

Frankfurt am Main, den 22. Oktober 2022

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Der September war an den Finanzmärkten von wachsender Zurückhaltung und Risikoscheu geprägt. So verzeichneten einige Indizes wie der US-amerikanische Technologieindex *Nasdaq-100* und der chinesische *Hang-Seng* Index zweistellige Kursverluste von -10,6% bzw. -13,7% und reduzierten sich damit seit Jahresbeginn um mehr als ein Viertel (-32,8% bzw. -26,4%, jeweils in lokaler Währung). Auch breite Indizes wie der US-amerikanische *S&P 500* oder der europäische *Stoxx Europe 600* verloren deutlich mit -9,3% bzw. -6,6% (seit Jahresbeginn -24,8% bzw. -20,5%, jeweils in lokaler Währung). Der weltweite Aktienindex *MSCI ACWI* verlor im September -7,3% (seit Jahresbeginn -13,7%, in EUR).
- Erwähnung verdient, dass diesem (im Jahresverlauf durchaus typisch) schwachen Monat robuste Wochen vorangegangen waren und damit das Quartal für die meisten Indizes mit einem niedrigen einstelligen Minus schloss. Negative Ausreißer in diesem Bild waren die chinesischen Aktienmärkte, die für das Quartal ein deutlich zweistelliges Minus verzeichneten und damit die relativ robuste Entwicklung im ersten Halbjahr aufzehrten, zum Beispiel der Festlandindex in *Shanghai* (im Quartal -11,0% und seit Jahresbeginn -16,9%, in lokaler Währung). Aus Sicht von EUR-Investoren blieben die Aktienmärkte im dritten Quartal recht stabil (*MSCI ACWI*: -0,6%, in Euro), getragen durch einen weiteren Rückgang im Außenwert der Gemeinschaftswährung.
- Gegenüber dem US-Dollar vergünstigte sich der Euro im September um -2,5% und notierte damit -13,8% niedriger als zum Jahresbeginn. Nicht nur gegenüber dem EUR, auch gegenüber fast allen anderen Währungen verteuerte sich der US-Dollar in diesem Jahr deutlich. Während die Währungseffekte für EUR-Investoren Kursverluste internationaler Engagements abfederten (im weltweiten Aktienindex *MSCI ACWI* von -21,6% in lokalen Währungen auf -13,7% in EUR), erleben US-amerikanische Investoren das Gegenteil: Für sie erhöhte die Dollarstärke den Verlust auf -25,8%. Wie bedeutend Währungseffekte zu Buche schlagen, zeigt sich auch in der Wertentwicklung von Gold: Mit einem Rückgang auf einen Preis von 1.672 USD (pro Feinunze) und einem Verlust seit Jahresbeginn von -6,4% entwickelte sich das Edelmetall in seiner oft zitierten Rolle als Inflationsschutz bislang enttäuschend, für EUR-Investoren durch die USD-Aufwertung mit +7,4% dagegen leidlich.
- Nicht nur die Aktien-, auch die Rentenmärkte gaben im September nach, indem sowohl die Marktzinsen als auch die Risikoaufschläge für einzelne Bonitäten weiter stiegen. Die Renditen zweijähriger Staatsanleihen der USA erhöhten sich im Berichtsmonat deutlich von 3,47% auf 4,18% (zum Jahresbeginn: 0,73%), weiterhin über den Renditen der zehnjährigen *US Treasuries* (3,74%). Für Schuldner mit moderater Bonität im Hochzinssegment stiegen die Risikoaufschläge im September in den USA von 5,0% auf 5,4%, in Europa von 5,8% auf 6,3%. Weil die Kurse von Anleihen bei steigenden Zinsen fallen, verzeichnen viele Segmente im Rentenmarkt zweistellige Kursverluste seit Jahresbeginn.
- Maßgebliche Treiber dieser Entwicklung sind die anhaltend hohe Inflation und die damit verbundenen geldpolitischen Signale der Zentralbanken. Die jüngsten Inflationsdaten für den September entsprachen weitgehend den Erwartungen mit 8,2% in den USA (vs. Erwartung 8,1%), 9,9% im Euroraum (vs. 10%) und 10% in Deutschland (vs. 10%). Mit hoher Dynamik (illustriert in unserer *Graphik des Monats*) verzeichnen inzwischen 58 Länder eine Inflation von mindestens 10%. Diese Entwicklung begründete die Erwartungen an die Zentralbanken, denen ihre Maßnahmen im September entsprachen. Nach der Erhöhung des Leitzinses der Europäischen Zentralbank um 0,75% am 8. September auf 1,25% werden nun weitere Schritte bis auf 2,75% erwartet, in den USA nach der Erhöhung durch die *Federal Reserve* auf 3,25% am 21. September ebenfalls bis auf 4,4% im Dezember. Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang, dass die US-amerikanische *Federal Reserve* – im

Gegensatz zur EZB – ihre monatlichen Anleihenkäufe von fast USD 100 Mrd. inzwischen zurückgefahren hat.

- Nicht nur die Inflation und die erwarteten geldpolitischen Maßnahmen zu ihrer Eindämmung, auch die Auswirkungen der russischen Invasion in die Ukraine und die anhaltenden Folgen der Pandemie trüben den konjunkturellen Ausblick. Für 2022 erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) weiterhin ein sehr moderates Wachstum der Weltwirtschaft um 3,2%, für das kommende Jahr allerdings nur noch 2,7%, gebremst vor allem durch wachsende Skepsis gegenüber Europa und mit erheblichen Unwägbarkeiten, die auch zu Stagnation führen könnten. Der Welthandel dürfte in diesem Umfeld proportional sinken und die globalen Wirtschaftsbeziehungen damit tendenziell entflechten. Für die Weltwirtschaft wird erwartet, dass die Inflation von 8,8% im laufenden Jahr auf 6,5% (2023) und 4,1% (2024) sinken wird.
- Ob die bisherigen Kursrückgänge in den Aktienmärkten Chancen bieten, hängt nicht nur wesentlich vom Zinsniveau in den Rentenmärkten, sondern vor allem auch von der Ertragsstärke der Unternehmen ab. Seit Beginn des Jahres reduzierte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis des US-amerikanischen *S&P 500* von 22 auf 15. Weil sinkende Gewinne Aktien bei gleichen Kursen verteuern würden, gebührt den Daten der nun angelaufenen Berichtssaison für das 3. Quartal besondere Aufmerksamkeit. Nach insgesamt robusten Ergebnissen für das erste Halbjahr wurden die Erwartungen für das dritte Quartal inzwischen gesenkt auf ein Gewinnwachstum von nur noch 4% gegenüber dem Vorjahr (für den US-amerikanischen *S&P 500*, nach 8% im zweiten Quartal). Sollten die Unternehmen enttäuschen, wäre mit weiteren Kursrückgängen zu rechnen.
- Wie anfällig die Einschätzung der Marktteilnehmer gegenüber neuen Informationen ist, zeigt sich nicht nur an den überdurchschnittlich hohen Kursschwankungen im Laufe des dritten Quartals, sondern auch an Schwankungen im Tagesverlauf. (So schloss der breit diversifizierte US-amerikanische *S&P 500* am 13. Oktober nach einem zwischenzeitlichen Verlust von -2,4% den Handelstag mit +2,6%, also ca. 5% über dem Tagestief.)

Unsere Einschätzung

- Die jüngste Entwicklung erfordert aus unserer Sicht insofern besondere Aufmerksamkeit, als das konjunkturelle Umfeld sich eintrübt und die Natur der Inflation unseres Erachtens keine Prognose gestattet, wie lange und in welchem Maße die Leitzinsen von Zentralbanken weiter erhöht werden. Nach wie vor gehen wir davon aus, dass die Rezession in Europa zwar bedeutend, in der Weltwirtschaft allerdings moderat ausfallen wird und die bisherigen Kursverluste in erheblichem Maße die zu erwartenden Zinserhöhungen sowie konjunkturelle und geopolitische Risiken bereits widerspiegeln.
- In verschiedener Hinsicht könnte sich nach unserer Einschätzung das geldpolitische Waffenarsenal der Zentralbanken als zu stumpf erweisen, um nach den inzwischen bekundeten Kampfansagen einen zügigen Sieg über die Inflation zu erwarten. Drei Aspekte halten wir hier für wichtig:
 - die Verzögerung von ca. 12 Monaten, mit der die Erhöhungen von Leitzinsen erfahrungsgemäß die Realwirtschaft beeinflussen,
 - den nach wie vor robusten Arbeitsmarkt in den USA, der bislang keinen Rückgang im Anstieg von Gehältern erkennen lässt, und
 - die jüngsten fiskalpolitischen Initiativen in zahlreichen Ländern: In Europa sind einige Programme mit Transferzahlungen zum Ausgleich privater Haushalte für steigende Energiekosten in Kraft getreten. Auch US-amerikanische Bundesstaaten beschließen derartige Unterstützungsprogramme in einem Gesamtvolumen von USD 31 Mrd. (mit Pro-Kopf-

Zahlungen pro Steuerzahler von USD 79 in Florida bis zu USD 3.284 in Alaska). Wenn Streuverluste nicht begrenzt und Anreize verzerrt werden, könnten diese Maßnahmen die gestiegenen Preise weiter stützen – und geldpolitische Maßnahmen länger erforderlich machen.

- Im Rahmen unserer Strategie gewichten wir Aktien weiterhin neutral mit einem wachsenden Anteil defensiver Sektoren und einem sinkenden Anteil von Europa. Wachsende Beachtung finden inzwischen Renten mit guten Bonitäten. Stärker berücksichtigen wir im Rahmen unserer sogenannten Handel-Strategie defensive und marktneutrale Konzepte, indem neben Gold und Rohstoffen Konzepte zur Absicherung vor Konjunkturertrübungen und einige regelbasierte Ansätze zum Einsatz kommen.

Positionierung

Im Berichtsmonat haben wir die folgenden Dispositionen vorgenommen:

- Umschichtungen im Aktiensegment von konjunkturell sensiblen zu defensiven Engagements;
- Reduzierung einzelner Fondspositionen im Zuge unserer Managerauswahl;
- Aufstockung von markneutralen Engagements.

Graphik des Monats:

Monatliche Entwicklung der Inflation in den vergangenen zwei Jahren nach Ländern (in % gegenüber dem Vorjahresmonat)

		2020				2021								2022											
		Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug
Global		1,4	1,1	0,9	1,0	1,2	1,4	2,0	2,6	3,2	3,2	3,3	3,4	3,6	4,2	4,8	4,8	5,0	5,3	6,3	6,7	7,0	7,4	7,4	7,3
Developed		0,6	0,5	0,4	0,5	0,9	1,1	1,7	2,5	3,1	3,3	3,4	3,6	3,9	4,6	5,2	5,4	5,6	6,1	7,0	7,2	7,5	8,0	7,9	7,8
Emerging		2,5	2,0	1,5	1,7	1,5	1,8	2,3	2,7	3,2	3,1	3,1	3,0	3,1	3,7	4,3	4,0	4,0	4,2	5,3	6,0	6,2	6,6	6,6	6,5
Eurozone	Eurozone	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,9	0,9	1,3	1,6	2,0	1,9	2,2	3,0	3,4	4,1	4,9	5,0	5,1	5,9	7,4	7,4	8,1	8,6	8,9	9,1
	France	0,0	0,1	0,2	0,0	0,8	0,8	1,4	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4	2,7	3,2	3,4	3,4	3,3	4,2	5,1	5,4	5,8	6,5	6,8	6,6
	Germany	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	1,0	1,3	1,7	2,0	2,5	2,3	3,8	3,9	4,1	4,5	5,2	5,3	4,9	5,1	7,3	7,4	7,9	7,6	7,5	7,9
	Italy	-1,0	-0,6	-0,3	-0,3	0,7	1,0	0,6	1,0	1,2	1,3	1,0	2,5	2,9	3,2	3,9	4,2	5,1	6,2	6,8	6,3	7,3	8,5	8,4	9,1
	Spain	-0,6	-0,9	-0,8	-0,6	0,4	-0,1	1,2	2,0	2,4	2,5	2,9	3,3	4,0	5,4	5,5	6,6	6,2	7,6	9,8	8,3	8,5	10,0	10,7	10,5
	Greece	-2,3	-2,0	-2,1	-2,4	-2,4	-1,9	-2,0	-1,1	-1,2	0,6	0,7	1,2	1,9	2,8	4,0	4,4	5,5	6,3	8,0	9,1	10,5	11,6	11,3	11,2
Developed	Ireland	-1,2	-1,5	-1,0	-1,0	-0,1	-0,4	0,1	1,1	1,9	1,6	2,2	3,0	3,8	5,1	5,4	5,7	5,0	5,7	6,9	7,3	8,3	9,6	9,6	9,0
	Sweden	0,6	0,4	0,2	0,6	1,9	1,8	2,1	2,8	2,4	1,8	1,8	2,5	3,0	3,3	3,9	4,5	3,9	4,4	6,3	6,6	7,5	8,9	8,3	9,5
	Switzerland	-1,1	-0,9	-0,8	-1,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	0,5	0,5	0,8	0,8	1,3	1,5	1,3	1,4	1,9	2,2	2,3	2,7	3,2	3,3	3,3
	UK	0,5	0,7	0,3	0,6	0,7	0,4	0,7	1,5	2,1	2,5	2,0	3,2	3,1	4,2	5,1	5,4	5,5	6,2	7,0	9,0	9,1	9,4	10,1	9,9
	US	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	1,7	2,6	4,2	5,0	5,4	5,4	5,3	5,4	6,2	6,8	7,0	7,5	7,9	8,5	8,3	8,6	9,1	8,5	8,3
	Japan	0,0	-0,4	-0,9	-1,2	-0,7	-0,5	-0,4	-1,1	-0,8	-0,5	-0,3	-0,4	0,2	0,1	0,6	0,8	0,5	0,9	1,2	2,5	2,5	2,4	2,6	3,0
	China	1,7	0,5	-0,5	0,2	-0,3	-0,2	0,4	0,9	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7	1,5	2,3	1,5	0,9	0,9	1,5	2,1	2,1	2,5	2,7	2,5
	Indonesia	1,4	1,4	1,6	1,7	1,6	1,4	1,4	1,4	1,7	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,9	2,2	2,1	2,6	3,5	3,6	4,3	4,9	4,7
	Korea	0,9	0,1	0,6	0,6	0,9	1,4	1,9	2,5	2,6	2,3	2,6	2,6	2,4	3,2	3,8	3,7	3,6	3,7	4,1	4,8	5,4	6,0	6,3	5,7
	Taiwan	-0,6	-0,3	0,1	0,0	-0,2	1,4	1,2	2,1	2,4	1,8	1,9	2,3	2,6	2,5	2,9	2,6	2,8	2,3	3,3	3,4	3,4	3,6	3,4	2,7
Emerging	India	7,3	7,6	6,9	4,6	4,1	5,0	5,5	4,2	6,3	6,3	5,6	5,3	4,3	4,5	4,9	5,7	6,0	6,1	7,0	7,8	7,0	7,0	6,7	7,0
	Brazil	3,1	3,9	4,3	4,5	4,6	5,2	6,1	6,8	8,1	8,3	9,0	9,7	10,2	10,7	10,7	10,1	10,4	10,5	11,3	12,1	11,7	11,9	10,1	8,7
	Mexico	4,0	4,1	3,3	3,2	3,5	3,8	4,7	6,1	5,9	5,9	5,8	5,6	6,0	6,2	7,4	7,4	7,1	7,3	7,5	7,7	7,7	8,0	8,2	8,7
	Russia	3,7	4,0	4,5	4,9	5,2	5,7	5,8	5,5	6,0	6,5	6,5	6,7	7,4	8,1	8,4	8,4	8,7	9,2	16,7	17,9	17,1	15,9	15,1	14,3

Quelle: J.P.Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2022

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 Marktbericht 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 Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.