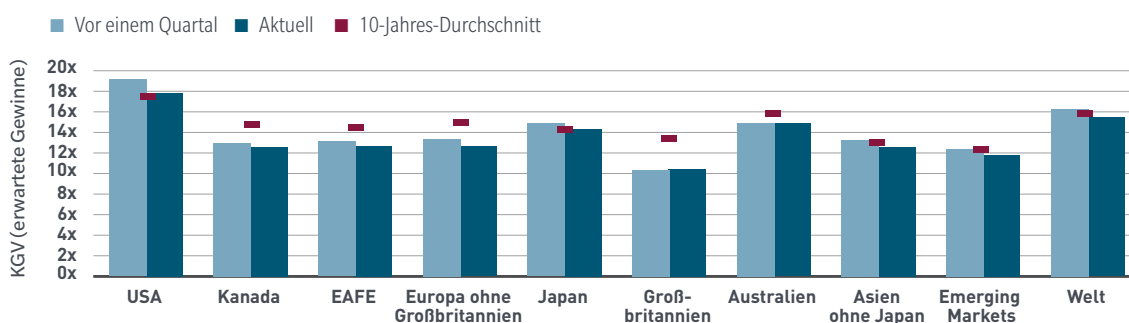


Die USA lassen weiter auf eine weiche Landung hoffen, und auch in den anderen Industrieländern schwächen die Zinserhöhungen die Konjunktur weniger als befürchtet. Die Inflation geht zurück, wenn auch langsamer als von den Notenbanken gewünscht. Nach einem guten Jahresbeginn hatten es Aktien im 3. Quartal schwerer. Nur einige wenige Mega Caps mit KI-Bezug legten kräftig zu. In Landeswährung blieb Japan mit über 23% Gewinn bis zum Ende des 3. Quartals der stärkste Industrieländermarkt; mit US-Aktien verdiente man knapp 12%, mit europäischen Aktien (ohne Großbritannien) etwa 7%. Britische Aktien bleiben günstig bewertet. Wegen Chinas Schuldenproblemen, vor allem im so wichtigen Immobiliensektor, fielen Emerging-Market-Titel dahinter zurück. Aufgrund steigender Zinsen und Arbeitskosten fürchten wir weiter niedrige Margen. Nach drei Quartalen mit Gewinnrückgängen in Folge erwarten die Analysten für den S&P 500 im 3. Quartal einen leichten Gewinnanstieg. Zurzeit bevorzugen wir nicht amerikanische Aktien gegenüber US-Titeln. Wegen der günstigen Bewertungen scheinen uns Substanzwerte interessanter als Wachstumswerte, doch bevorzugen wir defensive Aktien gegenüber Zyklikern.

Vollständige
Analyse ab
Seite 3

KGV auf Basis der erwarteten Gewinne



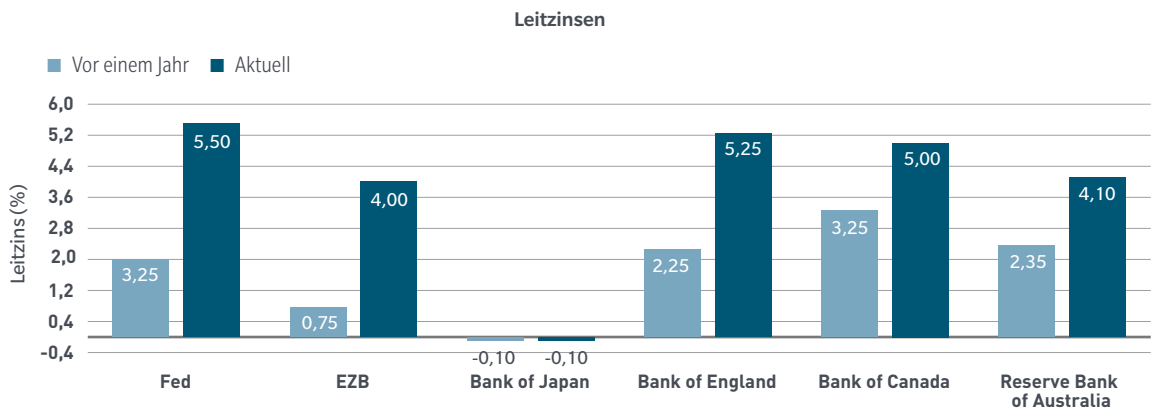
Quelle: FactSet, Stand 30. September 2023. Indizes: USA: S&P 500, Kanada: MSCI Canada, Großbritannien: MSCI United Kingdom, Japan: MSCI Japan, Australien: MSCI Australia, Welt: MSCI AC World, Europa ohne Großbritannien: MSCI Europe ex-UK, EAFE: MSCI EAFE, Asien ohne Japan: MSCI Asia ex-Japan, Emerging Markets: MSCI Emerging Markets.

	UMSATZWACHSTUM (% Z.V.)		NETTOGEWINNMARGE (%)		DIVIDENDENRENDITE (%)	
	Aktuell	10-J.-Durchschnitt	Aktuell	10-J.-Durchschnitt	Aktuell	10-J.-Durchschnitt
USA	4,5	4,5	12,3	11,2	1,6	1,9
Kanada	3,3	5,9	14,1	11,2	3,5	3,0
EAFE	4,4	2,6	9,6	7,7	3,4	3,2
Europa ohne GB	3,2	2,7	9,9	7,8	3,4	3,2
Japan	6,5	3,0	6,6	5,6	2,3	2,2
Großbritannien	2,5	2,2	11,2	8,5	4,1	4,2
Australien	4,3	2,2	16,1	14,8	4,4	4,5
Asien ohne Japan	5,3	6,7	9,0	9,6	2,6	2,5
Emerging Markets	4,9	7,2	9,8	9,7	3,0	2,8
Welt	4,4	4,2	11,0	9,5	2,2	2,4

Quelle: FactSet, Stand 30. September 2023. Daten für die letzten zwölf Monate. Indizes: USA: S&P 500, Kanada: MSCI Canada, Großbritannien: MSCI United Kingdom, Japan: MSCI Japan, Australien: MSCI Australia, Welt: MSCI AC World, Europa ohne Großbritannien: MSCI Europe ex-UK, EAFE: MSCI EAFE, Asien ohne Japan: MSCI Asia ex-Japan, Emerging Markets: MSCI Emerging Markets.

Immer mehr wird Konsens, dass die wichtigen Notenbanken ihre Zinserhöhungen beendet haben oder bald beenden werden. Noch ist die Inflation aber nicht besiegt. Am Markt geht es jetzt zunehmend darum, wie lange die Zinsen hoch bleiben – und nicht, wie stark sie noch steigen. Die Aussicht auf hohe Leitzinsen bis weit ins Jahr 2024 hinein und die umfangreichen US-Staatsanleihenemissionen haben die Langfristrenditen steigen lassen. Die Renditen blieben volatil, schwankten aber nicht so stark wie auf dem Höhepunkt der amerikanischen Mini-Bankenkrise im Frühjahr. Die Laufzeitprämie – der Ausgleich für das Zinsänderungsrisiko während der Laufzeit – ist gestiegen, was ebenfalls für höhere Renditen sorgte. Die US-Wirtschaft blieb bemerkenswert stabil; sie kam mit Leitzinserhöhungen um 525 Basispunkte gut zurecht. Die Wirtschaft erwies sich als weniger zinsensitiv als vielfach befürchtet, auch weil sich viele US-Haushalte und Unternehmen in der Pandemie refinanziert haben. In Ländern wie Großbritannien, Kanada und Australien wuchs die Wirtschaft wegen des hohen Anteils variabel verzinslicher Hypothekenkredite unterhalb des Langfristrends. Chinas schwache Konjunktur hatte Auswirkungen auf andere Länder, vor allem in Europa, wo die Exportnachfrage nach Luxusgütern, Automobilen und Maschinen nachließ. Anders als die klassischen Industrieländer hat China die Zinsen aber leicht gesenkt. Japan hat die Zinsstrukturkurvensteuerung gelockert und könnte bei einer Normalisierung der Inflation Anfang 2024 endlich mit einer Straffung der Geldpolitik beginnen. Die US-Investmentgrade-Spreads änderten sich gegenüber dem Vorquartal nicht; die High-Yield-Spreads weiteten sich allerdings auf etwa 400 Basispunkte aus. Das entspricht etwa ihrem 5-Jahres-Durchschnitt.

Vollständige
Analyse ab
Seite 7



Quelle: FactSet, Stand 30. September 2023.

	ENDFÄLLIGKEITSRENDITE (%)		DURATION (JAHRE)	
	Aktuell	10-J.-Durchschnitt	Aktuell	10-J.-Durchschnitt
Staatsanleihen USA	4,9	1,9	5,9	6,2
Staatsanleihen (übrige Länder)	3,5	1,4	6,8	7,5
Emerging-Market-Anleihen	8,4	6,0	6,6	7,3
Int. Investmentgrade-Unternehmensanleihen	5,7	2,8	5,9	6,6
Int. High-Yield-Unternehmensanleihen	9,5	6,8	3,8	4,2
US-Municipals*	4,3	2,3	6,4	6,1

Quelle: FactSet, Stand 30. September 2023. Indizes: Staatsanleihen USA: Bloomberg US Aggregate Government Treasury Index, Staatsanleihen (übrige Länder): Bloomberg Global Aggregate ex-US, Emerging-Market-Anleihen: JP Morgan EMBI Global, internationale Investmentgrade-Unternehmensanleihen: Bloomberg Global Aggregate Corporate, internationale High-Yield-Unternehmensanleihen: Bloomberg Global High Yield, US-Municipals: Bloomberg US Municipal.

* Yield to Worst, da die Endfälligkeitsrendite von US-Municipals nicht vorliegt.

AKTIEN

USA

- Nach hohen Gewinnen in der ersten Jahreshälfte gab der S&P 500 im August und September nach.
- Noch immer bestimmen einige wenige Aktien die Performance. Über 25% des S&P 500 entfallen auf die fünf Titel mit der höchsten Marktkapitalisierung. Der kapitalisierungsgewichtete Index und der gleichgewichtete Index haben sich seit der Mini-Regionalbankenkrise im Frühjahr auseinanderentwickelt: Der gleichgewichtete Index bewegte sich von Januar bis September 2023 weitgehend seitwärts, der kapitalisierungsgewichtete Index legte um 11,65% zu.
- Allmählich akzeptiert man am Markt, dass die Leitzinsen noch länger hoch bleiben. Irgendwann wird sich das auch in den Aktienkursen zeigen.
- Die Kerninflation liegt noch immer deutlich über dem Zielwert und könnte die Fed zu neuen Zinserhöhungen zwingen.
- Der Konsum bleibt stabil, doch könnten die steigenden Zinsausgaben, die Wiederaufnahme der Tilgungen von Studierendenkrediten und die hohen Energiepreise Kaufkraft und Konsumklima dämpfen.
- Kommunikationsdienstleistungs- und Technologiewerte lagen bislang an der Spitze. Am schwächsten waren Versorger und Immobilitätstitel, auch wegen der höheren Zinsen.
- Small Caps bleiben noch immer deutlich hinter Large Caps zurück und könnten deshalb in den nächsten Monaten interessant werden. Allerdings könnten sie stärker unter einer schwächeren Konjunktur leiden.

KANADA

- Kanadische Aktien haben dieses Jahr bislang kaum zugelegt und notieren nur knapp höher als zu Jahresbeginn. In den letzten Monaten profitierte der S&P/TSX von den höheren Energiepreisen. Energiewerte haben 19% Anteil am Index.
- Trotz höherer Hypothekenzinsen und hoher Preise bleibt die Nachfrage nach Einfamilienhäusern stabil; die Preise gingen überraschenderweise kaum zurück.
- Kanadas Wirtschaft ist im 2. Quartal nicht gewachsen, da sie noch immer mit der hohen Kerninflation und den steigenden Zinsen kämpft. Hinzu kommt die schwache chinesische Grundstoffnachfrage.
- Der Konsum war überraschend stabil, auch wegen des 4- bis 5-prozentigen Lohnanstiegs.
- Kanadische Aktien notieren nur zum 14-Fachen der erwarteten 12-Monats-Gewinne, deutlich unter dem Zehnjahresdurchschnitt von 17.

EUROPA OHNE GROSSBRITANNIEN

- Seit April bewegten sich europäische Aktien unter Schwankungen seitwärts. Zu Jahresbeginn hatten sie meist zugelegt, weil man sich weniger Sorgen um die europäische Energieversorgung machte. Bis einschließlich September ist der MSCI Europe ex-UK Index um 6,9% gestiegen.
- Da Wirtschaftswachstum und Inflation im Euroraum fallen, hat die EZB nach der Zinsanhebung auf den Rekordwert von 4% im September das Ende der Zinserhöhungen in Aussicht gestellt. Wie die Fed signalisiert aber auch die EZB, dass die Leitzinsen danach nicht so bald wieder gesenkt werden. Die Inflation fällt zwar, ist aber immer noch mehr als doppelt so hoch wie das 2%-Ziel der Notenbank. Man fürchtet daher eine Stagflation. Die Notenbank wird mit Zinssenkungen noch lange warten müssen – es sei denn, Europa fällt in die Rezession.
- Der Composite-Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Euroraum zeigt mit 47,2 Punkten steigende Rezessionsrisiken an. Vor allem Deutschland bekommt die schwache Nachfrage aus China zu spüren; die deutsche Industrieproduktion ist in den letzten Monaten stark geschrumpft. Europas Konsumgüterhersteller leiden wiederum sehr unter der schwachen chinesischen Luxusgüternachfrage.
- Mit dem 12,6-Fachen der erwarteten 12-Monats-Gewinne bleiben europäische Aktien im Vergleich zu US-Titeln (17,2 beim S&P 500) günstig. Der Zehnjahresdurchschnitt des europäischen KGV liegt bei 14,8.

AKTIEN

GROSSBRITANNIEN

- Seit Jahresbeginn ist der MSCI United Kingdom Index um 1,7% gestiegen. Damit lag er deutlich hinter anderen Industrieländermärkten.
- Ein Grund für den Minderertrag war der hohe Indexanteil von Substanzwerten. Wachstumsaktien und Technologietitel sind nur schwach vertreten.
- Die steigenden Ölpreise haben britischen Energieaktien genützt, sodass sie zusammen mit Industriewerten einer der wenigen Lichtblicke sind.
- Mit einem Technologieanteil von nur 1% hat der britische Index von der KI-Euphorie nicht profitiert.
- Wegen der deutlich niedrigeren Inflation im August und des äußerst schwachen Wirtschaftswachstums wächst die Hoffnung, dass die Bank of England ihre Leitzinsen nicht weiter anhebt.
- Das Pfund hat seine gesamten Sommergewinne wieder abgegeben, sodass die Erträge britischer Multinationals jetzt nicht mehr so sehr unter der starken Währung leiden.
- Mit dem 10,4-Fachen der für das nächste Jahr erwarteten Gewinne bleiben britische Aktien attraktiv bewertet. Der Zehnjahresdurchschnitt des KGV beträgt 13,2; das KGV des MSCI World Index beträgt 16.

JAPAN

- Mit 23,4% Wertzuwachs seit Jahresbeginn stand Japan Ende September an der Spitze der Industrieländermärkte.
- Jeder Sektor lag in den ersten neun Monaten des Jahres im Plus, wobei drei Sektoren (Energie, Konsumgüter und Versorger) sogar um über 30% zulegten.
- Der schwächere Yen hilft weiterhin japanischen Exporteuren. Für Gewinne, die in ausländischer Währung anfallen, erhalten sie beim Umtausch mehr Yen.
- Profitiert hat der Markt auch von anderen Faktoren: der besseren Corporate Governance, dem zunehmenden Mut zu Preiserhöhungen angesichts der weltweiten Inflation, höheren Dividenden und häufigeren Aktienrückkäufen.
- Die Bank of Japan hat ihre Zinsstrukturkurvensteuerung leicht angepasst, was dem Aktienmarkt aber nicht schadete. Die Staatsanleihenrenditen sind leicht gestiegen, und es gibt Anzeichen dafür, dass die Inflation das 2%-Ziel der Notenbank jetzt nachhaltig erreicht. 2024 könnte die Negativzinspolitik dann beendet werden.
- Mit dem 14,4-Fachen der erwarteten 12-Monats-Gewinne entspricht das KGV japanischer Aktien etwa seinem Zehnjahresdurchschnitt.

AKTIEN

EMERGING MARKETS

Asien ohne Japan

- Die asiatischen Emerging Markets entwickelten sich bis Ende September sehr unterschiedlich. China, der größte Markt der Region, gab um 8,2% nach; Indien, der zweitgrößte, legte um 7,5% zu. Die hohe KI-bedingte Halbleiternachfrage sorgte für große Kursrallyes in Südkorea (13,1%) und Taiwan (13,7%).
- Insgesamt haben Emerging-Market-Aktien seit Jahresbeginn 1,8% gewonnen (in US-Dollar). Damit waren sie deutlich schwächer als Industrieländeraktien mit etwa 10,6% Wertzuwachs.
- Ausmaß und Tempo der chinesischen Konjunkturprogramme haben die Anleger enttäuscht. Die bislang verkündeten Reformen sind eher Stückwerk. Man fürchtet, dass die Regierung weiterhin auf eher unproduktive Infrastrukturinvestitionen setzt, statt den Konsum der 1,4 Milliarden Chinesen anzukurbeln.
- Die Sorgen um Chinas riesigen Immobiliensektor und die Zweifel an den hoch verschuldeten Gebietskörperschaften (für die Grundstücksverkäufe eine wichtige Einnahmequelle sind) dämpfen Konsum- und Geschäftsklima noch immer.
- Im 2. Quartal wuchs das indische BIP um 7,8% und damit unerwartet stark, vor allem wegen der hohen Binnennachfrage. Allerdings dürfte die schwache Weltkonjunktur im weiteren Jahresverlauf den Export bremsen. Indien hat Marktanteile gewonnen, weil Unternehmen Teile ihrer Produktion aus China abziehen.
- Auf Basis der erwarteten 12-Monats-Gewinne entspricht das KGV des MSCI EM Index etwa dem Zehnjahresdurchschnitt von 12,1.

EMEA und Lateinamerika

- Der MSCI EM Europe, Middle East and Afrika Index ist von Januar bis September 2023 um 1,6% gestiegen (in US-Dollar), ähnlich stark wie Emerging-Market-Aktien insgesamt. Performanceunterschiede gegenüber anderen Emerging-Market-Regionen lassen sich meist mit der Wertentwicklung von Finanztiteln erklären. Saudi-Arabien, das mit 33% Anteil größte Land des Index, blieb hinter dem Gesamtmarkt zurück.
- Lateinamerika entwickelte sich ähnlich wie andere Emerging Markets. Der Index stieg in US-Dollar um etwa 1,2%.

AKTIEN

AUSTRALIEN

- Australische Aktien legten dieses Jahr nur um knapp 1% zu und blieben damit hinter anderen Industrieländern zurück. Zu Jahresbeginn hatte man große Hoffnungen in den Neustart der chinesischen Wirtschaft nach dem Ende der Lockdowns gesetzt, doch gab der Markt die Gewinne später wieder ab.
- Wegen der schwachen Konjunktur hat die Reserve Bank of Australia allen Grund zu einer Zinspause, bleibt aber bei einer scharfen Rhetorik.
- Weil auslaufende Festzinshypotheiken den Haushalten Probleme machen, war der Konsum schwach. Die gute Arbeitsmarktlage und steigende Löhne stützen ihn aber.
- Der Grundstoffsektor, auf den 25% des MSCI Australia Index entfallen, hängt weiterhin stark von der chinesischen Eisenerznachfrage ab. Nach den Maitiefs haben sich die Erzpreise um mehr als 20% erholt, auch wegen kleinerer Hilfen für den chinesischen Immobilienmarkt.
- Seit dem Höchststand von knapp 8% Ende 2022 ist die Inflation auf 6% gefallen und dürfte wegen der weltweit straffen Finanzbedingungen weiter zurückgehen. Der schwache australische Dollar könnte das aber bremsen, da er die Importe verteuert.
- Australische Aktien notieren beim 14,9-Fachen der erwarteten Gewinne des nächsten Jahres. Das entspricht etwa dem Langfristdurchschnitt.

ANLEIHEN

STAATSANLEIHEN (USA)

- In den letzten Monaten sind die US-Staatsanleihenrenditen recht stetig gestiegen. Wegen des starken Wirtschaftswachstums und der allmählich fallenden Inflation rechnet man am Markt jetzt nicht mehr mit einer Rezession. Man hat sich deshalb damit abgefunden, dass die Leitzinsen erst einmal hoch bleiben. Die Märkte erwarten zwar ein baldiges Ende der Zinserhöhungen, rechnen aber jetzt mit sehr viel späteren und geringeren Zinssenkungen als zuvor.
- Wir bezweifeln noch immer, dass die massiven Leitzinserhöhungen keine Auswirkungen auf die Wirtschaft haben. Auch wenn die Wirtschaft aufgrund von Sonderfaktoren und langfristigen Entwicklungen heute weniger zinssensitiv ist, rechnen wir mit Spätfolgen der Zinsanhebungen um 525 Basispunkte in den letzten eineinhalb Jahren. Das Rezessionsrisiko halten wir daher noch immer für hoch.
- Da die Leitzinsen bereits hoch sind und die Fed ein Ende der Erhöhungen signalisiert, könnten die größten Auswirkungen der steigenden Zinsen aber schon hinter uns liegen.
- Es wurden – und werden noch immer – viele US-Staatsanleihen emittiert. Auch das könnte in den letzten Monaten zu den steigenden Langfristrenditen und damit zur Versteilung der Zinsstrukturkurve beigetragen haben.
- Seit Beginn der US-Zinserhöhungen sind die Bewertungen amerikanischer Staatsanleihen deutlich attraktiver geworden. Wir halten die Renditen – vor allem die realen – angesichts der drohenden Rezession für zu hoch. Auf sehr kurze Sicht bleibt der Renditeausblick unsicher, doch rechnen wir letztlich mit einem Rückgang. Die Credit Spreads dürften sich hingegen ausweiten, wenn die Konjunktur nachlässt. Staatsanleihen wären dann gegenüber risikoreicheren Festzinstiteln im Vorteil. Nach dem starken Renditeanstieg erwarten wir jetzt so hohe Staatsanleihenrenditen wie seit vielen Jahren nicht mehr. Langfristig sind sie stark mit den Einstiegsrenditen korreliert, die heute so hoch sind wie nur selten in den letzten zehn Jahren.

AGENCY-MBS

- Da sich die Spreads in diesem Jahr ausgeweitet haben, scheinen MBS im Vergangenheitsvergleich sehr günstig. Wir meinen, dass die Bilanzsummenverringerung der Fed und die aktuelle Volatilität schon in den Kursen berücksichtigt sind – nicht aber die geringeren Käufe der Geschäftsbanken. Daher dürften die fairen Spreads strukturell noch etwas steigen.
- Die MBS-Spreads könnten sich unserer Ansicht nach – ebenso wie die Credit Spreads – bei einer Rezession ausweiten, allerdings wohl weniger stark. Das ermöglicht Mehrerträge gegenüber Credits.

ANLEIHEN

STAATSANLEIHEN (ÜBRIGE LÄNDER)

- Mit Ausnahme von Japan und China halten wir nicht amerikanische Staatsanleihen für sehr interessant. Überwiegend sind wir vor allem in mittleren Laufzeiten.
- Selbst nach dem jüngsten Ausverkauf bilden die US-Anleihenmärkte noch immer mehrere Zinssenkungen Ende 2024 ab. Für viele andere Industrieländer gilt das nicht, obwohl sich insbesondere die Wachstumserwartungen für Europa stärker verschlechtern als die für die USA.
- Wir schätzen Anleihen aus Ländern, deren Wirtschaft aufgrund einer hohen Haushaltsverschuldung oder übertrieben hoher Immobilienpreise stark auf straffere Finanzbedingungen reagiert. Beispiele sind Neuseeland und Großbritannien.
- In Europa halten wir Schweden für interessant. Wir könnten uns vorstellen, dass die Riksbank als eine der ersten europäischen Notenbanken schon Anfang des 2. Quartals 2024 die Zinsen senkt, sobald der Inflationstrend nachlässt. Trotz der jüngsten Mindererträge bleiben wir in Italien zurückhaltend. Grund sind Wachstumszweifel und steigende Haushaltsdefizite in einer Zeit, in der die EZB ihre Bilanzsumme verringert. Daher bevorzugen wir andere Peripherieländer wie Griechenland und Spanien.
- Auch in Japan halten wir uns zurück, obwohl die Erträge abgesichert in US-Dollar recht attraktiv scheinen. Wir reagieren damit auf die unsichere Entwicklung der Geldpolitik. Schon im 2. Quartal hat die Bank of Japan die Märkte überrascht, als sie die Obergrenze für die Zehnjahresrendite lockerte.
- Chinesische Anleihen halten wir für teuer, vor allem nach den jüngsten Mehrerträgen. Auslöser dafür waren Zweifel am Wachstumsbeitrag und den Finanzen der Gebietskörperschaften. Weil die Regierung Finanzstabilität zunehmend für wichtiger hält als Wachstum, rechnen wir aber nur mit einer begrenzten Lockerung der Geldpolitik.

ANLEIHEN

EMERGING MARKETS

- In den Emerging Markets gehen wir nur begrenzt Risiken ein. Die US-Daten sind zwar stabil, doch macht der starke Anstieg der US-Staatsanleihenrenditen im September eine harte Landung wahrscheinlicher; die Finanzbedingungen sind dadurch noch straffer geworden. Traditionell wirkt die Geldpolitik mit einer Verzögerung von zwölf bis 18 Monaten, und eine massive Straffung in den USA bleibt nicht ohne Folgen für die Weltwirtschaft. Außerdem ist die Weltlage nach den Terrorangriffen der Hamas auf Israel noch unsicherer geworden. An den Märkten fragt man sich, ob der Krieg eskaliert, mit größeren Folgen für die Weltwirtschaft, oder ob es bei einem lokalen Konflikt bleibt. Der anfängliche starke Ölpreisanstieg und die nachlassende Risikobereitschaft sprechen dafür, dass die Anleger eher mit einer Ausweitung rechnen.
- Die durchaus ermutigenden Worte der Regierung, die stabile amerikanische Exportnachfrage und der wieder anziehende Lagerzyklus haben die chinesische Konjunktur im 3. Quartal etwas stabilisiert, allerdings ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau. Ein echter Aufschwung ist aber keineswegs garantiert, da Konsum- und Geschäftsklima noch immer massiv einbrechen können. Auch werden strukturelle Probleme wie die hohen Schulden der Gebietskörperschaften Chinas Wachstum Anfang 2024 bremsen.
- Trotz allem sind die Emerging-Market-Spreads – ohne die der spekulativsten Länder mit Ratings von CCC und darunter – eng wie nie. In den Anleihenkursen ist eine Rezession in den USA oder weltweit ebenso wenig berücksichtigt wie in den Kursen anderer risikobehafteter Titel. Nicht einmal eine milde Rezession wird abgebildet, und bisher haben sich die Emerging-Market-Spreads in einer Rezession nie verengt. Es wird immer klarer, dass der Markt von einer weichen Landung oder sogar einem unveränderten Wachstum ausgeht.
- Ausgewählte Lokalwährungsanleihenmärkte haben ein attraktiveres Risiko-Ertrags-Profil. Das zeigt sich an der besseren Performance der GBI-EM-Indizes in den letzten zwölf Monaten.
- Aus technischer Sicht fällt auf, dass Emerging-Market-Anleihenfonds seit über zwei Monaten Abflüsse verzeichnen. Insgesamt betragen die Abflüsse seit Jahresbeginn jetzt 20,1 Milliarden US-Dollar. Sie entfallen überwiegend auf Fremdwährungsanleihenfonds.
- Wegen der hohen US-Staatsanleihenrenditen, des absehbaren Endes der restriktiven Geldpolitik in vielen Ländern und des unsicheren Konjunkturausblicks setzen wir auf eine lange Duration und senken den Anteil von Emerging-Market-Unternehmensanleihen und -Währungen, bei einer Übergewichtung stabiler Credits und währungsgesicherter Lokalwährungstitel.

INTERNATIONALE INVESTMENTGRADE-UNTERNEHMENSANLEIHEN

- Die Spreads internationaler Investmentgrade-Unternehmensanleihen hielten sich im 3. Quartal gut. Trotz steigender Energiepreise, straffer US-Geldpolitik und des Risikos eines Government Shutdown in den USA verengten sie sich um 4 auf 135 Basispunkte. Die nachlassende Angst vor einer unmittelbar bevorstehenden Rezession hat ebenso geholfen wie die noch immer ordentlichen Fundamentaldaten. Höhere Zins- und Lohnausgaben dämpfen zwar die Margen, doch bleiben die Unternehmensfinanzen stabil.
- Die Zinsdifferenz zwischen europäischen und amerikanischen Investmentgrade-Anleihen hat sich verringert, vor allem wegen der stärkeren Spreadverengung in Europa. Die noch immer großen Sektorunterschiede in den USA bieten gute Chancen für aktive Manager.
- Wir bevorzugen weiterhin Sektoren, die einem Abschwung etwas entgegensetzen können. Dazu zählen Pipelines, der Verteidigungssektor, Versorger, Flugzeugleasing und Energie. Den Anteil europäischer Finanzanleihen verringern wir.
- In der derzeitigen Konjunkturphase bevorzugen wir trotz niedriger impliziter Ausfallquoten am High-Yield-Markt Investmentgrade-Anleihen. Gegen High Yield sprechen die (gemessen an der sehr inversen Zinsstrukturkurve) straffen Finanzbedingungen und die steigende Rezessionswahrscheinlichkeit. Die Refinanzierungsrisiken sind am Investmentgrade-Markt deutlich niedriger. Dass Neuemissionen von High Yield zurzeit nicht einfach sind, sieht man am Rückgang der durchschnittlichen Restlaufzeit in den letzten Monaten.

ANLEIHEN

INTERNATIONALE HIGH-YIELD-UNTERNEHMENSANLEIHEN

- Fundamental steht der High-Yield-Markt zurzeit recht gut da. Wegen der ordentlichen Kreditkennziffern und der akzeptablen Fälligkeitenstruktur dürfte er auch mit einem Konjunkturabschwung durchaus zurechtkommen.
- An den bekannten Problemfaktoren ändert das aber nichts – der Lage am chinesischen Immobilienmarkt, der chinesischen Konjunktur, den Problemen bei Gewerbeimmobilienfinanzierungen (CRE-Anleihen) und der Lage im amerikanischen Einzelhandel.
- Zwar halten sich der Anteil von Distressed-Anleihen und die Ausfallquoten noch in Grenzen, doch liegt beides deutlich über den Nach-Corona-Tiefs. Auch die Fundamentaldaten von High Yield dürften sich wieder verschlechtern.
- Zu den Bewertungen: In allen Regionen bewegten sich die Spreads im Sommer weitgehend seitwärts. Wie schon seit Jahresbeginn ließen CCC-Anleihen den Gesamtmarkt auch zuletzt noch hinter sich. Selbst bei einer milden Rezession mit nur wenig mehr Zahlungsausfällen dürften sich die High-Yield-Spreads aber um mehrere 100 Basispunkte ausweiten. Daran ändern auch die guten Kreditkennziffern nichts.
- In Europa mit Großbritannien werden 2025 High-Yield-Anleihen im Wert von fast 70 Milliarden Euro fällig, fast dreimal so viel wie 2024. Schon jetzt werden erste Anleihen begeben, um den Finanzierungsbedarf im übernächsten Jahr zu decken.

US-MUNICIPALS

- Die steigenden Renditen von US-Staatsanleihen und steuerbefreiten Municipals schaden der Performance im 3. Quartal. Seit Jahresbeginn hat man mit steuerbefreiten Investmentgrade-Municipals deshalb verloren und mit steuerbefreiten High-Yield-Municipals nichts verdient. Die Zinsstrukturkurve verschob sich parallel nach oben und blieb zwischen einem und zwölf Jahren invers. Die Investmentgrade-Renditen waren so hoch wie zuletzt 2008, und der Quotient aus Municipal- und Staatsanleihenrenditen stieg etwas, sodass die Bewertungen fairer wurden.
- Steuerpflichtige Municipals liegen seit Jahresbeginn trotz des Verlustquartals noch etwas im Plus. Durationsbereinigt verzeichneten sie sowohl im letzten Quartal als auch seit Jahresbeginn Mehrertrag und ließen auch Unternehmensanleihen hinter sich. Offensichtlich sind die Spreads steuerpflichtiger Municipals sehr stabil. Die Nominalrenditen waren zum Quartalsende aber so hoch wie seit 2011 nicht mehr.
- Fundamental stehen Municipals nach mehreren wachstumsstarken Jahren und umfangreichen Bundeshilfen während der Pandemie gut da. Dennoch gibt es einzelne Problembereiche. Vor allem Krankenhäuser müssen mit steigenden Arbeitskosten zurechtkommen. Hier muss man wählerisch sein.
- Da die Nominalrenditen im Vergangenheitsvergleich hoch sind und es sich um einen fundamental stabilen, defensiven Sektor handelt, dürften Municipals mit einer schwächeren Konjunktur oder einer Rezession gut zurechtkommen.

Der MFS-Kapitalmarktausblick erscheint einmal im Quartal. Wir wollen darin einen Gesamtüberblick über die derzeitigen Chancen und Risiken verschiedener Assetklassen und Regionen geben.

Der MFS-Kapitalmarktausblick dient nur der Information. Allgemeine Einschätzungen von Märkten, Branchen und Sektoren sowie wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen sind weder eine Empfehlung noch Anlageberatung.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt. Das Unternehmen garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir für verlässlich halten. J.P. Morgan übernimmt aber keine Garantie für ihre Vollständigkeit und Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung von J.P. Morgan genutzt. Er darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von J.P. Morgan weder vervielfältigt noch genutzt oder weiterverbreitet werden. Copyright 2023, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

MSCI übernimmt keine explizite oder implizite Garantie und ist in keiner Weise für die in dieser Publikation enthaltenen MSCI-Daten haftbar. Die MSCI-Daten dürfen nicht weitergegeben und auch nicht als Basis für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Diese Darstellung ist in keiner Weise von MSCI genehmigt, überprüft oder erstellt worden.

Quelle und Eigentümer der Handelsmarken, Dienstleistungsmarken und Copyright-Angaben zu den Russell-Indizes ist die Frank Russell Company (Russell). Russell® ist eine Handelsmarke der Frank Russell Company. Weder Russell noch seine Lizenzgeber übernehmen irgendeine Haftung für Fehler oder Auslassungen in den Russell-Indizes und/oder -Ratings oder den zugrunde liegenden Daten. Niemand sollte sich auf die Russell-Indizes, -Ratings und/oder auf die in diesem Dokument enthaltenen Daten verlassen. Die Russell-Informationen dürfen nur mit vorheriger und ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung von Russell weitergegeben werden. Der Inhalt dieses Dokuments wurde/wird von Russell nicht beworben, unterstützt oder genehmigt.

Die hier dargestellten Meinungen sind die von MFS und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc.; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER.

Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz): Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht auf es verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.