Marktbericht 3/2022

WSW

PORTFOLIOMANAGEMENT

2 Editorial
Die Finanzwirtschaft im 3. Quartal 2022

3 Aktienmärkte Europa

4 Anleihen weltweit

5 Devisen
Nachhaltigkeit

6 Rohstoffe
Gold

Eine Kooperation mit:

Private Banker

Liebe Kundinnen, liebe Kunden,

zu Beginn des dritten Quartals 2022 flackerte an den Finanzmärkten, ausgehend von den USA, eine Zeitlang Zuversicht auf, die sich in steigende Kurse übersetzte. Der September wurde dann jedoch seinem Ruf als schwierigster Börsenmonat des Jahres gerecht. Der Dreh-und Angelpunkt an den Kapitalmärkten ist der Zins der Preis des Geldes. Und die Zinsen steigen weltweit seit Jahresbeginn deutlich an. Die Inflation ist offenbar doch doch hartnäckiger, als Optimisten gehofft hatten. Viele Zentralbanken erhöhten im dritten Quartal denn auch die Leitzinsen. Höhere Zinsen, hohe Energiekosten und die Zurückhaltung der Konsumenten werden wohl in Europa und auch in den USA letztlich in eine Rezession münden. Die Börsen jedoch haben eine Rezession zu weiten Teilen bereits eingepreist. Und selbst bei einbrechenden Unternehmensgewinnen ist das Abwärtspotenzial begrenzt: Denn deren Kapitalisierungen sind zum Teil schon sehr gering gemessen an den liquiden Mitteln, die bei den großen Adressen der Finanzmärkte auf Anlage warten - angesichts der Geldentwertung sogar dringender denn je. Ende der 1970er-Jahre war die globale Wirtschaftslage ähnlich wie heute – geprägt durch Energiekrisen, hohe Inflation und politische Umbrüche. Trotz zweier Rezessionen, hoher Zinsen und dem „Black Monday" (1987) konnten US-Aktien in den 80ern dennoch jährlich mehr als 20 % zulegen. „Geschichte wiederholt sich nicht aber sie reimt sich."
In diesem Sinne...

Ihr Team der WSW PortfolioManagement AG

Weltfinanzmärkte: fallende Kurse

Das dritte Quartal begann an den Finanzmärkten optimistischer als es endete. Nach einem Zwischenhoch der verhaltenen Zuversicht deuteten seit August immer mehr Zeichen auf eine weitere Abbremsung der Wirtschaft, auf eine Rezession hin. Das Kiel Institut für Weltwirtschaft geht – bei aller Unsicherheit – in seiner Herbst-Prognose für 2023 von leicht negativem Wachstum in den USA und im Euroraum aus.

Die Inflation in den USA könnte ihren Zenit im dritten Quartal überschritten haben. Im Euroraum und in Deutschland war das nicht der Fall. Hier wurden zuletzt 10 Prozent gemeldet. Fast überall versuchten Zentralbanken im dritten Quartal der Inflation durch Erhöhung der Leitzinsen Einhalt zu gebieten. Die US-Notenbank Fed geht zunehmend massiver und entschlossener vor, die EZB weiterhin eher gehemmt – nur die chinesische Zentralbank steuerte in die Gegenrichtung: sie senkte die Zinsen.

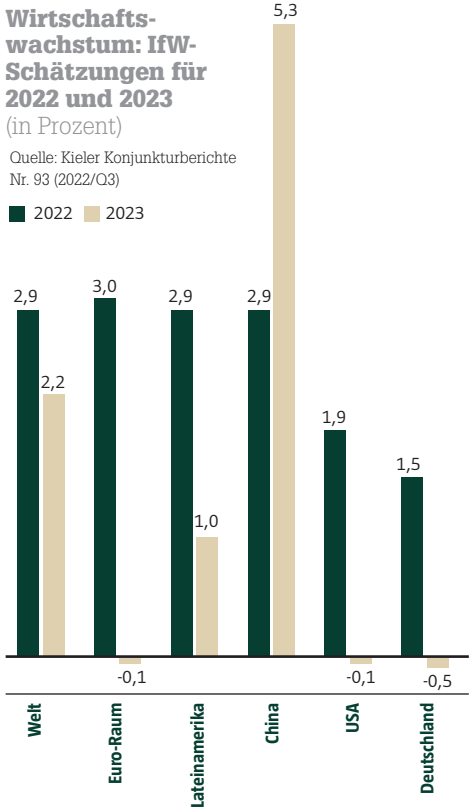
Hohe Preissteigerungen, Zinserhöhungen, davon ausgehende Bremswirkungen für die Wirtschaft wie auch die leidige „Geopolitik" waren im dritten Quartal Fundamente der Erwartungen und Kurstrends an den Finanzmärkten. Aktienkurse legten zu Beginn des Quartals in der Breite zu. In der zweiten Hälfte dominierten zunehmend die Furcht vor aggressiveren Zinserhöhungen und Konjunktursorgen. Im September gaben Aktienkurse weltweit kräftig nach. In Europa stärker als in den USA. In Schwellenländern stärker als in entwickelten Ländern. Dazu trug entscheidend die Aktienschwäche in China bei.

Die Kurse breiter Rentenindizes hatten aus ähnlichen Gründen ein ähnliches Dachprofil wie Aktienindizes: in der ersten Quartalshälfte stiegen die Kurse, in der zweiten fielen sie im Trend (die Renditen stiegen also), und zwar deutlich unter Quartalsausgangsniveau.

An den Rohstoffmärkten setzten sich die eintrübenden Konjunkturaussichten im Laufe des Quartals in Preisrückgänge um – etwa bei Industriemetallen, aber auch beim Ölpreis. Manche Rohstoffe kletterten in Quartalsfrist auch nach oben, wie der extrem schwankende europäische Erdgaspreis.

An den Devisenmärkten zeigte der US-Dollar einmal mehr seine anschwellenden Muskeln: Er legte gegenüber den anderen Währungen zu; er scheint zu historisch alter Stärke zurückzukehren.

Wirtschaftswachstum: IfW-Schätzungen für 2022 und 2023
(in Prozent)
Quelle: Kieler Konjunkturberichte Nr. 93 (2022/Q3)



Aktien Europa: Wo ist der Boden?

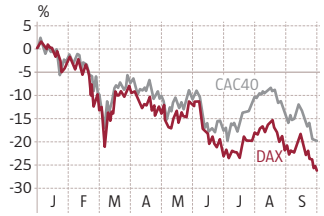
Seit August gaben europäische Aktien in der Breite kräftig nach. Dabei hatte das dritte Quartal gar nicht so übel begonnen: viele Kurse zogen im Juli erst einmal an. Der Krieg in der Ukraine, die sich zunehmend bemerkbar machende Energieunterversorgung, weiter steigende Inflationsraten und eine abbremsende Konjunktur verdunkelten im September den Erwartungshorizont der Anleger in Europa noch stärker als in den USA. Darauf reagierten Aktien im September mit kräftigeren Kursrückgängen. Die Quartalsverluste der europäischen Leitindizes häufen sich im Bereich zwischen 5 und 10 Prozent, die Einbußen im laufenden Jahr liegen überwiegend zwischen 15 und 30 Prozent.

Im Vergleich mit den USA schnitten europäische Indizes schwächer ab. Der MSCI USA etwa legte im Quartal (in Euro) um über 1 Prozent zu, der MSCI Europe gab um nicht ganz 5 Prozent nach. Seit Jahresbeginn liegt der US-Index (-14% in Euro) gleichfalls vor dem europäischen (-19%).

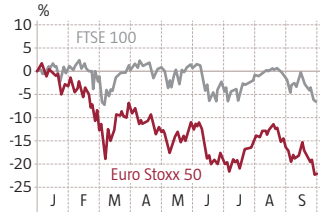
Wie sah es in einzelnen Ländern aus? Der DAX 40 büßte im Quartalsverlauf rund 5 Prozent ein, seit Jahresbeginn 24 Prozent. Diese Rückgänge waren in beiden Zeitabschnitten geringfügig höher als im Euro STOXX 50. Ähnlich performte in den vergangenen drei Monaten der Leitindex des linksrheinischen Nachbars Frankreich, der CAC 40, oder auch der italienische FTSE MIB. Zu den Länderindizes, die sowohl im dritten Quartal wie auch im laufenden Jahr sehr kräftige Einbußen verbuchten, gehört der österreichische ATX. Interessant ist der Vergleich mit dem norwegischen Leitindex OBX, der zu den relativen „Überfliegern“ in Europa gehört. Der gab zwar im dritten Quartal fast ebenso stark nach wie der ATX. Weil er aber nach Kriegsbeginn in der Ukraine ab Ende Februar nicht einbrach, wie der ATX und die meisten anderen europäischen Leitindizes, gehört er im laufenden Jahr zu den besten Indizes in Europa. Ähnliches gilt für den portugiesischen PSI 20. Auch der britische FTSE 100 hat sich trotz Quartalsverlusten im bisherigen Jahresverlauf als ziemlich robust erwiesen.

In Ost- und Südosteuropa ist das Kursbild weiterhin sehr gemischt. Teils lagen die dortigen Leitindizes in den vergangenen drei, aber auch neun Monaten weit unter dem europäischen Durchschnitt, so in Polen, teilweise auch deutlich darüber, so in Bulgarien.

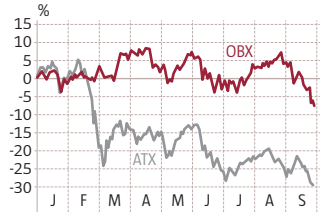
DAX vs. CAC 40



FTSE 100 vs. Euro Stoxx 50



OBX vs. ATX



Anleihen weltweit: Zinsen steigen!

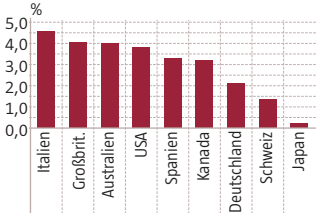
Im dritten Quartal haben die meisten Zentralbanken rund um die Welt die Zinsen kräftig erhöht. Die Fed hob ihren Hauptrefinanzierungssatz, das ist der Zins, zu dem sich Banken Zentralbankgeld leihen können, von 1,5 Prozent in zwei Zinsschritten im Juli und September auf 3,25 Prozent an. Die nächste Zinssteigerung zeichnet sich bereits ab. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Zinsen für ihre Verhältnisse kräftig um 0,75 Prozent auf nun 1,25 Prozent angehoben. Es gab aber auch gewichtige Ausnahmen: China senkte im August abermals die Leitzinsen, Japan ließ sie unverändert bei -0,1 Prozent.

Wenn die Zinssteigerungen der Zentralbanken anhalten, sind damit zwei negative Effekte verbunden. Zum einen werden bei höheren Zinsen weniger Kredite etwa für Konsum oder Investitionen nachgefragt. Damit sinkt die gesamtgesellschaftliche Nachfrage und eine Rezession wird wahrscheinlicher. Zum anderen führen die höheren Zinsen der Zentralbanken dazu, dass der Wert schon bestehender Anleihen (weiter) sinkt. Warum? Eine Staatsanleihe mit einem festen Kupon von vielleicht fünf Prozent (auf den Nennwert, also etwa 5 € auf eine 100 Euro Anleihe) ist dann eben am Markt nicht mehr 200, sondern nur noch 100 Euro wert, wenn die Zinsen sich von 2,5 auf 5 Prozent verdoppeln.

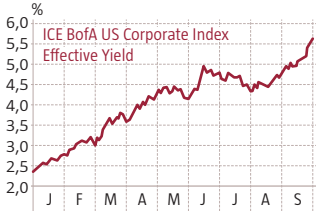
Staatsanleihen verloren im Quartalsverlauf rund um den Globus an Wert. US-Staatsanleihen mit einer zehnjährigen Restlaufzeit gaben bis Ende September um rund 6,5 Prozent nach und rentierten zuletzt noch mit 3,75 Prozent. In Europa zeigte sich die gleiche Tendenz. Die deutsche Umlaufrendite stieg von 1,5 zu Beginn des Quartals auf Werte um 2,25 Prozent Ende September. Anfang April hatte die durchschnittliche Verzinsung deutscher Staatsanleihen noch bei 0,5 Prozent gelegen. Eine italienische Anleihe von 2021 mit einem Kupon von 0,6 Prozent und einer Laufzeit bis 2031 notierte zum Quartalsende bei rund 72 Prozent oder rund zehn Prozentpunkte niedriger als Anfang Juli, was möglicherweise auch mit den Prognosen zur und dem Ergebnis der Italienwahl zu tun hat.

Auch die Kurse von Unternehmensanleihen litten. Laut einem Fed-Index sind die Renditen von US-Unternehmensanleihen auf Werte um 5,75 Prozent von zuvor 4,75 Prozent angestiegen. Schwellenländer traf der Renditeanstieg der Unternehmensanleihen noch deutlicher.

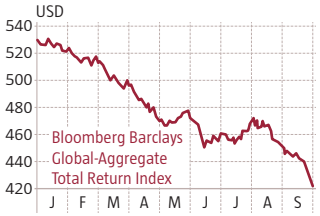
Rendite: Staatsanleihen, 10Jahre



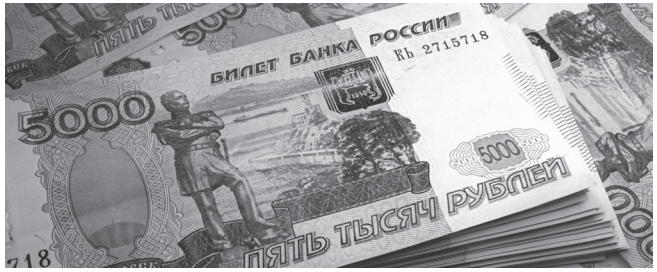
Rendite: US Corporates



Kurs: Rentenindex



Quelle: Jigervasi, istockphoto



Devisen: US–Dollar ohne Konkurrenz

Auf den Devisenmärkten klären sich allmählich die Fronten. Als starker Anker in der zunehmend als problematisch empfundenen Marktphase erweist sich mehr und mehr der US-Dollar. Er hat quasi gegen alle anderen Währungen gewonnen und scheint damit seiner historischen Bedeutung wieder einmal gerecht zu werden.

Das liegt wohl an vielen Faktoren. Zum einen bekämpft keine Zentralbank die inflationären Tendenzen so stark wie die amerikanische Fed. Zum anderen zeigt sich die US-Wirtschaft als besonders krisenresistent, wozu im Zweifel auch die amerikanische Regierung (Bidens 440-Milliarden-Paket) beiträgt. Außerdem scheint die Globalisierung – insbesondere, aber längst nicht nur durch den Ukraine-Krieg – einen zusätzlichen Dämpfer erhalten zu haben. In der Krise besinnen sich die Regionen der Welt stärker auf sich selbst, das nutzt der Währung der unangefochtenen Führungsnation der westlichen Welt offenbar besonders.

Gegen den Euro legte die US-Währung um rund acht Prozent zu. Damit wurde die Parität unterschritten. Ende September war ein Euro nur noch 0,96 US-Dollar (nach zuvor 1,04) wert. Durchsetzen konnte sich der Dollar auch gegen den Yen, von dem zuletzt rund 145 „Stücke“ (und damit rund 10 mehr als zu Quartalsbeginn) für einen Greenback gezahlt werden mussten. Ziemlich deutlich ging es auch für das britische Pfund bergab. Statt 1,2 Dollar zu Beginn des Quartals mussten Ende September nur noch 1,08 Dollar pro Pfund aufgewendet werden.

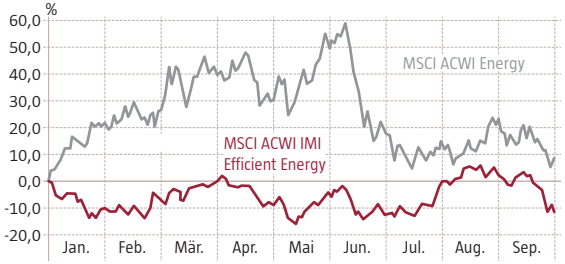
Am deutlichsten zeigt sich momentan aber die Stärke des Dollars am Goldkurs. Gold, die klassische Krisenwährung, die insbesondere in Zeiten von Krieg und Inflation an Wert gewinnen sollte, fällt ab. Im dritten Quartal hat das edle Metall fast zehn Prozent gegenüber dem Dollar verloren.

Euro/ US-$

Nachhaltigkeit und doppelte Knappheit

Das Thema Energie steht im Zentrum der Nachhaltigkeitsbemühungen seit vielen Jahren, jedoch auch der existentiellen Sorgen in diesem Jahr. 2022 trifft die „geopolitisch“ bedingte Verknappung fossiler Energieträger gerade in Europa mit der Knappheit effektiv nutzbarer regenerativer Energiearten sehr spürbar zusammen. Wie hat sich diese preistreibende Konstellation im dritten Quartal an den Aktienmärkten ausgewirkt? Der Kurs des MSCI ACWI IMI Efficient Energy, der 168 Unternehmen aus 23 entwickelten und 24 aufsteigenden Volkswirtschaften enthält, stand Ende September ungefähr wieder dort, von aus er Anfang Juli startete. Zum Vergleich: Der MSCI ASWI Energy, der 111 Fossil-Energie-Unternehmen weltweit umfasst, büßte knapp 3 Prozent ein. Im laufenden Jahr hat der „Energy“ jedoch um rund 9 Prozent zugelegt, während der globale „Efficient Energy“ 11 Prozent verlor. Ein anderer Index zeigt an, dass Erneuerbare in Europa im Durchschnitt wohl noch etwas schwächer abschnitten: Der Nasdaq OMX Clean Energy Focused Europe (USD) verlor im dritten Quartal 13 Prozent, im laufenden Jahr über 35 Prozent.

MSCI ACWI IMI Efficient Energie vs. MSCI ACWI Energy



Quelle: Maksym Kapliuk, istockphoto

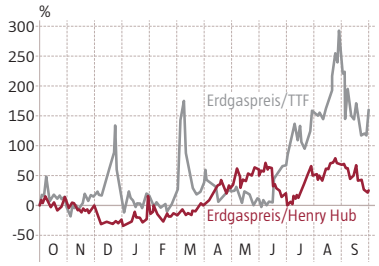
Rohstoffpreise fallend, TTF-Preis entfesselt

Rohstoffe verbilligten sich im dritten Quartal im Trend. Der Rohstoffindex S&P GSCI gab in den vergangenen drei Monaten um rund 13 Prozent nach. Auch der Goldpreis fiel im Quartal trotz Krieg und Inflation weiter. Anfang Juli stand er bei 1.807 USD und beendete nach einer Ab-Auf-Ab-Schwingung den September mit 1.665 USD – das sind ungefähr 8 Prozent Kursverfall. Auch viele der weniger edlen Industriemetalle verbilligten sich. Häufiger folgte hier, ähnlich wie bei Aktien, einer Verteuerung in der ersten Hältfe des Quartals ein Kursrückgang in der zweiten. Sich verschlechternde Konjunkturaussichten trugen mit dazu bei. Deutlicher war der Preisrückgang bei Kupfer, Zinn, Blei, Aluminium, auch bei Eisenerz; andere Metalle wie Zink bewegten sich eher seitwärts.

Im Agrarsektor liefen die Kurslinien stärker auseinander. Preise für Rinder, für Reis oder Kakao stiegen bis Ende des Quartals, Preise für Hafer oder Raps fielen. Der Sektorindex GSCI Agriculture veränderte sich nach einem vorübergehenden Kursanstieg in Quartalsfrist nicht.

Der Subindex GSCI Energy verlor im Quartal rund 18 Prozent. Die Ölpreise fielen kräftig. Die US-Sorte WTI und die Nordseesorte Brent verbilligten sich um rund 23 Prozent: Das Barrel WTI kostete Ende des Quartals 80 USD, bei Brent waren es 88 USD. Die Erdgaspreise in beiden Regionen laufen weit weniger synchron, sie spiegeln die Unterschiede der Gasknappheit diesseits und jenseits des Atlantiks wider. Der S&P GSCI (Energy) Index bildet nur den Preis des US-Erdgases „Henry Hub“ ab. Von diesem weicht aber das europäische Pendant, der TTF-Erdgaspreis, derzeit massiv ab. Im Unterschied zum US-Gas-Preis ist der TTF-Preis kräftig angestiegen und schwankte in letzter Zeit extrem. Am Ende des Quartals lag er rund 37 Prozent über dem Stand zu Beginn des Quartals.

Erdgaspreis TTF vs. Erdgaspreis Henry Hub



Quelle: Iurii Garmash istockphoto

Gold: Bei Entankerung Fluchtburg?

Der Goldkurs fiel von 1.739 Euro Ende des zweiten Quartals auf 1.704 Euro Ende des dritten Quartals um 2 rund Prozent. Der Unterschied zum Rückgang in USD von 8 Prozent ist Folge der kräftigen Aufwertung des US-Dollar. Der Trend beim Goldpreis zeigt seit dem letzten Hochschießen im Februar / März nach unten, als sich der Kurs im oberen historischen Niveaubereich befand. In den stieß er – in US-Dollar – erstmals in den Monaten nach dem Corona-Schock 2020 vor.

Es wird ja häufig gesagt, dass Gold zwar den Ruf eines sicheren Hafens habe, dass er dem aber in der gegenwärtigen Inflationssituation nicht genüge. Man sollte aber den Terminus „sicherer Hafen“ nicht zu inflationär verwenden. Denn der ist eigentlich für seltene massive und simultane Kurseinbrüche reserviert. In Sachen Inflation wird derzeit überdies das Argument vorgebracht – so etwa unlängst von Hedgefonds-Manager Paulson – dass Gold erst zur Fluchtburg werde, wenn die langfristigen Inflationserwartungen sehr stark ansteigen würden, was bisher noch nicht der Fall war. Das wäre die von den Zentralbanken so gefürchtete Entankerung.

Goldpreis