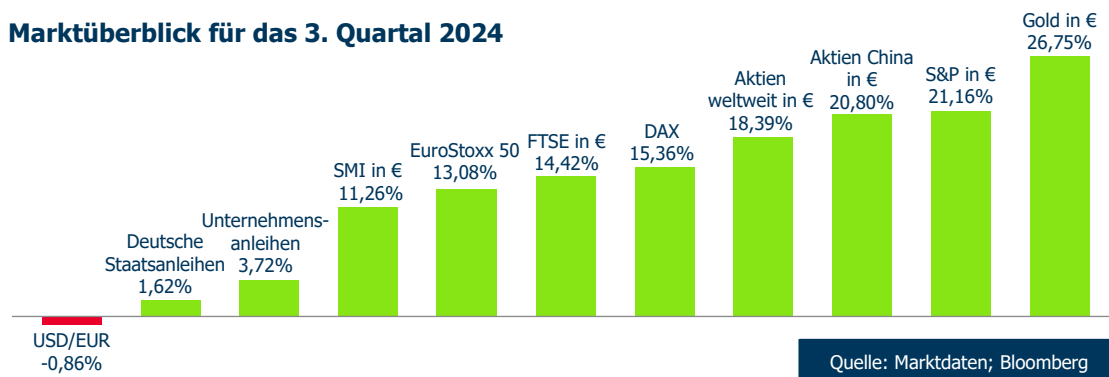


1. Überblick

Das 3. Quartal zeigte sich – wie erwartet – saisonal volatil als die ersten beiden Quartale des Jahres, verzeichnete aber etwas überraschend neue Jahreshöchststände in der letzten Septemberwoche. Die Portfolios konnten so im abgelaufenen Quartal über alle Assetklassen (Aktien, Renten und Gold) hinzugewinnen. Auf der Aktienseite gab es eine Branchenrotation in eher defensive Sektoren. Nach dem kurzen, aber heftigen Einbruch der Märkte Anfang August konnten sich die Indizes zum Quartalsende sehr schnell wieder erholen. Am 18. September erfolgte der erste Zinsschritt der FED mit einer Leitzinssenkung um 50 Basispunkte auf 4,75% bis 5,00%. In der Pressekonferenz erklärte US-Notenbankchef Powell: „Diese Neuausrichtung wird die Stärke der Wirtschaft und des Arbeitsmarktes sichern und zugleich weitere Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung ermöglichen.“ Damit war der Übergang zu einer neutraleren US-Geldpolitik eingeleitet. Bedenken vieler Marktteilnehmer, die US-Notenbank habe im Vergleich zu anderen Zentralbanken die Wende verschlafen und müsse nun aufholen, wollte Powell nicht gelten lassen: „Wir glauben nicht, dass wir im Rückstand sind. Sie können unseren heutigen Beschluss jedoch als Zeichen unseres Engagements sehen, nicht ins Hintertreffen zu geraten.“ Bis Ende des Jahres 2025 rechnen die Notenbanker mit einem Band von 3,25 bis 3,5%, was weitere 150 Basispunkte an Zinssenkungen implizieren würde. Ein „Softlanding-Szenario“ der US-Wirtschaft bleibt somit intakt, welches Aktien- und auch Rentenmärkten in den nächsten Monaten weiter unterstützen sollte. Schafft es die widerstandsfähige US-Wirtschaft in ihrem gemäßigten Wachstumsmodus zu bleiben, kann von einem „Goldilocks-Szenario“ gesprochen werden, welches eine Wirtschaft in der „perfekten Mitte“ beschreibt. Das Wachstum ist dabei weder zu hoch noch zu niedrig, die Inflation auf einem niedrigen Level und die Zinsen befinden sich auf einem gemäßigten Niveau bzw. dem Weg dorthin.

Marktüberblick für das 3. Quartal 2024



Den Märkten steht für den Rest des Jahres eine ereignisreiche Zeit bevor, die – trotz aktuell gemischter wirtschaftlicher und geopolitischer Signale und der US-Wahl – Chancen auf eine weiter gute Entwicklung bietet. Gegen Ende des Jahres sollte die Volatilität an den Finanzmärkten weltweit aufgrund der Unsicherheit im Zusammenhang mit den US-Wahlen, den Spannungen im Nahen Osten und der noch unsicheren Wachstumsentwicklung erhöht bleiben. Das Anlageumfeld im Allgemeinen halten wir jedoch – wie oben erwähnt – weiter für attraktiv. Zinssenkungen sollten helfen und die Stimmung der Anleger ist weiterhin nicht übermäßig optimistisch. Mögliche vorübergehende Marktkorrekturen erfolgen daher aus unserer Sicht eher aus technischen denn als fundamentalen Gründen. Makroökonomisch erwarten wir eine holprige und bescheidene Fortsetzung der zyklischen Erholung, die durch eine resiliente US-Nachfrage, eine Fortsetzung des Investitionszyklus für die künstliche Intelligenz (KI) und eine insgesamt robuste Nachfrage nach Dienstleistungen, welche die Schwächen der Fertigungsindustrie ausgleicht, begünstigt wird. Auch die Zentralbanken haben ihren Fokus von der Inflationsbekämpfung hin zur Unterstützung des Wachstums und des Arbeitsmarktes verlagert und damit den Weg für zusätzliche Zinssenkungen geebnet. Da die Fundamentaldaten im Wesentlichen weiterhin attraktiv sind, konzentrieren wir uns auf hochwertige Wachstumsaktien, ergänzt um defensive Basiswerte. Unsere „Barbell-Strategie“ zielt auf ein ausgewogenes Risiko-Ertrags-Verhältnis ab, indem sie das Portfolio in zwei Segmente aufteilt: risikoreichere und risikoärmere Anlagen werden entsprechend hoch gewichtet. Somit nutzen wir Chancen bei einem ausgeglichenen Risikoprofil. Bei festverzinslichen Anlagen sind wir weiterhin davon überzeugt, dass Unternehmensanleihen mit sehr gutem Investment-Grade-Rating attraktive Renditen bieten können, besonders, wenn sie als Neuemission zusätzlich gute Neuemissionsprämien versprechen. Gold bleibt eine gute Diversifikation und ein sicherer Hafen in den zu erwartenden volatileren Zeiten.



2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WIRTSCHAFTSWACHSTUM: Die jüngsten Schwächen auf dem US-Arbeitsmarkt führten zwischenzeitlich zu Rezessionsängsten in den USA. Diese halten wir aber weiter für nur unter 30% wahrscheinlich, da: 1. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit angebotsseitig bedingt zu sein scheint. 2. Das BIP-Wachstum ist nach wie vor stabil. 3. Die FED hat durch ihren ersten Zinsschritt signalisiert, dass man frühzeitig gegensteuern wird und zudem noch weiteren Spielraum besitzt, um die geldpolitischen Zügel zu lockern.

GELDPOLITIK Die, wenn auch langsam, sich zurückbildende Kerninflation in den USA im 2. Quartal bestätigt einen graduellen Rückgang. Die FED vollzog eine erste Leitzinssenkung von 50 Basispunkte (Bps) und stellte für die nächsten 12 Monaten weitere Zinsschritte in Aussicht. Die datenabhängige Analyse konzentriert sich nunmehr auf den Arbeitsmarkt und das US-Wachstum. Im Euroraum deuten die jüngsten Ergebnisse von Tarifverhandlungen darauf hin, dass der Lohndruck als eine hartnäckige Inflationskomponente vermutlich seinen Höhepunkt erreicht hat. Auch hier muss die Notenbank das eher unterdurchschnittliche Wirtschaftswachstum unterstützen, weswegen wir nach bisher zwei Zinssenkungen noch zwei weitere auf den kommenden EZB-Sitzungen erwarten.

US-WAHLEN: Vizepräsidentin Kamala Harris hat seit ihrer Nominierung im August gegenüber dem ehemaligen Präsidenten Trump aufgeholt und erscheint eine unangenehmere Gegenspielerin für Trump zu sein. Es besteht eine erhebliche Unsicherheit über den Wahlausgang, aber sowohl in nationalen Umfragen als auch in den Swing States liegt Harris leicht vor Trump. Das Ergebnis im November wird aus unserer Sicht jedoch einen sehr engen Ausgang nehmen, der aktuell nicht prognostizierbar ist.

AKTIEN: In den Industrieländern fielen die Q2-Gewinne besser aus als erwartet. Zyklische Aktien hinkten aber sowohl in Europa als auch den USA hinterher. Die Ängste der Verbraucher halten wir angesichts des positiven Wachstums der Realeinkommen für übertrieben. Die Unternehmen werden jedoch vorsichtiger bzgl. ihrer Gewinnprognosen. Wir erwarten ein volatiles Q4, da die Gewinnerwartungen hoch sind und neben der US-Wahl einige geopolitische Brandherde aktuell für Verunsicherung sorgen könnten. Allgemein ist aber das Gesamtumfeld positiv. Aufgrund der Zusammensetzung der Indizes können wenige Unternehmen dafür sorgen, dass der S&P 500 unsere Erwartungen deutlich über- oder unterschreitet. Hält die positive Entwicklung der Mega-Cap-KI-Aktien an, ist ein weiterer Anstieg möglich. Andererseits können negative Gewinnmeldungen, enttäuschende Aussichten oder eine mangelnde Monetarisierung der KI-Produktivität den Markt drücken. Unsere eingesetzte „Barbell Strategie“ hilft dabei, diese Risiken gut zu verteilen.

ZINSEN: Der Zinssenkungszyklus nimmt weiter an Fahrt auf. Die Inflationsraten kommen graduell zurück und sollten auch bei der Kerninflation im nächsten Jahr das Notenbankziel von 2% erreichen können. So wechselt der Fokus auf aufkommende Wachstumssorgen, wo Zinssenkungen gerade rechtzeitig starteten. Globale Notenbanken im Zinssenkungsmodus schaffen generell ein positives Umfeld für Anleihen. Wir bevorzugen weiter Anleihen guter bis sehr guter Bonität und längeren Laufzeiten. Klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter und impliziter Staatsgarantie sehen in diesem Kontext attraktiv aus.

WÄHRUNGEN: Ursache für die jüngste Eurostärke war das Zusammenlaufen der transatlantischen Zinsdifferenz. Folgende Faktoren sprechen in den kommenden Monaten nun wieder für ein Aufwertungspotenzial des US-Dollars vs. Euro: 1. Die Sorge vor einer Eskalation der geopolitischen Konflikte sollte den US-Dollar stützen, 2. Die US-Wirtschaft sollte in den Jahren 2024 und 2025 jeweils stärker wachsen als der Euroraum und 3. Die günstigere und sicherere Energieversorgung in den USA ist ein strukturelles Wettbewerbsvorteil gegenüber der EU. Wir gehen davon aus, dass der Euro vs. USD das Jahreshoch von 1,1214 bereits markiert hat und erwarten bis Jahresende Kurse von unterhalb der Marke 1,10.

GOLD: Die geopolitische Lage bleibt weiter angespannt. Länder, die ihre Währungsreserven unabhängig vom Zugriff der USA diversifizieren wollen, kaufen – bis auf China – Gold hinzu. China senkte Ende September die Zinsen und schafft auch aufgrund der Immobilienkrise neue Nachfrage im Privatsektor für Gold. Kurzfristig könnte Gold auf hohem Level etwas konsolidieren, langfristig bleibt es aber weiter die Versicherung und der Risikodiversifikationsfaktor in den Portfolien, der möglicherweise auch eine weitere Schuldenaufnahme der USA nach der Wahl absichert.

3. Der Bericht vom Markt – Globale Sicht

Die US-Notenbank nahm am 18. September die lange erwartete Zinssenkung vor. Dieses Thema beherrschte seit einiger Zeit die Marktteilnehmer und stellt die Fragen nach den weiteren Auswirkungen: Was bedeutet es für die Märkte, wenn sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die FED Zinssenkungen vornehmen?

Wir erwarten, dass die FED ihren Schwerpunkt zukünftig von der Inflation mehr auf die Beschäftigung bzw. den Arbeitsmarkt verlagern wird, da deflationäre Tendenzen in der US-Wirtschaft bereits fest verankert sind. Allerdings sehen wir die Markterwartung weiterer Zinssenkungen bis tief ins Jahr 2025, wie sie derzeit an den Derivatemärkten eskomptiert werden, als etwas voreilig an.

Erstens ist am US-Arbeitsmarkt keine Abkühlung der Nachfrage, sondern ein höheres Angebot durch Zuzug mit einer daraus etwas höheren Arbeitslosenquote zu sehen, und zweitens ist die Wirkung der Zinssenkungen auf den privaten Sektor noch nicht in höherer Nachfrage klar messbar festzustellen.

In diesem Zusammenhang dürfte die FED darauf bedacht sein, ein potenzielles massives Ansteigen der Vermögenspreise durch zu niedrige Zinsen auf jeden Fall zu vermeiden. Die Weltwirtschaft hat sich das komplette Jahr trotz hoher Zinsen als durchaus widerstandsfähig erwiesen, was ebenfalls nicht unberücksichtigt bleiben darf. Zudem haben die Zentralbanken lange Zeit auf der (Zins-)Bremse gestanden, um sich genügend Spielraum zu schaffen, zur richtigen Zeit ihr „trockenes Pulver“ sinnvoll und situationsgerecht einzusetzen.

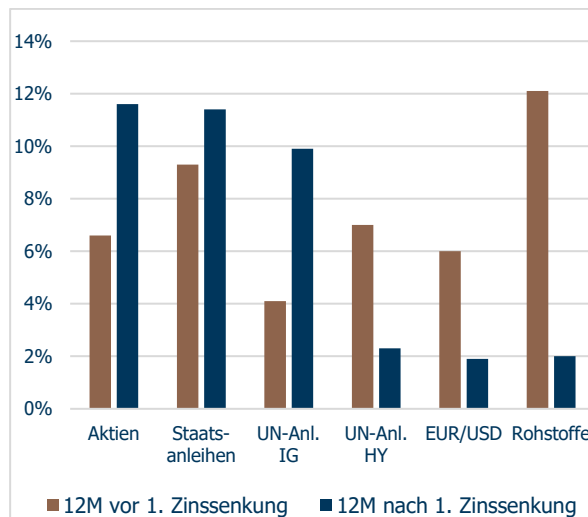
Das aktuelle Investitionsumfeld sollte somit positiv für Aktien und Renten sein. Gold sollte nicht so stark profitieren. Angesichts der heutigen geopolitisch geprägten Welt bleibt jedoch das Überraschungspotenzial hoch und Gold bleibt entsprechend weiterhin ein wichtiger Teil der Asset-Allokation. Das im letzten Quartalsreport bereits angesprochene „Goldilocks - Szenario“ bleibt unser Hauptszenario. Es bezeichnet eine wirtschaftliche Lage, die sich genau in ihrer ausgewogenen Mitte befindet und sich durch eine nicht zu stark wachsende Wirtschaft, eine moderate Inflation, eine günstige Arbeitsmarktlage und stabile Zinssätze in Kombination auszeichnet.

In der Vergangenheit konnten die US-Aktienmärkte, aber auch andere Anlageklassen während Zinssenkungszyklen der FED eine gute Performance erzielen (siehe Grafiken). Diese Beobachtung gilt für die Aktienseite insbesondere dann, wenn keine Rezession auftrat. So erzielte der S&P in den letzten 50 Jahren jeweils ein Jahr nach der ersten Zinssenkung eine durchschnittliche Rendite von 3,5%, allerdings unter starken Schwankungen.

S&P 500 Kursentwicklung nach 1. Zinssenkung

	3M	6M	9M	12M
1973	-8,0%	-7,7%	-16,3%	-30,8%
1974	-24,5%	-21,9%	-2,5%	10,2%
1980	11,9%	22,9%	33,0%	33,2%
1981	-7,0%	-6,3%	-15,2%	-16,2%
1984	1,6%	10,1%	16,9%	12,4%
1989	8,7%	7,7%	3,1%	11,6%
1995	6,5%	12,7%	19,8%	20,1%
1998	16,9%	22,3%	27,0%	22,3%
2001	-10,7%	-3,6%	-18,1%	-10,0%
2007	-2,1%	-13,5%	-8,5%	-21,7%
2019	1,1%	9,0%	-3,3%	7,7%
Ø	-0,5%	2,9%	3,3%	3,5%

Performance von Anlageklassen um die 1. Zinssenkung



Quelle: Bloomberg

Somit wirken Zinssenkungen der FED, wenn sie nicht von einem wirtschaftlichen Abschwung begleitet werden, im Allgemeinen positiv und schaffen ein risikofreudiges Umfeld. Der entscheidende Faktor bleibt aber die Entwicklung der US-Wirtschaft, die ebenfalls über das Wohl und Wehe Europas entscheidet, da es massive wirtschaftliche Verflechtungen gibt. Derzeit ist die US-Wirtschaft weiter auf Kurs einer weichen Landung, wie es auch FED-Chef Powell auf der Pressekonferenz beschrieben



hatte. Im 2. Quartal stieg die US-Wirtschaftsleistung annualisiert um 3,0%, nach 1,4% im 1. Quartal. Eine wesentliche Bedeutung erhält daher die Veröffentlichung der Zahlen für das 3. Quartal, die Ende Oktober ansteht.

Das vermeintlich stabile Wirtschaftswachstum wurde in der Vergangenheit jedoch teuer erkaufte. Seit 2014 hat sich die nominale Schuldenlast auf mittlerweile USD 35,3 Billionen verdoppelt, getrieben durch die Konjunkturprogramme während der Corona-Pandemie und den Inflation Reduction Act.

Mit einer Schuldenquote von gut 120% des BIP liegt die USA im internationalen Vergleich auf Rang zehn und damit deutlich vor Ländern wie Deutschland (64%). Wir können uns gut vorstellen, dass die Staatsverschuldung eines der zentralen Themen der nächsten Jahre sein wird. Um diese Verschuldung langfristig tragbar zu halten, ist der Staat auf ein Zusammenspiel aus moderat höheren Inflationsraten und niedrigen Zinsen angewiesen. Nur so lässt sich die Schuldenlast bewältigen, ohne das wirtschaftliche Wachstum in irgendeiner Form zu gefährden.

In diesem Kontext ist auch die Entwicklung des Goldpreises der letzten 12 Monate zu betrachten. Der Fokus des Goldmarktes hat sich von der chinesischen Investitionsnachfrage und den Käufen der Zentralbanken auf die Aussicht auf Zinssenkungen in den westlichen Ländern verlagert. Dabei nahm besonders die Aktivität am physischen Markt zu, da die Erwartung auf weitere Zinssenkungen (geringere Opportunitätskosten für Goldinvestments) sowie die hohe US-Schuldenlast die Suchenden nach sicheren Häfen dazu veranlasst, sich einzudecken.

Niedrige Zinsen allein reichten historisch allerdings nicht aus, um den Goldpreis in die Höhe zu treiben. Vielmehr müssen diese Senkungen in einem rezessiven Umfeld erfolgen: Wenn auf die erste Zinssenkung eines Zyklus eine Rezession folgt, haben die Goldpreise auf 12-Monats-Sicht deutlich zulegen können, während sie bei einer ausbleibenden Rezession moderat nachgaben. Natürlich bietet auch die US-Präsidentenwahl im November viel Zündstoff, um die Märkte zu verunsichern und die Anleger nervös zu machen. Wir sehen die Position als gute Diversifikation eines Gesamtportfolios an, falls sich die Erwartungen hinsichtlich der US-Wirtschaft nicht erfüllen oder sich geopolitische Brandherde weiter zuspitzen.

Die US-Wahl wird das beherrschende Thema des letzten Quartals sein und weltweit für Schlagzeilen, aber auch für Volatilität an den Märkten sorgen. Wer nächster US-Präsident wird, ist nur die eine Seite, denn parallel wird in den USA am 5. November auch das Repräsentantenhaus gewählt und dabei 34 der 100 Senatsplätze neu vergeben. Die dortigen Mehrheiten sind ebenfalls entscheidend für das Durchsetzen der politischen Ziele eines zukünftigen US-Präsidenten oder einer US-Präsidentin. Kamala Harris und Donald Trump verfolgen dabei in der Wirtschaftspolitik stark unterschiedliche Ansätze, insbesondere in Bezug auf Steuern und staatliche Ausgaben. Kamala Harris setzt sich für eine progressive Steuerpolitik ein, die vor allem wohlhabende Privatpersonen und Unternehmen stärker besteuern soll. Donald Trump dagegen strebt umfassende Steuersenkungen an. So schlägt er vor, den Unternehmenssteuersatz auf 15 % zu senken und die Besteuerung von Sozialversicherungsleistungen zu beenden. Durch Deregulierung und Zölle will er die heimische Wirtschaft ankurbeln. Er fordert Zölle von bis zu 20 % auf alle Importe und mehr als 60 % auf Waren aus China, um die Entlastung von Unternehmen zu stimulieren, was allerdings zu höheren Defiziten führen dürfte.

Beide Ansätze spiegeln die grundlegenden Positionen ihrer jeweiligen Parteien wider, welche in Gänze aber nur mit einem sogenannten „clean sweep“ (neben dem Weißen Haus gewinnt eine Partei die Mehrheit sowohl im Repräsentantenhaus als auch im Senat) umsetzbar wären.

Für Langfristinvestoren sind die Ergebnisse von Wahlen grundsätzlich weniger von Bedeutung, da Geschäftsmodelle der Unternehmen deutlich wichtiger erscheinen als kurzfristige politische Veränderungen. Trotzdem kann die Wahl in gewissen Branchen bzw. Ländern kurzfristig zu stärkerer Volatilität führen, wenn sich gewisse politische Konstellationen ergeben.

China kündigte unterdessen Ende September ein massives Konjunkturpaket an, um dem schwächelnden Wirtschaftswachstum Schwung zu verleihen. Besonders Titel mit deutlichem Asien-Exposure z.B. aus dem Luxus- oder Rohstoffbereich konnten davon profitieren. Langfristig bleiben aber die starken strukturellen Probleme im Immobilien- und Konsumbereich sowie die Zollandrohungen von Herrn Trump bestehen, die uns weiter vorsichtig bei direkten und indirekten China-Investments agieren lassen.

Es ist kein Geheimnis, dass der alte Kontinent Europa strukturell gegenüber den USA zurückgefallen ist, wobei Wohlstand und Wachstum stetig zurückgegangen sind. Europa kämpft also um Wirtschaftswachstum und braucht aus unserer Sicht – dringender als die USA – eine geldpolitische Lockerung. Sollte die EZB ihren Zinssenkungszyklus unterbrechen, würde ein erhebliches Risiko einer weiteren Verlangsamung des bereits eher fragilen Wirtschaftswachstums bestehen. Während sich



die Inflation dem Ziel von 2% nähert, würde eine Konjunkturabschwächung zudem nicht mit einer starken Bilanz der privaten Haushalte einhergehen. Die Kreditnachfrage des privaten Sektors stagniert ebenfalls. Während die FED ihre Maßnahmen frühzeitig ergriffen hat, sind die EZB-Banker weniger überzeugt und wiesen in der Vergangenheit immer noch auf unklare Inflationsaussichten hin. Gefahr könnte zusätzlich dadurch bestehen, dass eine geringere Zinsdifferenz zu den USA die EUR-Währung stärken könnte, was eine Herausforderung für den sich verlangsamenden und global orientierten Produktionssektor darstellen würde. Wir gehen deshalb davon aus, dass die EZB bis zum Jahresende noch zwei weitere Zinssenkungen vornehmen wird, um einer möglichen Konjunkturabschwächung entgegenzuwirken.

Trotz eines günstigen makroökonomischen Umfelds erwarten wir, dass sich die Volatilität an den Aktienmärkten angesichts der Unsicherheit im Zusammenhang mit den bevorstehenden US-Wahlen, der anhaltenden Sorge vor einem Konjunkturabschwung sowie saisonaler Faktoren im letzten Quartal hoch bleiben wird. Potenziell auftretende Kursrückschläge erachten wir aber eher als temporär im Rahmen eines intakten Aufwärtstrends.

4. Aktienmarkt

Wie schon erwähnt, befinden wir uns aktuell in einem „Goldilocks-Szenario“. Die Fundamentaldaten sprechen also weiterhin für Aktien: Das Gewinnwachstum hat sich ausgeweitet, und US-Aktien sind in der Vergangenheit nach Zinssenkungen jeweils gestiegen, wenn eine Rezession ausblieb, was wir aktuell auch erwarten. Es gilt also vorerst investiert zu bleiben, Chancen zu nutzen und sich auf einen ereignisreichen Herbst einzustellen. Die Volatilität an den globalen Finanzmärkten könnte gegen Jahresende aufgrund der Unsicherheiten anhalten. Kurzfristig wird neben der US-Konjunktur (hier besonders die Entwicklung des Arbeitsmarktes) die US-Wahl die Märkte beeinflussen. Dabei ist das Rennen weiterhin offen und beide Kandidaten liegen in den Umfragen in etwa gleichauf.

Ein Wahlsieg von Kamala Harris könnte Branchen positiv beeinflussen, die von einer progressiven Wirtschaftspolitik und staatlichen Investitionen profitieren. Hierzu zählen die erneuerbaren Energien / Umwelttechnologie, Infrastruktur, Gesundheitswesen und Technologie. Auch die Außenpolitik würde sich vermutlich mit Harris weniger kontrovers gestalten und Europa würde als Wirtschaftspartner und weniger als Feind betrachtet werden. Trump dagegen würde eine wirtschaftsfreundliche, deregulierte aber auch protektionistische Politik einführen, die Sektoren wie fossile Energien, Rüstung, Bau, Finanzen, sowie die heimische Industrie und Fertigung als auch die Technologie profitieren lassen würde. Auf einzelne Sektoren bzw. den Sieg eines der beiden Protagonisten zu setzen, betrachten wir aufgrund eines zu erwartenden engen Wahlausgangs eher als Wette denn als sinnvolle Investition.

Nachdem der S&P 500 die Marktkorrektur, die zwischen Mitte Juli und dem 5. August den Index um -8,5% einbrechen ließ, zum Quartalsende sogar überkompensieren konnte, wurde die zuvor angespannte Anlegerpositionierung aufgelöst und bereinigt. Algorithmische Handelspools, wie Hedgefonds, die zu dem schnellen und starken Kursrückgang beitrugen, wurden aber auf dem falschen Fuß erwischt und partizipierten kaum mehr an der anschließenden Markterholung. Somit beendete der S&P 500 das erste Mal seit fünf Jahren den schwierigen September mit einem Plus von rund 2%.

Der US-Aktienmarkt ist aus unserer Sicht aktuell fair bewertet. Aufgrund der verbesserten Positionierung der Anleger sollte man nicht zu pessimistisch sein und vorübergehende Marktkorrekturen als Chance betrachten. Der S&P 500 befindet sich weiterhin in einem primären Aufwärtstrend und das Risiko einer US-Rezession erachten wir aktuell als wenig wahrscheinlich.

Trotz der US-Zinssenkung entwickeln sich defensive Aktien gegenüber dem ZYKLISCHEN KONSUM (wie z.B. Autos) insgesamt besser. Lediglich das Segment LUXUS profitierte (aus unserer Sicht eher temporär) von den Konjunkturimpulsen aus China. Die angekündigten Maßnahmen sind zwar positiv zu werten, aber wahrscheinlich reichen sie nicht aus, um die Deflationsprobleme in China zu bewältigen. Dagegen droht in Frankreich eine Unternehmenssteuer, die französische (LUXUS-) Unternehmen zusätzlich belasten könnte. Hier bieten sich bestenfalls taktische Investments an.

Zinnsensitive Titel wie VERSORGER und TELEKOMMUNIKATION könnten die nächsten Monate weiter interessant sein, da ihre teils hohe Verschuldung durch niedrigere Zinsen zukünftig günstiger zu refinanzieren sein wird. Solange das Damoklesschwert einer möglichen Rezession sowohl auf Europa als auch auf den USA liegt, erscheinen uns kleinere Unternehmen (Mid Caps) weniger interessant. Daher konzentrieren wir uns weiter auf unsere Megathemen „GESUNDHEIT“, „DIGITALISIERUNG“ und „ERNÄHRUNG & AGAR“. Hier waren aufgrund der guten Entwicklung im ersten Halbjahr bei



einzelnen Werten in jüngster Zeit kleinere Korrekturen zu beobachten. Diese sind langfristig als gesund und reinigend zu betrachten. Sowohl das Megathema „Abnehmspritze“ als auch der anhaltende Investitionszyklus im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) und Datenbanken sollten den jeweiligen investierten Unternehmen weiter nachhaltig Mehrwert generieren.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass unsere „Barbell-Strategie“ diese Schwankungen auf der Aktienseite gut abfedern kann. Die Möglichkeit, das Portfolio auf die Gewinner, z. B. qualitativ starke Wachstumswerte, zu konzentrieren und gleichzeitig mit defensiven, teils zinsensiblen (Basis-)Titeln die Diversifikation zu optimieren, führt zu einem Gleichgewicht zwischen Risiko und Ertrag.

5. Anleihenmarkt

5.1 *Rückläufige Inflationsraten schaffen Raum um Wachstumssorgen anzugehen*

Eine graduelle Entspannung der Inflationsrate in der Eurozone im abgelaufenen Quartal bereitet der EZB zusätzlich Spielraum in ihrer bereits im Juni begonnen geldpolitischen Lockerung. Der Verbraucherpreisindex in der Eurozone entwickelte sich auf Jahresbasis in den letzten drei Monaten von 2,5% auf 1,8% deutlich rückläufig. Auch die Kernrate ermäßigte sich – wenn auch nur marginal – weiter und betrug im September 2,7% nach 2,9% im Juni. Dieser „gewonnene“ Spielraum kommt zur rechten Zeit, da sich gerade in den letzten Wochen die Konjunkturdaten deutlich eintrübten.

Der Citi Economic Surprise Index für die Eurozone ist in den letzten Monaten von seinem Jahreshoch im März 57,1 auf ein neues Jahrestief (-56,3) deutlich gefallen. Das erwartete Gesamtwachstum für Europa liegt bei 0,7%. Insbesondere die deutsche Volkswirtschaft entwickelt sich deutlich schwächer als die anderen EU-Länder und ist nicht gewachsen. Einzig Spanien konnte mit einem voraussichtlichen Wachstum von 2,8% für das Jahr 2024 glänzen und kommt damit annähernd an das durchschnittliche globale Wachstum von ca. 3% heran.

Im Gegensatz zur Eurozone entwickelte sich die US-Wirtschaft mit einer annualisierten Rate von 3% im 3. Quartal weiter robust. Allerdings kühlte sich der Jobmarkt im Juli / August deutlich ab. Auf dem US-amerikanischen Arbeitsmarkt, der generell von einer höheren Mobilität gekennzeichnet ist als etwa der deutsche, hat sich der Beschäftigungsaufbau zuletzt verlangsamt und Kündigungen haben zugenommen. Gleichzeitig wuchs die Erwerbsbevölkerung weiter – unter anderem aufgrund der Migration. Im historischen Vergleich war die Arbeitslosigkeit im dritten Quartal zwar noch niedrig, lag jedoch höher als vor der Corona-Pandemie. Umfragen zeigen, dass die schwächere Arbeitsmarktdynamik zunehmend die Verbraucher verunsicherte. In den privaten Konsumausgaben spiegelte sich die bremsende Wirkung bislang aber noch nicht wider. Als eine Art „Präventivmaßnahme“ ist in diesem Zusammenhang die erste Zinssenkung der FED seit 2020 mit gleich 50 Bps zu werten. Noch zum Ende des Quartals erwartete die Mehrheit der Marktteilnehmer einen weiteren 50-Bps-Schritt im November. Nach den jüngsten wieder robusteren Arbeitsmarktdaten – die im September neugeschaffenen Stellen überraschten positiv – scheint dies nun wenig wahrscheinlich.

Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe entwickelte sich in den vergangenen Monaten ausgehend von 2,6% kontinuierlich nach unten und beendete das Quartal bei rund 2,1%. Das amerikanische Pendant ermäßigte sich im selben Zeitraum noch deutlicher von 4,4% auf 3,8%.

Anleihen mit längeren Laufzeiten profitierten von dieser Entwicklung und erzielten teilweise deutliche Kursgewinne.

Wir erwarten auf Sicht weiter fallende Renditen, insbesondere bei längeren Laufzeiten. Da die Marktteilnehmer aktuell bereits weitere Zinssenkungen seitens der EZB in Summe von kumuliert 1,25%-Punkten auf dann ca. 2,25% bis Ende 2025 erwarten, ist das Potenzial bei kürzeren Laufzeiten eher begrenzt. Zum Vergleich rentiert eine Bundesanleihe mit Laufzeit 02/2026 bereits heute mit 2,1% auf ähnlichem Niveau.

Sollte der geldpolitische Zinssenkungspfad weniger dynamisch verlaufen, ist eine Kombination aus variabel verzinslichen Anleihen (Floater), ergänzt mit längeren Laufzeiten, eine sinnvolle Portfoliostrategie.

5.2 Unternehmensanleihen: Leichte Spreadausweitung aber positive Returns

Im Zuge des zwischenzeitlichen Aktienmarktrückgangs und der damit einhergehenden wieder aufkommenden Rezessionsängste weiteten sich die Renditeaufschläge der Unternehmensanleihen mehrheitlich leicht aus.

Der durchschnittliche Renditeaufschlag einer fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) erhöhte sich im Verlauf des 3. Quartals auf 0,6%. Da aber das allgemeine Renditeniveau im gleichen Zeitraum sank, verbuchten auch Unternehmensanleihen, gemessen am „Bloomberg Euro-Aggregate Corporates Index“, in den letzten drei Monaten durch Zinsen und Kurssteigerungen etwa 3% an Wertzuwachs.

Das Neuemissionsangebot war im 3. Quartal sommerpausenbedingt eher gering. In den Monaten Juli / August, wenn viele Investoren urlaubsbedingt nicht aktiv sind, halten sich aus diesem Grund auch die Mehrzahl der Emittenten zurück.

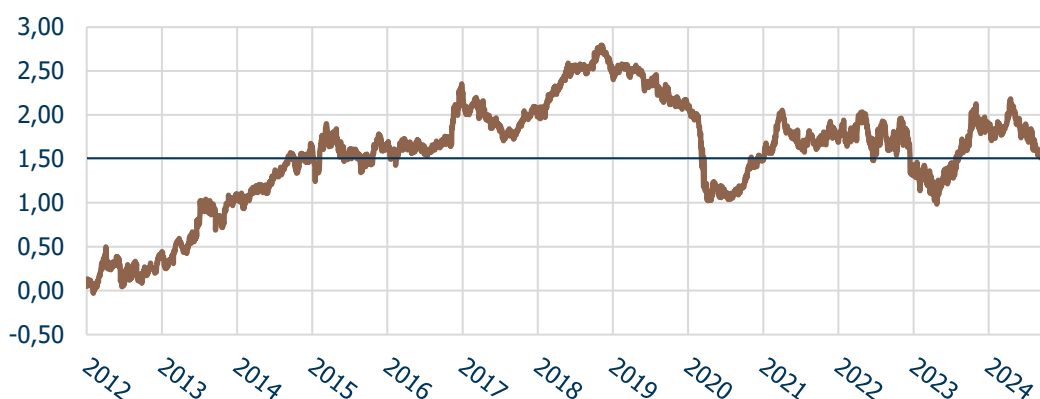
Im aktuellen Umfeld und aufgrund des bereits weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus bevorzugen wir neben unserem aktiven „Bondpicking“ grundsätzlich Anleihen guter bis sehr guter Bonitäten und längeren Laufzeiten. Klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter und impliziter Staatsgarantie erscheinen in diesem Kontext ebenfalls attraktiv.

6. Währungen

An den Devisenmärkten gab es im Juli / August deutliche Bewegungen bei der sog. „Fundingwährung“, dem Japanischen Yen. Dieser legte aufgrund der Schließung von „Carry Trades“ sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar deutlich zu. Ebenfalls leicht zulegen konnten der Schweizer Franken und das Britische Pfund.

Die noch im ersten Halbjahr zu beobachtende USD-Stärke kehrte sich im abgelaufenen Quartal um und der Euro erholte sich im Verlaufshoch auf 1,1214 und lag per Ende September bei 1,1135. Die Entwicklung bzw. das Zusammenlaufen der transatlantischen Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen war einer der Hauptgründe für die Eurostärke. Das mittlerweile erreichte Niveau bei den zehnjährigen Anleihen diesseits und jenseits des Atlantiks lässt aber kaum mehr Spielraum für ein weiteres Zusammenlaufen (siehe Grafik). Auf der fundamentalen Seite sprechen folgende Faktoren für ein Aufwertungspotenzial des US-Dollars gegenüber dem Euro: 1. Die Sorge vor einer Eskalation der geopolitischen Konflikte sollte den US-Dollar stützen, 2. Die US-Wirtschaft sollte in den Jahren 2024 und 2025 jeweils stärker wachsen als der Euroraum und 3. Die günstigere und sicherere Energieversorgung in den USA ist ein struktureller Wettbewerbsvorteil gegenüber der EU. Wir gehen davon aus, dass der Euro gegenüber dem USD das Jahreshoch von 1,1214 bereits markiert hat und erwarten bis Jahresende Kurse von unterhalb der Marke 1,10.

Zinsdifferenz 10Y Bund vs. 10Y US-Treasury



Quelle: Bloomberg

7. Gold

Der Goldpreis behauptete sich diesen Sommer gut und überschritt sogar zum ersten Mal das Niveau von USD 2.600 pro Feinunze. Dieser neue Rekordwert ist umso bemerkenswerter, wenn man bedenkt, dass die bisherigen Treiber der Rekordjagd – die Käufe der chinesischen Zentralbank – zum Stillstand gekommen sind. Aus einer anderen Ecke kam aber unerwartet Unterstützung für den Goldpreis. Die chinesische Notenbank senkte im Laufe der letzten Woche einige Leitzinssätze und Sätze für Hypothekenkredite und brachte weitere Stimuli auf den Weg, um der chinesischen Wirtschaft und insbesondere dem Immobiliensektor aus der Schwächephase heraus zu helfen. Dies sorgte für eine starke Nachfrage nach Rohstoffen, aber auch Gold. Zudem fielen die Renditen zehnjähriger chinesischer Staatsanleihen. Das niedrige Renditeniveau und die anhaltende Krise am Immobilienmarkt dürften Gold als Anlagealternative im Reich der Mitte weiteren Rückenwind verleihen. Die anhaltend geopolitischen Spannungen in Nahost, wie auch die starken US-Defizite, die immer stärker in den Fokus rücken, tragen auch dazu bei, dass Gold als Alternative interessant ist. Für uns ist und bleibt Gold kein kurzfristiges, spekulatives Instrument, sondern ein wichtiger Basisbestandteil eines diversifizierten Depots. Besonders sollte sich nach der US-Wahl die Volatilität an den Märkten erhöhen, kann Gold eine sinnvolle Beimischung sein. Mittelfristig sehen wir weiter Aufwärtspotential mit Zielen von deutlich über 2.700 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.