

# Kapitalmarktkommentar 3. Quartal 2022

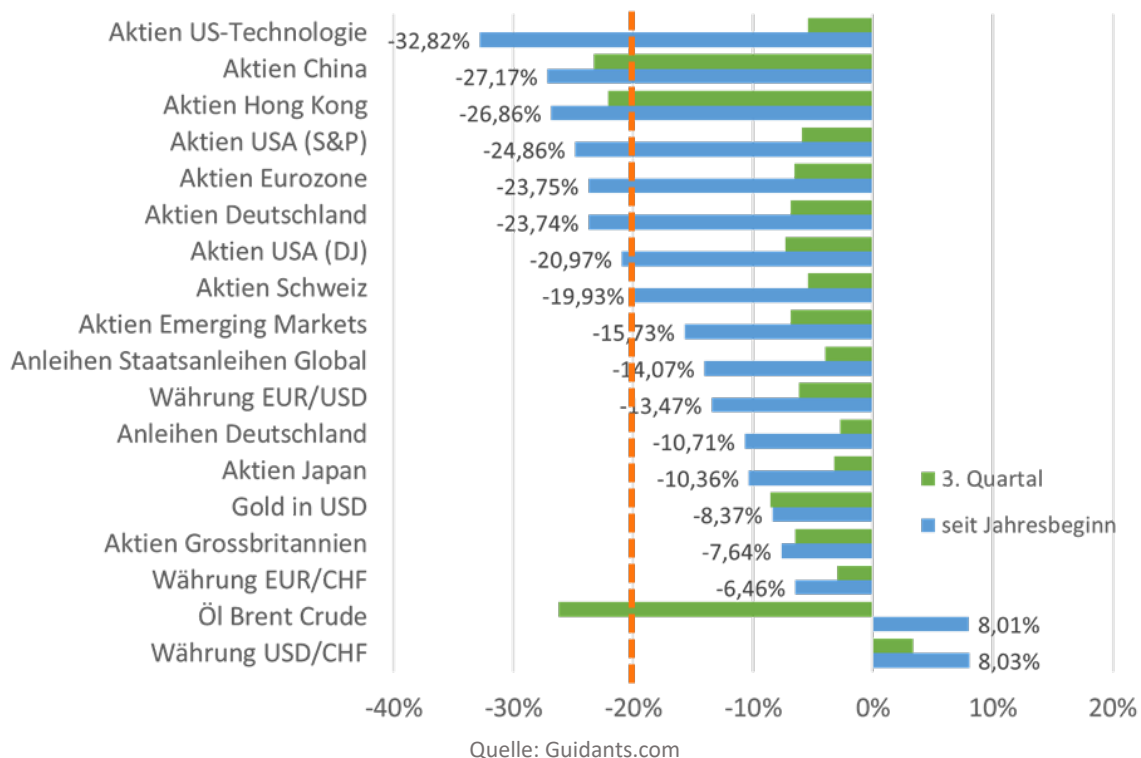
Stefan Calefice, Leiter Investment Komitee

## Kapitalmärkte preisen düsteres Konjunkturszenario ein

Im zurückliegenden Quartal setzte sich die negative Börsentendenz beschleunigt fort. Die meisten Aktienindizes beendeten den September auf ihrem Tiefststand in diesem Jahr. Das Big Picture hat gegenüber den Vorquartalen noch einmal an Schärfe zugenommen. Mit den jüngsten Erfolgen der ukrainischen Armee verschärfte Russland seine Kriegsrhetorik und droht mit weiterer Eskalation. Seit August fließt kein russisches Gas mehr durch die Ostseepipelines nach Deutschland/Europa. In Europa steht der Energiemangel neben den ausufernden Inflationsdaten an vorderster Stelle in der gesellschaftlichen Diskussion.

### Der Bärenmarkt hat weiter an Breite gewonnen

*Entwicklung ausgewählter Anlagesegmente / Indices:*



Die Aktienmärkte verzeichnen in ihrem Bärenmarkt mittlerweile drei Verkaufswellen (März, Juni, September). Charttechnisch sollte die Verkaufswelle, die im September startete, die letzte im aktuellen Bärenmarkt sein. Allerdings sollte sie zu neuen Tiefstständen führen. Im letzten Kapitalmarktkommentar (2. Quartal) haben wir die Stimmung an den Kapitalmärkten beleuchtet. Sie war damals schon schwach und ist heute noch schwächer. Die Stimmung der Marktteilnehmer (Sentiment) ist mittlerweile auf dem tiefsten Stand seit der Finanzkrise 2007/2008.

## Dunkle Wolken in der Realwirtschaft

Eine Rezession wird kommen

Die grossen Volkswirtschaften (USA, EU, China) lahmen synchron und derzeit scheint keiner dieser Wirtschaftsräume in der Lage zu sein, die Rolle als Wachstumsmotor übernehmen zu können. In den USA und Europa werden die kommenden Quartale wahrscheinlich ein negatives Wachstum ausweisen und eine Rezession anzeigen. Auch China wird sich in diesem Zyklus der schwachen Entwicklung nicht entziehen können.

In der Vergangenheit war die Zinsstrukturkurve einer der verlässlichsten Indikatoren, eine drohende Rezession anzuzeigen. Wann immer die langfristigen Zinsen (10Y) oberhalb der kurzfristigen Zinsen (2Y) lagen, die Zinsstrukturkurve invers wurde, folgte in den folgenden 9-12 Monaten ein Wirtschaftsabschwung. Zuletzt konnte dies im Sommer 2019 mit der anschliessenden Rezession im Frühjahr 2020 beobachtet werden.

*Zinsdifferenz US-Treasury (10Y – 2Y) als zuverlässiger Indikator für die Konjunktur*



Quelle: FRED (Federal Reserve Economic Data)

Notenbanken bekämpfen Inflation zulasten der Konjunktur

Die Inflationszahlen in der Europäischen Union und Deutschland haben im September erstmals die Marke von 10% überschritten und auch in den USA konnte die Notenbank im Kampf gegen die Inflation noch nicht die gewünschten Erfolge vermelden. Die US-Notenbank FED hat mit „Jumboschritten“ den Referenzzinssatz zuletzt auf 3,00 – 3,25% angehoben und bereits weitere Schritte angekündigt. Experten gehen davon aus, dass die US-Notenbank den Referenzzins in diesem Jahr auf über 4% anheben könnte. Das primäre Ziel ist die Eindämmung der Inflation, die FED nimmt dazu bewusst die Abbremsung der Konjunktur in Kauf. In den USA steigen die Preise infolge einer robusten

Wirtschaftsentwicklung und mit dem Abbremsen der Konjunktur wird die US-Notenbank die Inflation voraussichtlich eindämmen können. Bereits im kommenden Jahr sollte die Inflationsrate auf ein Niveau unterhalb des Referenzzinssatzes zurückgehen.

Da die Europäische Zentralbank (EZB) nur zögerlich und mit vergleichsweise kleinen Anpassungen handelt, gerät die Gemeinschaftswährung weiter unter Druck. Der schwache EURO verstärkt dabei die Bemühungen der Inflationsbekämpfung da die Währungsschwäche die Waren aus dem Ausland zusätzlich verteuert. Die Gemeinschaftswährung verlor in diesem Jahr gegenüber dem US-Dollar bereits 13,5%. Die EZB sitzt in der Klemme. Eigentlich müsste sie zur Stärkung des EURO die Zinsen aggressiv anheben und ihren geldpolitischen Kurs deutlich restriktiver gestalten. Ein solches Verhalten ginge zulasten der hochverschuldeten Länder in der Eurozone und würde möglicherweise eine Schuldenkrise nach sich ziehen. Ein Ausweg aus dieser verzwickten Situation ist derzeit nicht sichtbar und daher wird die Gemeinschaftswährung wohl weiter unter Druck bleiben.

### Wahlen in den USA und China

Nur eine Randnotiz scheinen die anstehenden Wahlen in den USA und China zu sein. Jedoch könnte besonders die midterm-Election in den USA richtungsweisend sein. Inflation und Konjunkturschwäche belasten die in Regierungsverantwortung stehenden Demokraten. Verlieren die Demokraten ihre Mehrheit bei den Kongresswahlen, würde sich das Machtgefüge in den USA verschieben und die Regierungsarbeit für Präsident Biden für die kommenden Jahre erschwert werden.

Auch in China wird gewählt. Auf dem 20. Parteitag der Kommunistischen Partei wird sich Machthaber Xi Jinping als Generalsekretär wiederwählen lassen. Zuletzt sorgten die fragwürdige Null-Covid-Politik und die schwelende Immobilienkrise mit ihren wirtschaftlichen Folgen für Gegenwind. Doch scheint Xi derartig fest im Sattel zu sitzen, dass die Wahl eine reine Formsache sein dürfte.

### Überwindung der Energiekrise

In den kommenden Monaten wird die Energiekrise weiterhin einen grossen Raum in den Nachrichten einnehmen. Eine erste positive Wendung könnte eintreten, wenn der Winter milder ausfällt und die ersten Flüssiggasterminals im Norden Deutschlands ihren Betrieb aufnehmen. Zuvor wird jedoch über Strommangellage, Blackouts, Preisdeckel bei Gas und Strom und die Verlängerung der Betriebszeiten für Atomkraftwerke gestritten werden. Die Energiewende war schon vor der Eskalation des Ukrainekrieges eines der dringendsten Themen auf der politischen Agenda. Im Prinzip wirkt der Konflikt und in der Folge der Stopp russischer Energielieferungen wie ein Beschleuniger für den Umbau der europäischen Energieinfrastruktur. Zu Beginn stehen die Investitionen und die Früchte werden erst mit zeitlichem Verzug sichtbar werden. Aber es sollte klar sein, dass dies eines der grössten Projekte der Geschichte der EU sein wird und einen enormen Investitionszyklus auslösen wird.

### Unternehmensgewinne unter Druck

Die Unternehmensdaten für die zurückliegende Quartale scheinen noch in Ordnung, allerdings haben viele Unternehmen den Ausblick auf die kommenden Quartale nach unten angepasst. Die Industrie leidet unter Lieferkettenprobleme und hohen Energiekosten und der Dienstleistungssektor unter dem nachlassenden Konsum. Ein Blick auf die Entwicklung der Credit-Spread zeigt, dass trotz der Krise keine grosse Pleitewelle droht.

## Fazit

Kapitalmärkte haben einen Vorlauf zur Realwirtschaft

Hohe Inflationsraten, eine restriktive Notenbankpolitik, deutlich erhöhte Rezessionsgefahren und die geostrategischen Spannungen halten die Kapitalmärkte im Würgegriff. Die Realverzinsung ist weiterhin negativ, daher werden die Notenbanken ihre restriktive Politik beibehalten. Die Aktienmärkte befinden sich charttechnisch im letzten Drittel des Bärenmarkts und der finale Sell-Off könnte zu neuen Tiefstständen bei den grossen Indizes führen.

### **Positiv zu sehen ist jedoch:**

Das Marktsektiment ist so schwach wie seit 15 Jahren nicht mehr. Das bedeutet, dass viele Marktteilnehmer ihre Risikopositionen bereits zurückgefahren haben und das Überraschungsmoment klar auf der positiven Seite liegt.

Eine weitere Untersuchung zurückliegender Bärenmärkte zeigt, dass ein Bärenmarkt in der Regel zwischen 9 und 12 Monate andauert. Davon ausgehend, dass der aktuelle Bärenmarkt diesem gewöhnlichen Muster folgt, sollte bereits die Endphase des Bärenmarktes begonnen haben.

Bereits im letzten Kapitalmarktcommentar haben wir die Chancen der Bodenbildung im zweiten Halbjahr beschrieben. An dieser Grundausrichtung halten wir weiterhin fest.

## Asset Allokation

Ziel ist eine **neutrale bis leicht dynamische Ausrichtung**. Die Aktienquote wird auf ein neutrales bis leicht dynamisches Niveau angehoben, dabei werden die Märkte USA, Japan und Europa favorisiert. Technologiewerte weisen teils attraktive Bewertungen auf, die zum Aufbau von Positionen in diesem Segment genutzt werden können.

Thematisch passen Fonds und Aktien ins Portfolio, die rund um die Energietransition positioniert sind.

Rohstoff- und Minenaktien können noch gehalten werden und dienen als Absicherung für den Fall, dass das Basisszenario noch einmal getestet wird (Worst-Case), das gleiche gilt für mögliche Goldpositionen.

Bei Zinspapieren wird der Schwerpunkt auf Private Debt und Unternehmensanleihen gelegt. Private Debt zeichnet sich durch eine höhere Grundverzinsung aus und ist infolge der geringeren Liquidität weniger schwankungsanfällig. Unternehmensanleihen sind nach der Spreadausweitung wieder attraktiv.

Wünschen Sie weitergehende Informationen oder haben Sie Fragen zum aktuellen Szenario, dann freuen wir uns auf Ihre Kontaktaufnahme.

## Impressum und Disclaimer

Rhein Investors AG  
Henric Petri-Str. 6  
4010 Basel  
Tel. +41 (0)61 227 92 02  
Fax +41 (0)61 227 92 01  
[stefan.calefice@rinet.ch](mailto:stefan.calefice@rinet.ch)

*Diese Publikation wurde von der Rhein Investors AG verfasst und ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt. Sie ist vertraulich zu behandeln und darf ohne schriftliche Einwilligung weder ganz noch teilweise publiziert, reproduziert oder vervielfältigt werden. Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die Rhein Investors AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.*