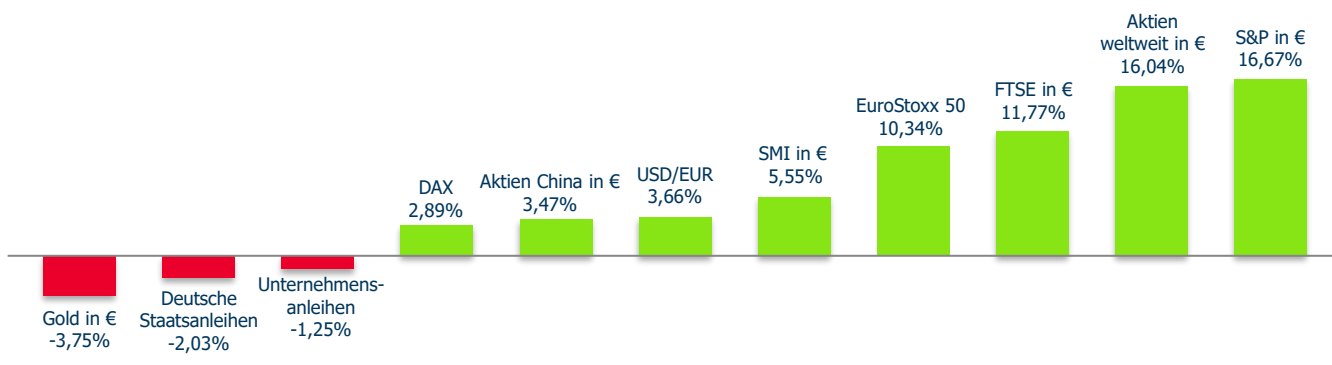


1. Überblick

Das Jahr 2026 (Stand per 30.09.2026)



Im dritten Quartal hat sich die Lage an den Märkten weiter zugespitzt. Die geopolitischen Krisenherde im Iran und der Ukraine / Russland ließen die Energiepreise ansteigen, während die Inflation auf hohem Niveau verharrte. Zusammen mit den Energiepreisen entwickeln sich die weiter anziehenden Zinsen zu einer bedrohlichen Mischung für die Gesamtmärkte. War der August an den Aktienmärkten noch insgesamt ein guter Monat, nahmen die Risiken im September deutlich zu. Die jüngste Zinserhöhung der US-Notenbank wurde zwar weitgehend als „Non-Event“ aufgenommen, das Sentiment trübte sich jedoch merklich ein. Das aktuelle Umfeld weist Parallelen zu früheren Phasen mit hohen Zinsen, hohen Energiepreisen und ersten Belastungen am Immobilienmarkt auf. Anders als 2007 sind die Bankbilanzen heute jedoch deutlich robuster. Ein wesentlicher Grund für die bisherige Widerstandsfähigkeit der Aktienmärkte ist die gute Gewinnentwicklung. Bei vielen großen Unternehmen steigen die Gewinne weiterhin deutlich. Die Kursentwicklung wird damit überwiegend von Gewinnwachstum getragen und weniger von höheren Bewertungen. Dementsprechend halten sich die Aktienmärkte vergleichsweise gut, während Anleihen und Gold stärker nachgeben mussten. Für die kommenden sechs Monate erwarten wir eine weiterhin solide Gewinnentwicklung der Unternehmen. Darüber hinaus könnte sich das Umfeld jedoch merklich eintrüben, wenn die hohen Zinsen zunehmend auf Unternehmensgewinne und die Konjunktur durchschlagen. Beim Thema künstliche Intelligenz (KI) richtet sich der Blick auf die Rahmenbedingungen der weiteren Entwicklung. Die Diskussion über strengere Sicherheitsvorkehrungen könnte neue Produkteinführungen verlangsamen, allerdings den Burggraben dieser Unternehmen gegenüber Konkurrenten erhöhen. Aktuell spricht noch nichts für einen geringeren Ausbau der Rechenkapazitäten oder Kürzungen der Investitionsbudgets. Für die Zentralbanken weltweit bleibt die Inflation die größte Sorge. Die FED und die EZB haben ihre Geldpolitik entsprechend gestrafft. Aus unserer Sicht prägen die drei folgenden Entwicklungen in nächster Zeit die Märkte:

1. **Die Geopolitik** wird sich als der wichtigste Faktor erweisen. Der Gipfel zwischen Trump und Xi gab einen kleinen Vorgeschmack darauf, welche Weltmächte aktuell Möglichkeiten für Konfliktlösungen besitzen. So sind die Energiepreise das „Bottleneck“ für die weitere wirtschaftliche Entwicklung. Anzeichen für Fortschritte in den Bereichen Handel, Zölle und Zusammenarbeit bei Zukunftstechnologien – wie KI – waren zu erkennen. Investoren werden die globalen Einkaufsmanagerindizes, das G7-Außenminister Treffen und die Zinsentscheidungen in den verschiedenen Volkswirtschaften im Auge behalten müssen.

2. **Die Inflation** ist immer noch das dominierende Investitionsthema. Sie hängt zunehmend von der oben beschriebenen Geopolitik und dem Ölpreis ab. Geografisch bleibt die Kerninflation in den USA hoch, da starke Konsumausgaben, ein positiver Vermögenseffekt und erhebliche Investitionen im Zusammenhang mit KI weiterhin die Nachfrage stützen und es erschweren, die Inflation wieder vollständig zum Zielwert der FED von 2 % zurückkehren zu lassen. In Europa stellt sich die Lage etwas anders dar. Zwar wird die Gesamtinflation von den Energiepreisen beeinflusst, doch die zugrunde liegende Trendinflation hat sich dem Ziel der EZB deutlich angenähert. Für Anleger bedeutet dies, dass die Geldpolitik zukünftig zunehmend differenzierter wird, anstatt in allen Regionen einheitlich vorzugehen.

3. Die anhaltende **Dominanz von Investitionen im Bereich KI** sollte weiterhin der starke Wachstumsmotor bleiben. Die Wirtschaftstätigkeit hat sich als robust erwiesen, während KI-bezogene Ausgaben die Investitionstätigkeit weiterhin stützen. Infolgedessen haben sich die Aktienmärkte trotz des zunehmend restriktiven Tons der politischen Entscheidungsträger als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen.

Fazit: Anleger sehen sich einer ungewöhnlichen Kombination aus restriktiven Zentralbanken, gedämpfter Stimmung, hohen Ölpreisen und einem Wachstumsmotor gegenüber, der hauptsächlich von KI-bezogenen Investitionen getragen wird. Vorerst bleibt dieser Trend intakt. Er muss aber fortlaufend einer kritischen Überprüfung standhalten.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WACHSTUM:

Die US-Wirtschaft zeigt sich robust. Die realen Konsumausgaben stiegen im August um 0,6 %, getragen von Waren und Dienstleistungen. Auch die Einzelhandelsumsätze lagen deutlich über den Erwartungen. Die Einkommen halten nicht Schritt (+0,2 %), die Sparquote liegt bei 4,1 %. Der Einkaufsmanagerindex erreichte im September den höchsten Stand seit Mitte 2021, die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe liegen nahe historischer Tiefs. Europa hält sich besser als erwartet: Der Einkaufsmanagerindex für den Euroraum stieg im September auf 53,1 – vor allem dank der Dienstleister. Für 2026 erwartet die EZB dennoch nur 0,9 % Wachstum, denn der Energiepreisschock infolge des Iran-Kriegs belastet weiter.

INFLATION:

Der Inflationsabstand zwischen den USA und Europa hat sich weitgehend geschlossen. In den USA lag die Inflation im August bei 3,4 %, die Kernrate bei 2,4 %. Der von der FED bevorzugte PCE-Preisindex stieg um 3,4 %, ohne Nahrungsmittel und Energie um 3,0 %. Im Euroraum zog die Teuerung auf 3,2 % an, nach 2,9 % im Juli. Treiber ist die Energie mit +14,3 %, während sich die Dienstleistungsinflation auf 3,0 % abschwächte. Die Unternehmen melden erneut steigende Einkaufs- und Verkaufspreise. Die weitere Richtung hängt vor allem vom Ölpreis ab.

ZENTRALBANKEN:

Die Zinswende ist da. Die FED erhöhte den Leitzins am 16. September einstimmig um 25 Basispunkte auf 3,75–4,00 %, erstmals seit 2023. Ihre Projektionen signalisieren einen weiteren Schritt bis Jahresende und eine Pause 2027. Die Märkte preisen darüber hinaus weitere Erhöhungen ein. Die EZB hob die Leitzinsen nach Juni am 10. September erneut um 25 Basispunkte an. Der Einlagensatz liegt nun bei 2,50 %. Für 2026 erwartet sie 3,0 % Inflation. Die nächste Sitzung ist am 29. Oktober.

ZINSEN:

Die stark positive Korrelation zwischen dem Ölpreis und den globalen Zinsen führte zu einem deutlichen Renditeanstieg im abgelaufenen Quartal. Langlaufende Zinsen in den USA und in der Eurozone erreichten ihre höchsten Werte seit 2007. Dadurch erhöhte sich aber auch die laufende Rendite für bspw. Investmentgrade Anleihen in der Eurozone von ca. 3,2% zu Beginn des Jahres auf nun 4,3% p.a. . Dieser Anstieg bedeutet eine bessere Verzinsung / Wertentwicklung für die Zukunft. Den Laufzeitenbereich 3 - 7 Jahre stufen wir unter Rendite- / Risikoaspekten am attraktivsten ein.

WÄHRUNGEN:

Die Ausweitung der transatlantischen Zinsdifferenz zugunsten der USA war eine der Stützen der positiven Entwicklung des US-Dollars im abgelaufenen Quartal.

Allerdings könnte sich der Fokus wieder mehr auf die Staatsverschuldung und deren Zinsdienst richten. Je länger die höheren Zinsen anhalten und nun auch am kurzen Ende durch Zinsmaßnahmen der FED angehoben werden, desto teurer werden die amerikanischen Schulden mit entsprechend negativen Auswirkungen auf den „Greenback“.

Wir erwarten für die kommenden Monate eine Handelsspanne von 1,10 – 1,20 EUR/USD.

AKTIEN:

Der Nahost-Konflikt bleibt der zentrale Belastungsfaktor. Brent notiert zum Quartalsende knapp über 100 USD je Barrel und damit rund 40 % höher als vor Beginn des Iran-Kriegs Ende Februar. Iran und die USA verhandeln indirekt über eine Wiederöffnung der Straße von Hormus, eine belastbare Vereinbarung gibt es bislang nicht. Eine Einigung wäre vor allem für Europa und Asien ein deutlicher Entlastungsfaktor. Bis dahin bleiben starke Schwankungen am Ölmarkt wahrscheinlich und wir in den Portfolien vorsichtig.

US-AKTIEN:

Der Konsument ist robust, und die Gewinnentwicklung ist außergewöhnlich stark. Für das dritte Quartal erwarten Analysten beim S&P 500 ein starkes Gewinnwachstum. Es wäre das dritte Quartal in Folge mit einem Gewinnanstieg von über 20 %. Den größten Beitrag liefern Chiphersteller und Hyperscaler, also große Cloud-, Rechenzentrums- und Netzwerkanbieter. Hier sehen wir die Entwicklung weiter positiv und bleiben vorerst investiert.

EUROPA-AKTIEN:

Der Energiepreisschock belastet Wachstum und Gewinne europäischer Unternehmen weiterhin. Die Bewertung ist günstig, und die Ausgangsbasis ist niedrig. Beides bietet Potenzial, sobald sich die Lage in der Straße von Hormus entspannt. Wir nehmen bis dahin die eher defensiven Branchen BASISKONSUM, GESUNDHEIT, TELEKOMMUNIKATION und VERSICHERUNG verstärkt in den Blick und halten uns fern von eher zyklischen und risikoreichen Investments.

GOLD:

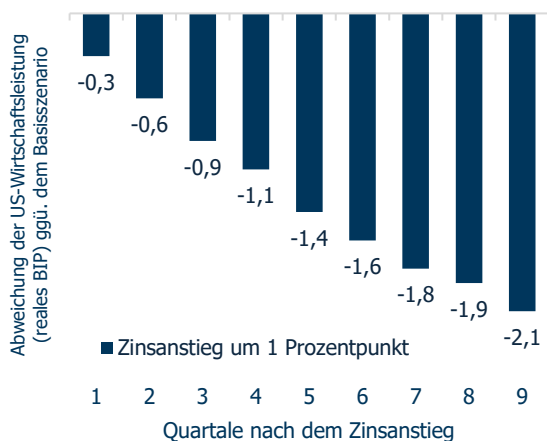
Nach dem schwächsten Quartal seit 2013 legte Gold im dritten Quartal um rund 3 % zu. Auf eine Erholung bis knapp USD 4.700 im August folgte nach der FED-Zinserhöhung ein Rückgang auf rund USD 4.150. Kurzfristig belasten hohe Realzinsen und ein stärkerer Dollar. Strategisch bleiben wir wegen der Rekordkäufe der Zentralbanken und der US-Rekordverschuldung positiv. Für das vierte Quartal erwarten wir eine Spanne von USD 4.000–4.500 und halten an unserer Goldquote von ca. 6 % fest.

3. Der Bericht vom Markt

Die Märkte befinden sich derzeit in einer Art Schwebezustand, dessen Ausgang in sehr unterschiedliche Richtungen ausschlagen kann.

Ein weiterhin hoher Ölpreis, dadurch erhöhte Inflation und der wachsende Druck auf die Notenbanken, die Zinsen auf hohem Niveau zu halten oder anzuheben, zeigen eine Verkettung von Rahmenbedingungen, die für die Kapitalmärkte zunehmend zur Belastung werden. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen liegt inzwischen über 5 % und damit gut einen Prozentpunkt höher als zu Jahresbeginn. Auch in Europa sehen wir einen deutlichen Zinsanstieg. Der Ölpreis der Sorte Brent notiert seit einigen Wochen wieder über 100 US-Dollar und auch die Heizölpreise verteuerten sich sprunghaft und notieren so hoch wie seit 20 Jahren nicht mehr (siehe rechte Grafik).

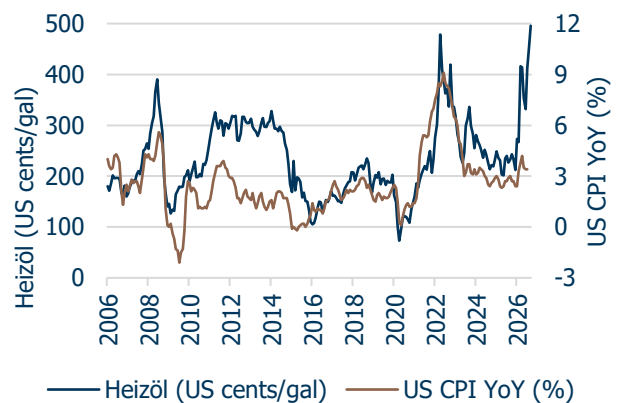
Was kostet die US-Wirtschaft ein Prozentpunkt mehr Zins?



Quelle: Morgan Stanley Research

Laut Morgan Stanley dürfte es unter diesen Rahmenbedingungen zu einer Reduktion des US – BIP's von 1,5 – 2% Punkten auf Sicht von 24 Monaten kommen (siehe obige Grafik). Umso bemerkenswerter erscheint es, dass die globalen Aktienmärkte seit Jahresbeginn weiter zulegen konnten. Nach der klassischen Theorie hätten steigende Anleiherenditen die Aktienbewertungen belasten müssen. Höhere Zinsen erhöhen den Abzinsungssatz für künftige Gewinne und machen sichere Anlagealternativen eigentlich attraktiver. Der Wert einer Aktie hängt jedoch nicht allein vom Zins ab, sondern vom Abstand zwischen der geforderten Rendite und dem erwarteten Gewinnwachstum. Steigt das Gewinnwachstum ebenso schnell wie der Zins, bleibt die Bewertung stabil. Genau das ist in diesem Jahr geschehen. Die Unternehmensgewinne entwickeln sich weltweit außergewöhnlich stark, getragen vor allem vom Bereich KI. In den USA wachsen die Gewinne des durchschnittlichen Unternehmens im mittleren zweistelligen Bereich.

Heizöl auf dem höchsten Stand seit 20 Jahren: Kommt die Inflation zurück?



Quelle: Bloomberg

Europa erlebte die stärkste Berichtssaison seit Jahren, mit einem erwarteten Gewinnwachstum von rund 20 % für 2026. Die Folge: Der Renditeabstand zwischen Aktien und Anleihen ist trotz des Zinsanstiegs nahezu unverändert geblieben. Getragen wird der Kursanstieg von den Gewinnen, nicht von höheren Bewertungen, was positiv ist, da die Bewertungen nicht weiter gestiegen sind.

Größere Umschichtungen von Aktien in Anleihen sind bislang kaum zu beobachten. Der aktuelle Vorteil ist, dass sich zinsbedingte Bewertungsänderungen sehr langsam auswirken. Kurzfristige Zinsschwankungen schlagen also weniger stark auf die Aktienkurse durch als länger anhaltende hohe Zinsniveaus.

Die Kehrseite ist, dass mit höheren Zinsen die Wahrscheinlichkeit für Enttäuschungen auf Unternehmensseite größer wird. Die Unternehmensgewinne müssen weiterhin kräftig wachsen, um das aktuelle Kursniveau zu rechtfertigen, und negative Gewinnrevisionen werden zunehmend härter bestraft. Der US-Markt befindet sich eher in der Mitte als am Ende seines Konjunkturzyklus, sodass das robuste Gewinnwachstum den Druck auf die Bewertungen bislang gut auffangen konnte. Kritisch muss allerdings angemerkt werden, dass die Marktbreite äußerst schwach ist. Viele Einzeltitel haben bereits korrigiert, während sich die Indizes vergleichsweise stabil gehalten haben und nur von rund einem Fünftel der Werte getragen wurden.

Diese Konzentration auf wenige große Einzelwerte hat auch eine gesamtwirtschaftliche Seite. Der private Konsum in den USA ist nicht zuletzt deshalb so stabil, weil viele Haushalte dank der Kursgewinne bei den großen KI-Aktien deutliche Vermögenszuwächse in ihren Depots verbuchen konnten. Dieser Vermögenseffekt stützt ihre Ausgabebereitschaft. Er kann jedoch ebenso in die Gegenrichtung umschlagen: Gerät der

Aktienmarkt insgesamt unter Druck, schrumpfen ihre Depotgewinne und die Konsumenten halten sich zurück. Die schwächere Nachfrage belastet dann wiederum Unternehmensgewinne und Kurse. Aus einer Korrektur könnte so eine sich selbst verstärkende Abwärtsdynamik entstehen.

Aktuell scheint der hohe Ölpreis in erster Linie ein Inflations- und Zinsrisiko zu sein und weniger eine unmittelbare Gefahr für das Gewinnwachstum. Er treibt Inflationserwartungen und Anleiherenditen und belastet so die Bewertungen. Die Luft wird aber mit jedem Monat dünner. Bleiben die Anleiherenditen dauerhaft so hoch, dürften sie auf den Gesamtmarkt und insbesondere auf hoch bewertete (KI-) Aktien bzw. zinsensensible Werte drücken. Wir erwarten aktuell noch ein bis zwei Quartale mit guten Unternehmensergebnissen. Sollten sich die Rahmenbedingungen bis dahin nicht weitgehend verbessert haben, dürften die hohen Zinsen und Energiepreise auf die Konjunktur und damit auch in der Breite deutlich stärker auf die Unternehmensergebnisse durchschlagen. Die entscheidende Frage ist also nicht, ob die Zinsen eine Rolle spielen, sondern wie lange das Gewinnwachstum dieses Tempo halten kann.

Die diplomatischen Bemühungen der US-Regierung, eine Lösung im Konflikt mit dem Iran zu finden, stehen dem gegenüber. Die teilweise Sperrung der Straße von Hormus und inzwischen auch die Angriffe der Huthi auf die Schifffahrt in der Meerenge Bab al-Mandab am Roten Meer machen die Lage komplex. Auch die ukrainischen Drohnenangriffe auf russische Ölanlagen verschärfen die Situation am Energiemarkt. Dies führt zu teils sehr hohen Risikoprämien auf den Preis für Diesel. Vor den

Zwischenwahlen in den USA im November erscheint daher eine Verhandlungslösung möglich, die Donald Trump Rückenwind im Wahlkampfendspurt verschaffen könnte. Seine Zustimmungswerte sind auf aktuell 37% gefallen. Da auch der Iran durch die Sperrung seiner Seehäfen finanziell immer stärker unter Druck gerät, dürften beide Seiten mit zunehmender Dauer an einer Lösung interessiert sein. Der Krieg in der Ukraine dauert inzwischen im fünften Jahr an und die Rhetorik Seitens Russland wird immer intensiver. Auch hier scheint der Druck zugenommen zu haben, nach Lösungen zu suchen. Allerdings sind sowohl Iran als auch Russland für ihre hohe Leidensfähigkeit bekannt. Es bleibt also abzuwarten, doch beide Konflikte scheinen zunehmend auf einen „Kipppunkt“ zuzusteuern, also eine Schwelle, ab der sich die Ausgangslage grundlegend und nachhaltig verändern könnte. Das macht die Entscheidungen für Risikoinvestments in der aktuellen Zeit sehr kompliziert.

Für uns heißt es, weiterhin abzuwarten, „Gewehr bei Fuß zu stehen“ und auch kurzfristig auf die sich dynamisch verändernden Rahmenbedingungen zu reagieren. Derzeit bevorzugen wir weiterhin große Qualitätsunternehmen mit starken Gewinnrevisionen. Wachsendes Potenzial sehen wir weiter bei Unternehmen, die KI in ihren Geschäftsprozessen einsetzen. Deren Vorteile bei Margen und Gewinn je Aktie sind in den längerfristigen Schätzungen aus unserer Sicht noch nicht vollständig berücksichtigt. Auch die Hyperscaler Titel sollten gut unterstützt sein, da der KI-Trend aus unserer Sicht weiter intakt scheint.

4. Aktienmarkt

Das Umfeld an den Aktienmärkten bleibt weiter anspruchsvoll und zäh. Das Fundament ist derzeit die starke Gewinnentwicklung der Unternehmen, welche die Belastungen durch hohe Energiepreise und das gestiegene Zinsniveau bislang ausgleicht. Die Ergebnisse des zweiten Quartals fielen überzeugend aus, und auch der Konsum zeigt sich weiter robust. In den USA stützen solide Arbeitseinkommen, hohe Haushaltsvermögen und eine vergleichsweise geringe private Verschuldung die Ausgaben, wobei zuletzt vor allem Vermögenseffekte aus gestiegenen Aktienkursen von KI-Titeln den Ausschlag gaben. Hinzu kommt der KI-Investitionszyklus: Er stützt heute das Wachstum und könnte morgen die Produktivität erhöhen.

Nach einem ungewöhnlich stark auf KI-Unternehmen konzentrierten ersten Halbjahr hat sich die Marktentwicklung seit Juli etwas verbreitert. Das Gewinnwachstum stützt sich jedoch weiterhin auf wenige Unternehmen mit KI-Bezug. Für das Gesamtjahr 2026 erwarten wir in Europa und den USA ein Gewinnwachstum von rund 16 bis 20 Prozent; in Europa steigen die Gewinnschätzungen so stark wie seit drei Jahren nicht mehr. Die aktuellen Bewertungen

erscheinen durch diese Entwicklung gedeckt. Weil der Markt aber zunehmend von KI-getriebenen Gewinnen abhängt, ist die Wahrscheinlichkeit für Enttäuschungen deutlich größer als noch vor einem Jahr. Wir rechnen daher in den kommenden Monaten mit stärkeren Schwankungen und auch Korrekturen an den Märkten. Die saisonal ohnehin unruhige Phase bis Ende Oktober vor den US-Zwischenwahlen dürfte dies bereits aufzeigen.

Ein zentrales Risiko sehen wir in einer anhaltend hohen „Energieinflation“. Mittelfristig ist zudem offen, ob die enormen KI-Investitionen die erhofften Gewinne tatsächlich abwerfen. Bleibt dieser Nachweis aus, drohen scharfe Neubewertungen bei KI-bezogenen Unternehmen. Ein solcher Kursrückgang würde über einen negativen Vermögenseffekt auch den US-Konsum und die Risikobereitschaft belasten. Zusätzlicher Druck auf den Konsum entstünde, wenn Entlassungen zunehmen, die Reallöhne sinken oder die Kreditausfälle deutlich steigen. Als Warnsignal würden wir breit angelegte Gewinnrevisionen nach unten und sinkende Margen über einzelne Sektoren hinaus werten. Sie deuteten dann auf eine Verschlechterung der

Fundamentaldaten hin und würden auch die Refinanzierungsrisiken erhöhen.

In den Depots bleiben wir deshalb in einer solch heiklen Phase defensiv ausgerichtet. Zeichnet sich im Nahost-Konflikt keine dauerhaft tragfähige Lösung für die Energieversorgung ab, werden wir die Aktienquote weiter reduzieren, denn die Zeit arbeitet aus unserer Sicht gegen den Aktienmarkt. Branchen wie BASISKONSUM, TELEKOMMUNIKATION, GESUNDHEIT und VERSICHERUNG bleiben defensive Anker in den Depots, falls sich erste Schwächen in der Konjunktur zeigen sollten.

In der INFORMATIONSTECHNOLOGIE verschiebt sich der Fokus von der Höhe der KI-Investitionen hin zu ihrer Monetarisierung. Gewinner dürften Unternehmen sein, die KI-Ausgaben in Umsatz, Produktivität und Gewinn übersetzen. Wir bevorzugen daher ausgewählte Softwarewerte sowie die großen Cloud-Anbieter (Hyperscaler). Ihr hoher operativer Cashflow aus dem Kerngeschäft gibt ihnen die Substanz, auch auf eine Wachstumsverlangsamung hin flexibel zu reagieren. In Europa setzen wir auf klassische Value- und Qualitätswerte, deren moderate Bewertungen und teils hohe Dividendenrenditen einen Puffer gegen Marktverwerfungen bieten.

5. Anleihenmarkt

5.1 Starke Korrelation zwischen Energiepreisen und Zinsen

Der globale Anleihenmarkt war im dritten Quartal 2026 von einem deutlichen Renditesprung und anhaltender Volatilität geprägt. Die zeitweise Entspannung an den Anleihemärkten im Zuge der Unterzeichnung des 14-Punkte-Rahmenabkommens Mitte Juni 2026 zwischen den USA und dem Iran war nur von kurzer Dauer. Die hartnäckigen Inflationsdaten und geldpolitische Straffungen aufgrund anhaltend hoher Energiepreise trieben die Renditen von Staatsanleihen weltweit auf Mehrjahres- beziehungsweise Rekordhochs. So erreichten die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen kurz vor Quartalsende mit 3,65 % das höchste Niveau seit 2008. Das amerikanische Pendant markierte mit 5,3 % den höchsten Stand seit 2007.

Die Gleichlaufphase (Korrelation) zwischen den Öl- und Gaspreisen und den internationalen Anleiherenditen hat in diesem Jahr ein 35-Jahres-Hoch erreicht. Dies unterstreicht der nachfolgende Chart in der Betrachtung seit Jahresanfang.

Gaspreise und Bundrenditen laufen 2026 im Gleichschritt



Quelle: Bloomberg

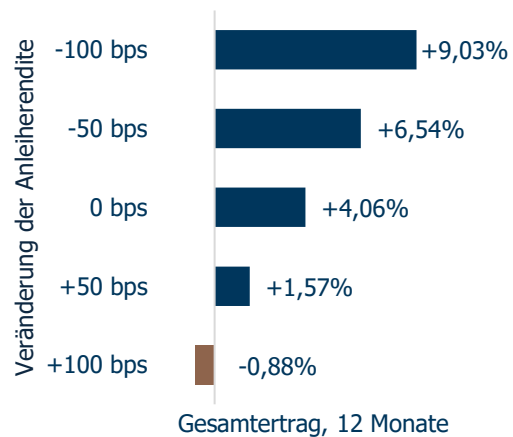
Neben den Inflations Sorgen, die die EZB zu sog. Präventionserhöhungen veranlasst haben, zeigten auch die jüngsten Umfragen der Einkaufsmanager ein robusteres Konjunkturbild in der Eurozone. Der S&P Global Eurozone Composite PMI (Einkaufsmanagerindex) ist auf 53,1 gestiegen und liegt damit klar über der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Hier ist die stärkere Aktivität im Dienstleistungssektor in Deutschland und Frankreich besonders hervorzuheben, lag der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe bereits seit Anfang des Jahres im Expansionsbereich. In den USA bleibt die Dynamik hoch, wobei die Umfragen auf eine Beschleunigung in mehreren Sektoren hindeuten. Die Kombination aus robustem Wachstum und steigender Inflation engt den geldpolitischen Spielraum der Notenbanken aktuell deutlich ein und erklärt die jüngsten Zinserhöhungen. Auf der anderen Seite bleiben die langfristigen Inflationserwartungen bis dato gut verankert, was als Bestätigung der Glaubwürdigkeit der Notenbankpolitik zu werten ist. Der deutliche Anstieg der Renditen – allein die zehnjährige US-Treasury erhöhte sich im September um 0,55 %-Punkte – führte vor allem dazu, dass die Realrenditen (Nominalrendite minus Inflation) ebenfalls anzogen. Die mittlerweile recht hohen Erwartungen der Marktteilnehmer an weitere Leitzinserhöhungen – in den nächsten zwölf Monaten werden von der FED und EZB bis zu vier weitere Erhöhungen á 0,25 % erwartet – halten wir für überzogen. Falls diese Erhöhungen in diesem Umfang nicht zur Umsetzung gelangen, werden mittlere Laufzeiten besonders gut abschneiden, da diese bereits heute dieses erhöhte Niveau als Rendite aufweisen. Hier sollte der Anlageschwerpunkt liegen.

5.2 4% Verzinsung für gute Bonitäten mittlerer Laufzeit

Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen erhöhten sich im abgelaufenen Quartal leicht auf 0,63 % („Markit iTraxx 5Y Main“), notieren aber immer noch unterhalb der im März beobachteten Jahreshöchststände, die bei knapp 0,75 % zu beobachten waren. Dies in Kombination mit erhöhten Renditen führte zu einer negativen Wertentwicklung im Anleihebereich über nahezu alle Laufzeitenbänder. Das nun höhere Zinsniveau verbesserte allerdings auch die Portfoliorendite, gemessen am iBoxx EUR Corp Index, deutlich. Lag diese zu Jahresbeginn noch bei ca. 3,20 % p.a., beträgt sie nun 4,30 % p.a. für Investmentgrade Anleihen. Dieser Anstieg bedeutet eine bessere Verzinsung / Wertentwicklung in den kommenden Jahren. Aufgrund des mittlerweile erreichten absoluten Zinsniveaus verbessert sich durch den Carry ebenfalls die „Asymmetrie“ bei weiteren Renditeveränderungen. Bei einer 7-Jahres Anleihe von z.B. E.ON sind folgende Wertentwicklungen auf ein Jahr zu erwarten (siehe rechte Grafik).

Auch wenn die Renditeaufschläge im historischen Vergleich niedrig sind, sollten sie aufgrund der robusten Konjunktorentwicklung gut unterstützt bleiben. Eine laufende Verzinsung („Carry“) von über 4 % ist ebenfalls attraktiv und bietet einen deutlichen Pick-up zu kurzfristigen Anlagen, wie Tages- und Festgeldern.

Übersicht über die Wertentwicklung bei unterschiedlichen Renditeentwicklungen für eine 7-jährige E.ON Anleihe



Quelle: Bloomberg

Wir halten an unserer Strategie, den Fokus auf gute bis sehr gute Bonitäten zu legen – ergänzt um interessante Nachranganleihen zur Beimischung – fest. Den Laufzeitenbereich 3 - 7 Jahre stufen wir unter Rendite- / Risikoaspekten am attraktivsten ein.

6. Währungen

Während sich die Schwedische Krone (-2,3 %) und der Schweizer Franken (-2,5 %) im abgelaufenen Quartal gegenüber dem Euro abschwächten, legten insbesondere der Japanische Yen (+4,1 %) deutlich zu und auch rohstoffnahe Währungsräume, wie die Norwegische Krone (+3,8 %) und der Australische Dollar (+1,2 %) werteten vs. Euro auf. Der USD (+0,8 %) legte weiter leicht zu und verbucht somit ein Plus seit Jahresbeginn von +3,7 % bei einem Referenzkurs von 1,1330. Unter anderem profitierte der US-Dollar von der Ausweitung der transatlantischen Zinsdifferenz für zehnjährige US- und Bundesanleihen. Zum Quartalsende rentierten US-Staatsanleihen mittlerweile 1,7 %-Punkte höher als vergleichbare Bundesanleihen. Dieser Wert lag am Jahresanfang noch bei 1,3 %-Punkten. Da der starke Renditeanstieg in den USA nur bedingt durch die aktuelle Notenbankpolitik getrieben ist und auch gezielte Anleiherückkaufaktionen von langlaufenden US-Staatsanleihen das lange Ende

bisher nicht an seinem Anstieg hindern konnten, könnte neben der Zinsdifferenz auch wieder die hohe Staatsverschuldung der USA samt dazugehörigen Zinsdienst in den Fokus rücken. Auf die Staatsverschuldung von mittlerweile über 40 Billionen USD fallen dieses Jahr mehr als eine Billion an Zinszahlungen an, Tendenz weiter steigend. Die Zinsausgaben übertreffen bereits die Ausgaben für Verteidigung (900 Mrd. USD) und erreichen fast den Wert für die Krankenversicherung (Medicare), die im laufenden Jahr auf ca. 1,1 Billionen geschätzt werden.

Je länger die höheren Zinsen anhalten und nun auch am kurzen Ende durch Zinsmaßnahmen der FED angehoben werden, desto teurer werden die amerikanischen Schulden mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Währung.

Wir erwarten für die kommenden Monate eine Handelsspanne von 1,10 – 1,20 EUR/USD.

7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

Nach dem schwächsten Quartal seit 2013 zeigte Gold im 3. Quartal zwei Gesichter. Im August sorgten ein schwächerer US-Dollar und hohe ETC-Zuflüsse für eine

kräftige Erholung bis knapp USD 4.700 je Unze. Die Zinswende der US-Notenbank beendete den Aufschwung: Mitte September erhöhte die FED den

Leitzins erstmals seit 2023 und stellte einen weiteren Schritt in Aussicht. Gold fiel im September um mehr als 6 % auf rund USD 4.150. Für das Quartal bleibt zwar ein Plus von rund 3 %, seit Jahresanfang notiert das Edelmetall aber weiter im Minus. Belastend wirken vor allem die gestiegenen Realzinsen. Da Gold keine laufenden Erträge abwirft, steigen mit ihnen die Opportunitätskosten der Goldhaltung. Dieser klassische Zusammenhang war in den Vorjahren durch hohe strategische Zentralbankkäufe überlagert, gewinnt nun aber wieder an Gewicht. Auch der Nahost-Konflikt belastet, weil hohe Energiepreise weitere Zinserhöhungen wahrscheinlicher machen. Die Reduzierung der Goldquote im Frühjahr bei Kursen von ca. USD 4.400 war entsprechend richtig.

Kurzfristig bleibt das Umfeld weiter anspruchsvoll. Solange die Märkte eine weitere Zinserhöhung im Dezember einpreisen und auch die Realzinsen hoch bleiben, fehlt Gold ein wichtiger Treiber. Eine Unterstützung sehen wir im Zielband von USD 3.850 - 4.000, welches bereits im Juni und Juli gehalten hatte.

Strategisch bleiben wir weiter positiv. Die Zentralbanken kauften im zweiten Quartal so viel Gold wie noch nie in einem zweiten Quartal, und die ETF-Zuflüsse im August zeigen, dass Investoren langsam wieder Rücksetzer zum Einstieg nutzen. Hohe Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite der USA belasten strukturell den USD. Die Verschuldung der USA erreicht inzwischen Rekordniveaus. Sobald der Zinserhöhungszyklus ausläuft und die Realzinsen wieder sinken, dürfte Gold spürbar Rückenwind erhalten. Gleiches gilt, wenn das Vertrauen in die Inflationsbekämpfung der FED nachlässt. Unabhängig davon bleibt Gold dank der Historie und seiner grundsätzlich geringen Korrelation zu Aktien und Anleihen ein wichtiger Stabilisator in Phasen von Marktturbulenzen, geopolitischer Unsicherheit und Inflation.

Für das 4. Quartal erwarten wir eine Handelsspanne von USD 4.000 bis 4.500 je Unze und halten an unserer Goldquote von in etwa 5 - 7 % fest.

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.