

// CIO Ausblick //

Was bringt das Schlussquartal?

Liebe Kundinnen und Kunden!



Chris-Oliver Schickentanz,
Chief Investment Officer

Der September ist seinem Ruf als schlimmer Börsenmonat in diesem Jahr zum wiederholten Mal gerecht geworden. Aktien und Anleihen mussten unisono Federn lassen und haben die Portfolio-Performance belastet. Das ändert nichts an den sehr erfreulichen Wertentwicklungen seit Jahresbeginn, wirft aber natürlich die

Frage auf, ob im Schlussquartal weiteres Ungemach droht. Oder anders formuliert: War der September die negative Trendwende an den Märkten oder eher ein Ausreißer? Kommt es vielleicht sogar zu einer kräftigen Jahresendrally?

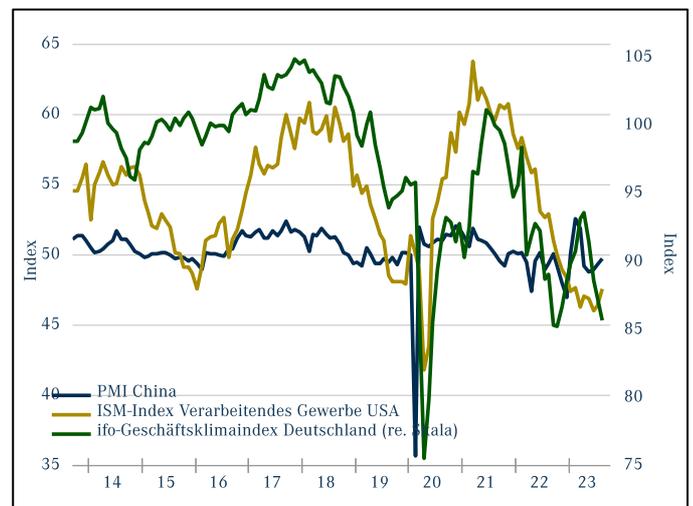
Wachstum verlangsamt sich

Weltwirtschaftlich haben sich die Wachstumsperspektiven in den vergangenen Monaten deutlich eingetrübt. Das reflektieren vor allem die Einkaufsmanagerindizes, für die tausende Unternehmen nach ihrer aktuellen Lageeinschätzung und den Zukunftsperspektiven befragt werden. Auffällig dabei: Zeigte sich der Dienstleistungsbereich bis in den Frühsommer hinein in einer exzellenten Verfassung, trübt sich hier die Stimmung sukzessive ein. Die Sondereffekte nach der Corona-Öffnung laufen also scheinbar aus und sorgen für eine Normalisierung. Gleichzeitig stabilisiert sich die seit Monaten gedrückte Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe, auch wenn das absolute Niveau noch immer auf rezessive Tendenzen im produzierenden Teil der Wirtschaft hindeutet.

Regional sehen wir in den kommenden Monaten leichte Besserungstendenzen in Europa und Asien (wenn auch von sehr niedrigem Niveau aus),

während sich die Wachstumsperspektiven in den USA etwas eintrüben (von einem deutlich höheren Ausgangsniveau aus). Wir erwarten also für das Schlussquartal etwas geringere Wachstumsunterschiede zwischen den großen Wirtschaftsregionen als noch im zweiten und dritten Quartal.

Grafik: Globale Einkaufsmanagerindizes sinken



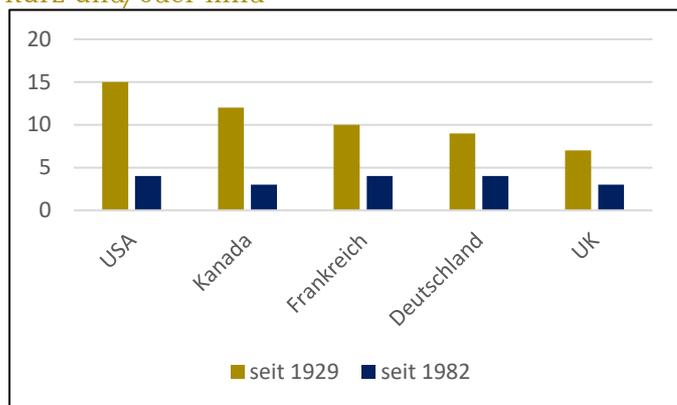
Quelle: Refinitiv

Rezessionen besser als ihr Ruf?

Schaut man sich die Wirtschaftszyklen der jüngeren Vergangenheit an, fallen diese weitaus länger aus als früher. Das Zusammenspiel aus geld- und fiskalpolitischen Impulsen verlängert Aufschwungsphasen und macht Rezessionen zu einem seltenen Phänomen. Das hat allerdings nicht nur erfreuliche Konsequenzen. Denn Rezessionen haben durchaus einen Wert. Sie sorgen dafür, dass nicht-wettbewerbsfähige Geschäftsmodelle aus dem Markt gespült werden und sich damit die Konkurrenzsituation entspannt. Sie befeuern Innovationen und damit Produktivitätszuwächse. Der Preis für zahlenmäßig weniger und mildere Rezessionen

ist also durchaus hoch. Das Potenzialwachstum leidet und liegt heute deutlich unter dem Niveau vor dreißig oder vierzig Jahren. Entsprechend müssen wir uns auf „weichgespülte“ Konjunkturzyklen einstellen: Aufschwungsphasen mit moderaten Pluszeichen und ein- bis zweimal pro Dekade sehr milden Rezessionsphasen.

Grafik: Anzahl von Rezessionen – zuletzt wenig, kurz und/oder mild



Quelle: Deutsche Bank

US-Shutdown: Politisches Theater mit Folgen

Doch zurück zur Tagespolitik. Mit der Abwahl des Sprechers des US-Repräsentantenhauses, McCarthy, hat sich die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass sich Demokraten und Republikaner bis zum 17.11. nicht auf einen neuen Haushalt verständigt bekommen und der in letzter Sekunde vermiedene Shutdown mit Zeitverzögerung doch noch zum Tragen kommt. Er wäre weniger gravierend als der regelmäßige Streit um die Anhebung der Schuldenobergrenze, weil die wirtschaftlichen Folgen überschaubar sind und keine Zahlungsunfähigkeit der USA droht. Trotzdem würde sich das Wachstumsprofil zeitlich verschieben. Denn jede Woche mit Shutdown kostet etwa 0,15%-Punkte vom BIP-Wachstum. Wir erwarten, dass ein möglicher Shutdown diesmal länger anhalten wird – wenn auch ggf. immer mal wieder durch kurzfristige Kompromisse für wenige Wochen unterbrochen. Zu unterschiedlich sind aktuell die Vorstellungen von Demokraten und Republikanern zu Themen wie Ukraine-Hilfen, Klimaschutz und Sozialpolitik.

Trotzdem sind wir optimistisch, dass beide Parteien noch im Verlauf des vierten Quartals eine Einigung erzielen. Denn spätestens seit dem wochenlangen Shutdown in der ersten Amtszeit von Obama wissen auch die Republikaner, dass sich die Stimmung im Land schnell drehen kann und dass die Opposition konstruktive Lösungen nicht dauerhaft blockieren sollte. Ein möglicher Katalysator

für Kompromisse könnte der „Zahltag“ für die aktiven Soldaten sein, der je nach Dienstrang zum Monatsersten bzw. zur Monatsmitte ansteht.

Dessen ungeachtet zeigen historische Daten, dass ein Großteil der negativen Wachstumseffekte nach Ende des Shutdowns ausgegült wird. Der Shutdown führt also nur zu zeitlichen Verschiebungen im Wachstum, nicht aber zu einem nachhaltigen Negativeffekt.

Trotzdem würden die Märkte zwei Konsequenzen zu spüren bekommen: Erstens werden bei einem Shutdown keine staatlichen Konjunkturdaten veröffentlicht. Das betrifft u.a. den Arbeitsmarktbericht und die Inflationszahlen. Damit wären wir kurzfristig im Blindflug unterwegs, was u.a. auch den „datenabhängigen“ Ansatz der Federal Reserve treffen würde. Mangels neuer Informationen erwarten wir daher eine Ausdehnung der Zinspause – zumal sich die Finanzkonditionen in den USA durch den jüngsten Renditeanstieg auch ganz ohne Zutun der Notenbank spürbar verschärft haben. Und zweitens ist das seit Wochen laufende Theater der politischen Parteien ein Vorspiel für einen intensiven Wahlkampf. Damit wird das letzte Jahr für die Biden-Administration zum Kraftakt, größerer fiskalpolitischer Spielraum dürfte nicht bestehen.

Aber: Vielzahl an Sondereffekten bremst USA

Auch wenn ein möglicher Shutdown schlussendlich wenig an den Wachstumsperspektiven für Q4 ändert, sehen wir eine ganze Reihe anderer Sondereffekte, die das US-Wachstum im laufenden Quartal verlangsamen werden:

- Die Autogewerkschaft UAW streikt für höhere Löhne und bremst damit die Produktion vieler Autokonzerne aus. Ein umfassender Streik aller großen gewerkschaftsorganisierten Produktionsstandorte belastet das US-BIP mit ca. 0,1%-Punkten / Woche. Aktuell setzt die UAW noch auf konzentrierte Maßnahmen, so dass der Negativeffekt etwas niedriger ausfällt.
- Der Oberste Gerichtshof der USA hat entschieden, dass die Aussetzung von Studentenkrediten durch die Biden-Administration nicht rechtens war und dass ab dem vierten Quartal wieder Zins- und Tilgungsleistungen erfolgen müssen. Das reduziert die Konsummöglichkeiten und dürfte das US-Wachstum in Summe um 0,3%-Punkte belasten – zumal die Corona-Extraersparnis

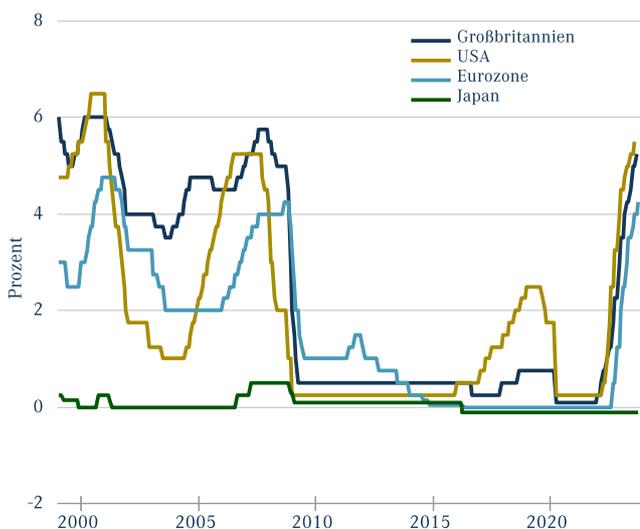
als potenzielle Kompensationsquelle mittlerweile aufgebraucht ist.

- Der zuletzt deutlich gestiegene Ölpreis belastet die Haushalte in den USA. Das könnte die Konsumlaune just im wichtigen Weihnachtsgeschäft trüben.

Zinsgipfel erreicht...

Diese niedrigeren Wachstumserwartungen haben auch ihr Gutes: Die US-amerikanische Notenbank dürfte von weiteren Zinserhöhungen absehen und wie die EZB den Leitzins-Gipfel erreicht haben. Wir sind davon überzeugt, dass weiter rückläufige Inflationsraten und ein schwächeres Wirtschaftswachstum ausreichen, um die Währungshüter in einen „Stand By“-Modus verfallen zu lassen. Damit ebbt der geldpolitische Gegenwind für die Märkte ab.

Grafik: Schnelle Leitzinserhöhungen endlich vorbei?



Quelle: Refinitiv

...aber erste Zinssenkung in weiter Ferne

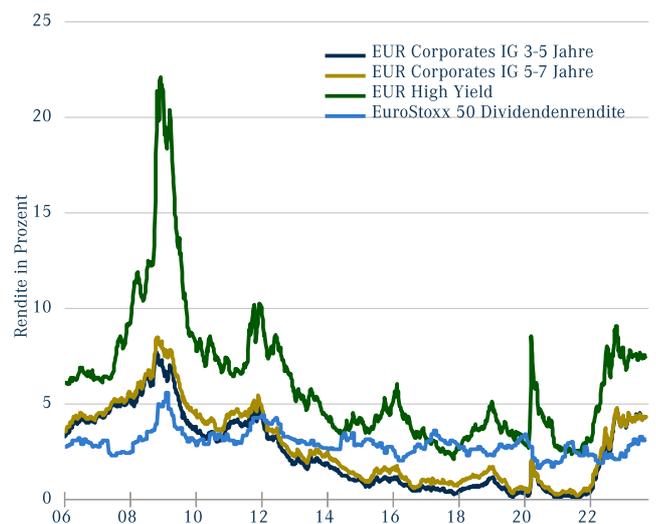
Bevor daraus aber Rückenwind in Form von Zinssenkungshoffnungen werden, dürfte noch einige Zeit verstreichen. Die Notenbanken haben verdeutlicht, dass sie auf Nummer sicher gehen und eine nachhaltige Inflationsberuhigung abwarten wollen. Das ist verständlich. Schließlich hatten voreilige Zinssenkungen in den 1980er Jahren für einen Inflationsschub gesorgt, der sich dann nur schwer kontrollieren ließ. Wir erwarten, dass die Federal Reserve eine erste Zinssenkung im Sommer 2024 vornehmen wird und die EZB dann drei bis sechs Monate später folgen dürfte. Bedeutet im Umkehrschluss aber auch, dass die Märkte

Zinssenkungshoffnungen wohl erst im Frühjahr 2024 einzupreisen beginnen. Damit ist der aktuelle Zinszyklus nicht nur hinsichtlich Tempo und Ausmaß der Zinserhöhungen ungewöhnlich, sondern auch vom zeitlichen Ausmaß der Zinspause. „Higher for longer“ könnte diesmal für 10 Monate gelten, während typischerweise gerade einmal vier Monate zwischen letzter Zinserhöhung und erster Zinssenkung liegen.

Anleihen: Renditerückgang voraus!

Anleihen haben im bisherigen Jahresverlauf enttäuscht. Nach dem sehr starken Renditeanstieg des letzten Jahres hatten viele Investoren auf eine positive Wertentwicklung festverzinslicher Wertpapiere gehofft. Doch die meisten Anleihen weisen auch im laufenden Jahr nur eine durchwachsene Performance auf: Die Renditen sind weiter gestiegen und haben so zu Kursverlusten geführt. US-amerikanische Staatsanleihen sind sogar auf dem besten Wege, das dritte Verlustjahr in Folge zu verbuchen. Das hat es in der bisherigen Geschichte noch nie gegeben. Das verdeutlicht, wie ungewöhnlich stark der Renditeanstieg der letzten 18 Monate ausgefallen ist.

Grafik: Anleiherenditen deutlich über den Dividendenrenditen großer Aktienindizes



Quelle: Refinitiv

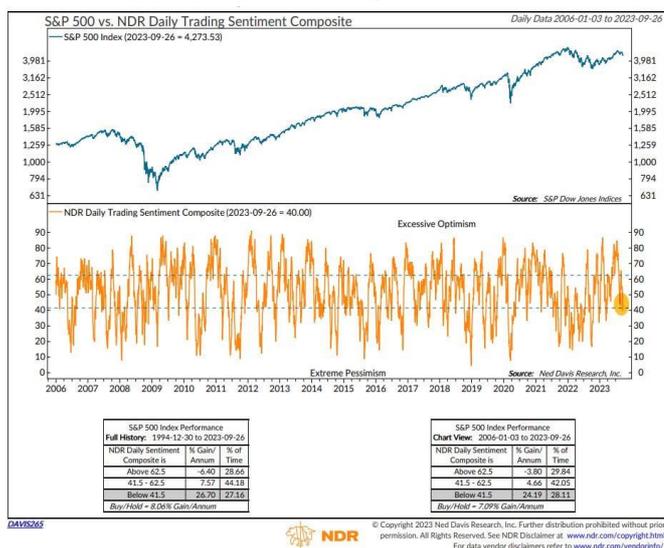
Mit Blick nach vorne erwarten wir nun wieder eine bessere Performance von Anleihen. Die erreichten Renditeniveaus unterstellen u.E. ein zu hohes weltwirtschaftliches Wachstumsniveau und sind damit korrekturanfällig. Zudem sind sie insbesondere auch im Hinblick auf die Rendite alternativer Anlageklassen (z.B. Aktien, Immobilien) attraktiv.

Entsprechend erwarten wir auf Sicht der kommenden 12 Monate moderat sinkende Renditen. Damit dreht sich die Performance-Gleichung am Anleihemarkt um: Neben den durchaus attraktiven Zinskupons locken dann auch wieder Kursgewinne. Da sich der Renditevorteil kurzlaufender Anleihen zuletzt deutlicher relativiert hat, wollen wir perspektivisch die Restlaufzeit unseres Anleihe-Portfolios verlängern. So werden wir bald fällige Anleihen durch deutlich länger laufende Titel ersetzen. Dabei achten wir weiterhin auf eine gute Bonität. Denn die Renditeaufschläge zwischen guten Zinspapieren aus dem Investment Grade und schwächeren Bonitäten sind derzeit so niedrig, dass sie nicht ausreichend für das höhere Risiko entschädigen. In Anleiheportfolios mit internationaler Ausprägung können auch Schwellenländer-Papiere beigemischt werden, die von den dort bereits üblichen Zinssenkungen der lokalen Notenbanken profitieren.

Aktien mit gebremstem Schaum aufwärts

Für die Aktienmärkte hatten wir im Sommer ein sich verschlechterndes Chance-/Risiko-Verhältnis konstatiert und einen Teil der angefallenen Gewinne mitgenommen. Im Nachhinein hätten wir die Aktienquote sogar noch kräftiger reduzieren können, hat doch insbesondere der September deutlichere Kursverluste an den globalen Aktienmärkten mit sich gebracht.

Grafik: Stimmung der Anleger extrem pessimistisch – klassisches Kontrasignal?



Quelle: Ned Davis Research

Mit Blick nach vorne sind wir nun aber wieder konstruktiv gestimmt und sehen gute Chancen, dass

die großen Indizes zum Jahresende moderat höher stehen als heute. Die Erwartungen der Analysten für die Gewinnberichte der Unternehmen sind spürbar gesunken. Damit liegt die Latte für positive Überraschungen in der in anderthalb Wochen beginnenden Berichtssaison niedrig. Zudem ist auch die Positionierung der Großinvestoren wieder deutlich zurückhaltender als noch in den Sommermonaten. Auch die (US-amerikanischen) Privatanleger, für die umfangreiche Daten zur Positionierung vorliegen, sind mit weniger als 60% Aktienquote so vorsichtig positioniert wie selten. Das eröffnet Kurspotenzial, sobald positive Überraschungen anstehen.

Die Bewertungsrelationen zeigen kein homogenes Bild. Während europäische Aktien sehr niedrig bewertet sind, liegt das KGV US-amerikanischer Aktien über den historischen Durchschnittswerten. Allerdings sollte man hierbei im Hinterkopf behalten, dass der Indexanteil wachstumsstarker Unternehmen deutlich gestiegen ist. Das rechtfertigt dementsprechend auch höhere Bewertungsrelationen. Größeres Potenzial für noch höhere KGVs sehen wir in den USA aber nicht.

Sektorseitig haben wir unsere Investments deutlich verbreitert und auch in zahlreiche defensive Branchen investiert. An dieser Strategie halten wir weiter fest, zumal die letzten Wochen keine eindeutigen Sektorgewinner erkennen lassen. Vielleicht abgesehen von den Energieaktien, die vom deutlichen Preisanstieg bei Öl profitiert haben.

Rohstoffe: Ölpreis bleibt anfällig

Auf der Rohstoffseite bleibt der Ölpreis anfällig. Das liegt insbesondere an den global sehr niedrigen Lagerbeständen. Über den gesamten Jahresverlauf 2023 liegen sie deutlich unter dem Niveau der letzten fünf Jahre. Dabei hat sich das Gap gegenüber dem Vorjahr zwar zuletzt etwas reduziert, gegenüber dem langfristigen Durchschnitt ist dieses mit rund 350 Millionen Barrels über den gesamten Jahresverlauf aber recht konstant. Die niedrigen Lagerbestände haben u.E. verschiedene Gründe:

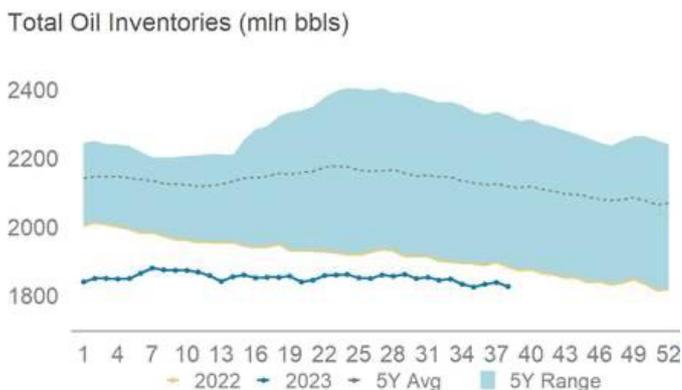
- Kurzfristig belasten die bis zum Jahresende verlängerten Produktionskürzungen aus Russland und Saudi-Arabien. Sie reduzieren das verfügbare Angebot de facto um ca. 1 Million Barrels/Tag und haben dadurch zu einem spürbaren Angebotsdefizit geführt.
- Mittelfristig wirken noch immer die Sanktionen gegen Russland im Zuge des Ukraine-

Kriegs nach. Diese haben in vielen Ländern zur Anzapfung strategischer Reserven geführt, die bis zum heutigen Tag nicht wieder aufgefüllt wurden.

- Langfristig haben die großen Ölkonzerne in den letzten Jahren lieber hohe Dividenden gezahlt als in die Exploration neuer Ölfelder zu investieren – auch weil das unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten bevorzugt wurde. Dadurch gibt es eine strukturelle Unterinvestition, da die Produktivität der im Betrieb befindlichen Ölfelder mit zunehmendem Alter sukzessive abnimmt. Die potenziellen Produktionsreserven sind also in den letzten Jahren kontinuierlich gesunken.

Wir „schützen“ unser Portfolio vor den sich daraus ergebenden Ölpreisrisiken, indem wir sehr ölpreissensitive Energieaktien beimischen. Direktinvestments auf den Ölpreis lohnen sich dagegen meist nicht, weil hier durch die Umsetzung über Terminkontrakte hohe Kosten zu verkraften sind.

Grafik: Öllagerbestände deutlich unter fünfjährigem Durchschnitt – Engpässe drohen



Quelle: Morgan Stanley

Impressum und rechtlicher Hinweis:

Herausgeber: Capitell Vermögens-Management AG
Autor: Chris-Oliver Schickentanz
Erscheinungsort: Frankfurt am Main
Adresse: Hedderichstraße 55-57, 60594 Frankfurt am Main
Kontakt: 069-204561-0 | newsletter@capitell-ag.de

Diese Unterlage wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die die Capitell Vermögens-Management AG für verlässlich hält, für die sie aber nicht garantieren kann. Die Quelle

Asset Allokation mit „kontrollierter Offensive“

Die Wertentwicklung unserer vermögensverwaltenden Linien kann im aktuellen Jahr überzeugen und liegt deutlich über den Vergleichsindizes. Dennoch ist es unser Selbstverständnis als aktiver Vermögensverwalter, uns nicht auf dieser Performance auszuruhen, sondern auch im Schlussquartal Akzente zu setzen.

Aus heutiger Sicht werden wir an der moderaten Aktienübergewichtung festhalten und im Laufe der Berichtssaison ggf. bei zuletzt unter Druck geratenen Qualitätsaktien (nach-) kaufen. Dabei achten wir auf eine breite Branchen- und Regionenstreuung. Im Anleihebereich werden wir unsere noch immer moderate Laufzeitenpositionierung sukzessive verlängern und damit den kräftigen Renditeanstieg der letzten Monate nutzen. Im Rohstoffbereich steht unser Goldbestand zur Disposition, da die positiven Realrenditen in den USA das Edelmetall zunehmend unattraktiv machen.

Viele Grüße aus Frankfurt,
Ihr

Chris-Oliver Schickentanz
CHIEF INVESTMENT OFFICER

für Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt Refinitiv Inc. Die in diesem Artikel zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Diese Unterlage dient lediglich zu Informationszwecken und stellt eine Werbung im Sinne des WpHG dar. Damit handelt es sich weder um ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots. Dieses Dokument wurde redaktionell am 05.10.2023 abgeschlossen.

© 2023