



HRK LUNIS  
Vermögensverwaltung

# Kapitalmarktkommentar

Ausgabe 02 | 03. Quartal 2023

Wenn **Vermögensverwaltung**  
in höchster Qualität gelebt wird.

[hrklunis.de](https://www.hrklunis.de)

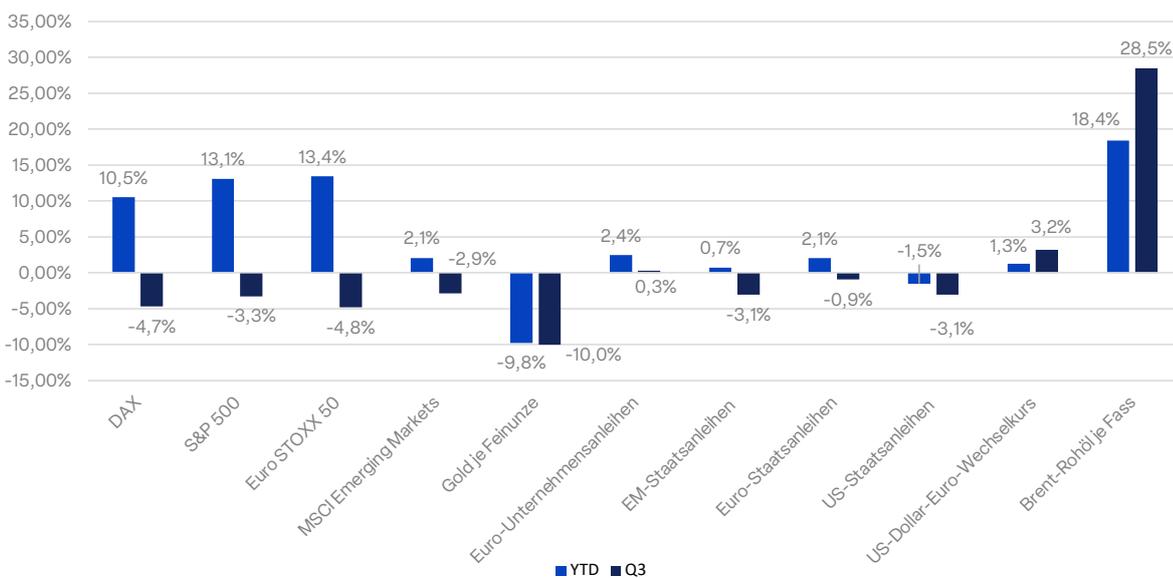


# Kapitalmarktumfeld

Das weltweite Wirtschaftswachstum hat im letzten Quartal an Fahrt verloren. Besonders China bereitet Sorgen und bremst damit auch die Wirtschaftsdynamik in Europa. Die USA hingegen, die weniger von China abhängig und von einem starken Optimismus geprägt sind, haben erstaunlich widerstandsfähig auf die straffere Geldpolitik reagiert. Gute Nachrichten gibt es von der Preisfront: Die Produzentenpreise sind deutlich gesunken und Lieferkettenprobleme sind kaum noch ein Thema. Die Konsumenteninflation ist moderat zurückgegangen oder in den USA sogar leicht angestiegen. Doch die von den Notenbanken stärker beachteten Kernraten, die ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnet werden, sind deutlich gesunken. Trotzdem halten die Notenbanken an ihrer restriktiven Politik fest und signalisieren den Anlegern, dass sie länger mit höheren Leitzinsen rechnen müssen. Auch der Abbau der Notenbankbilanzen wird vorangetrieben. Die Geldpolitik bleibt neben der konjunkturellen Verlangsamung in China der Hauptbelastungsfaktor für die Kapitalmärkte.

Die Hoffnungen auf eine wirtschaftliche Erholung Chinas nach der Pandemie wurden im dritten Quartal enttäuscht. Der Immobilienmarkt schwächelt, die Binnennachfrage erholt sich nur langsam, der Zugang zu Hochtechnologie ist durch US-Handelsbeschränkungen eingeschränkt und die Exporte sind rückläufig. Das Wachstum der Einzelhandelsumsätze, der Industrieproduktion und der Investitionen hat sich überraschend stark verlangsamt.

## BÖRSENENTWICKLUNG IM ÜBERBLICK



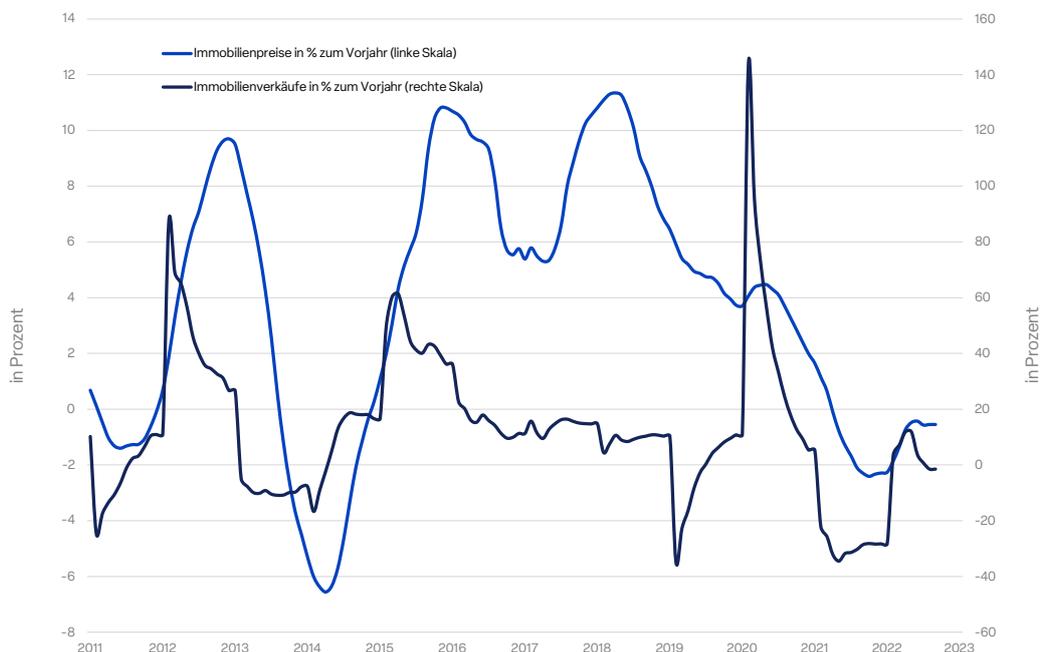
Quelle: Bloomberg

Wertentwicklung in lokaler Währung.



Die Stimmung in der Industrie, im Dienstleistungssektor und bei den Verbrauchern hat sich verschlechtert. China benötigt dringend eine nachhaltige und signifikante Steigerung der Konsumnachfrage, um seine Wachstumsziele für dieses Jahr noch zu erreichen. Dafür ist das Vertrauen der Verbraucher in die politische Führung und die wirtschaftliche Stärke entscheidend. In den letzten Monaten ist dieses Vertrauen jedoch zunehmend erodiert, da Präsident Xi Jinping immer mehr Macht an sich zieht und Entscheidungen auf operativer Ebene verzögert werden. Die Erwartungen an eine fiskalpolitische Reaktion der Regierung auf die konjunkturelle Schwäche wurden bisher enttäuscht. Es gibt keine Anzeichen für ein größeres Konjunkturpaket, abgesehen von einigen kleinen Lockerungen beim Immobilienkauf und dem Versprechen, das Regulierungstempo zu verlangsamen. Gleichzeitig hat sich die Immobilienkrise verschärft: Der größte private Immobilienentwickler Country Garden geriet in Zahlungsschwierigkeiten und die Neubaupreise sind erneut gesunken. In den letzten zweieinhalb Jahren sind über zwei Drittel der 50 am stärksten verschuldeten Immobilienentwickler Chinas im Zahlungsverzug, was zu einem starken Rückgang der Investitionen in den Immobilienmarkt geführt hat. Die Auswirkungen sind weitreichend. So haben die Kommunalregierungen in den letzten zehn Jahren hauptsächlich durch den Verkauf von Land Einnahmen erzielt. Jetzt sind diese weggebrochen, gerade in einer Zeit, in der die Kommunen viele regionale Infrastrukturprojekte refinanzieren müssen. Die bisherige Strategie der Zentralregierung, die Wirtschaft durch massive Investitionsprogramme anzukurbeln, funktioniert aufgrund der prekären finanziellen Lage nicht mehr. Daher hat die Regierung versucht, vor allem geldpolitisch gegenzusteuern. Die Reserveanforderungen für Banken wurden reduziert und die Geldinstitute aufgefordert, die niedrigeren Kreditkosten auch an bestehende Kunden weiterzugeben. Trotz anhaltender Währungsschwäche wurde sogar der Leitzins überraschend gesenkt. Die Wirkung dieser Maßnahmen war jedoch begrenzt. Fakt ist, dass eine Heilung des Immobilienmarktes noch Jahre dauern wird, und selbst bei günstigen Finanzierungsbedingungen werden die Verbraucher kaum zu steigenden Ausgaben animiert.

### CHINAS IMMOBILIENMARKT AM BODEN



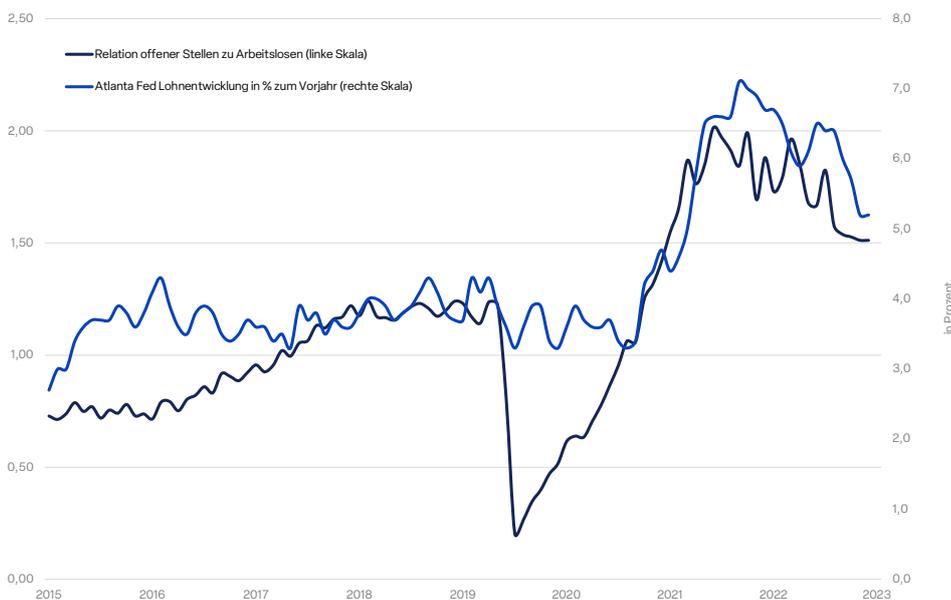
Quelle: Bloomberg



Die Wachstumsverlangsamung der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt wurde vor allem in Europa spürbar. In den letzten zwanzig Jahren hat sich Chinas Anteil am gesamten EU-Warenverkehr verdreifacht, wodurch die Volksrepublik zum wichtigsten Handelspartner der EU aufgestiegen ist. Gleichzeitig ist der Außenhandel mit den Vereinigten Staaten zurückgegangen. Obwohl die USA und Großbritannien immer noch deutlich mehr aus der EU importieren als China, belasten die aggressive Industriepolitik der Biden-Administration und die wirtschaftlichen Folgen des Brexits die EU-Ausfuhren zusätzlich. Daher überrascht es nicht, dass sich die Stimmung im europäischen Industriesektor weiter verschlechtert hat und die Produktionseinbußen anhalten. Im dritten Quartal war das Wachstum der Europäischen Gemeinschaft mager, da die Leitzinsen weiter erhöht wurden, die Energiekosten langsam stiegen und der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine bereits im zweiten Jahr andauert. Obwohl die Löhne jetzt spürbar anziehen, liegen sie immer noch leicht unter der Inflationsrate, was dazu führt, dass die Verbraucher weiterhin unter sinkenden Reallöhnen leiden. Daher bleibt die Stimmung der privaten Haushalte trotz der nach wie vor engen Arbeitsmärkte schwach und der Konsum geht zurück.

Die wirtschaftliche Situation in den Vereinigten Staaten sieht deutlich besser aus, die Wahrscheinlichkeit einer sanften Landung ist gestiegen. Die Lücke auf dem Arbeitsmarkt, also das Verhältnis von offenen zu neu geschaffenen Stellen, hat sich verringert. Sowohl der Immobilienmarkt als auch das verarbeitende Gewerbe, die während der straffen Geldpolitik im ersten Halbjahr unter Druck geraten waren, zeigen Anzeichen einer Stabilisierung. Der Dienstleistungssektor wächst weiterhin stabil, was insgesamt zu einer gesunden konjunkturellen Aktivität führt. Bei rückläufiger Inflation und unerschütterlichem Arbeitsmarkt verbesserten sich Stimmung und Einkommen der privaten Haushalte. Solide steigende Verbraucherausgaben in den letzten drei Monaten demonstrierten die Stärke des amerikanischen Konsumenten. Nahezu alle großen Investmenthäuser gaben daher ihre Rezessionsprognosen auf oder schoben diese weit ins kommende Jahr.

### DER US-ARBEITSMARKT ZEIGT SICH RELATIV ROBUST



Quelle: Bloomberg



Allerdings nehmen die Gegenwinde zu, während die Rückenwinde für die US-Wirtschaft abnehmen. Es braut sich ein kleines Sturmtief zusammen. In ihrer jüngsten Erhebung schätzte die Fed, dass die Überschussersparnisse aus Pandemiezeiten zu Beginn des dritten Quartals nur noch 190 Mrd. US-Dollar betragen, sich vor allem auf die oberste Einkommenskohorte konzentrierten und inzwischen aufgezehrt wurden. Die Kreditkonditionen der Banken haben sich verschärft und erreichten ein Niveau, das in der Vergangenheit nur während Rezessionen beobachtet wurde. Gleichzeitig sind die Kreditkartenschulden auf ein neues Rekordniveau gestiegen. Die breit angelegten Streiks im Automobilsektor und im Gesundheitswesen lassen vermuten, dass der Druck auf die Löhne noch nicht nachlassen wird. Zu all diesen Entwicklungen kommt eine chaotisch wirkende politische Lage hinzu. In wenigen Wochen droht ein neuer Shutdown, der die US-Regierung lahmlegen und viele Ausgabenprogramme auf Eis legen könnte. Die Vielzahl der Probleme könnte die solide makroökonomische Fassade der Vereinigten Staaten zum Bröckeln bringen. Glücklicherweise wird der mächtigste Belastungsfaktor, die restriktive Geldpolitik, in den nächsten Monaten voraussichtlich nicht im gleichen Tempo fortgesetzt.

# Assetklassen

## AKTIENMÄRKTE

Die globalen Aktienmärkte zeigten im dritten Quartal eine gemischte Performance, sodass sich die im letzten Quartalsausblick vorgestellte abwartende Haltung der Anleger bestätigte. Das erwartete leichte Aufwärtspotenzial ist allerdings nicht eingetreten. Der MSCI World Index bewegte sich seitwärts und schloss das Quartal auf Euro-Basis mit einer Performance von -0,3 %. Das letzte Markthoch fiel mit der letzten Zinserhöhung der US-Notenbank Ende Juli zusammen. Die relative Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft und die im Vergleich zu Europa früheren Zinserhöhungen in den USA begünstigten US-Aktien gegenüber europäischen Titeln. Im dritten Quartal entwickelten sich US-Aktien (S&P 500-Index in Euro: -0,2 %) insgesamt etwas besser als europäische Aktien (z.B. STOXX Europe 600: -2,0 %).

Die Bewertungen haben sich etwas verringert. Das für 2024 erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 ist zwar auf 18 gefallen, weist aber immer noch eine deutliche Divergenz zum 10-Jahres-Realzins auf, welcher ein Niveau von 10 implizieren würde. Mit anderen Worten: Wäre der S&P 500 dem historischen Pfad zu den Realzinsen seit 2016 gefolgt, wäre der US-Aktienmarkt deutlich niedriger bewertet. Anleger gehen also von höheren künftigen Wachstumsraten aus. Insgesamt befinden sich die Aktienmärkte weiterhin in einem Bullenmarkt. So hat der S&P 500 in den ersten neun Monaten auf Euro-Basis um 14,5 % zugelegt. Der gleichgewichtete S&P 500 liegt mit 3,1 % jedoch nur leicht im Plus und zeigt damit im Vergleich zum STOXX Europe 600 (+9,2 %) und DAX (+10,5 %) eine Underperformance.

Nach der außergewöhnlichen Performance im ersten Halbjahr schwächte sich die Dominanz der großen, sehr hoch börsenkapitalisierten Tech-Konzerne (Mega Cap Techs) im dritten Quartal ab. Der MSCI World Information Technology Index verzeichnete eine negative Performance von -3,0 %. Energieaktien (MSCI World Energy Index) entwickelten sich im dritten Quartal vor dem Hintergrund der gestiegenen Ölpreise gut (+15,1 %), blieben aber hinter der Entwicklung des Rohstoffpreises zurück. Das fallende Ölangebot und der resultierende Ölpreisschock bedeuten wieder Inflationsdruck.

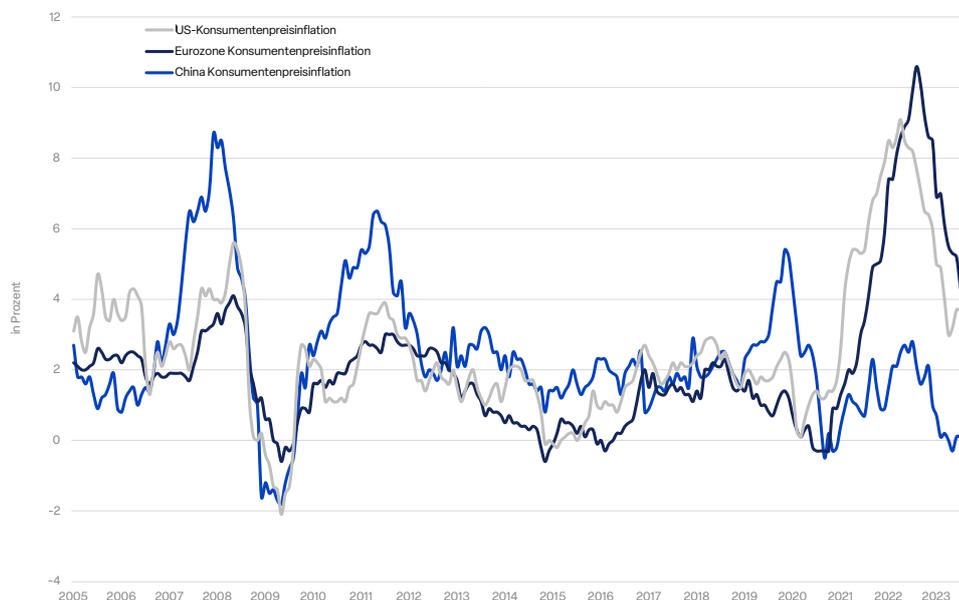


Defensive Sektoren (MSCI World Defensive Sectors Index) entwickelten sich mit +1 % leicht besser als zyklische Sektoren (MSCI World Cyclical Sectors Index) (-1 %). Die zyklische Rally aus dem zweiten Quartal setzte sich somit nicht fort. Zyklische Werte haben keine weitere Bewertungsausweitung erfahren, aber aufgrund der geringen Underperformance im dritten Quartal bewerten Investoren die Wahrscheinlichkeit eines Soft Landings weiterhin als hoch. Unterstützt wurde dies von der Tatsache, dass die Weltkonjunktur im dritten Quartal trotz der Straffung der Geldpolitik durch die weltweiten Zentralbanken relativ robust blieb. Die Berichtsaison fiel deutlich besser aus als befürchtet. So zeigten die Unternehmen im S&P 500 einen Gewinnrückgang von nur 4 %. Dies war deutlich besser als erwartet (-9 %).

## ANLEIHEMÄRKTE

Anleihen blieben im dritten Quartal eine wichtige Diversifizierungsmöglichkeit im Portfolio. Im Vergleich zur Aktienseite sind sie weniger von der anhaltenden Inflation, schwachen Wirtschaftsleistungen und Zinserhöhungen der Zentralbanken betroffen. Obwohl die FED im Juli den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5,50 % erhöht hat und im September keine weitere Erhöhung erfolgte, wurde ein Ende des Zinszyklus von den Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks noch nicht avisiert. Die EZB hat im August den Zinssatz der Einlagenfazilität auf 3,75 % und zuletzt im September auf 4,00 % erhöht. Die Anleger reagierten unterschiedlich auf die anhaltend hohen Leitzinsen. Während steigende Renditen die Anlageklasse attraktiv erscheinen lassen, wächst auch die Sorge vor Zahlungsschwierigkeiten der Emittenten von Anleihen. Bemerkbar macht sich dies unter anderem darin, dass sich Investoren in den USA vermehrt aus Bond-Fonds zurückziehen. Im Allgemeinen suchten Anleger verstärkt Sicherheit in Staatsanleihen und Anleihen mit Investment-Grade-Rating, nachdem Hochzinsanleihen bisher sehr gut performt haben. Dies zeigt sich auch in den Kapitalflüssen in die verschiedenen Anlageklassen.

## DER PEAK BEI DEN INFLATIONS-RATEN SCHEINT ÜBERWUNDEN



Quelle: Bloomberg



## ROHSTOFFMÄRKTE

Der Goldpreis verzeichnete im dritten Quartal eine leicht negative Performance von etwa 3 %. Dadurch setzte sich der kurzfristige Abwärtstrend fort, der Anfang Mai dieses Jahres begonnen hat. Die jüngsten Kursverluste dürften hauptsächlich auf die anhaltend restriktive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank Fed zurückzuführen sein. Im nächsten Jahr erwarten Anleger keine signifikanten Zinssenkungen und so dürfte das Zinsniveau für längere Zeit relativ hoch bleiben. Zunehmende Sorgen um den chinesischen Immobilienmarkt haben auch dazu geführt, dass Investoren wieder verstärkt Gelder aus den Emerging Markets und Europa abgezogen und in den USA angelegt haben. Besonders in unsicheren wirtschaftlichen und geopolitischen Zeiten ist eine erhöhte Nachfrage nach US-Dollar zu beobachten, was den Goldpreis belastet hat.

Im Gegensatz zu Gold ist der Rohölpreis im dritten Quartal stark um knapp 30 % gestiegen. Konnte Öl von den Förderkürzungen der OPEC+-Staaten im zweiten Quartal nicht nachhaltig profitieren, hat sich die erneute Ankündigung Russlands mit einer Förderkürzung um 300.000 Barrel/Tag nun sehr positiv auf den Ölpreis ausgewirkt. Saudi-Arabien plant ebenfalls eine Reduzierung des Angebots. Zusätzlich gab es unterstützende Meldungen, wie den Rückgang der Lagerbestände im größten US-Lagerzentrum Cushing, die sich mit 22 Millionen Barrel dem betrieblichen Minimum näherten. Dies führte zu einem deutlichen Preisanstieg. Zudem dürften eine stärkere Hurrikansaison im Golf von Mexiko und eine leichte konjunkturelle Aufhellung in China zum Preisanstieg beigetragen haben.

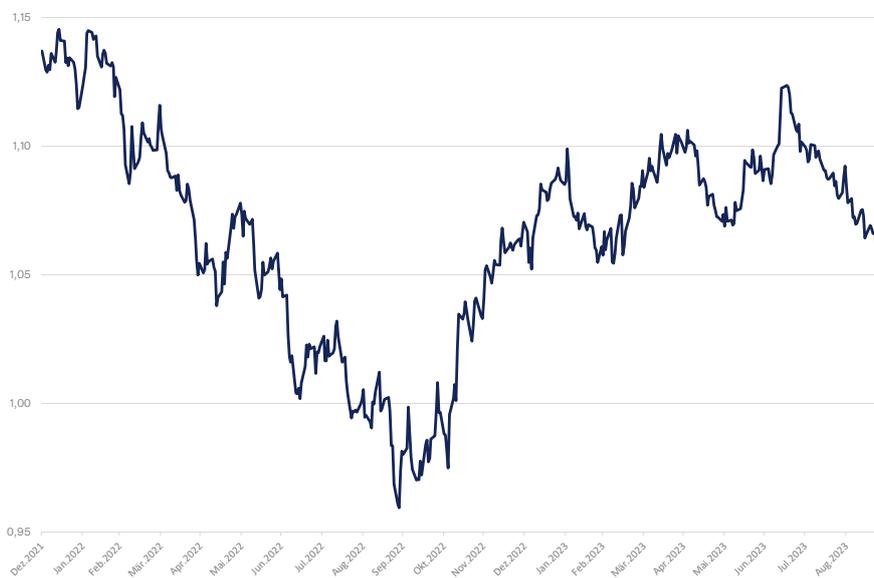
# Ausblick und taktische Positionierung

Wir gehen davon aus, dass der Straffungszyklus der Fed beendet ist, auch wenn „Nachwehen“ noch spürbar sind. Denn der Abbau der Zentralbankbilanz schritt wieder planmäßig voran und Fed-Präsident Powell hat die Märkte zinspolitisch auf ein „höher für länger“ eingeschworen. Zwar sind weitere kleine Zinserhöhungen nicht auszuschließen, falls die Inflation ansteigt, bevor der US-Arbeitsmarkt deutlichere Schwächezeichen sendet. Dennoch bietet die Ausgangssituation für das vierte Quartal Chancen. Die Inflation scheint ihren Höhepunkt in der westlichen Welt überschritten zu haben, die Kernraten der Konsumentenpreis-inflation sind zuletzt gesunken und die Wohnkosten haben sich stabilisiert. Gleichzeitig haben die entschlossene Haltung der amerikanischen Geldhüter und die Erwartung der Anleger, dass eine tiefe Rezession vermieden wird, dazu beigetragen, dass die Renditen der langfristigen US-Staatsanleihen stark gestiegen sind. Die Inversion (Umkehrung) der Zinskurve hat abgenommen und die Anleger haben realistischere Erwartungen an die Zinsentwicklung der kommenden 12 Monate. Sie haben auch einen unerschütterlichen Glauben in die Fähigkeiten der Fed, die US-Ökonomie sanft landen zu lassen. Diese Zuversicht teilen wir nicht. Wir gehen davon aus, dass die amerikanische Wirtschaft heftig abbremst und die Fed die Leitzinsen im kommenden Jahr daher stärker senken muss, als sie und die Anleger es derzeit erwarten. Obwohl viele der Belastungen später als erwartet auftreten, werden sie sich letztendlich gemeinsam und folglich mit größerer Wucht entfalten.



Die Kapitalmärkte sollten diese Entwicklung vorwegnehmen, daher empfehlen wir eine defensivere Positionierung. Zum ersten Mal seit dem Jahr 2000 entspricht die Gewinnrendite des globalen Aktienindex MSCI World der Rendite eines globalen Unternehmensanleihenindex. Im Vergleich zu Aktien sind Anleihen derzeit somit attraktiv bewertet, während die Risikoprämie für Aktien angesichts der Belastungen zu niedrig ist. Daher empfehlen wir taktisch, Anleihen gegenüber Liquidität und Aktien zu bevorzugen.

## EURO VS. US-DOLLAR



Quelle: Bloomberg

# Assetklassen

## AKTIENMÄRKTE

Im anstehenden vierten Quartal setzen Aktien für gewöhnlich zur Jahresendrally an, aber jedes Makroumfeld ist natürlich individuell zu beurteilen. Die Märkte gehen derzeit davon aus, dass eine sanfte Landung der globalen Konjunktur wahrscheinlich ist und sich die Unternehmensgewinne im nächsten Jahr stark verbessern werden. Die Zentralbanken werden ihre Geldpolitik wahrscheinlich so lange straff halten, bis sie mehr Vertrauen haben, dass sie ihre Inflationsziele erreichen können. Die Gefahr einer Rezession im Jahr 2024 bleibt allerdings bestehen. Der Hype um Künstliche Intelligenz (KI) hat während des dritten Quartals zumindest kurzfristig einen Höhepunkt erreicht.



In den Telefonkonferenzen zu den Quartalszahlen des zweiten Quartals wurde der Begriff Künstliche Intelligenz vier bis sechs Mal häufiger verwendet als noch vor einem Jahr. Dennoch zogen Anleger das erste Mal seit fast drei Monaten wieder Kapital aus Technologiewerten ab. Die Gewinnerwartungen von KI-Aktien entwickelten sich insgesamt besser als für die Indizes, da Unternehmen unabhängig von Konjunkturerwartungen in KI-Technologie investieren müssen, um ihre Wettbewerbspositionierung verteidigen zu können. Aus diesem Grund erscheint das erwartete Umsatzwachstum über die nächsten zwei Jahre von ca. 12 % p.a. für Mega-Cap-Tech-Aktien gegenüber 3 % p.a. für die restlichen Titel innerhalb des S&P 500 attraktiv, zumal die wachstumsadjustierte Bewertung dieser Unternehmen relativ zum Gesamtmarkt auf einem Mehrjahrestief liegt. Die Resilienz dieser Gesellschaften könnte sich weiter fortsetzen und sich als Portfoliostabilisator erweisen. Falls das Wachstum der großen Tech-Konzerne (seit 2016 wurden in über 80 % der Fälle die Erwartungen während der Berichtsaison übertroffen) aus dem oben genannten Grund konstant bleibt und die wachstumsadjustierten Bewertungen in Richtung Mittelwert konvergieren, ist von einer weiteren Outperformance der Technologiebranche auszugehen.

Es bleibt zwar abzuwarten, ob die US-Wirtschaft tatsächlich weich landet und sich das Rezessionssignal der Zinskurven somit als unzutreffend erweist. Aber die Historie spricht gegen solch glückliche Umstände. Strengere Kreditbedingungen und schwindende Ersparnisüberschüsse werden wahrscheinlich die Verbraucherausgaben unter Druck setzen und könnten die Sorgen um Wachstumsrisiken verstärken. Höhere Ölpreise bedeuten zudem Gegenwind für Konsumwerte und Unternehmen, die Öl als wichtigen Rohstoff verwenden.

### EUROPAS AKTIEN SIND IM VERGLEICH ZUM US-MARKT GÜNSTIG



Quelle: Bloomberg



Die Gewinnerwartungen für das Jahr 2024 erscheinen insgesamt zu hoch. Für den S&P 500 liegt das prognostizierte Gewinnwachstum beispielsweise bei 12 %. Auch die Bewertung ist mit einem 2024er-KGV von 18 im 20-Jahres-Vergleich hoch. Angesichts der Signale der Zentralbanken, die Zinssätze womöglich länger auf hohem Niveau zu belassen, erscheinen die Gewinnprognosen zu ambitioniert. So liegt das implizite, d.h. aus den aktuellen Bewertungen abgeleitete reale langfristige Wirtschaftswachstum bei 4 %.

Aus diesem Grund erscheint auch die Aktienrisikoprämie des S&P 500 relativ unattraktiv. Zuletzt ist sie unter jene für hochverzinsliche Anleihen und kurzfristige Staatsanleihen gesunken. Aktien bieten also geringere Renditen bei insgesamt höheren Risiken als Staatsanleihen oder Hochzinsanleihen. Die hohen Bewertungen von US-Aktien spiegeln bereits ein optimistisches Szenario wider. Gleichzeitig sind viele Branchen wie Gewerbeimmobilien und Regionalbanken anfällig und stellen ein systematisches Risiko für die Finanzmärkte dar. Für einen weiteren Aufwärtstrend fehlen daher gute Argumente.

Vor diesem Hintergrund sehen wir defensive Sektoren als attraktiv an. Sie sind im historischen Vergleich unterdurchschnittlich bewertet und gelten im spätzyklischen Makroumfeld als Portfoliostabilisator. Die verzögerten Auswirkungen der gestiegenen Kapitalkosten begünstigen Unternehmen mit starken Bilanzen und hohen und stabilen Margen. Sie sollten einen Bewertungsaufschlag zum Markt erzielen können. Zyklischer hingegen sind teuer bewertet. Der Ölsektor ist auf Basis des relativen KGVs zum S&P 500 günstig. Die Bewertung entspricht einer der extremsten Divergenzen der letzten 30 Jahre. Zusammen mit den Aussichten auf weiter steigende Ölpreise sollten sich Energieaktien besser entwickeln als der breite Markt. Das Aufwärtspotenzial ist jedoch begrenzt, da Anleger das Rezessionsrisiko aufgrund der inflationären Auswirkungen steigender Ölpreise abwägen müssen.

## ANLEIHENMÄRKTE

Laut amerikanischen und europäischen Notenbankern ist bis Ende des Jahres keine Zinssenkung zu erwarten. EZB-Entscheider sehen ebenfalls keine Zinssenkung bis Mitte 2024 und die US-Notenbank prognostiziert für das nächste Jahr nur zwei – anstatt der vier vom Markt erwarteten Zinssenkungen. Die wirtschaftliche Entwicklung und der Verlauf der Inflationsrate wird auf beiden Seiten des Atlantiks entscheidend sein. Kurzlaufende Anleihen bieten weiterhin eine hohe Rendite bei vergleichsweise geringem Risiko. Länger laufende Anleihen sind nur dann attraktiver, wenn sich die makroökonomische Situation markant verschlechtert. Dies gilt sowohl für deutsche und US-amerikanische Staatsanleihen als auch für Unternehmensanleihen mit guter Bonität. Die Bonitätsstufen zeigen bisher keine signifikanten Ausfallraten über die gesamte Bandbreite. Die Ratingagentur S&P schätzt, dass die Zahl der Zahlungsausfälle von spekulativen Emittenten bis Juni 2024 schrittweise auf 3,75 % steigen wird. In den kommenden Monaten ist es nicht ratsam, die Laufzeiten im Anleiheportfolio deutlich zu erhöhen. Vor allem der stabile Arbeitsmarkt in den USA schnürt Sorgen, dass sich die erhöhten Inflationserwartungen verankern könnten. Die Inflationsraten sind zwar rückläufig, doch sie notieren weiterhin deutlich über den Zielniveaus der Notenbank. Angesichts einer weiterhin restriktiven Geldpolitik und der fortgesetzten Bilanzkürzung der Notenbanken ist es eine niedrige Zinssensitivität daher anzuraten.



## ERWARTETE ZINSENTWICKLUNG

		30.09.2023	31.12.2023	31.03.2024
<b>USA</b>	Leitzins	5,5	5,47	5,40
	10J US-Rendite	4,57		
<b>Eurozone</b>	Leitzins	4,50	4,02	3,93
	10J Bund-Rendite	2,84		
<b>Großbritannien</b>	Leitzins	5,25	5,38	5,41
	10J Gilts-Rendite	4,44		

Quelle: Bloomberg

Wir erwarten auf Sicht von zwölf Monaten eine Überrendite des Anleihesektors im Vergleich zu Aktien. Empfehlenswert bleibt eine Übergewichtung von Investment-Grade-Anleihen gegenüber Hochzinsanleihen (High Yields). Als interessantes Segment ist weiterhin der Spezialrenten-Bereich zu sehen, wo aufgrund von Sondersituationen attraktive Renditen bei überschaubaren Risiken zu finden sind. Ein besonderes Augenmerk legen wir unter anderem auf die cashflow-starke Energiebranche. Staatsanleihen können als Liquidität ersatz zur Beimischung genutzt werden.

## ROHSTOFFMÄRKTE

Der Goldpreis wird maßgeblich vom Realzinsniveau beeinflusst. Wenn die Inflation weiterhin schnell abnimmt und die Notenbanken die Nominalzinsen hoch halten, wirkt sich das positiv auf den Realzins aus. Dadurch ergeben sich für Investoren zunehmend mehr attraktive Möglichkeiten im Geld- und Anleihemarkt, was in der Regel zu einer negativen Entwicklung des Goldpreises führt. Auf der anderen Seite stocken einige Notenbanken, vor allem aus Asien, weiterhin ihren Goldbestand auf, was den Goldpreis seit mehreren Monaten stark unterstützt. Dieser Rückenwind wird unseres Erachtens anhalten und durch den Dekaden- und US-Präsidentschaftszyklus gestärkt. Insgesamt wirkt die straffere Geldpolitik in den USA und die Aussicht auf weniger stark sinkende Zinsen im Jahr 2024 jedoch etwas bremsend auf den Goldpreis. Daher ist kurzfristig nicht mit einer starken Outperformance des Edelmetalls gegenüber anderen Anlageklassen zu rechnen. Mittel- bis langfristig bleiben wir mit Blick auf den Höhepunkt der Kapitalmarkt zinsen und einer unterstützenden Rhetorik der Notenbanken in der Zukunft positiv für Gold eingestellt.



Der kurzfristige Ausblick für Öl bleibt nach der starken Performance im dritten Quartal positiv, kurzfristig könnte sich der Preis in Richtung 100 US-Dollar bewegen. Die jüngsten Förderkürzungen haben Wirkung gezeigt und derzeit sieht es so aus, als würde die globale Konjunktur nicht in eine Rezession abrutschen. Dennoch ist der Preisanstieg zuletzt schnell und steil verlaufen, und ein weiterer Anstieg in diesem Tempo ist nicht zu erwarten. Obwohl es zuletzt bessere Konjunkturnachrichten gab, scheinen bereits viele positive Faktoren eingepreist zu sein. Mit Blick auf das Jahresende dürften einige Investoren auch Gewinne mitnehmen. Mittelfristig bietet ein höherer Ölpreis Anreize, die Förderung auszubauen, was den Preis langfristig dämpfen würde. Zudem bleibt abzuwarten, wie sich das hohe Zinsniveau tatsächlich auf die Realwirtschaft auswirkt. Es ist daher nicht auszuschließen, dass die Konjunkturprognosen nach unten korrigiert werden müssen, was den Ölpreis belasten würde. Mittelfristig erwarten wir daher eher einen leichten Rückgang des Preises.

Ihre

**HRK LUNIS AG**

Investment Office

07.10.2023



# Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der HRK LUNIS 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 HRK LUNIS AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.  
Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

**HRK LUNIS AG**, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.