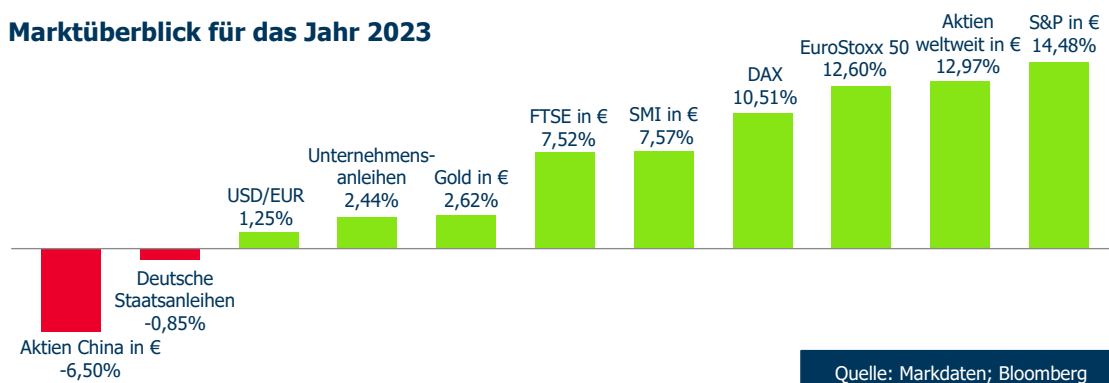


## 1. Überblick

Das dritte Quartal war für die Märkte ein schwieriges Umfeld: Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, aber auch Aktien verzeichneten allesamt Rückgänge. Lediglich das Öl und der USD waren die unbestrittenen Gewinner des Quartals. Gegenwind für Aktien kam in den letzten Wochen von den rasch ansteigenden Renditen, wobei die 10-jährigen US-Renditen den höchsten Stand seit 2007 erreichten und auch die Bundesanleihen ein 12-Jahreshoch markierten. Auslöser dafür war die FED-Sitzung mit anschließender Pressekonferenz vom 20.09.2023. „Higher for Longer“ lautet die Devise der US-Notenbank, die zwar die FED Funds Rate in der Spanne von 5,25 – 5,5% belieben, aber keineswegs Hinweise auf eine baldige Zinssenkung gaben. Solche hatte der Markt schon für Ende des Jahres bzw. zu Jahresbeginn 2024 erwartet. In der anschließenden Pressekonferenz signalisierte der Notenbankpräsident Jerome Powell, dass es in diesem Jahr zur Bekämpfung des Preisauftriebs eventuell sogar noch einer weiteren Zinsanhebung bedarf und verschreckte die Märkte merklich. Zudem gehen die Geldpolitiker im Mittel davon aus, dass das Zinsniveau bis Ende 2024 nur leicht auf 5,1% sinken wird (neutraler Zins). Im Juni hatten sie noch einen Wert von 4,6% veranschlagt. Grund dafür war die aktuelle Inflations- und Konjunkturprognose, die erwartet, dass die Inflation mit 3,3% im Jahresdurchschnitt etwas höher liegen wird als noch im Juni projiziert. Gleichzeitig erhöht die FED ihre Wachstumsprognose des US-BIP von zuletzt 1% auf jetzt 2,1%. Die Märkte reagierten schnell und eskomptierten die neuen (erhöhten) Zinsprognosen in die Kurse der Vermögenswerte ein. Aktienmärkte, wie auch Anleihen längerer Laufzeit wurden entsprechend abverkauft. Die Zinsstrukturkurve verflachte sich. Zusätzlich sorgten auch Wirtschaftsdaten aus China für weitere Unsicherheit. Die PBoC (The People's Bank of China) senkte daraufhin die Zinsen. Der Effekt verpuffte jedoch sehr schnell und sowohl Aktien als auch Anleihen gaben weiter nach. Besonders exportlastige Zykliker in Europa wie auch viele US-Titel gerieten in der Folge unter Druck. Die Indizes konsolidierten teils deutlich von ihren Jahreshöchstständen, die im zweiten Quartal erreicht wurden.

### Marktüberblick für das Jahr 2023



Eine europäische Wirtschaft, die vor einer Rezession steht, Wirtschaftsdaten, die weiterhin hinter den Erwartungen zurückbleiben und eine Zentralbank, die die Zinsen weiter anhebt, schaffen kein günstiges Umfeld für europäische Vermögenswerte. In den USA erweist sich die Wirtschaft und der Arbeitsmarkt als äußerst robust, was jedoch die Notenbank zwingt, weiter restriktiv zu agieren. Die Outperformance europäischer Aktien gegenüber amerikanischen Werten (zumindest in Lokalwährung) spiegelt zum Teil eine europäische Wirtschaft wider, die sich auf tiefem Niveau stabilisiert zu haben scheint. Die PMIs (Einkaufsmanager Indizes) zeigen eine leichte Verbesserung und eine starke Sektor-Rotation unterstützte Europa in letzter Zeit ein wenig gegenüber US-Titeln. Für das letzte Quartal des Jahres erwarten wir in beiden Regionen weiter ein schwieriges Umfeld. So gehen wir von einem spätzyklischen Umfeld in den USA und Europa aus, in dem qualitativ hochwertige Aktien sich besser entwickeln sollten. Eine Kombination defensiver Large-Cap-Qualitätswerte (DIGITALISIERUNG, GESUNDHEIT, NAHRUNGSMITTELN, BASISIKONSUM) neben spätzyklischen Gewinnern wie z.B. Energiewerte halten wir für den aktuell besten Branchenmix. Die saisonale Analyse deutet auf einen Anstieg des Aktienhandelsvolumens und die Möglichkeit einer Rallye zum Jahresende hin, die taktisch genutzt werden kann. Bei Anleihen gefällt uns das gute Chancen/Risikoverhältnis, besonders Unternehmensanleihen mit besserer Bonität. Die Einzeltitelselektion sehen wir für den Rest des Jahres weiterhin als den wichtigsten Erfolgsfaktor an. Wir erachten Aktien und Anleihen von Emittenten defensiver Branchen in einem solchen Umfeld für die erfolgversprechendsten Investments.

## 2. Unsere Einschätzungen im Überblick

### **WIRTSCHAFTSWACHSTUM:**

In den USA stieg der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe höher als erwartet, blieb aber im September mit einem Wert von 48,9 weiter im kontraktiven Bereich. Der Arbeitsmarkt bleibt aber weiter stark und das Wirtschaftswachstum wird von Seiten der FED für dieses Jahr auf über 2% angehoben. Für 2024 sollte es sich auf 1,5% abschwächen, so die Prognose. In Europa wurde die Prognose von Seiten der EZB auf 0,8% (von 1%) nach unten korrigiert und für 2024 mit 1,4% (von ehemals 1,7%) ebenfalls reduziert. China rechnet in diesem Jahr weiter mit einem Wachstum im Bereich von 4,5% – 5%.

### **GELDPOLITIK:**

Die FED ließ den Zielbereich für den Leitzins auf ihrer Septembersitzung unverändert, während die „dot plots“ (Projektion der stimmberechtigten Mitglieder bis zum Jahresende) eine Möglichkeit einer weiteren Erhöhung um 25 Basispunkte geben. Die EZB erhöhte den Zinssatz am 14. September noch einmal um 0,25% auf 4,50%. Dieses sollte aber vermutlich nach den zuletzt rückläufigen Inflationsdaten und eher schwächeren Wirtschaftsdaten die letzte Zinserhöhung gewesen sein.

### **US-ARBEITSMARKT:**

Die Zahl der offenen Stellen ist im August überraschend wieder angestiegen. Das Ungleichgewicht aus hoher Arbeitskräftenachfrage und geringem Angebot gilt als wichtiger Inflationstreiber und ist ein Vorlaufindikator für den Arbeitsmarkt, da Unternehmen während einer wirtschaftlichen Schwächephase zunächst Neueinstellungen zurückfahren, bevor sie Stellen streichen. Damit gibt es wieder die Gefahr einer höheren Inflationsrate. Auch die neugeschaffenen Stellen lagen im September deutlich über den Erwartungen, was ebenfalls die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinserhöhung durch die US-Notenbank erhöht.

### **INFLATION:**

Der US-VPI (Verbraucherpreisindex) beschleunigte sich von 3,2 % im Juli auf 3,7 % im August, entgegen der Konsenserwartung eines etwas geringeren Anstiegs aufgrund höherer Energiepreise. Unterdessen verlangsamte sich der Kern-VPI von 4,7 % im Juli auf 4,3 % im August, was den Konsenserwartungen entsprach, obwohl die Preise für Miete, Gesundheitsversorgung und Kfz-Versicherungen stabil blieben.

### **AKTIEN:**

Aktien kamen zuletzt aufgrund der sich eintrübenden geldpolitischen Rahmenbedingungen unter Druck und korrigierten je nach Index um 5% – 10%. Wir bleiben weiter in den bekannten Branchen ERNÄHRUNG, GESUNDHEIT, VERSORGER defensiv positioniert und schauen nach Opportunitäten im Bereich der DIGITALISIERUNG, die Branche, die in den letzten Wochen besonders deutlich nachgeben musste. Die Kombination aus Value-Werten in Verbindung mit Big Cap Growth Titeln erscheint uns aktuell am interessantesten in der jetzigen Marktphase. Das Risiko von „Unfällen“ am Markt nimmt konstant mit weiterhin steigenden Zinsen zu. Dieses muss weiter in der Anlage Berücksichtigung finden.

### **ZINSEN:**

Die hartnäckige Inflation hat hohe Zinsen für einen längeren Zeitraum zur Folge („Higher for Longer“). Ein wieder anziehender Rohölpreis und ein für Anfang 2024 anstehender höherer CO2 Preis lassen die EZB zögern, den Zinsspitzen bereits jetzt auszurufen. Ein gerade in den letzten Wochen zu beobachtender starker Abverkauf bei Anleihen mit längeren Laufzeiten bietet in den nächsten Monaten attraktive Einstiegsmöglichkeiten. Der Fokus sollte weiter auf guten, bis sehr guten Bonitäten liegen.

### **WÄHRUNGEN:**

Zinspolitik und Zinsdifferenzen zwischen den Währungsräumen bleiben ein wesentlicher Faktor für die Währungskursentwicklung. Die weiterhin hohe Zinsdifferenz zwischen US-Staatsanleihen und Bundesanleihen wirkt unterstützend für die US-Dollar Entwicklung. Die von uns seit Beginn des Jahres erwartete Handelsspanne zwischen 1,00 und 1,10 EUR/USD sollte auch für die kommenden Monate Bestand haben.

### **GOLD:**

Mit steigenden Realzinsen wird es auch Gold weiter schwer haben. Allerdings hilft ein starker USD, da unser Goldinvestment nicht währungsgesichert angelegt ist. Sollte sich ein Zinsspitzen abzeichnen, dürfte auch Gold wieder hinzugewinnen. Abgesehen davon ist es unsere Versicherung für den Fall der Fälle und ein wichtiger Bestandteil aus Risikodiversifikation im Portfolio.

### 3. Der Bericht vom Markt – Globale Sicht

Unser Gesamtmarktausblick aus dem letzten Quartalsbericht bestätigt sich indes weiter. Inzwischen scheinen die Kapitalmärkte ihren Optimismus in Bezug auf schnell sinkende Inflationsraten und damit einhergehende baldige Zinssenkungen der US-Notenbanken abgelegt zu haben. Die jüngsten Zahlen gaben hierfür auch deutlichen Anlass. So entstanden in den USA im August mehr offene Stellen als erwartet und die neu geschaffenen Stellen lagen deutlich über den Erwartungen. Der Markt nahm die jüngsten Zahlen als einen Hinweis darauf, dass in den USA wieder eine leicht steigende Inflationstendenz möglich sei, die die FED weiter zu einem restriktiven Handeln veranlassen wird. Genau darauf wies Jerome Powell schon bei der letzten Notenbanksitzung am 20.09.2023 hin und schloss weitere Zinsanhebungen für dieses Jahr nicht aus. Die vom Markt erwarteten – von unserer Seite immer schon kritisch hinterfragten – Zinssenkungen waren damit erst einmal hinauf bzw. weiter in die Zukunft verschoben. Die von der Notenbank veröffentlichten „dot plots“, also die Projektion der Zinsentwicklung der einzelnen FED-Mitglieder für die nächsten Quartale, ließen die Annahme zu, dass die Zinsen wohl länger auf dem höheren Niveau gehalten werden könnten. Dies entsprach nicht der Markterwartung und wurde entsprechend mit Kursrückgängen quittiert. Das „Higher for Longer“ sorgte sowohl an den Aktien- als auch den Rentenmärkten (hier besonders die längeren Laufzeiten) für weiter fallende Kurse. Die 10jährigen US-Treasuries erreichten in der Folge wieder das Niveau von 2007. Prominente US-Marktteilnehmer wie der JP Morgan CEO Jamie Dimon warnen schon vor weiter steigenden Leitzinsen auf bis zu 7%. Der Markt geht derzeit eher von maximal 6% aus. Neben den falkenhaften Aussagen der FED spielt hier auch eine Rolle, dass die USA fiskalpolitisch weiter stark stimulieren und diese Ausgaben durch Anleiheemissionen finanziert werden müssen.

Die Refinanzierung ist dabei eher kurzfristig ausgestaltet, was auch politische Gründe hat, die in den nächsten Monaten ebenfalls wirtschaftlich relevant werden könnten. So wurde Ende September noch ein „Government Shutdown“ in Form eines Übergangshaushaltes bis Mitte November vor Ablauf der Frist vermieden. Das von Republikanern dominierte Repräsentantenhaus stimmte der Zwischenfinanzierung zu. Dies führte jedoch anschließend zu einer Revolte unter einer Gruppe ultrarechter Republikaner, die mit den Stimmen der Demokraten die Absetzung des Vorsitzenden des Repräsentantenhauses McCarthy erreichten. Zum ersten Mal in der US-Geschichte ist somit ein Vorsitzender des Repräsentantenhauses von seinem Posten abgesetzt worden. Der Vorsitz des Repräsentantenhauses gilt in der staatlichen Reihenfolge der USA als dritt wichtigstes Amt nach dem Präsidenten und dessen Vize. Neben einer vermutlich komplizierten Neuwahl in den nächsten Tagen / Wochen (die zerstrittenen Republikaner müssen einen geeigneten Kandidaten finden, der beide Parteiflügel vertreten kann) könnte es auch massive Auswirkungen auf die Übergangsförderung geben. Besonders die ultrarechte Gruppe um den Republikaner Matt Gaetz sieht in einem längerfristigen „Shutdown“ Mitte November durchaus die Möglichkeit, eine Rezession zu erzwingen, die den Demokraten im nächsten (Wahl-) Jahr schaden und die Chancen für die Republikaner erhöhen könnte. Ob es so weit kommt, muss abgewartet werden. In den USA sind sowohl wirtschaftlich als auch politisch turbulente Zeiten mit offenem Ausgang zu erwarten, die die Investoren nicht kalt lassen sollten. Ebenfalls besorgt sind Analysten auch über die Verluste am Anleihemarkt und erwarten wie z.B. Deutsche Bank Analyst Jim Reid, dass die jüngsten Renditebewegungen die Risiken eines „Unfalls“ irgendwo im Finanzsystem deutlich erhöhen. Die Risiken von Kollateralschäden aufgrund von schnell und jetzt vermutlich auch länger anhaltenden hohen Zinsniveaus ist nicht von der Hand zu weisen und könnten den Markt in den nächsten Monaten noch deutlich volatil machen lassen als bisher erwartet. Ein Risikofaktor, den wir auch schon im letzten Quartalsbericht angesprochen hatten und der kontinuierlich beobachtet werden muss.

Die EZB erhöhte zuletzt die Zinsen um weitere 0,25% auf jetzt 4,50%, was ebenfalls für einige Marktteilnehmer überraschend kam. Das zukünftige weitere Vorgehen werden die Währungshüter kurzfristig und weiter datenabhängig entscheiden. Solange die volkswirtschaftliche Entwicklung in Sachen Inflation und Arbeitsmarkt kein baldiges Erreichen des 2% Inflationsziels erwarten lassen, wird vermutlich ebenfalls weiter gebremst bzw. nicht gelockert. Dieses Vorgehen ist umso verwunderlicher, da in der Vergangenheit Zinsen gesenkt wurden, wenn es eine deutliche volkswirtschaftliche Abkühlung in Form von rückläufigeren Wachstumsraten gab. Somit ist das prozyklische Verhalten der EZB in eine ohnehin schon abschwächende Konjunktur hinein inklusive laufender Liquiditätseinschränkung über die monatlichen Anleiheverkäufe sicherlich nicht ungefährlich. Die aktuelle Abwärtsbewegung könnte damit unkontrolliert verstärkt und eine tiefere Rezession herbeigeführt werden, die später nur sehr schwer wieder eingefangen werden kann. Unter

der Berücksichtigung der beiden „europäischen“ Zusatzbelastungsfaktoren, von hohen Energiepreisen und der Exportabhängigkeit (besonders in Deutschlands) in Kombination mit deutlichen Lohnsteigerungen, besteht die reale Gefahr, dass Europa zunehmend international nicht mehr wettbewerbsfähig sein wird.

Das Ganze wiegt doppelt schwer, da mit China einer der wichtigsten Absatzmärkte zuletzt eine enttäuschende wirtschaftliche Entwicklung zeigte. Trotz Zinssenkungen und Stimulierungsmaßnahmen blieb das chinesische Wachstum hinter den Erwartungen zurück. Ein wesentlicher Grund hierfür sind weiter die Probleme auf dem Immobilienmarkt. Hier scheint der Boden noch nicht gefunden zu sein, was entsprechend auch das Vertrauen des chinesischen Konsumenten dämpft und die Wirtschaftsaussichten eintrübt. Die vorlaufenden Einkaufsmanagerindizes zeigen aber auch, dass sich die Situation auch nicht deutlich verschlechtern sollte. China beschäftigt sich also vor allem mit seinen eigenen ungelösten Problemen und kann entsprechend weniger zum Weltwirtschaftswachstum beitragen.

Die mittelfristigen wirtschaftlichen globalen Rahmenbedingungen fallen entsprechend verhalten aus. Trotzdem sehen wir taktisch im letzten Quartal – auch unter saisonalen Effekten – weiter erhöhte Chancen für uns als aktiver Manager mit einer speziellen Branchen- und Titelselektion gegenüber passiven Index-Strategien. Eine Rotation – raus aus zyklischen und Industrie Werten, rein in Value- und Big Growth Titel – erscheint uns nach den teilweise deutlichen Kursverlusten in diesen Sektoren erfolgsversprechend.

## 4. Aktienmarkt

### 4.1 *Auf den Preis kommt es an ...*

Die weltweiten Aktienindizes begannen besonders gegen Ende des 3. Quartals deutlicher nachzugeben. Während die Unternehmensergebnisse des 2. Quartals im Allgemeinen noch gut vom Markt aufgenommen wurden, sorgten die immer schwieriger werdenden makroökonomischen Rahmenbedingungen mit weiter ansteigenden Zinsen und Liquiditätseinschränkungen für Druck auf die Märkte. In einer Börsenwelt, die von Preisdynamik bestimmt ist, bestimmen häufig Meinungen über Fundamentaldaten die Richtung der Aktienkurse. Es existiert die Annahme, dass die "allwissenden" Märkte oft Frühindikator für die zukünftige Entwicklung von Fundamentaldaten sind. Aktien werden als Diskontierungsmaschinen zukünftiger Gewinne bewertet. Sie eskomptieren also die Zukunft und nicht das, was schon passiert bzw. erwirtschaftet wurde, ein. Das alte Sprichwort "buy the rumor, sell the fact" (Kaufe das Gerücht, verkaufe die Tatsache) bringt diese Ansicht am besten auf den Punkt.

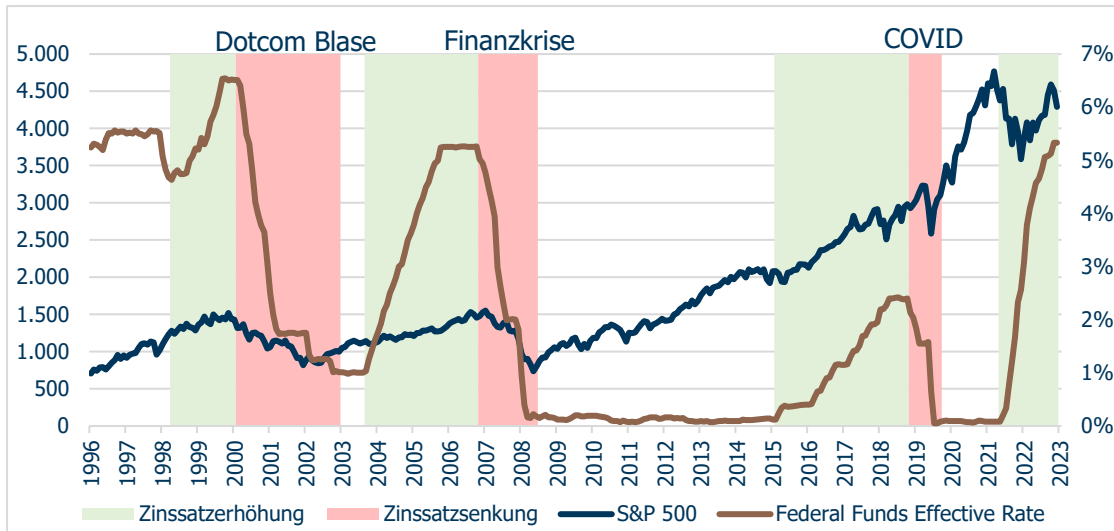
Im aktuellen Jahr hatten viele Marktteilnehmer lange Zuversicht trotz der verhaltenen Gewinnsteigerungen der Unternehmen. Die gesamte diesjährige Kursentwicklung der wichtigsten US-Aktienindizes war ein Ergebnis höherer Aktienbewertungen und weniger fundamental mit steigenden Unternehmensgewinnen unterlegt. Das sogenannte „Forward-KGV“ des S&P 500 erreichte im September das 20-fache der Gewinne. Die Erwartung an zukünftige Gewinne der Unternehmen war also enorm hoch. Der weitere Grund für die steigenden Kurse bis in den September hinein war der intakte Aufwärtstrend am Markt. Es liegt in der Natur des Menschen, mit den jeweiligen Trends mitzugehen, egal ob nach oben oder nach unten. Diese Form von Momentum-Entscheidungen lassen an den Märkten oftmals Hochs aber auch extreme Tiefs entstehen. So beurteilten die meisten Marktteilnehmer die Konjunktur zu Beginn des Jahres 2023 zu negativ, wie auch wir damals. Der Ausfall einiger großer Regionalbanken in den USA und die negative Kursreaktion haben diese Einschätzung Ende des 1. Quartals noch verstärkt. Als die erwartete Rezession in den USA jedoch dann ausblieb, ergab sich ein grundlegendes Argument, die negative Ansicht auf die Märkte umzukehren. Die Kursbewegung im April und Mai unterstützte diese These und nährte den positiven Trend am Markt weiter. Die Kursbewegung in der Breite war jedoch sehr gering, angeführt von nur einer Handvoll Mega-Cap-Wachstumsaktien, wie wir im letzten Quartalsbericht genauer aufgezeigt hatten.

Durch die letzte FED-Sitzung, die ein verschlechtertes geldpolitisches Umfeld („Erwartete Zinssenkungen“ fielen vorerst aus) generiert, hat sich auch die Stimmung am Markt gedreht. Die höheren Zinsen, die auch als Diskontierungsfaktor für Aktien genutzt werden, mussten berücksichtigt werden und führten in den Indizes in den letzten 2 Woche zu 7% – 10% Kursverlusten. Ebenso wurden auch Wachstumserwartungen für die Unternehmen zum Teil zurückgenommen. Wir glauben

sogar, dass der Markt beginnt, die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit, die wir in der ersten Jahreshälfte erlebt haben, in Frage zu stellen.

In vergangenen Marktphasen dauerte es nach einer „Zinspause“ der FED im Durchschnitt ca. 6 bis 12 Monate, ehe eine Rezession in den USA begann. Diese wäre dann meistens das Signal für die FED, die Zinsen wieder zu senken, was von Beginn bis Ende kurstechnisch die ungünstigste Zeitspanne am US-Aktienmarkt war (siehe Grafik). Die vermutete Annahme, dass Zinssenkungen also gut für Aktienmärkte seien, sollte kritisch hinterfragt werden.

US-Zinssenkungen oftmals Vorbote für Baisse am Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg

Unterm Strich ist allerdings kurzfristig das Preismomentum ein wichtiger Stimmungstreiber, insbesondere in einem spätzyklischen Umfeld, in dem die Unsicherheit über das Ergebnis hoch ist. Wir empfehlen weiterhin eine defensivere Ausrichtung im Portfolio, da Wachstumsängste oder finanzieller Stress in einem spätzyklischen Umfeld jederzeit zurückkehren könnten.

#### 4.2 Taktisch wird es langsam interessant...

Im letzten Marktbericht nannten wir die Möglichkeit eines Rückgang des Gesamtmarktes um 10% – 15%, der es uns wieder erlauben würde, mutiger zu werden. Einen Teil dieser Bewegung haben wir jetzt gesehen. Damit ergibt sich aus unserer Sicht taktisch ein deutlich interessanterer Level für Neuinvestments. Makroökonomisch bleiben wir bei der Annahme, dass wir uns in den USA in einer spätzyklischen Konjunkturphase befinden und Europa sich sogar schon ein Stück weiter auf dem Zeitstrahl vorfindet.

Für unsere Anlagestrategie bedeutet dies, dass eine Kombination aus defensiven (Value-) Titeln und langsam wieder interessant bewerteten Mega-Cap-Wachstumsaktien eine favorisierte Kombination sein wird. Besonders Letzteren trauen wir eine gewisse Stabilität bei den zukünftigen Gewinnen zu, da Themen wie Künstliche Intelligenz, ChatGPT und Metaverse Megatrends sind und diesen Unternehmen ihr hoher Free Cashflow in Zeiten von schwierigen Refinanzierungen stark helfen wird. Hier erscheint uns das Einstiegstiming allerdings enorm wichtig zu sein, dass nach teilweise deutlichen Rückgängen in den letzten Wochen täglich interessanter erscheint. Die aktuelle Markttechnik zeigt mit einem „Fear and Greed“-Indikator von 26 ein hohes Maß an Pessimismus und signalisiert ebenfalls kurzfristig gute Einstiegsmöglichkeiten.

Neben diesen „Timing“ – Aspekten sehen wir uns im „Core“ - Bereich weiter gut aufgestellt in den von uns favorisierten defensiven Qualitätswerten aus den Bereichen GESUNDHEIT, BASISKONSUM, VERSORGER und TELKOMMUNIKATION. Die genannten Branchen überzeugen gerade in einem herausfordernden makroökonomischen Umfeld mit ihrer überdurchschnittlichen wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit und Ertragsvisibilität mit guter Bilanzqualität, einem hohen Selbstfinanzierungsgrad dank starker Cashflows und einer hohen Dividendensicherheit. Hiermit lassen sich auch raue Marktphasen gut überstehen.

## 5. Anleihenmarkt

### 5.1 *Die hartnäckige Inflation verursacht „Higher for Longer“*

Während die FED im abgelaufenen Quartal nur eine weitere Leitzinserhöhung um 0,25% vornahm und nun eine „datenabhängige“ Politik verfolgt, erhöhte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz um zwei Schritte auf nun 4,5%. Ursache für den noch nicht für beendet erklärten Erhöhungszyklus liegt in der immer noch überwiegend robusten wirtschaftlichen Lage und der zwar rückläufigen, aber eher hartnäckigen Inflation. In vielen Ländern haben sich die konjunkturellen Bremswirkungen geldpolitischer Straffungen noch nicht vollständig ausgewirkt. Insbesondere die USA legt eine hohe Resilienz an den Tag. Die Inflation ist zwar weiter rückläufig, bleibt aber größtenteils aufgrund diverser Basiseffekte erhöht. Die Kernrate der EWU-Inflation reduzierte sich im September von vorher 5,3% auf 4,5%. Ein Stocken dieses rückläufigen Inflationstrends könnte eintreten, sofern der seit Juni deutlich gestiegene Rohölpreis länger Bestand haben sollte. Auch wird der für Anfang 2024 anstehende höhere CO2 Preis ein schnelles Absinken der Inflationsrate in Richtung 2% verhindern. Angesichts dieser inflationären Unwägbarkeiten dürfte sich die EZB zufrieden zeigen, den Leitzinsgipfel noch nicht ausgerufen zu haben.

Aktuell erwarten die Marktteilnehmer keine Rezession in den USA und nur eine leichte Kontraktion in der Eurozone. Die Inflation könnte sich dadurch nur geringer abschwächen als erhofft. Deshalb könnte es im Verlauf des 4. Quartals noch eine weitere Zinserhöhung sowohl in den USA als auch in der Eurozone geben. Das ändert aber nicht viel an der Tatsache, dass der Erhöhungszyklus fast abgeschlossen ist. Allerdings wird das erreichte Zinsplateau wohl für eine längere Periode Bestand haben und so über kurz oder lang die Konjunktur und auch die Inflation drücken. Hohe Zinsen sind über mehrere Wege eine Belastung für die Wirtschaftsentwicklung: Zum einen verteuern sich Investitionen und dies bei gleichzeitig sinkendem Konsum.

Der gerade zum Ende des Quartals zu beobachtende starke Abverkauf von US-Staatsanleihen längerer Laufzeiten hatte unserer Ansicht nach die Ursache in der erhöhten Ausgabe neuer Anleihen sowie die Anpassung der Markterwartungen. Erste Zinssenkungen durch die FED könnten sich von Q1 2024 in das 2. Halbjahr 2024 verschieben. Hinzu kommt, dass bei starken Marktbewegungen ein sich selbst verstärkender Effekt einsetzt, da insbesondere risikobudgetorientierte Anlagestrategien Verlustpositionen abstoßen mussten, um Verluste einzugrenzen. Der dadurch zu beobachtende stärkere Zinsanstieg, 10-jährige US-Staatsanleihen rentierten zum Ende des Quartals mit 4,6%, vergleichbare Bundesanleihen bei 2,84%, sollte nicht von längerer Dauer sein. Er könnte Einstiegsmöglichkeiten bieten, sobald mehr Klarheit herrscht, dass der Wendepunkt des aktuellen Zinszyklus nun final erreicht ist.

### 5.2 *Unternehmensanleihen: „Higher for Longer“ führt zu steigenden Ausfällen*

Das aktuelle Zinsumfeld bietet für Anleiheinvestoren wieder sehr attraktive Zinsen. So rentieren beispielsweise sehr gute Bonitäten (A Rating) für 5 Jahre im Durchschnitt bei über 4%. Im BBB Bereich sind es sogar ca. 4,5% -5%, ein Niveau, das seit der Globalen Finanzkrise 2009 nicht mehr zu beobachten war.

Das „Higher for Longer“ Regime wird aber auch dazu führen, dass sich bei Unternehmen mit stärkerem Fremdkapitaleinsatz und entsprechend schwächeren Bonitäten anstehende Refinanzierungsrunden deutlich schwieriger gestalten werden. Eine Rezession, auch in den USA vermutlich in 2024, wird sich in solch einem Umfeld kaum vermeiden lassen. Dies wird unweigerlich zu höheren Kreditausfällen führen und auch Unternehmen mit Geschäftsmodellen, die in der Vergangenheit bei erhöhtem Einsatz von Fremdkapital durch die Niedrigzinsphase gut funktionierten, müssen sich auf schwierige Zeiten einstellen. Dies trifft insbesondere auf dem Immobiliensektor zu. Auch die immer noch unterhalb der Oberfläche schlummernden Probleme bei den US-Regionalbanken haben weiter das Potential, Risikoaufläufe von Unternehmensanleihen, insbesondere von Bank-Emittenten deutlich ansteigen zu lassen. So notiert beispielsweise der „SPDR S&P Regional Banking ETF“ mittlerweile nahe der Mai 2023 beobachtenden Tiefstständen. Auch die Versicherungsprämien für Kreditausfälle (CDS) der großen US-Banken ziehen seit Mitte September wieder deutlicher an.

Neben selektiv ausgewählten längeren Laufzeiten solider Emittenten bieten sich aktuell aber auch variabel verzinsliche Anleihen (Floater) an.

## 6. Währungen

Nach einer kurzfristigen Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zum Quartalsbeginn, gewann der Greenback zuletzt wieder die Oberhand, markierte ein neues Jahreshoch und lag per Ende September bei 1,0573 EUR/USD. Ebenfalls weiter aufwerten konnte auch der Schweizer Franken, der nun 2,3% höher gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn notiert. Die aus unserer Sicht verfrühte Zinssenkungserwartung der Marktteilnehmer hat sich nun deutlich in die Zukunft verschoben. So bleibt die transatlantische Zinsdifferenz zwischen US-Staatsanleihen vs. Bundesanleihen hoch, was den USD vs. Euro auch weiterhin stützen sollte. Dass die Zinspolitik bzw. Zinsdifferenz zwischen den Währungsräumen ein wesentlicher Faktor für die Währungskursentwicklung darstellt, lässt sich am Beispiel Japan und China sehr gut ablesen. So werteten der chinesische Renminbi um 4,5% und der japanische Yen um 11,1% gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn ab. Zurückzuführen war dies auf die Zinssenkungen der People's Bank of China sowie der ultralaxen Geldpolitik der Bank of Japan im Kontrast zur weiterhin restriktiven Haltung der EZB.

Die von uns seit Beginn des Jahres erwartete Handelsspanne zwischen 1,00 und 1,10 EUR/USD sollte auch für die kommenden Monate Bestand haben.

## 7. Gold

Der Goldpreis verlor im 3. Quartal deutlich an Wert und schloss per Ende September im Bereich um 1.850 USD. Damit lag das Edelmetall in USD ca. 3% im Minus. Ansteigende Realzinsen und der Ausblick auf ein weiter höheres Zinsniveau führten besonders Ende September zu stärker nachgebenden Notierungen. Die positive Entwicklung des USD konnte allerdings einen großen Teil der Verluste für Euroanleger kompensieren.

Für die kommenden Monate dürfte sich die Frage stellen, ob Zentralbanken den eingeschlagenen Weg einer restriktiveren Geldpolitik fortsetzen, ohne eine massive Rezession auszulösen oder gar die Finanzmärkte zu destabilisieren. Die Entwicklung der Realzinsen bleibt die dominierende Einflussgröße für die Goldpreisentwicklung. Kommt es evtl. im späteren Verlauf des nächsten Jahres zu Zinssenkungen, dürfte auch Gold wieder Rückenwind erhalten. Aktuell müssen wir uns kurzfristig auf eine volatile Entwicklung des Edelmetalls einstellen. Gold bleibt aber ein Basisbestandteil der Depots für unvorhersehbare „Unfälle“, wie auch als „sicherer Hafen“ und „Fluchtwährung“ für turbulente Marktphasen. Wir erwarten einen Goldpreis zum Ende des dritten Quartals in etwa auf aktuellem Stand von 1.850 USD pro Feinunze.

### **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.*