



LETTER FROM THE CIO AM

MARKTANALYSE UND

DIE WICHTIGSTEN ANLAGETHEMEN

OKTOBER 2022

DAS BESTE
HOFFEN, AUF
DAS SCHLIMMSTE
VORBEREITET
SEIN



BENJAMIN MELMAN

*Global Chief Investment Officer,
Asset Management*

▶ Seit den Erklärungen der Fed in Jackson Hole suchen die Anleger nach Anzeichen dafür, dass der Höhepunkt der Inflation in den USA erreicht sein könnte. Sollte dies der Fall sein, könnten – auch angesichts der zunehmenden Glaubwürdigkeit der Fed – zunächst die langfristigen und anschließend die kurzfristigen Zinsen sinken. Dies gäbe Anlass zur Hoffnung auf eine positive Marktentwicklung, wie sie in den 1980er Jahren oder in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre nach einer erheblichen Straffung der Geldpolitik zu beobachten war. Wir halten ein solches Szenario durchaus für möglich, weshalb wir in unseren Portfolios trotz der hohen Volatilität mit einem ausreichenden Anteil investiert bleiben. Schließlich werden wir erst dann sicher sein können, dass die Inflation wirklich zurückgegangen ist, wenn dieser Rückgang bereits begonnen hat.

DIE MÄRKTE HABEN EINE REZESSION NOCH NICHT VOLLSTÄNDIG EINGEPREIST

Die Inflation in den USA wird sich verlangsamen. Die Frage ist nur, wie stark. Es wirken bereits disinflationäre Kräfte: Der Druck auf die Produktionsketten normalisiert sich, Unternehmen bauen massiv Lagerbestände ab, die Frachtkosten sind stark gesunken, die Rohstoffpreise sind deutlich zurückgegangen und die Immobilienpreise beginnen zu fallen, was auf einen dämpfenden Effekt auf die Mieten hoffen lässt. Wenn die Löhne nicht so dynamisch steigen würden – der Employment Cost Index legte im zweiten Quartal im Jahresvergleich um 5,1 % zu, d.h. um zwei Prozentpunkte mehr, als es der Fall sein müsste, wenn die Inflation auf 2 % sinken würde –, wäre es naheliegend, sich für eine Disinflation zu positionieren. Der Blick auf frühere Zyklen legt leider den Schluss nahe, dass ein solcher Lohnrückgang zunächst eine Rezession voraussetzt. Und eine Rezession ist in den Kursen noch nicht vollständig eingepreist. Während die High-Yield-Spreads in den USA bei Rezessionsängsten beispielsweise auf über 8 % steigen können, liegen sie derzeit bei unter 6 %. Zudem fällt der S&P 500 in Zeiten von Rezessionsängsten in der Regel um mindestens 20 %, was dem diesjährigen Rückgang entspricht. Im aktuellen atypischen Umfeld ist der Rückgang jedoch zum Teil auf den Anstieg des Zinssatzes zurückzuführen, mit dem zukünftige Gewinne diskontiert werden, sodass das Risiko einer Rezession auch in dieser Hinsicht nicht vollständig in den Kursen eingepreist zu sein scheint.

Natürlich sind auch Fälle denkbar, in denen sich die Inflation normalisiert, ohne dass es zu einer Rezession kommt. Die Inflationserwartungen gehen offenbar zurück. Diesen wird hinsichtlich der tatsächlichen Inflationserwartung eine große Bedeutung beigemessen. Da die während der



KENNZAHL

-23.19%

Wertentwicklung
30-jähriger britischer
Staatsanleihen zwischen
dem 22. September
(Tag vor der Präsentation
des britischen Haushalts)
und dem 27. September

Covid-19-Krise gebildeten überschüssigen Ersparnisse der Haushalte abgebaut werden, könnte sich die Erwerbsquote wieder erholen, was den Druck auf die Löhne mildern würde. So ging die Inflation in den Jahren 1983 und 1994 nach einer deutlichen Straffung der Geldpolitik zurück, ohne dass unmittelbar danach eine Rezession einsetzte. Doch im Vergleich zu diesen beiden Phasen ist der Inflationsdruck heute stärker und die Situation am Arbeitsmarkt deutlich angespannter, weshalb es wahrscheinlich zu optimistisch wäre, sich aufgrund dieser Überlegungen für eine Investition zu entscheiden. Dennoch stellt dies ein alternatives Szenario dar, das von den Anlegern nach wie vor berücksichtigt wird und daher umso relevanter ist.

DIE VOLATILITÄT DÜRFTE HOCH BLEIBEN

Angesichts der geringen Risikobereitschaft der Anleger und der niedrigen Marktliquidität ist mit volatilen Märkten zu rechnen, wobei es je nachdem, wie die Meldungen zur Inflation ausfallen, zu deutlichen Auf- und Abwärtsbewegungen kommen dürfte.

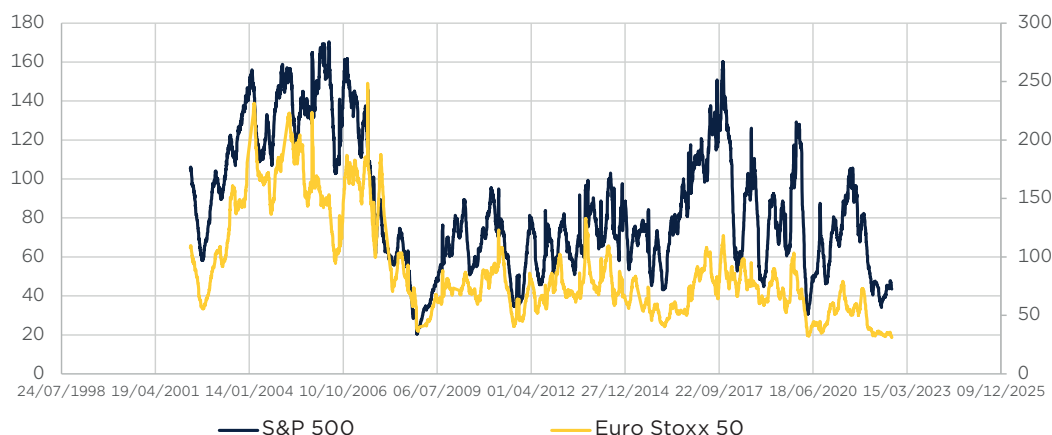
Wir beabsichtigen, taktischer vorzugehen und stützen uns dabei vor allem auf zwei Annahmen: Solange eine US-Rezession nicht breiter in den Kursen vorweggenommen wird, bleibt das Risiko einer weiteren Korrektur bestehen, sodass

eine gewisse Vorsicht geboten ist. Es ist mit dem Beginn einer Welle von Abwärtskorrekturen der Gewinnerwartungen der Analysten zu rechnen. Die heftige Reaktion des britischen Anleihemarktes auf den „Mini-Haushalt“ und die Ansteckungseffekte auf alle anderen Märkte zeigen darüber hinaus, dass bei der Wirtschaftspolitik keine Fehler mehr ge-

duldet werden. Bei aller gebotenen Vorsicht ist allerdings zu berücksichtigen, dass eine nachhaltige Erholung der Märkte bevorstehen dürfte, auch wenn deren Zeithorizont noch ungewiss ist. Deshalb erscheint es ratsam, nicht mehr allzu stark von der strategischen Allokation abzuweichen.

Vor diesem Hintergrund bleiben wir in Aktien leicht untergewichtet und an den Anleihemärkten insgesamt neutral positioniert, wobei sich die US-Staatsanleihen aus unserer Sicht endlich auf einem vernünftigeren Niveau befinden. Die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen war in diesem Jahr positiv. Sie dürfte nach unserer Einschätzung jedoch wieder negativ werden, wenn die Befürchtungen einer US-Rezession die Aktien- und Anleihemärkte belasten. Im Aktienbereich beenden wir die Übergewichtung des US-Marktes gegenüber dem europäischen Markt. In Europa mussten bereits viele schlechte Nachrichten, insbesondere im Energiebereich verkraftet werden, während der US-Markt angesichts der höheren Realrenditen von Anleihen etwas teuer erscheint.

Liquiditätsindikator



Quelle: Edmond de Rothschild Asset Management. Stand: 07.10.2022.

ASSETKLASSEN	Unsere Überzeugungen	Veränderungen gegenüber dem Vormonat
Aktien	-	→
Anleihen	=	→
Cash	+	→
AKTIEN		
USA	=	→
Europa (ohne GB)	=	↑
Großbritannien	=	→
Japan	-	→
China	+	→
Emerging Markets	=	→
Convertibles	=	→
STAATSANLEIHEN		
USA	=	→
Euro Zone	-	→
Emerging Markets	-	→
UNTERNEHMENSANLEIHEN		
US Investment Grade	-	→
Euro Investment Grade	-	→
US High Yield	-	→
Euro High Yield	-	→

*Spanne der Bewertungen des Anlageausschusses für die Anlageklasse/geografische Zone (von -/- bis +/+). Quelle: Edmond de Rothschild Asset Management (France). Ratings zum 07.10.2022.



ZUR ERINNERUNG

Wir bleiben bei Aktien leicht untergewichtet

Wir beenden die Übergewichtung des US-Marktes gegenüber dem europäischen Markt

Wir sind an den Anleihemärkten insgesamt neutral positioniert

RECHTLICHE HINWEISE: Verfasst am 08.10.2022. Dieses Dokument wird von Edmond de Rothschild Asset Management (France) herausgegeben. Dieses Dokument hat keinen vertraglichen Wert und ist nur zu Informationszwecken gedacht. Jegliche Vervielfältigung oder Nutzung des gesamten oder eines Teils des Inhalts ist ohne die Genehmigung der Edmond de Rothschild Gruppe strengstens untersagt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen nicht als Angebot oder Aufforderung zur Tätigung einer Transaktion in einer Rechtsordnung angesehen werden, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung ungesetzlich ist oder in der die Person, die ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung macht, nicht zum Handeln befugt ist. Dieses Dokument stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung oder eine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer Anlage dar und sollte auch nicht als solche verstanden werden. EdRAM haftet nicht für Investitions- oder Desinvestitionsentscheidungen, die auf der Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getroffen werden. Die Angaben zu den Wertpapieren stellen keine Stellungnahme von Edmond de Rothschild Asset Management (France) zur voraussichtlichen Entwicklung dieser Wertpapiere und ggf. zur voraussichtlichen Entwicklung des Kurses der von ihnen emittierten Finanzinstrumente dar. Diese Informationen stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere dar. Die Zusammensetzung des Portfolios kann sich im Laufe der Zeit ändern. Dieses Dokument wurde nicht von der Aufsichtsbehörde eines Landes geprüft oder genehmigt. Die in dieser Präsentation enthaltenen Zahlen, Kommentare, Projektionen und anderen Elemente spiegeln die Meinung von EdRAM über die Märkte und deren Entwicklung wider, wobei der wirtschaftliche Kontext und die bisher verfügbaren Informationen berücksichtigt werden. Sie können an dem Tag, an dem der Investor sie liest, nicht mehr relevant sein. EdRAM kann nicht für die Qualität oder Richtigkeit von Informationen und Wirtschaftsdaten von Dritten verantwortlich gemacht werden. Die Wertentwicklung und Volatilität in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und Volatilität und ist im Zeitverlauf nicht konstant. Insbesondere können sie unabhängig von Änderungen der Wechselkurse beeinflusst werden. «Edmond de Rothschild Asset Management» oder «EdRAM» ist der Handelsname der Vermögensverwaltungseinheiten der Edmond de Rothschild Gruppe. Dieser Name bezieht sich auch auf den Bereich Asset Management der Edmond de Rothschild Gruppe.

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT
(FRANCE)**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme, geleitet von einem Vorstand und einem Aufsichtsrat mit
Kapital von 11.033.769 € -

AMF-Registrierung Nr. GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S Paris

www.edram.fr