



207.70

210.95

207.70

24.27

18.92

210.95

149.16

23.26

1.41%

LUNIS-Kapitalmarktkommentar

3. Quartal 2022

WWW.LUNIS.DE



LUNIS-Quartalskommentar

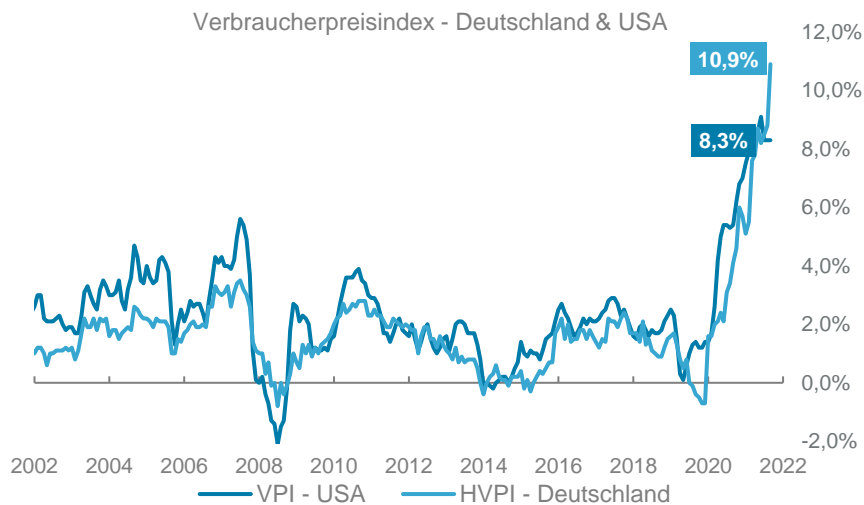
Vorwort

Das abgelaufene Quartal war das dritte Quartal in Folge, in dem ein ausgewogenes Aktien-/Anleiheportfolio Geld verloren hat. Ohne die Gewinne im Juli diesen Jahres wäre es das schlechteste Quartal aller Zeiten für ein ausgewogenes Portfolio gewesen. Der Anleihemarkt erlebt eines der schlechtesten Jahre seiner Geschichte. Insgesamt ist das Jahr 2022 für die Aktienmärkte das viertschlechteste Jahr seit Beginn der Aufzeichnungen. Ein altes Wall-Street-Sprichwort besagt allerdings: Die Märkte beenden ihre panischen Ausverkäufe, sobald die Zentralbanken beginnen, in Panik zu geraten. Eine gewisse Panik ist bereits zu beobachten, allerdings reicht diese noch nicht aus. Wenn jedoch die Inflation und das Wachstum in den kommenden Monaten zu sinken beginnen und die Zentralbanken darauf reagieren, indem sie die Strafung der Geldpolitik einstellen, wird die Überschussliquidität in die Höhe schnellen. Hiervon sind wir allerdings noch entfernt, sodass eine positive Entwicklung von Risikoaktiva aktuell weiterhin eine Bärenmarktrallye darstellen wird.

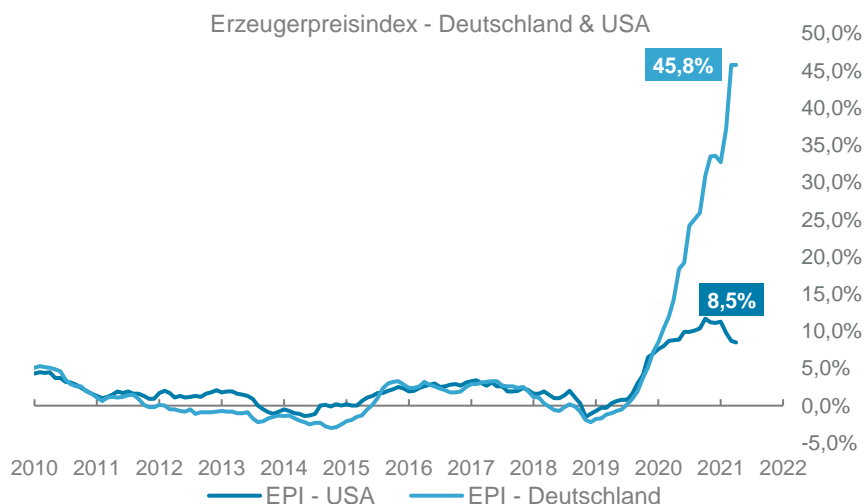
Die wichtigsten marktbewegenden Themen für Ihr Vermögen, die detaillierte Entwicklung der einzelnen Assetklassen sowie unsere Einschätzung zu den getätigten Vermögensreallokationen möchten wir Ihnen in diesem Kommentar detailliert vorstellen.

Zentralbanken und Inflation

Auch das dritte Quartal war geprägt von den hohen Inflationsdaten und der hiermit einhergehenden restriktiveren Zinspolitik der Zentralbanken. Die geopolitischen Risiken mit ihren Auswirkungen auf die Energie-, Rohstoff- und Lebensmittelpreise sowie die anhaltenden Lieferkettenprobleme sorgten für weiter steigende Preise und zwang die Notenbanken ihren Zinserhöhungszyklus nochmals deutlich zu straffen, um die anhaltend hohe Inflation einzudämmen. Die aktuell weiter anziehenden Erzeugerpreise, insbesondere in Europa, die unter anderem zu großen Teilen auf den starken US-Dollar zurückzuführen sind, deuten darauf hin, dass die Inflation in naher Zukunft weiter sehr hoch bleiben wird.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 31.10.2002 – 30.09.2022

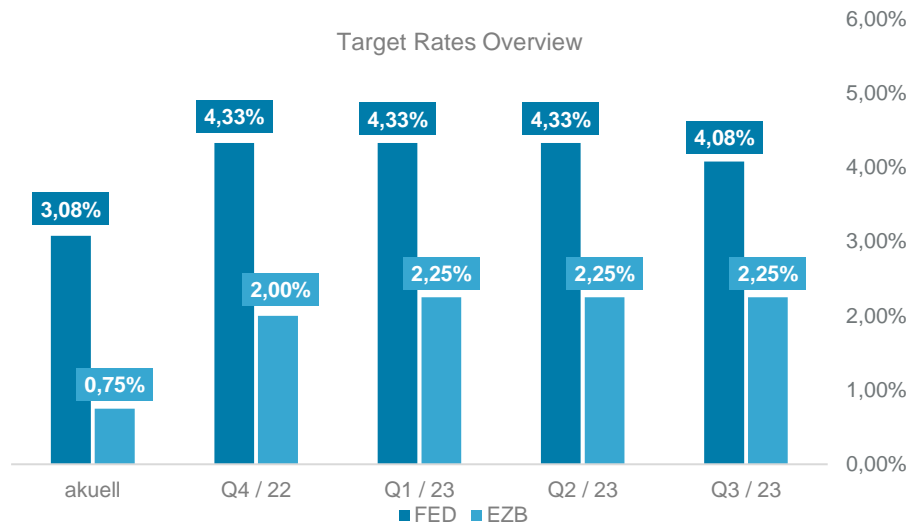


Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.11.2010 – 30.09.2022

Die starken Preissteigerungen, die robusten Arbeitsmarktdaten sowie steigende Stundenlöhne veranlassten die amerikanische Notenbank FED, ihren Fokus, auch auf die Gefahr hin, das Wirtschaftswachstum negativ zu beeinflussen, auf die Inflationsbekämpfung zu konzentrieren. Dies bedeutet einen Paradigmenwechsel in der aktuellen Geldpolitik und erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die Wirtschaft in eine Rezession abgleiten könnte. Die Währungshüter haben mit dem abgelaufenen Quartal die Zinsen in diesem Jahr bereits das vierte Mal unter anderem mit zwei großen Zinsschritten von jeweils 75 Basispunkten angehoben und somit die aktuelle Zinsspanne von 3,00 Prozent bis 3,25 Prozent erreicht. Auch für die nächste Zentralbanksitzung deutet die Notenbank einen weiteren großen Zinsschritt an. Die EZB wiederum überraschte die Marktteilnehmer bei ihrem zweiten Zinsschritt ebenfalls mit einer Erhöhung um 75 Basispunkten. Eine so starke Zinserhöhung durch die europäische Zentralbank gab es in der Historie noch nie. Auch die EZB sieht sich aufgrund der hohen Preissteigerungen gezwungen, die Zinsen schneller und



aggressiver anzuheben und kommunizierte für die nächsten Zentralbanksitzungen weitere Zinsschritte.



Quelle: Eigene Darstellung, UBS, Stand: 06.10.2022

Die europäische Zentralbank muss jedoch weiterhin einen Balanceakt vollziehen, da insbesondere die Renditen der Staatsanleihen der EU-Länder aus der Peripherie deutlich anzogen und die Gefahr einer neuen Staatsschuldenkrise sich somit erhöht hat. Die Notenbanken stehen vor dem Dilemma, mit ihrer Geldpolitik die Inflation einzufangen zu wollen, aber die Fiskalpolitik zum Beispiel in der aktuellen Energiekrise mit immer neuen Stützungsprogrammen die Nachfrage weiter unterstützt. So kündigte die neue britische Regierung unter Liz Truss ein milliardenschweres Steuersenkungsprogramm an und brachte die britische Notenbank unter Druck, da daraufhin die Renditen der Staatsanleihen deutlich anzogen und das britische Pfund abwertete. Die Bank of England sah sich gezwungen zu intervenieren und beschloss ein Anleihekaufprogramm, um die Zinsen und die Währung zu stabilisieren. Dies zeigt einmal mehr, wie schwierig sich die aktuelle Geldpolitik für die Zentralbanken in dem anspruchsvollen Umfeld darstellt.

Rezession

Der jüngste Ausverkauf von Anleihen hat die vom Markt geschätzte Rezessionswahrscheinlichkeit erneut erhöht, was auf flachere Renditekurven und steigende Spreads zurückzuführen ist. Die vom Markt erwartete Rezessionswahrscheinlichkeit liegt bei über 40 Prozent, was in der Vergangenheit auf ein erhöhtes Risiko eines Aktienrückgangs hindeutete. Die US-Gewinnerwartungen wurden hingegen bisher kaum herabgestuft, während unsere Grundannahme ist, dass die USA auf eine Rezession zusteuern. Der US-Aktienmarkt hat eine Rezession in Bezug auf die Gewinnprognosen kaum eingepreist, und in einer Rezession werden die Gewinne in der Regel innerhalb von drei Monaten um mehr als 10 Prozent gesenkt. In den letzten vier Rezessionen lag die durchschnittliche dreimonatige Herabstufung bei 17 Prozent.



Im Euroraum hat sich die Konjunktur bisher langsamer abgeschwächt als erwartet. Die Verbraucherausgaben haben sich während des Sommers angesichts des anhaltenden Aufholprozesses und des starken Tourismus widerstandsfähig gezeigt. Auf der Verbraucherseite wird der Anstieg der Gesamtinflation die realen Ausgaben stark belasten. Auf der Industrieseite deuten der anhaltende Rückgang der vorausschauenden Umfragen sowie der abnehmenden Gasnachfrage (in Deutschland um fast 30 Prozent) auf erhebliche Produktionskürzungen in den kommenden Monaten hin. Daher sehen wir nun eine länger andauernde Rezession für das gesamte Gebiet mit drei negativen Wachstumsquartalen von Q4/2022 bis Q2/2023. Dennoch gehen wir nach wie vor davon aus, dass die Rezession moderat ausfallen wird. Anhaltender Inflationsdruck und eine weitere Abschwächung des Euro deuten darauf hin, dass die EZB ihren Zinserhöhungszyklus trotz der bevorstehenden Rezession verlängern wird. Da sich die Wirtschaftsdaten allerdings weiter verschlechtern werden, haben die Befürworter eines restriktiveren Zinspfades, die derzeit die EZB-Politik lenken, nur eine begrenzte Möglichkeit, weitere große Erhöhungen vorzunehmen. Auf dem Höhepunkt der Krise werden die Energiekosten etwa 15 Prozent des europäischen Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Der Markt unterschätzt hier die Tiefe, die Breite und die strukturellen Auswirkungen der Krise. Wir glauben, dass diese noch tiefer sein werden als die Ölkrise der 1970er Jahre. Das bedeutet leider, dass Europa trotz aller Hilfen, die die Regierungen für Familien und Unternehmen bereitstellen, nicht in der Lage sein wird, einen beträchtlichen Abschwung abzuwehren. Europa könnte im nächsten Winter vor einem noch größeren Problem stehen, da kein Ende der Energiekrise in Sicht ist. Wenn die russischen Gaslieferungen weiterhin ausbleiben werden, ist es möglich, dass die Länder im nächsten Sommer nicht in der Lage sein werden, ihre Speicher effektiv zu füllen.

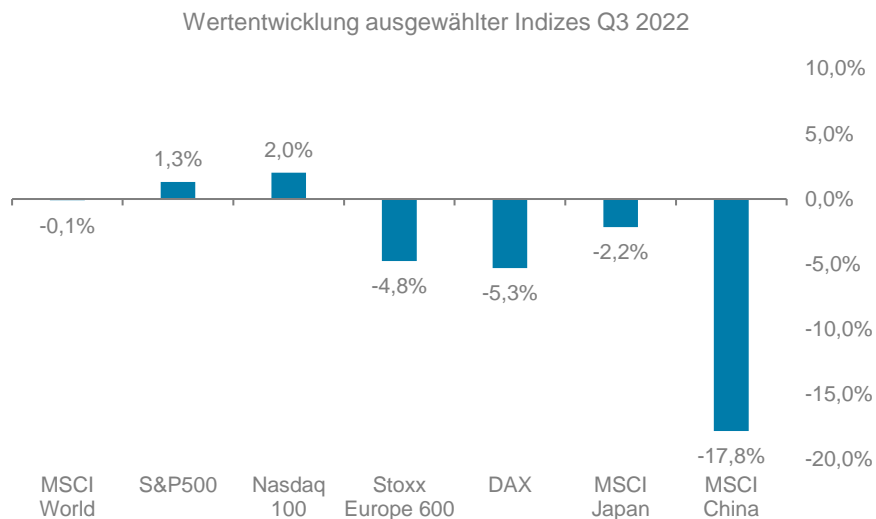
Assetklassen

Aktienmärkte

Das dritte Quartal verlief an den Aktienmärkten wie von uns erwartet sehr volatil. Nach einer Erholungsrallye zu Beginn des Quartals setzte sich der Abwärtstrend an den Aktienmärkten fort. Gründe für die positive Entwicklung während des ersten Teil des Quartals waren eine mögliche Spitze bei der Inflation, geringe Bewertungen und tiefe Erwartungen sowie eine sehr negative Positionierung. In der zweiten Quartalshälfte mussten die Aktienmärkte allerdings weitere Kursverluste ertragen, da die erwartete Trendwende bei den Zinsen nicht einsetzte. Der MSCI World-Index musste zwar aufgrund des gefallen Euros insgesamt nur ein leichtes Minus verzeichnen (-0,1 Prozent), liegt allerdings nun im bisherigen Jahresverlauf um ca. 14 Prozent tiefer. Der S&P 500-Index beendete das Quartal in Euro leicht im Plus (1,3 Prozent) - hat allerdings einen früheren Anstieg von 17 Prozent, der zu Beginn des Quartals bis Mitte August zu verzeichnen war, vollständig wieder abgebaut. Dies ist das erste Mal seit 1938, dass der Referenzindex ein Quartal mit einer in USD negativen Rendite von -5,3 Prozent abschloss, nachdem dieser zuvor um mehr als 10 Prozent angestiegen war. Alle großen Aktienmärkte befinden sich

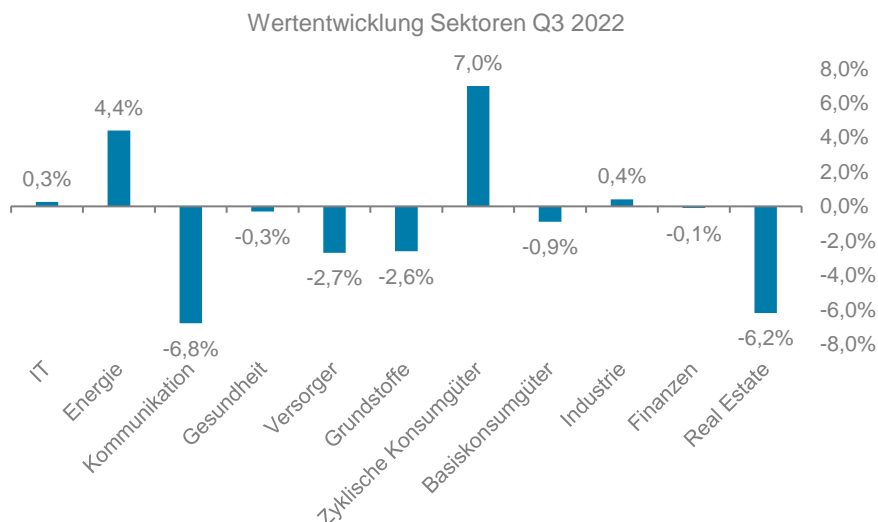


nach der abermaligen Korrektur ab Mitte August wieder im Bärenmarkt. Japan (-2,2 Prozent) und Europa (Stoxx 600: -4,8 Prozent) haben im letzten Quartal unterdurchschnittlich abgeschnitten und sind auch im bisherigen Jahresverlauf unterdurchschnittlich. Aus diesem Grund hat sich unsere Übergewichtung des US-Aktienmarktes positiv ausgewirkt.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2022 – 30.09.2022

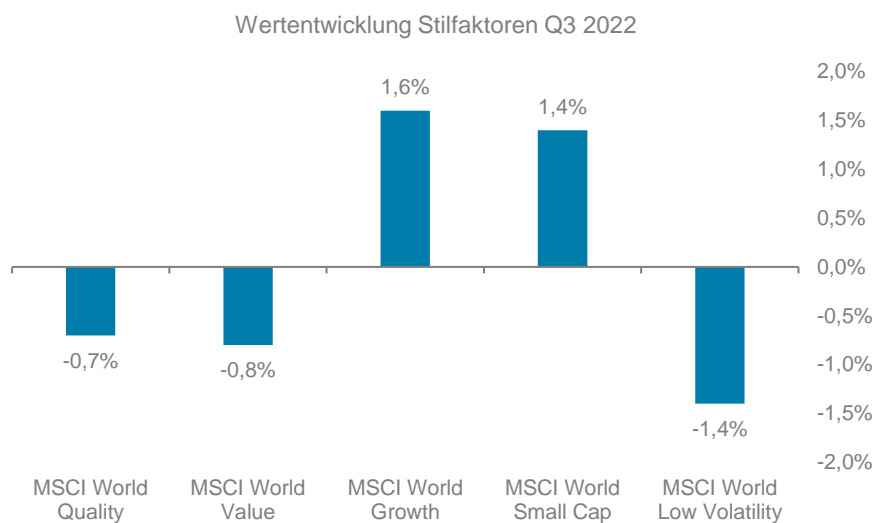
Der deutsche DAX-Index beendete das dritte Quartal mit einem Minus von etwa 5 Prozent. Schlusslicht war der chinesische Aktienmarkt (MSCI China: ca. -18 Prozent). Die Sektorenentwicklung erwies sich im Vergleich zur Entwicklung des zweiten Quartals deutlich erfreulicher. Vier der elf GICS- Sektoren (IT, Energie, zyklische Konsumgüter, Industrie) konnten eine positive Rendite erzielen, was hoffnungsvoll zu werten ist, da die Sektoren IT, zyklische Konsumgüter und Industrie zu jenen Branchen zählen, bei welchen der Aktienmarkt das Ende einer Rezession als erstes antizipiert.



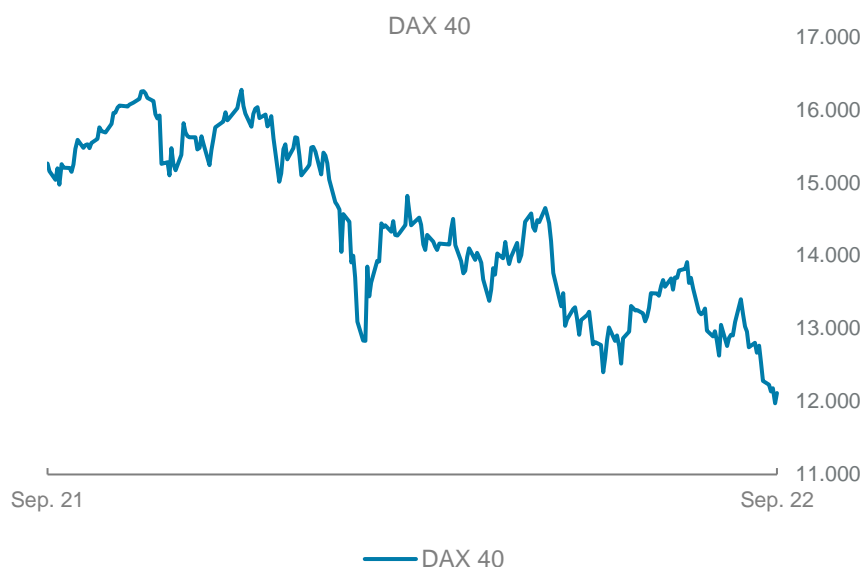
Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2022 – 30.09.2022



Ein weiterer Lichtblick war die Quartalsentwicklung der Growth (+1,6 Prozent) und Small Cap (+1,4 Prozent) Investmentstilfaktoren, welche vor Qualitätsunternehmen (-0,7 Prozent), Value-Titeln (-0,8 Prozent) und Titeln mit geringer Volatilität (-1,4 Prozent) lagen. Dies könnte darauf hindeuten, dass der Markt, wie von uns im letzten Q2-Kapitalmarktkommentar erwähnt, für die erstgenannten Faktoren bereits sehr negativ positioniert ist und entsprechend ein Großteil der negativen Aussichten eingepreist erscheint.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.06.2022 – 30.09.2022



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.09.2021 – 30.09.2022



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.09.2021 – 30.09.2022

Während einige Zentralbanken (Reserve Bank of Australia, Bank of England) durch die Auswirkungen höherer Hypothekenzinsen auf die privaten Haushalte eindeutig in die Enge getrieben wurden und sich offenbar weniger Sorgen um die Kernrate der Verbraucherpreisinflation machen, entscheiden sich andere nach wie vor für eine Straffung der Geldpolitik (Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand, Riksbank). Die Fed lässt sich trotz der offensichtlichen Verzögerungseffekte stark von der aktuellen Inflationsrate beeinflussen. So haben sich die US-Finanzbedingungen im letzten Quartal dramatisch verschärft, da Powell einer möglichen Trendwende der Zinsen eine Abfuhr erteilte. Die Erwartungen für Zinserhöhungen haben sich in den USA noch weiter nach oben verschoben und liegen mittlerweile bei einer Zielrate für den Leitzins von über 4,70 Prozent. Vor diesem Hintergrund und dem starken Anstieg der Realzinsen sind die Aktienbewertungen, zum Beispiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500, zum Ende des Quartals wieder gefallen.

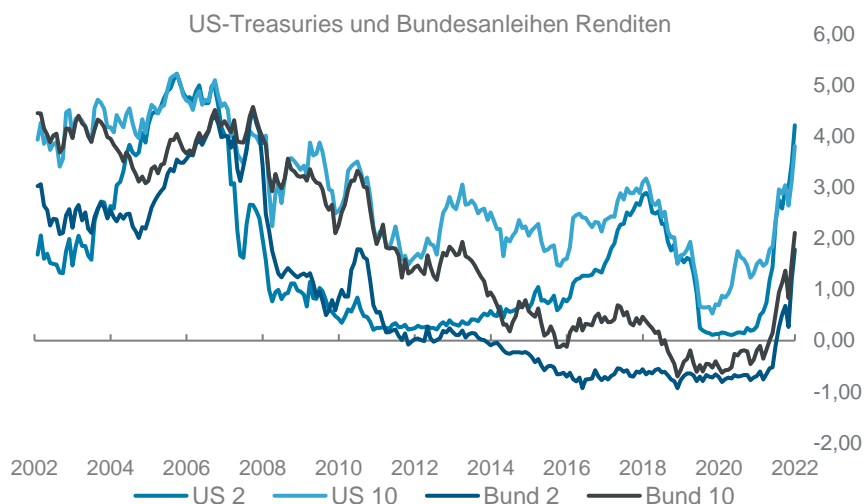
Hoffnungen für eine Trendwende der US-Zentralbankpolitik wurden durch den US-Konsumentenpreisinflationsindex für August weiter enttäuscht. Da sich die Inflation zunehmend verfestigt, ist letztlich eine Rezession erforderlich, um den Arbeitsmarkt zu schwächen und die Preisstabilität wiederherzustellen. Die Aussichten sind nun, dass die Fed die Straffung so lange fortsetzen wird, bis es zu einer echten Schwäche des Arbeitsmarktes kommt oder Stress an den Kapitalmärkten entsteht, wie zum Beispiel Ende des letzten Quartals in Großbritannien mit einer plötzlichen Kehrtwende in der Geldpolitik. Die Aktionen einiger Zentralbanken haben den Anlegern vor Augen geführt, wie die Aufdeckung von Finanzproblemen eine schnelle Umkehr der Zentralbankpolitik auslösen kann. Obwohl sich die Märkte auf die Inflationsdynamik konzentrieren, muss zunehmend die Gesundheit der Kapitalmärkte berücksichtigt werden. Der Zielkonflikt zwischen der Bekämpfung der Inflation und der Wahrung der Finanzstabilität stellt die Zentralbanken vor große



Herausforderungen. Bisher hat die Panik noch nicht ausgereicht, wie der Abwärtstrend der Aktienkurse beweist.

Anleihemärkte

Die Anleihemärkte zeigten sich im dritten Quartal aufgrund der restriktiveren Geldpolitik der Zentralbanken und der hohen Inflation weiterhin sehr volatil. Der oben genannte Paradigmenwechsel der Notenbanken mit dem Fokus auf die Eindämmung der Inflation und die deutlichen Zinsschritte sorgten insbesondere am Ende des abgelaufenen Quartals wieder für deutliche Renditeanstiege. Die Renditen der 10-jährigen amerikanischen und deutschen Staatsanleihen kletterten wieder auf ihre Jahreshochs von Mitte Juni und die Renditen der 2-jährigen US-Treasuries erreichten mit 3,88 Prozent ein neues Jahreshoch und den höchsten Stand seit 2008.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 01.10.2002 – 30.09.2022

Die amerikanische Zinsstrukturkurve blieb weiterhin invers, d. h. die Renditen der kurzlaufenden 2-jährigen US-Treasuries notieren höher als die der 10-jährigen und deuten somit eine aufkommende Rezession an. Besonders deutlich fielen die Kurse der britischen Staatsanleihen aufgrund des angekündigten Steuersenkungsprogrammes der neuen Premierministerin Liz Truss. Des Weiteren erhöhten sich die Kreditspreads im Unternehmens-, Nachrang- und Hochzinsanleihesegment aufgrund der schwachen Wirtschaftsdaten und den rezessiven Tendenzen merklich. Hierbei kamen hauptsächlich die Emittenten mit schwächeren Bonitäten unter Druck. Die aktuelle sehr restriktive Zinspolitik belastet insbesondere zinssensitive Branchen, wie zum Beispiel den Immobiliensektor. Mit dem weiterhin sehr festen US-Dollar zeigten sich auch die Anleihen aus den Emerging-Markets weiterhin sehr schwach. Somit setzten sich die Verluste an den Anleihemärkten auch im dritten Quartal weiter fort, wenn auch nicht mehr im Tempo des Vorquartals, da die Kapitalmärkte vermutlich die Zinsschritte und eine aufkommende Rezession zu großen Teilen eingepreist haben.



Währungen

Die geopolitischen Risiken und die straffe Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank gab dem US-Dollar auch im dritten Quartal weiter Rückenwind. Der Euro gab deutlich gegenüber der US-Währung nach und erreichte Ende September mit 0,95 US-Dollar ein 20-Jahrestief. Ursächlich hierfür ist zum einen der Ukraine-Konflikt und zum anderen die gegenüber der amerikanischen Zentralbank eher zögerliche Straffung der Geldpolitik durch die EZB. Des Weiteren wird die europäische Gemeinschaftswährung von anhaltenden Debatten über die Fragmentierung der Staatsanleihen in der Eurozone und der Angst einer neuerlichen Staatsschuldenkrise unter Druck gesetzt. Der schwache Euro sorgt zudem für weiterhin hohe Inflationsdaten im Euroraum, da sich hierdurch die Energie- und Rohstoffpreise massiv erhöht haben. Der Euro verlor in diesem Jahr bereits rund 14 Prozent gegenüber dem US-Dollar.



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 30.09.2002 – 30.09.2022

Noch deutlicher unter die Druck kam in diesem Jahr das britische Pfund gegenüber dem US-Dollar, da die Steuersenkungspläne in Großbritannien für Turbulenzen sorgte und Zweifel über eine tragfähige Staatsverschuldung aufkeimten. Das Pfund verlor im letzten Monat nochmal kräftig und stand auf Jahressicht zeitweise gegenüber dem US-Dollar mit über 20 Prozent im Verlust. Auch der Euro konnte gegenüber dem Pfund zulegen, wenn mit 5,8 Prozent zum Quartalsende auch bei weitem nicht so deutlich.

Wechselkursprognose	30.06.2022	6-Monats	12-Monats
EUR/ USD	0,98	0,97	1,05
EUR/ GBP	0,88	0,90	0,88
EUR/ NOK	10,67	10,50	10,80
EUR/ CHF	0,97	0,93	0,92

Quelle: Eigene Darstellung, Goldman Sachs, Stand: 13.10.2022



Rohstoffe

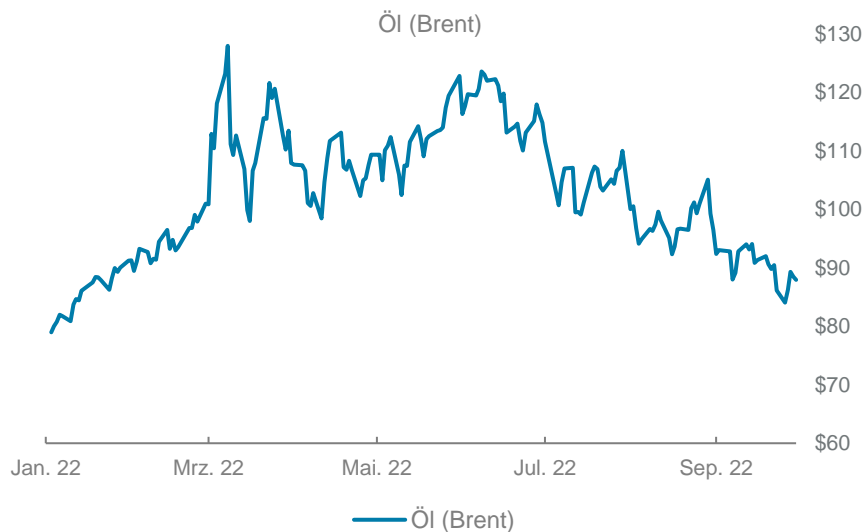
Seit dem letzten Quartal ist der breit aufgestellte Bloomberg-Commodity-Index in Euro um weitere 3 Prozent angestiegen und verzeichnet eine positive Entwicklung von 31 Prozent seit Jahresbeginn. Trotz der jüngst schwachen Rohölpreise im 3. Quartal mit -6 Prozent in USD („Bloomberg Brent Crude Subindex“) wie auch dem weiterhin unter Druck gekommenen Goldpreis durch steigenden Realrenditen profitierte der Euro-Anleger aus der Wechselkursentwicklung des unter die Parität gefallenen Währungspaares (EUR/USD).



Quelle: Eigene Darstellung, Refinitiv, Zeitraum: 01.01.2022 – 30.09.2022

Das dritte Quartal diesen Jahres war geprägt von abnehmender Marktliquidität, steigender Volatilität und einem nachlassendem Vertrauen der Anleger in positive Rohstoffaussichten. Nach den Höchstständen im Juni verloren die Rohstoffindizes durch die Kurskorrektur beinahe 25 Prozent aufgrund der schwächeren Konjunkturaussichten, der schrumpfenden EU-Wirtschaft und der anhaltenden Abriegelungsmaßnahmen in China. Trotz verlangsamender Nachfrage sind Entlastungen der Lagerbestände durch eine weitere Verstärkung der strukturellen Angebotssituation kaum spürbar.

Der Preisauftrieb für Rohöl aus der ersten Jahreshälfte verlor in diesem Quartal deutlich an Dynamik und notierte in etwa auf dem Niveau vor dem Russland-Ukraine-Krieg von Anfang Februar. Obwohl der Ölmarkt weiterhin fundamental knapp ist, führten die Belastungsfaktoren einer weltwirtschaftlichen Eintrübung mit vergleichsweise hoher Rezessionsangst, die Zero-COVID-Strategie in China, die Schwäche des chinesischen Immobiliensektors und die noch andauernden Abflüsse aus der strategischen Reserve („SPR“) der USA zu einem Preisrutsch.



Quelle: Eigene Darstellung, Yahoo Finance, Zeitraum: 01.01.2022 – 30.09.2022

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der niedrigen Wachstumserwartungen und die Risikoabneigung infolge der rigorosen Straffung der Geldpolitik in den USA und Europa spiegelt der Ölpreis wider, sodass durch die extreme Preisvolatilität viele Ölpositionen abgebaut und Jahresgewinne gesichert wurden. Allerdings wurde die strukturelle Angebotssituation aufgrund mangelnder Investitionen, geringer Kapazitätsreserven und Lagerbestände weiter verstärkt und erfordert zwangsläufig höhere Preise.

Durch eine mögliche globale Rezession entstandenen Belastungen für den Rohölpreis und eine nachlassende Nachfrage beschloss die OPEC+ eine Drosselung der Produktion im November gegenüber dem Stand von August als proaktiver Ansatz zur Stabilisierung des Marktes. Aus Sicht der OPEC+ stellt die Kürzung eine Rückkehr zur alten Ölordnung dar und führt zu angemessenen Investitionsanreizen. Eine weitere Verknappung der Angebotssituation erfolgt gegen Jahresende durch europäische Sanktionen gegen russisches Tanker-Öl und das Auslaufen der Abflüsse aus der SPR der USA.

Die rekordhohen Gas- und Strompreise stellen weitere Unsicherheiten für die Konjunktur dar. Eine physische Gasmangellage kann trotz einer weitestgehenden Einstellung der Gaslieferung seitens Russland nach Europa voraussichtlich durch einen höheren Bezug aus Norwegen und den Niederlanden abgewendet werden. Die Sorgen eines Konjunkturreinbruchs in Europa und allen voran in Deutschland sind durch enorm gestiegene Kosten, Produktionskürzungen, einen noch höheren Inflationsdruck, steigende Zinsen und eine starke Verunsicherung von Unternehmen und Verbrauchern ausgesprochen hoch.

Der ausschlaggebende Punkt für die zurückliegende Goldpreisschwäche ist vor allem die straffere monetäre Ausrichtung der Fed. Seit dem Höchststand im März ist der Goldpreis um circa USD 400 pro Unze gesunken und liegt auf einem Niveau wie zu Beginn des Jahres 2020. Zwar steigen die



Rezessionsrisiken, doch ist die Dynamik noch nicht stark genug, um von den zunehmenden Unsicherheiten zu profitieren. In früheren Zeiten der Zinsanhebung war das Rezessionsrisiko eine wichtigere Triebkraft für den Goldpreis als die Realzinsen. Des Weiteren ist der bärenstarke US-Dollar einer der größten Belastungsfaktoren in den zurückliegenden Monaten, der im bisherigen Jahresverlauf im Vergleich zu anderen Währungen deutlich aufwertete. Eine auch wahrscheinliche Rezession in den USA zu Jahresbeginn 2023 ist noch nicht vollumfänglich in das Blickfeld der Anleger geraten, da der bisherige Fokus auf der Energiekrise in Europa liegt.



Quelle: Eigene Darstellung, Yahoo Finance, Zeitraum: 01.01.2022 – 30.09.2022

Die globalen Nachfragesorgen setzten auch das Industriemetal Silber im 3. Quartal weiter unter Druck. Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und die sich verschlechternden Nachfrageaussichten der industriellen Anwendungen von Silber überschatteten die preisstützende Entwicklungen auf der Angebotsseite. Allerdings sind die Lagerbestände begrenzt und eine spätere Erholung der Nachfrage könnte problematisch sein, wenn sich das Bild wendet.

Ausblick und taktische Positionierung

Wir bleiben innerhalb der Aktienallokation weiterhin relativ defensiv aufgestellt, da aus unserer Sicht das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation weiterhin schwierig bleiben wird. Trotz allem planen wir auf Sicht der nächsten 12 Monate weiterhin die Aktienquote leicht zu erhöhen. Ein veränderter politischer Druck, der die zunehmenden Anzeichen für eine Abschwächung des Arbeitsmarktes widerspiegelt, könnte dazu führen, dass das Zwei-Prozent-Ziel der Fed aufgeweicht wird, vor allem, wenn die Inflationserwartungen verankert bleiben. Je stärker sich die finanziellen Bedingungen im Vergleich zu früheren Episoden verändert haben, desto wahrscheinlicher ist es, dass sich der Markt über die Wachstumsrisiken einer Straffung Gedanken macht und desto anfälliger sind die Märkte für eine Entlastung, wenn die Inflations- oder Arbeitsmarktnachrichten freundlicher ausfallen. Aus unserer Sicht werden die Zentralbanken verstärkt kontroverser diskutieren, wie schnell sie die



Zinssätze anheben sollten, während sie die heiße Inflation gegen den zunehmenden Stress auf den Finanzmärkten abwägen. Dies wäre eine Bestätigung dafür, dass Amerika in eine Ära strukturell höherer Inflation eingetreten ist, was langfristig Aktien gegenüber Staatsanleihen begünstigen würde.

Die Illiquidität des Marktes für US-Staatsanleihen deutet darauf hin, dass die Fed bereits die Kontrolle über den Markt für Staatsanleihen verloren haben könnte und dieser nicht mehr richtig funktioniert. Die USA werden innerhalb der nächsten drei Jahre einen Großteil der 23 Billionen USD an Schulden refinanzieren müssen, weshalb die Zinslast des US-Finanzministeriums in den nächsten Jahren deutlich ansteigen wird. Die Fed muss innerhalb der nächsten sechs Monate eine Trendwende in den Zinsen vollziehen, da das US-Finanzministerium ansonsten in eine Schuldenspirale geraten würde. Wie lange es dauert, bis die Fed dies eingesteht und wie viel zusätzlichen Schmerz sie tolerieren wird, bevor sie kapituliert, ist eine andere Frage. Es ist aus unserer Sicht sehr wahrscheinlich, dass die Fed die Geldpolitik bereits stärker gestrafft hat, als die Wirtschaft verkraften kann. Angesichts der Verzögerung, mit der sich Änderungen der Geldpolitik in den Daten niederschlagen, werden wir dies jedoch erst in einigen Monaten mit Sicherheit wissen. Da die Fed den Märkten jedoch in einem äußerst aggressiven Tempo Liquidität entzieht, ist das Risiko eines geldpolitischen Fehlers sehr hoch, weshalb die Volatilität für Marktbebewegungen sowohl in positive als auch negative Richtung erhöht bleibt.

Zahlreiche Frühindikatoren, vom Druck auf die Versorgungskette und die Rohstoffpreise bis hin zu den Gewinnspannen und den Inflationserwartungen, deuten alle auf einen ausgeprägten, zyklischen Rückgang der Inflation in naher Zukunft hin. Ein gutes Zeichen für die zunehmende weltweite Schwäche ist der sich beschleunigende Einbruch der Frachtraten für Schiffscontainer, der auch ein Zeichen dafür ist, dass die Wareninflation wahrscheinlich ihren Höhepunkt erreicht hat. Der TIPS-Markt geht davon aus, dass die Inflation im nächsten Jahr im Wesentlichen wieder das 2 Prozent-Ziel der Fed erreichen und auf absehbare Zeit dort bleiben wird. Diese Überzeugung hat wiederum die Spekulationen über eine Wende in der Politik angeheizt. Aber nur weil wir einen Rückgang der Inflation sehen, heißt das noch nicht, dass der Bärenmarkt vorbei ist. Für einen neuen Bullenmarkt brauchen wir einen eindeutigen Anstieg der Überschussliquidität - die Differenz zwischen realem Geldmengenwachstum und Wirtschaftswachstum - dem besten mittelfristigen Frühindikator für die Aktienentwicklung. Derzeit ist das Geldmengenwachstum rückläufig, die Inflation hoch und das Wirtschaftswachstum immer noch positiv (zumindest in den Q3-Prognosen), so dass die Überschussliquidität gering ist. Wenn jedoch die Inflation und das Wachstum in den kommenden Monaten zu sinken beginnen und die Fed darauf reagiert, indem sie die Straffung der Geldpolitik einstellt, wird die Überschussliquidität in die Höhe schnellen. Hier von sind wir allerdings noch entfernt, sodass eine positive Aktienmarktentwicklung eine weitere Bärenmarktrallye darstellen wird.



Eine solche Bärenmarkt-Jahresendrallye ist möglich, wenn die Inflation deutliche Anzeichen einer Entspannung zeigt. Aus diesem Grund werden wir in Schwächephase tendenziell die Aktienquote leicht aufbauen und in die Stärke der Bärenmarktrallye verkaufen („Buy the dip, sell the rip“). Die längerfristigen Inflationserwartungen sind in den letzten Monaten zusammen mit den sinkenden Gaspreisen zurückgegangen, was die Sorge der Anleger vor einer Entankerung mindert. Sollte die realisierte Inflation überraschend niedrig ausfallen, könnte dies ein Katalysator für leicht niedrigere Realzinsen und höhere Aktienbewertungen sein. Eine kurzfristige Rallye, die mit ermutigenden Inflationsdaten einhergeht, würde durch die geringe Positionierung der Aktienanleger und die attraktive Saisonalität noch verstärkt werden. Darüber hinaus sieht in den USA kürzlich verabschiedete Steuergesetz ab Januar eine Steuer auf Barmittel von Unternehmen vor, die für den Rückkauf von Aktien verwendet werden. Für die Unternehmen besteht ein Anreiz, geplante Aktienrückkäufe in das vierte Quartal zu verschieben, um diese zusätzlichen Kosten zu vermeiden.

Die Berichtssaison ist ebenso von entscheidender Bedeutung für die Entwicklung der Aktienmärkte für den Rest des Jahres. Die ersten Prognosen der Unternehmensleitungen (mehr als 10 Prozent der Marktkapitalisierung des S&P 500 haben Gewinne vorab bekannt gegeben) haben gezeigt, dass die Rentabilität der Unternehmen durch verschiedene Faktoren beeinträchtigt wird. Die Zuversicht der CEOs für die kommenden sechs Monate ist auf ein Niveau gefallen, das zuletzt 1980 erreicht wurde. Aufgrund der oben genannten Risiken erwarten wir negative Korrekturen der S&P 500-Konsensschätzungen für das Jahr 2023 – erwarten allerdings in Anbetracht einiger negativer Vorabmeldungen eine geringe Hürde die Gewinnerwartungen zu übertreffen. Die überwiegende Mehrheit (gemäß Umfragen ca. 60 Prozent) der Anleger erwartet, dass die Berichtssaison zu fallenden Aktienkursen führen wird und ist entsprechend positioniert. Daher könnten überraschend gute Quartalszahlen (geringe Hürden) den Märkten zusätzlichen Rückenwind geben.

Einen Monat vor den Zwischenwahlen 2022 deuten Umfragen und Prognosemärkte auf eine geteilte Regierung als wahrscheinlichstes Ergebnis hin. Die Prognosemärkte erwarten, dass die Republikaner die Kontrolle über den Senat, das Repräsentantenhaus oder den kompletten Kongress gewinnen werden. Aktien entwickeln sich in der Regel nach Zwischenwahlen positiv (das Jahr nach den Zwischenwahlen ist das beste Jahr im vierjährigen US-Präsidentschaftszyklus), da die politische Unsicherheit abnimmt, vor allem wenn der Kongress und Senat von unterschiedlichen Parteien dominiert wird. Aktien des Gesundheitswesens und der IT-Branche haben sich in den Monaten nach den Zwischenwahlen in der Vergangenheit am besten entwickelt und die jüngsten Korrelationen deuten darauf hin, dass sie auch in diesem Jahr wieder überdurchschnittlich abschneiden dürften, wenn das Marktszenario einer geteilten Regierung eintrifft. Aus diesem Grund behalten wir in diesen Sektoren unsere Übergewichtung bei. Sollte es zu einer kurzfristigen Erholung kommen, könnte diese durch die Eindeckung von Leerverkäufen in den Bereichen



Technologie und zyklische Konsumgüter angeführt werden, welche von uns weiterhin bei Markterholung als attraktivste Sektoren gesehen werden.

Im Bereich der Anleihen gehen wir kurzfristig weiter von einer hohen Volatilität aus, da die aktuellen Inflationsdaten und die restriktive Geldpolitik für Unsicherheit sorgen werden. Der Kapitalmarkt hat die bereits angekündigten Zinsschritte zwar zu großen Teilen bereits eingepreist, wird aber weiterhin die ersten Anzeichen einer sich verlangsamenden Inflation und einer hiermit einhergehenden möglichen Zinswende abwarten. Die Kreditspreads der Unternehmensanleihen haben sich ebenso bereits deutlich erhöht, aber die Neubewertung bleibt in Abhängigkeit der Rezessionsrisiken und könnte bei einer tiefen Rezession für weiter steigende Risikoprämien sorgen. Wir sehen aktuell weiterhin keinen sprunghaften Anstieg der Zahlungsausfälle, präferieren aber die Marktsegmente mit höherer Bonität. Insbesondere im Nachrangsegment mit guten Bonitäten im Investment Grade Bereich zeigen sich die ersten Opportunitäten. Ebenso erachten wir das US-Zinsniveau am kurzen Ende der Zinsstruktur mit Laufzeiten von 2-4 Jahren als attraktiv. Aufgrund der Unsicherheiten hinsichtlich der Zinspfade der Zentralbanken bleiben wir im Anleihebereich bis auf weiteres im Untergewicht. Sollte sich in der Zukunft ein Ende des Zinserhöhungszyklus andeuten, werden wir voraussichtlich das Untergewicht sukzessive abbauen.

Aufgrund der angespannten Lage am Ölmarkt und vor dem Hintergrund niedrigerer OPEC+-Fördermengen, der Einstellung der Freigabe strategischer Reserven der USA, europäischer Verbote von russischen Ölimporten auf dem Seeweg und die Umstellung von Gas auf Öl in diesem Winter erwarten wir ein globales Ölmarktdefizit im 4. Quartal 2022 und im Jahr 2023 mit volatiler Preisentwicklung.

Auf dem aktuellen Preisniveau von Gold scheinen die Zinserhöhungs-Erwartungen eingepreist, jedoch die vielfältigen zunehmenden (geo-) politischen und konjunkturellen Risiken noch nicht. Historisch betrachtet stieg der Goldpreis nach einer vollzogenen Leitzinswende in den USA deutlich an. Sofern die Energiekrise vor allem in Europa nicht weiter deutlich eskaliert, scheint auch die USD-Stärke nicht in Stein gemeißelt. Daher wird die taktische Richtung des Goldpreises im gegenwärtigen Umfeld einer restriktiven Politik und anhaltender Rezessionsängste von den Verschiebungen in der Prioritätenfunktion der Fed zwischen Inflationsbekämpfung und Wachstumsunterstützung bestimmt werden.

Wir bleiben für Rohstoffe mittel- bis langfristig positiv, da die Anlageklasse Diversifikationsvorteile für traditionelle Anleihen-/Aktienportfolios bietet. Kurzfristig sind eine hohe Volatilität, fallende Preise und zunehmende Wachstumsorgen zu beobachten. Aufgrund unserer Top-Down-Makroeinschätzung nun kurzfristig haben wir derzeit eine niedrigere Allokation in Rohstoffe.



Die aktuelle Liquiditätsquote weist aufgrund der hohen Unsicherheiten an den Kapitalmärkten zur Risikominimierung gegenüber der Aktien- und Anleihequote ein Übergewicht auf. Die Assetklasse Liquidität besaß aus unserer Sicht ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis als Risiko-Assets wie Aktien und Anleihen. Wir planen, dieses Übergewicht in Abhängigkeit konjunktureller Entwicklungen und schwachen Marktphasen perspektivisch abzubauen.

Ihre
LUNIS Vermögensmanagement AG
Investment Office

(14.10.2022)



Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der LUNIS Vermögensmanagement AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung/ Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung, durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/ oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/ oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die LUNIS Vermögensmanagement AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.

Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

LUNIS Vermögensmanagement AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.