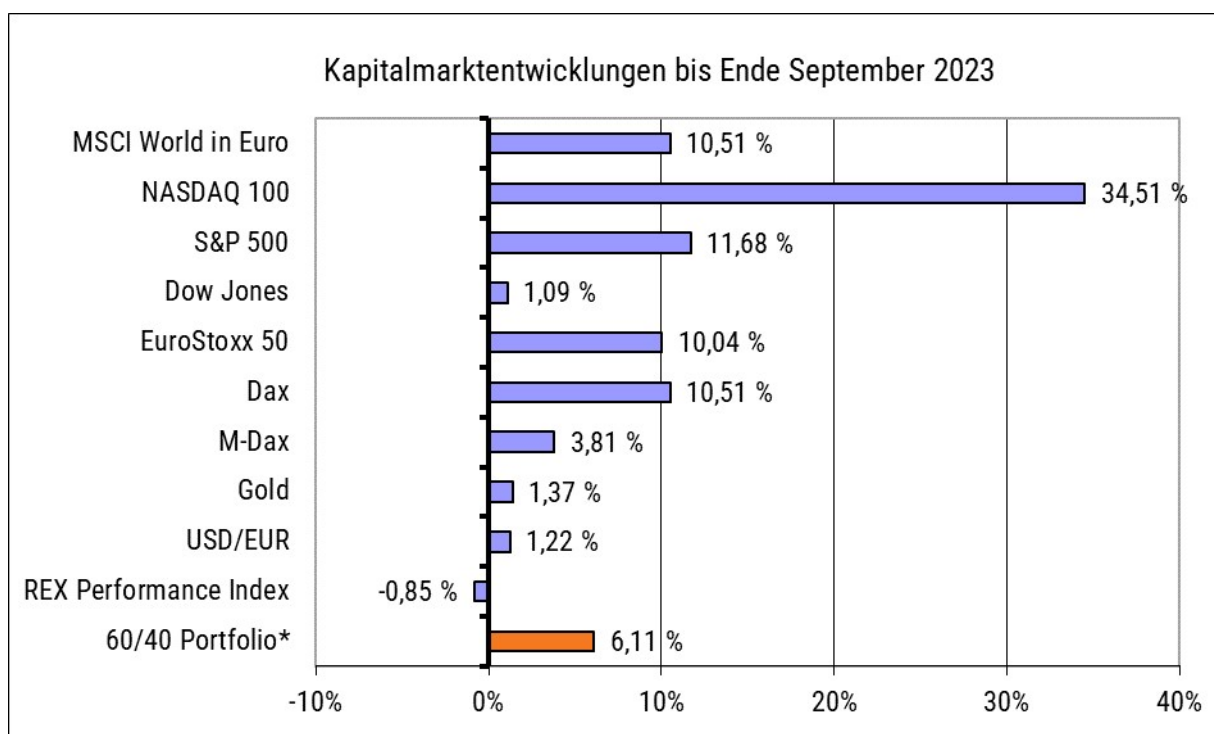


Anlagepolitik IV. Quartal 2023

Rückblick

Nach dem erfreulichen Verlauf der Aktienmärkte im ersten Halbjahr gaben die Notierungen im vergangenen Quartal etwas nach. Dennoch bleibt es bemerkenswert, wie gut die Volkswirtschaften und Unternehmen die Zinswende und das Inflationsgeschehen bislang weggesteckt haben. Mit der letzten Zinserhöhung der Europäischen Zentralbank im September hat eine der spektakulärsten Zinsstraffungen der vergangenen Jahrzehnte ihren - zumindest vorläufigen - Höhepunkt erreicht. Die EZB hat die Leitzinsen seit dem Sommer 2022 zehn Mal in Folge auf nun 4,5 Prozent angehoben. So überraschte es auch nicht, dass das europäische Statistikamt einige Tage später eine deutlich gesunkene Inflationsrate von 4,3 Prozent vermeldete, der niedrigste Wert seit Oktober 2021.

Von einer zu erwartenden Zinspause am Geldmarkt (kurzfristige Laufzeiten) ist am Kapitalmarkt (längerfristige Laufzeiten), also außerhalb des klassischen Einflussbereichs der Notenbanken, nichts zu spüren. Hier kam es jüngst zu einem massiven Zinsanstieg. Dafür gibt es mehrere Gründe. Zum einen setzt sich bei den Marktteilnehmern die Erkenntnis durch, dass mit einer längeren Phase hoher Leitzinsen zu rechnen ist - trotz sinkenden Inflationsraten und einer schwachen Konjunktur. In den letzten 20 Jahren konnten sich die Marktteilnehmer bei nachlassender Konjunktur auf die Notenbanken verlassen, die mit Zinssenkungen und Anleihekäufen regelmäßig unterstützend eingegriffen haben. Dies geschieht derzeit nicht, die Notenbanken priorisieren nach wie vor die Inflationsbekämpfung. Zum anderen steigt das Angebot an Anleihen bei gleichzeitig sinkender Nachfrage, was sich in niedrigeren Kursen und damit steigenden Renditen niederschlägt. Der amerikanische Staat leiht sich für seine Infrastrukturprogramme und den Inflation Reduction Act viel Geld, die Notenbanken fallen als Käufer aus und China baut seine Dollarreserven zur Stützung der eigenen Währung ab und verkauft deshalb US-Staatsanleihen.



Quelle: eigenes Research, * Das Benchmark-Portfolio setzt sich zu 60 % aus Aktien (zu je 20 % S&P 500, EuroStoxx 50 und Dax) und zu 40 % aus festverzinslichen Anleihen (REXP-Index) zusammen

Vor diesem Hintergrund haben die **Aktienmärkte** im vergangenen Quartal Einbußen hinnehmen müssen. Weiterhin stark zeigt sich die amerikanische Technologiebörse NASDAQ 100 mit einem Anstieg von über 30 Prozent. Der Kursgewinn im S&P 500 von knapp 12 Prozent geht auf die sogenannten „glorreichen Sieben“ zurück (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla). Ohne diese Sieben schrumpft die Wertentwicklung der restlichen 493 Werte im laufenden Jahr auf null. Auch der Dow Jones Index notiert nur knapp im grünen Bereich. In Europa gaben die Notierungen im 3. Quartal zwar ebenfalls nach, DAX und EuroStoxx 50 liegen aber mit rund 10 Prozent deutlich über dem Jahresendstand. In Asien präsentiert sich das Bild zweiteilig, der japanische Nikkei legte um 22 Prozent zu (bei allerdings deutlich abgeschwächter Währung), Hongkong und China hingegen enttäuschten mit minus 10 Prozent bzw. einem kleinen Plus von 0,7 Prozent.

An den **Anleihemärkten** zogen die Renditen wie schon oben beschrieben deutlich an. Die Verzinsung der richtungsweisenden 10-jährigen US-Staatsanleihe lag zum Ende des dritten Quartals bei 4,55 Prozent nach 3,88 Prozent zum Jahreswechsel. Im Sog dieser Entwicklung stieg auch die Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe auf 2,86 Prozent nach 2,50 Prozent. Die Renditen der festverzinslichen Anleihen liegen damit auf dem höchsten Niveau seit mehr als 16 Jahren (USA) bzw. 12 Jahren (Deutschland). Der Renditeanstieg ist für die Inhaber von Anleihen mit Kursverlusten verbunden.

Am **Devisenmarkt** geriet der Euro aufgrund der härteren Gangart der amerikanischen Notenbank unter Druck. Im Jahresvergleich hat sich allerdings wenig getan. Der Euro notiert zum Dollar nahezu unverändert.

Der **Preis für Rohöl** (Sorte Brent) notierte zum Ende des dritten Quartals wegen der Verknappung des Angebots im Jahresvergleich um rund 10 Prozent höher, gab aber im laufenden Monat wieder deutlich nach. Mit dem Krieg im Nahen Osten flammen nun alte Sorgen um einen Ölpreisschock wieder auf.

Der **Goldpreis** konnte seinen Höhenflug nicht fortsetzen und liegt in der Jahresbetrachtung nur noch leicht im Plus. Mit den gestiegenen Zinsen nehmen die Opportunitätskosten der Goldhaltung zu. Anleihen werden rentabler und machen das unverzinsten Gold weniger attraktiv.

Ausblick

Nach rund eineinhalb Jahren mit raschen und kräftigen Zinserhöhungen, den stärksten seit gut 40 Jahren, ist ein allmähliches Ende absehbar. Wichtiger ist jedoch die Erkenntnis der Marktteilnehmer, dass die Zinsen noch längere Zeit erhöht bleiben werden. Die Belastungen durch die gestiegenen Zinsen dürften damit dies – und jenseits des Atlantiks weiter zunehmen. Die amerikanische Wirtschaft hat sich bis dato zwar besser gehalten als von Volkswirten und Analysten vorhergesagt, aber - aufgeschoben ist nicht aufgehoben -, Anfang des nächsten Jahres ist auch dort mit einer Rezession zu rechnen. Dafür sprechen diverse Indikatoren. Ein Beispiel hierfür sind die für den Konsum in den USA wichtigen Kreditkartenzinsen, die mit über 20 Prozent, den höchsten seit 30 Jahren, zu Buche schlagen. Bei einem zu erwartenden Abschwung in den USA wird daher kaum mit einer konjunkturellen Erholung in Europa zu rechnen sein. Die schwache Konjunktur wird sich über kurz oder lang, wie von den Notenbanken gewünscht und erhofft, in sinkenden Inflationsraten niederschlagen.

So sind die kürzlich veröffentlichten Inflationszahlen aus Europa deutlich zurückgekommen, und weiter rückläufige Inflationsraten sind bis zum Jahresende vorgezeichnet. Für das kommende Jahr sollte sich die Inflationsrate ihrer Zielmarke von 2 Prozent wieder deutlich annähern. Bei einer Inflation nahe dem Zielwert und gleichzeitig schwacher Konjunktur sollte es daher nicht überraschen, wenn schon bald die Diskussion um sinkende Zinsen einsetzt.

Für die Aktienmärkte ist und bleibt die Lage derzeit unübersichtlich. Die uneinheitlichen Konjunkturverläufe in Europa, den USA und China, die ungewisse weitere Zinsentwicklung und nicht zuletzt die geopolitische Lage, die mit den jüngsten Ereignissen im Nahen Osten noch schwieriger geworden ist, tragen zu steigender Unsicherheit bei. In dieser Gemengelage rücken unternehmensspezifische Nachrichten in den Hintergrund. Auf die lange Sicht aber werden sich positive Unternehmensergebnisse in steigenden Aktienkursen niederschlagen.

Fazit: Das Auf und Ab von Zinsen, Konjunktur und Aktienkursen verläuft nicht im Gleichlauf. Und leider gibt es auch kein Schema, mit der sich die Entwicklungen voraussagen lassen. Nur so viel: die Rezessionsjahre 2003 und 2009 waren sehr gute Aktienjahre.

Aus anlagepolitischer Sicht bleibt folgendes festzuhalten:

Chancen

- Trotz niedriger Wachstums- und Stimmungsindikatoren zeigen sich die Aktienmärkte robust.
- Die Korrekturen in verschiedenen Sektoren an den Aktienmärkten haben zu moderateren Bewertungen geführt.
- Die Zinserhöhungen durch die Notenbanken haben womöglich ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht.
- Die sich abschwächende Konjunktur hat eine dämpfende Wirkung auf die Inflationsraten.

Risiken

- Die Inflation erweist sich als hartnäckiger als erwartet, was länger andauernde restriktive Maßnahmen der Notenbanken nach sich zieht.
- Rezessionsbedingte Gewinnrücknahmen der Unternehmen führen zu Bewertungsanpassungen am Aktienmarkt.
- Die Bewertungen der derzeit bevorzugten Technologieaktien sind zu hoch gelaufen.
- Die Notenbanken schätzen die Situation falsch ein, reagieren über und drehen zu stark an der Zinsschraube.

Anlagepolitische Schlussfolgerungen

- Für eine offensivere Aktienpositionierung ist es aktuell noch etwas zu früh.
- Die Portfolios sollten auf dividendenstarke Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht und gesunden Bilanzen ausgerichtet werden. Gleichzeitig ist auf eine sinnvolle Diversifikation über Branchen, Länder und Währungen zu achten.
- Aufgrund der inversen Zinsstruktur kommen bonitätsstarke Anleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten als Anlage in Betracht.
- Gold verliert mit steigenden Zinsen an Attraktivität, erfüllt aber als Beimischung die Funktion der Absicherung.

Disclaimer: Diese Publikation dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Ausführung sonstiger Finanztransaktionen dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Meinungen und Informationen reflektieren die Ansichten der Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können jederzeit, ohne Ankündigung, geändert werden. Obwohl die Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernommen werden. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für die laufende oder zukünftige Performance. Ohne vorhergehende schriftliche Einwilligung durch die Christoph Heinemann Vermögensverwaltung GmbH darf die Anlagepolitik weder vervielfacht noch verteilt noch veröffentlicht werden.