit in Krisenphasen weltweit die Druckerpressen liefen. Der globale Krisenmix ist in seiner Ausgestaltung aber vielfältiger und weist verschiedene Interdependenzen auf.

So hat die Corona Pandemie die Liquidität im Wirtschafts- und Finanzwesen durch lockere Geldpolitik massiv erhöht, der Ukraine-Russland Krieg die Energiepreise nach oben getrieben und die US-Politik mit ihren Sanktionen zu einem neuen Ost-West-Konflikt beigetragen, in dem sich die beiden Weltmächte USA und China inkl. der Taiwan-Frage um die globale Vormachtstellung streiten. Die Klimakrise schreitet unvermittelt voran und die Weltwirtschaft steht dementsprechend vor einer schwierigen Zeit. Gesellschaften sind zum Teil gespalten, Inflation und Zinsen steigen und belasten Aktien- wie auch Rentenmärkte in einem ganz erheblichen Ausmaß. Eine Komplexität die ihresgleichen sucht.

Dabei hat die aktuelle Inflation auf den beiden Seiten des Atlantiks, USA und Europa, durchaus unterschiedliche Gründe und Schwerpunkte. Während in den USA die Service-Komponente, also besonders die Lohn- und Mietpreisentwicklung einen ganz wesentlichen Teil der Kernrate ausmachen, hat Europa eine von den Energiepreisen getriebene Inflation aufgrund massiv gestiegener Strom- und Gaspreise durch den Ukraine-Russland Krieg.

Inflationsbeiträge nach Komponenten (Juli, Prozentpunkte)



Quelle: Bloomberg

Die US-Notenbank fokussiert sich in ihrer Betrachtung auf die Kerninflation, die hauptsächlich die Mietkosten als Grund für den zuletzt starken Anstieg ausmachten. Diese gehen mit einem Jahr Verzögerung in die Inflationsratenberechnung ein und lassen weitere Anstiege erwarten. Ziel der FED ist eine Kernrate von 2%, weswegen die Notenbank weiter bremsen möchte. In der Vergangenheit dauerte dieser „Prozess“ in der Regel 14 -16 Monate. Dabei ergibt sich für die Notenbank ein weiteres Problem in Form der längerfristig ansteigenden Energiekostenkomponente, die erheblich von der Geopolitik abhängig ist. Aus diesem Grund ist zu befürchten, dass die FED stärker als üblich bremsen muss, um den für sie beeinflussbaren Teil der Inflation so stark einzuengen, dass inkl. der mittelfristig erhöhten Energiekostenkomponente sich eine politisch tragbare Inflationsrate einstellt. Die Zwischenwahlen in den USA finden im November statt. In vergangenen sich abschwächenden Konjunkturphasen ohne geopolitische Spannungen halfen fallende Energiepreise, um die Inflationsraten zu senken. Dieses ist aktuell nicht zu erwarten. Die Bremspolitik durch Anziehen des Leitzinses durch die Notenbank treibt auch den USD. Die USD-Auslandsschulden verschiedener nicht-amerikanischer Länder steigen dadurch massiv an und führen zu einer noch stärkeren internationalen Konjunkturbremse.

Hauptbetroffener von der aktuellen Energiekrise ist Europa. Die in der Grafik dargestellte Teilkomponente der Inflationsrate zeigt dieses deutlich. Fast die Hälfte der Inflationsrate geht auf die gestiegenen Energiepreise zurück. Besonders energieintensive Industrien wie die Aluminium- und Stahlproduktion sind teilweise von der Existenz bedroht und müssten ihre Produktion einstellen oder ihre Produktion aus Europa heraus verlagern.

Die EZB erhöht ebenfalls die Zinsen und möchte dieses auch in den kommenden Monaten fortsetzen. Ihre Wirkung auf die Inflationshöhe erachten wir als gering an. Sowohl die Inflationskomponenten als auch das stark nachlassende Wirtschaftswachstum in der Eurozone, wie auch die politisch veränderte Landschaft in Italien (hier wirken Zinserhöhungen besonders negativ aufgrund der hohen Staatsverschuldung) sollten gegen Zinserhöhungen sprechen. Die US-Notenbank bremst aus unserer Sicht schon in einem sehr späten Konjunktur stadium, aber die EZB befindet sich noch „deutlicher weiter hinter der Welle“ und bremst vermutlich in eine aktuelle Rezession hinein. Viel zu lange hat man mit der negativen Zinspolitik auf einen positiven Effekt für die Wirtschaft gehofft und muss nun erkennen, dass die Zeit besser hätte genutzt werden können. Auch die anziehende Inflation wurde lange Zeit als nur vorübergehend betrachtet, ohne erste Zinsanpassungen vorzunehmen. Wir sehen aufgrund der o.g. Problematiken keinen EZB-Zins, der deutlich über 2% liegen kann.

Auch in Großbritannien weiten sich die Probleme weiter aus. Die schlechte Handels- und Zahlungsbilanz sowie die letzten Steuersenkungspläne von Premierministerin Liz Truss führten zu einem massiven Abverkauf des britischen Pfundes (gegenüber dem USD), welches sogar ein 37-Jahrestief erreichte. Die Bank of England kündigte daraufhin an, nicht - wie vom Markt erwartet - die Zinsen zu erhöhen, sondern langlaufende britische Staatsanleihen „in jeglichem Umfang zu kaufen, der erforderlich ist, um den Markt wieder in Ordnung zu bringen“. Die Kurse der Gilts (britische Staatsanleihen) schossen im Zuge der Zentralbank-Reaktion in die Höhe. Die Auswirkungen der zu schnell anziehenden Zinsen der letzten Wochen waren der Bank of England zu stark und veranlasste sie zu diesem überraschenden Schritt. An den Renditen der langlaufenden Staatsanleihen hängen unter anderem die Zinsen für Immobilienkredite. Wegen der hohen Volatilität der Renditen stoppten einige Banken die Vergabe von Krediten, was zu Liquiditätsengpässen führte. Es folgte die Strategieänderung der ersten Zentralbank weg vom Quantitativ Tightening hin zu Quantitativ Easing, welche die Märkte freudig aufnahmen.

Jetzt könnte man argumentieren, dass sich das Vereinigte Königreich in einer einzigartigen Situation befindet, und dies nicht unbedingt bedeuten muss, dass andere Zentralbanken auch Gleiches tun müssten. Doch ist die „Büchse der Pandora“ erst einmal geöffnet...

Die Aktivität der Bank of England zeigt, dass es für einzelne Notenbanken sehr wohl Schmerzgrenzen eines zu schnellen Zinsanstieges gibt. Die Anleger werden die Aussagen der FED in Bezug auf ihre weiteren Vorgaben im Zinserhöhungspfad kritisch hinterfragen und wissen, dass es auch für die FED „Grenzen“ geben wird, die sie bei ihren zukünftigen Entscheidungen mitberücksichtigen muss. Die Welt ist weiterhin abhängig vom USD, der den Sauerstoff für die globalen Volkswirtschaften und Märkte liefert. Der USD ist auch für die Richtung der Risikomärkte sehr wichtig und somit auch für die Entwicklung der relevanten Geldmenge M2. Sie setzt sich aus dem Bargeldumlauf bei Nichtbanken zuzüglich der Sichteinlagen der Nichtbanken, den Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu drei Monaten zusammen.

Die Geldmenge M2 nahm ab März 2021 kontinuierlich ab und war damit der Hauptgrund für die Abwärtsbewegung vor allem bei Risikoanlagen. Ganz langsam könnte sie jetzt in den Bereich gekommen sein, den Zentralbanken als "Gefahrenzone" bezeichnen – also den Bereich, in dem finanzielle bzw. wirtschaftliche Störungen passieren können. In diesem Zusammenhang ist auch die Aktivität der Bank of England einzuordnen und zwang sie zum Handeln. Die Entwicklungen an den Finanzmärkten waren so extrem, da sich scheinbar die Liquidität im globalen System deutlich verknappt hatte. Spätestens seit der globalen Finanzkrise 2008 weiß jede Notenbank, dass dann schnell und konsequent reagiert werden muss. Es gibt viele Gründe, warum die Liquidität des US-Dollars so knapp ist: Die Zentralbanken erhöhen die Zinssätze und schrumpften ihre Bilanzen, der Ölpreis stieg und die Preissteigerung vieler in USD gekaufter Waren nahm zu. Die Regulierungsvorschriften wurden zunehmend verschärft und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in der Realwirtschaft sank, da die Aktivität in kritischen Bereichen wie dem Wohnungsbau nachließ. Die Verknappung des US-Dollars hat viele Gründe, die nicht nur mit der Politik der FED zu tun haben, aber nur die FED kann die notwendigen USD drucken, um die Liquiditätsknappheit zu vermindern. In den vier größten Volkswirtschaften der Welt - die USA, China, die Eurozone und Japan - nahm die M2 Geldmenge in USD gegenüber dem Höchststand im März um etwa 4 Billionen USD ab. Die Gefahr von nicht gewollten wirtschaftlichen und finanziellen Stressszenarien stieg damit deutlich an. Die FED ist nun gefordert. Die Frage ist, ob sie eine Ausweitung der Geldmenge strategisch möchte. Dies hängt stark davon ab, ob ein zu stark werdender USD irgendwann zu einem Wettbewerbsnachteil für US-Güter wird. Eine weitere Frage ist, ob eine Verlangsamung oder Beendigung des Quantitativ Tightening ausreichend sein könnte, oder ob die FED sogar wieder ein Quantitativ Easing aufnehmen müsste. Angesichts des Verlaufs der globalen M2 Geldmenge (in USD) ist Letzteres eher wahrscheinlich, der Zeitpunkt dafür jedoch ungewiss.



China wird derzeit bei dem Weltwirtschaftswachstum wenig Unterstützung leisten können. Die Immobilienkrise hält unvermittelt an und auch die Null-Covid-Strategie sorgt dafür, dass das Wachstum überschaubar ist und vermutlich vorerst bleiben wird. Die Schwäche China trifft besonders exportlastige Länder. Positiv wirken die günstigen Rohstofflieferungen aus Russland, die durch den Konflikt besonders China und Indien zuteilwerden. Innenpolitisch steht Mitte Oktober der 20. Parteitag der kommunistischen Partei im Fokus. Xi Jinping kann sich seiner Macht sicher sein. Außenpolitische (z.B. die Taiwanfrage) wie auch wirtschaftliche Themen rücken zurzeit etwas in den Hintergrund.

In die Auseinandersetzung Ukraine-Russland kommt Bewegung. Russland reagiert auf Niederlagen und Gebietsverluste seiner Armee und erlässt die Teilmobilmachung im eigenen Land. Damit erreicht der Krieg breitere, westlich orientierte Bevölkerungsschichten in Russland und könnte zu einem „Gamechanger“ des Konfliktes werden. Putin gerät unter Erklärungs- und vor allem Handlungsdruck und reagiert gezwungenermaßen. Kurz danach gab es mehrere Explosionen an den Nord-Stream 1 und 2 Pipelines, die den Gasfluss in Richtung Westen, der schon unter anderen Vorwänden gestoppt war, nun für ungewisse Zeit unmöglich werden lassen. Ob eine Reparatur möglich bzw. gewünscht ist, ist ungewiss. Die besetzten Gebiete im Osten der Ukraine werden kurzfristig per Referendum völkerrechtswidrig von Russland annektiert, womit die aktuell noch umkämpften Regionen Luhansk, Donezk, Cherson und Saporischschja zu russischem Staatsgebiet erklärt werden. International werden diese Referenden nicht anerkannt. Putin droht deshalb der Ukraine und auch dem Westen indirekt mit dem Einsatz von Nuklearwaffen, wenn (neues) russisches Staatsgebiet angegriffen werden sollte. Aufgrund der militärischen Erfolge der Ukraine bei der Rückeroberung ihrer Gebiete wird die Gefahr größer, dass die russische Seite aufgrund ihres Misserfolges sich zu einer weiteren Eskalation gezwungen sieht. Inwieweit hier auch taktische Nuklearwaffen eine Rolle spielen könnten ist offen. Einer unserer Kunden beschrieb die aktuelle Situation wie folgt: „Jetzt wird es Zeit – auch wenn keiner es für nötig hält – mit Putin zu reden.“ Putin wird immer stärker zwischen den für ihn weniger werdenden Möglichkeiten abwägen müssen, um sich im Zweifel als Person selbst im System zu retten. Eine gute und gesichtswahrende Lösung ist dringender denn je nötig, um die Eskalation nicht noch weiter voranzutreiben. Es erfordert jetzt einen neutralen aber gleichzeitig mächtigen Vermittler zwischen den Parteien. China aber auch andere neutrale Atommächte könnten diese Position ausfüllen. Sie halten sich aber aufgrund der Wahrung eigener Interessen noch zurück.

4. Aktienmarkt

4.1 *Umdenken ist jetzt angesagt*

Die Aktienmärkte schließen auch das 3. Quartal nach einer zwischenzeitlichen Bärenmarkttrally mit weiteren Kursverlusten ab. Der Druck seitens der Zentralbanken bleibt weiter hoch und setzt den Aktienmärkten entsprechend zu. Unsere defensiven Branchenschwerpunkte mit Titeln aus ERNÄHRUNG&AGRAR, BASISKONSUM, GESUNDHEIT und ENERGIE/VERSORGER konnten sich in diesem Umfeld relativ besser als der Gesamtmarkt entwickeln, mussten aber ebenfalls Rückgänge verzeichnen.

Große Verkäufe von Aktien werden wir auf dem aktuellen Niveau nicht mehr vornehmen. Die Gründe sind einfacher Natur: Seit letztem Jahr haben wir die Aktienquoten schon deutlich reduziert und aus unserer Sicht befinden sich nur noch qualitativ hochwertige und auch sehr stabile Basiswerte in den Portfolien, die in der Regel gute Dividenden und auch hohe Free Cash-Flows generieren werden. Zudem glauben wir nicht, dass es uns bei einer plötzlichen Kehrtwende des Marktes gelingen könnte, wieder sofort in den Markt bzw. in die jeweiligen Titel zu investieren. Der Illusion, dass am Tiefpunkt der Märkte der Einstieg gelingt, sollte man sich besser nicht hingeben. Eine mögliche Erholung läuft oft schneller als gewollt ab und wer hier den ersten Schritt verpasst, tut sich in der Folge immer schwerer auf höherem Niveau einzusteigen.

Wir erwarten aufgrund der wirtschaftlichen Abschwächung und der erhöhten Energiekosten im Q3 wie auch Q4 noch viele Gewinnreduktionen bei europäischen Werten aber auch von US-Titeln. In den USA dürfte zudem der starke USD auf die Umsätze und auch Gewinne gedrückt haben. Damit dürften die Unternehmensgewinne von global agierenden US-Unternehmen noch einmal deutlich belastet und ihre Bewertung entsprechend angepasst werden. Der S&P 500 hat in der Breite noch weitere ca. 10 - 15% Rückschlagspotential, für Europa sehen wir aufgrund der günstigen Bewertung noch ca. 10% Abwärtsrisiko. Aus unserer Sicht sollte der Blick aber langsam wieder auf die Chancen gerichtet werden, die sich bald an den Märkten ergeben werden.

4.2 *Licht am Ende des Tunnels?*

Grund hierfür ist, dass unter Abwägung der aktuellen Chancen und Risiken unseres Erachtens nach die positiven Aspekte wieder zunehmen werden. Kurzfristig sehen wir zwar aufgrund der oben genannten Gewinnrevisionen noch Abschlagspotential, aber mittelfristig haben die Marktteilnehmer schon sehr viele negative Aspekte in den Kursen eskomptiert. So werden allseits weiter deutliche Zinserhöhungen der US-FED und auch der EZB erwartet. Die Eskalation in der Ukraine wie auch weiter starke Inflationsdaten und entsprechende Gewinnanpassungen der Unternehmen sind in den Kursen der Aktien durchaus bereits eingepreist.

Die Chance, dass sich bei einigen der oben genannten Punkten mit der Zeit eine Entspannung ergibt und damit das Risiko am Markt deutlich reduziert erscheint hoch. Es gibt Bewegung im Ukraine–Russland Krieg und auf Seiten der Notenbanken scheint die Intervention der Bank of England ein erstes Zeichen für eine zukünftig vermutlich vorsichtigeren Notenbankpolitik zu sein. Das Risiko einer massiven wirtschaftlichen Schieflage würde ansonsten steigen. Historisch zeigt sich, dass der Markt ca. 3 - 4 Wochen vor dem Tief der Unternehmensergebnisse seinen Tiefpunkt erreicht und beginnt nach oben zu drehen. Natürlich ist dies erst im Nachgang überprüfbar, aber aus unserer Sicht steigen die Chancen, dass in den nächsten 2 - 6 Monate (Q4 2022 bzw. Q1 2023) diese Phase eintreten könnte. Die aktuellen Börsenkurse handeln die Zukunft und sind dementsprechend an den Erwartungen für die nächsten 12 Monate ausgerichtet. Wir sehen im Jahr 2023 eine deutlich nachlassende Nachfrage der Konsumenten in Europa, sowie ebenfalls niedrigere Energiepreise mit positiven Auswirkungen auf die Inflationsrate. Dieses Szenario könnte den Notenbanken gewisse Möglichkeiten der Unterstützung eröffnen.

Auch wenn die nächsten Monate unter starken Schwankungen herausfordernd bleiben, gehen wir davon aus, dass sich gegen Ende des vierten Quartals 2022, Anfang des ersten Quartals 2023 wieder Chancen ergeben könnten, die wir nutzen wollen.

5. Anleihenmarkt

5.1 *Spannung zwischen Rezession und Inflation führt zu extremer Volatilität*

Die globalen Notenbanken haben im abgelaufenen Quartal ihre straffe Geldpolitik weiter verstärkt und das Tempo der Zinserhöhungen nochmals forciert. Während noch zu Beginn des dritten Quartals die Hoffnung unter den Marktteilnehmern bestand, dass die Inflationsraten beidseits des Atlantiks bald ihren Höhepunkt erreichen würden, überschritt bspw. die Inflation der Eurozone im September die 10%-Marke im Vergleich zum Vorjahr. In Deutschland stieg die Inflation sogar auf 10,9% - ein Höchstwert seit den 50er Jahren.

Die großen Zentralbanken waren und sind sich darüber einig, dass ein „Kontrollverlust“ über den Inflationsprozess schwerwiegender anzusehen ist, als das Risiko durch zu viele Zinsschritte eine wirtschaftliche Rezession herbeizuführen. Damit wird eine globale Rezession aber immer wahrscheinlicher.

Diese Gemengelage führte im abgelaufenen Quartal zu einer regelrechten Achterbahnfahrt. Bildete sich die Rendite für 10-jährige deutsche Staatsanleihen von den Junihöchstständen von 1,8% wieder auf unter 0,8% zurück, markierte sie dann neue Höchststände in der letzten Septemberwoche von bis zu 2,3%. Für viele Anleihen bedeutete dies eine Schwankungsbreite von mehr als 10% ihres Kurswertes.

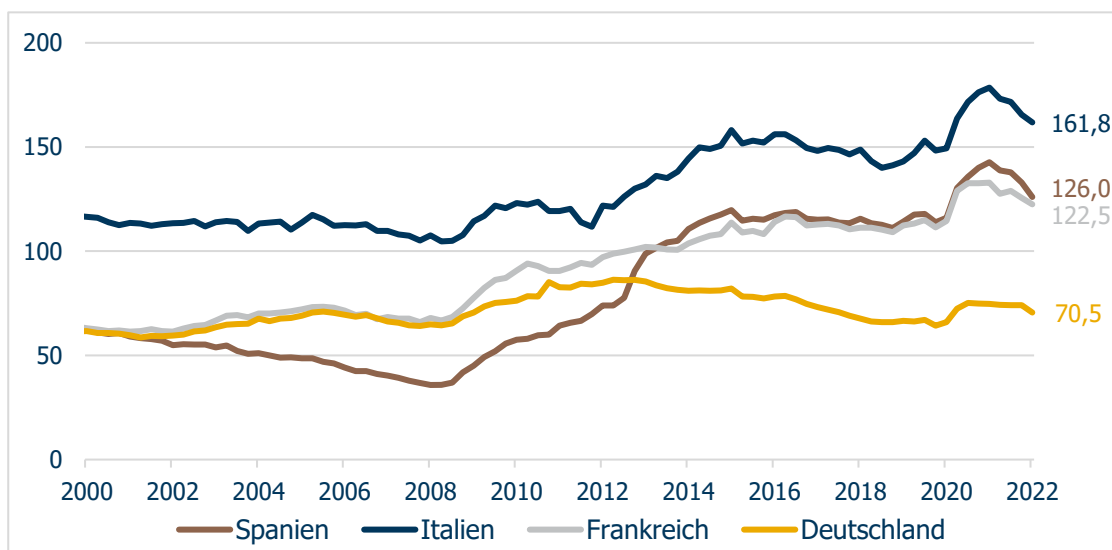
Wann könnte ein Trendwechsel anstehen? Damit der aktuell eingeschlagene Zinserhöhungspfad in seiner Ausprägung nicht bis zum Ende beschritten werden muss, darf die Inflationsrate nicht mehr weiter steigen und sollte sich langsam zurückbilden. Per Ende September erwarteten die Marktteilnehmer das Hoch der Leitzinsen in den USA bei ca. 4,75% in den FED-Funds und in der Eurozone knapp 3% im Verlauf des ersten Halbjahres 2023. Somit wird allgemein bereits vorweggenommen, dass die Notenbanken in den nächsten Monaten weiter sehr stark an der Zinsschraube drehen werden. Bei einer sich stärker bzw. schneller abkühlenden Konjunktur, die sich bereits abzeichnet, ist aber zu vermuten, dass der Zinserhöhungszyklus früher enden könnte und die Zentralbanken wahrscheinlich im ersten Quartal 2023 eine Pause einlegen werden.

Tatsache ist aber auch, dass bspw. die EZB zurzeit nur einen geringen Einfluss auf die Inflationsentwicklung ausüben kann, da die wesentlichen Inflationstreiber angebotsinduziert (Energiepreise, Angebotsknappheit bei bestimmten Industriegütern, usw.) sind. Steigende Kapitalmarktrenditen bei gleichzeitig hoher Inflation haben aber einen großen Einfluss auf die Nachfrage, da die Konsumenten aufgrund ihres Kaufkraftverlustes weniger konsumieren können. Ein

solcher Nachfragerückgang sollte aber im Zeitablauf zu fallenden Preisen, vor allem bei Rohöl führen und sukzessive für eine sinkende Inflation sorgen.

Ein zusätzlicher Aspekt der gegen weiter stark steigende Zinsen, vor allem in der Eurozone, spricht, ist die Schuldenfähigkeit einiger EU-Mitglieder. Wurde in der Coronakrise bereits durch die Ausgabe von Staatsanleihen und „EU-Bonds“ die Staatsverschuldung stark erhöht, ist im Rahmen der Energiekrise mit einer weiteren Neuverschuldung zu rechnen. Viele Staaten, nicht nur Deutschland, planen Entlastungen aufgrund der massiv gestiegenen Strom- und Gaspreise, welche die Schuldenstände weiter ansteigen lassen. Weitere „Instrumente“ bzw. „Werkzeuge“ hat die EZB bereits in ihrer Juli-Sitzung eingeführt. Das sogenannte TPI, bzw. „Transmission Protection Instrument“ soll die Fragmentierung der Geldpolitik innerhalb der EU-Zone verhindern. Damit soll ein zu starkes Auseinanderlaufen der Zinssätze für Staatsanleihen der EU-Mitglieder besser kontrolliert werden.

Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt



Quelle: BIS

5.2 Unternehmensanleihen: Deutlicher Zinsanstieg erhöht Rezessionsorgen

Eine Rezession ist aufgrund der sich weiter zuspitzenden Unsicherheit bei der Energieversorgung in der Eurozone mittlerweile ein Basisszenario. Die durchschnittlichen Renditeaufschläge für Unternehmen guter Bonität (Investmentgrade) haben dies mit höheren Risikoprämien entsprechend eskomptiert und notieren mittlerweile auf den Höchstwerten wie zu Beginn der Coronapandemie bzw. so hoch wie seit 2012 nicht mehr. Im Laufzeitband 3 bis 5 Jahre rentieren mittlerweile einige Emittenten besserer Bonitäten (A – Bereich) bei über 3% p.a., was eine im historischen Vergleich attraktive Verzinsung darstellt. Auch hat eine Vielzahl der Unternehmen die günstigen Finanzierungsbedingungen nach der Corona-Pandemie genutzt, um frühzeitig Anleihen zu refinanzieren. So werden im kommenden Jahr lediglich ca. 10% der ausstehenden Anleihen von Industrieunternehmen im Investmentgrade-Bereich des S&P Universums fällig. Das bedeutet, dass die große Mehrheit der Emittenten dieser Anleihen nicht auf den Markt für Neuemissionen zurückgreifen muss, um sich zu den derzeit höheren Zinssätzen zu refinanzieren. Angesichts des begrenzten kurzfristigen Finanzierungsbedarfs ist es unwahrscheinlich, dass höhere Zinssätze die mehrheitlich gesunden Zinsdeckungsquoten stärker beeinträchtigen werden. Da in Rezessionsphasen Hochzinsanleihen tendenziell schlechter abschneiden, sollten auch weiterhin bessere Bonitäten mittlerer Laufzeiten bevorzugt werden. Investments in längere Laufzeiten sollten erst dann vorgenommen werden, wenn der Zinsgipfel absehbar ist bzw. Notenbanken eine Pause ihres Erhöhungszyklus in Aussicht stellen.

6. Währungen

Die unterschiedliche Dynamik der geldpolitischen Ausrichtung prägte auch die Entwicklung am Devisenmarkt. Das aggressivere Vorgehen seitens der FED beflügelte den USD weiter und der „Greenback“ wertete gegenüber dem Euro weiter auf und unterbot erstmals seit 2002 wieder die Parität. Auch der jüngste Wahlsieg einer rechten Koalition in Italien trug zur Euroschwäche bei. Seit Jahresanfang beträgt das Plus 16%. Im Gegenzug gaben die Notierungen aus den rohstoffaffinen Währungsräumen, wie die norwegische Krone, der kanadische und auch der australische Dollar teilweise ihre Jahresgewinne wieder ab, da u.a. Rohöl-, Eisen- und Kupferpreise korrigierten. Eine noch stärkere Abwertung als der Euro musste das Britische Pfund hinnehmen. Nachdem in Großbritannien die neue Regierung unter Liz Truss inmitten von hoher Inflation ein Steuersenkungsprogramm ankündigte, verlor das Pfund stark an Wert und markierte ein 37-Jahretief zum USD.

Die im Vergleich zu Europa robustere US-Konjunktur, gepaart mit höheren Kapitalmarktzinsen, spricht auch weiter für einen stärkeren USD. Daher erwarten wir für die kommenden Monate Notierungen unterhalb der Parität.

7. Gold

Der Goldpreis (in USD) ist im abgelaufenen Quartal auf seinen tiefsten Stand seit März 2020 gefallen. Gründe hierfür waren die Stärke des USD und der Anstieg der Realzinsen, nachdem die US-Notenbank FED ihre Bereitschaft erklärt hat, „alles Nötige“ zu tun. Die taktischen Abflüsse aus ETF's halten aktuell weiter an und vor dem ersten Halbjahr 2023 dürfte wenig positive Belegung zu erwarten sein – dazu wäre ein klarer Kurswechsel der FED oder ein Konsens hinsichtlich der Größenordnung einer Rezession in den USA bzw. auf globaler Ebene erforderlich.

Wir sehen ein Goldinvestment in den Portfolien aber weniger als ein kurzfristiges und taktisches Investment an, sondern vielmehr als eine Versicherung gegen das Udenkbare bzw. Unkalkulierbare. Gold fungiert dabei als eine Art eigenständige Währung in Zeiten geopolitischer und geldpolitischer Unsicherheit. Wir erwarten einen Goldpreis zum Jahresende in Richtung von 1.750 USD/Unze. Gold bleibt für uns weiter eine gute und unerlässliche Diversifizierung in den aktuellen 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.