



Sehr geehrte Investorinnen und Investoren, der Newsletter des Monats September beschäftigt sich in Anbetracht der jüngsten Entwicklung an den Börsen mit den kurzfristigen Risiken. Wir werfen einen Blick auf die Gewinnerwartungen, die Inflation und die Aussichten für Wachstumswerte im jetzigen Konjunkturmilieu. Die Sorgen um weltweite Konjunkturentwicklungen werden in Anbetracht der restriktiven Zentralbankpolitik immer größer. Der Ukraine-Konflikt hat insbesondere in Europa verheerende Auswirkungen auf die Energieversorgung und die Preisanstiege bei Gas und Öl halten die Inflation auf einem sehr hohen Niveau. Der US-Dollar notiert daher auf einem 20-Jahreshoch zum Euro, Allzeithoch zum englischen Pfund und dem Yen. Eine Rezession ist nicht mehr auszuschließen und wir haben das Portfolio dementsprechend positioniert.

Sind die Gewinneinschätzungen noch realistisch?

Wir halten die Erwartungen für die Unternehmensgewinne in diesem Umfeld noch für zu hoch. Die wesentlich höheren Energiekosten, die angestiegenen Finanzierungskosten und der Margendruck werden zu Enttäuschungen bei den Quartalsberichten und zu Reduzierungen bei den Gewinnprognosen führen. Aktuell gehen die Analysten bei den großen Indices immer noch von Gewinnsteigerungen für die nächsten 12 Monate aus. Diese Erwartungen werden in den nächsten Wochen nach unten angepasst werden. In früheren Rezessionen reduzierten sich die Gewinne um 20 Prozent plus, was in den großen Indices wie z.B. dem S&P 500 bei ca. USD 200 bis 215 Gewinnerwartung zu Kursen von 3200 bis 3400 führen könnte, damit 10-15 Prozent Kursrisiko vom jetzigen Niveau. Ähnliches ist auch bei den anderen großen Indices Nasdaq, DAX, Nikkei etc. zu erwarten. Die Gewinneinschätzungen für den Nasdaq sind allerdings bereits korrigiert und befinden sich aktuell auf Tiefständen, bis auf die großen Konzerne, wo noch keine Anpassung vorgenommen worden ist. Die Gewinneinschätzungen vom S&P500 wurden allerdings noch nicht korrigiert. Viele große Unternehmen lassen sich jedoch sowohl im Nasdaq als auch im S&P 500 wiederfinden. Beide Indices haben Überschneidungen, aber unterschiedliche Gewinnprognosen, was die Situation für Anleger zusätzlich erschweren könnte.

Kann die Inflation schnell zurückgehen?

Die Inflation ist weiterhin hoch. Im August sank sie in den USA nur wenig auf 8,3 Prozent, im Euroraum stieg sie sogar leicht an auf 9,1 Prozent. Größte Treiber waren die Energiekosten, doch in Anbetracht der vor

uns liegenden kalten Jahreszeit ist nicht zu erwarten, dass hier wirklich nachhaltigen Entlastungen kommen können, da mittlerweile auch andere Komponenten wie Lebensmittel, Baumaterialien etc. auch starke Preissteigerungen zu verzeichnen haben. Der Krieg in der Ukraine bringt neue Rahmenbedingungen für ein sowieso vorbelastetes Umfeld. Die anhaltenden Folgen aus der Coronapandemie sind noch zu spüren. Angebot und Nachfrage befinden sich immer noch in einem Ungleichgewicht, dazu kommen die anhaltenden Lockdowns in China, die weiterhin zu Lieferengpässen und Anspannung in den Lieferketten vieler Unternehmen führen. Mit Sicherheit werden die Steigerungsraten der monatlich Inflationszahlen flacher werden, aber mit einer wirklichen Entspannung ist erst zu rechnen, wenn die Nachfrage der Konsumenten rückläufig ist und die Zentralbanken von weiteren Zinserhöhungen Abstand nehmen. In der Vergangenheit ist dies allerdings immer erst in einer Rezession passiert.

Einstiegsgelegenheit für Wachstumswerte?

Wachstumswerte sind immer sehr attraktive Anlagen gewesen und haben natürlich in den Jahren der Null-Zins-Politik besonders profitiert. Es gab keinen risikofreien Zins, also eigentlich keine Alternative zu der Aktie. Das hat sich jetzt geändert. Trotzdem sind Unternehmen, die schneller wachsen als ihre Branche, gute und dynamische Geschäftsmodelle haben und eine hohe Innovationskraft vorweisen, weiterhin die Unternehmen, in denen wir investiert sein wollen. Dieses war in der Vergangenheit so und wird auch in der Zukunft so sein. Die angestiegenen Zinsen haben natürlich einen Einfluss auf die Bewertung der zukünftigen Cashflows und natürlich des Gewinn-Multiples, sowie der Aktienbewertung, aber gerade bei sinkenden Inflationsraten, wenn die Wirtschaft aus der Rezession kommt, sollten stark wachsende Unternehmen die größten Kursgewinne bringen. In der Vergangenheit waren es immer die Unternehmen im Wachstumsindex Nasdaq, die drei Monate vor den klassischen Indices die Aufwärtsbewegung angeführt haben.

Bedeutung für das Portfolio

In Anbetracht der oben erwähnten Probleme ist das Portfolio sehr defensiv ausgerichtet. Die Aktienquote ist wesentlich geringer als in Normalzeiten, die Bondposition ist eher höher, Gold und Rohstoffe haben auch noch ein hohes Niveau. Allerdings sehen wir kurzfristig im Anleihemarkt gute Gelegenheiten und werden bei weiterer Korrektur die Aktienquote Stück für Stück erhöhen.

Henning Gebhardt & Christoph Lampert



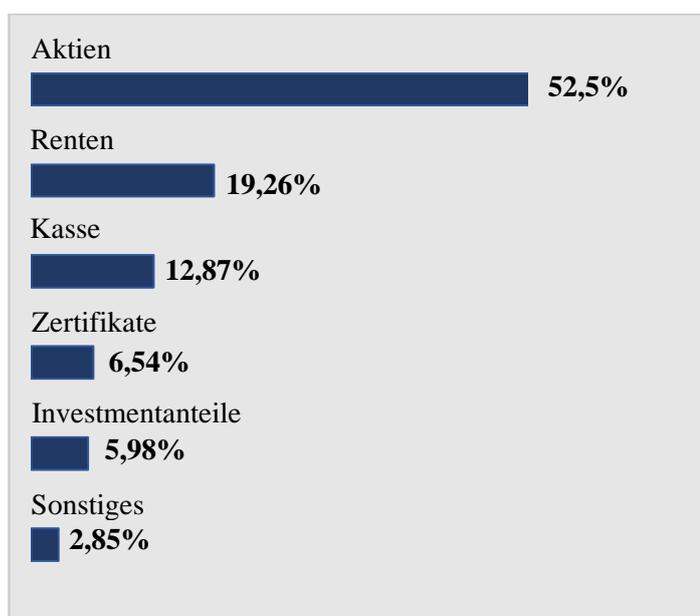
Aktivitäten im Portfolio

Im September haben wir in unserem Portfolio nur wenig angepasst. Wir sind weiter hoch abgesichert auf der Aktienseite und unsere Aktienquote bleibt, wie auch im August, niedrig. Leicht erhöht haben wir die 2-jährigen Staatsanleihen der USA und die 2-jährigen britischen Staatsanleihen wurden neu mit aufgenommen. Die Position in Rohstoffe bleibt unverändert. Wir haben allerdings Put-Optionen auf ausgewählte Aktien geschrieben, um von der hohen Volatilität zu profitieren und das restliche Portfolio mit Futures weitgehend abgesichert. Die Stimmung bleibt weiterhin angespannt und wir fahren weiter vorsichtig in den „Herbstnebel“ hinein.

Wertentwicklung seit Auflegung der Anteilsklasse PI am 13.05.2011



Portfolioinformationen per 29.09.2022



Größte Einzelwerte per 29.09.2022

United States of America DL-Notes 2022	8,25%
Deutsche Börse Xetra Gold	5,55%
United States of America DL-Notes 2019	5,03%
SPDR S&P US Divid. Aristocrats ETF	4,13%
SSE PLC	2,22%
Münchener Rück AG	2,11%
Dermapharm Holding SE	1,85%
Automatic Data Processing Inc.	1,82%
Oréal SA	1,64%
Miscrosoft Corp.	1,57%