



RÜCKBLICK – QUARTAL 3

Vor drei Monaten haben wir an dieser Stelle von einer diplomatischen Entspannung geschrieben. Das Verständigungsprotokoll zwischen den USA und dem Iran hatte die Märkte beruhigt, der Ölpreis war deutlich gefallen, und vieles sprach dafür, dass der Inflationshöhepunkt hinter uns liegt. Das dritte Quartal hat diese Hoffnung auf eine harte Probe gestellt. Der Konflikt am Persischen Golf flammte wieder auf, die Energiepreise zogen erneut an, und die Notenbanken diesseits und jenseits des Atlantiks haben die Zinsen erhöht. Umso bemerkenswerter ist, wie widerstandsfähig sich die Aktienmärkte in diesem Umfeld gezeigt haben. Im Folgenden möchten wir Ihnen erläutern, was die vergangenen drei Monate geprägt hat und wie wir Ihre Portfolios darauf ausgerichtet haben.

Der Ölpreis als Taktgeber des Quartals

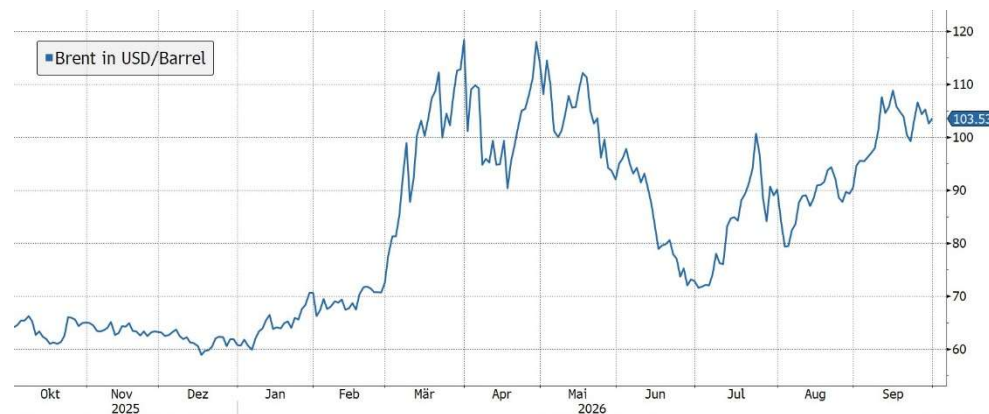


Abbildung 1, Preis Brent-Öl in USD je Barrel, Quelle: Bloomberg

Die Entwicklung am Ölmarkt liest sich fast wie eine Fieberkurve des Quartals. Nachdem Brent Anfang Juli auf rund 70 US-Dollar gefallen war, stieg der Preis bis Ende Juli wieder über 100 Dollar und bewegte sich im

August zwischen 87 und 97 Dollar. Anfang September kletterte er bis auf 109 Dollar, weil erneute Angriffe auf Schifffahrt und Energieinfrastruktur die vorherigen Rückgänge zunichtemachten. Im September tauschten die USA und der Iran erstmals seit Juli wieder militärische Schläge aus. Der Konflikt weitete sich aus, als mit dem Iran verbündete Milizen im Jemen mehrere Energieanlagen in Saudi-Arabien angriffen.

Auf diplomatischer Ebene gab es bislang keinen Durchbruch. Präsident Trump lehnte einen iranischen Vorschlag ab, die Straße von Hormus binnen sieben Tagen wieder zu öffnen. Zum Quartalsende entspannte sich die Lage jedoch etwas. Die Ölflüsse durch die Straße von Hormus haben sich im September deutlich erholt und erreichen fast schon die Vorkriegs-Niveaus. Saudi-Arabien nahm außerdem nach der Reparatur seiner Ost-West-Pipeline die Verschiffungen über den Hafen Yanbu wieder auf und schuf damit eine Ausweichroute um Hormus. Am 30. September schloss Brent bei 103 Dollar und damit gut ein Drittel über dem Stand von unter 73 Dollar zum Ende des zweiten Quartals.

Für die Kapitalmärkte ist der Ölpreis in diesem Jahr weit mehr als ein Rohstoffthema. Er treibt die Inflation, damit die Geldpolitik und über die Zinsen wiederum die Bewertung nahezu aller Anlageklassen. Genau diese Wirkungskette war im dritten Quartal gut zu beobachten.

Notenbanken: Zinserhöhungen auf beiden Seiten des Atlantiks

Die Europäische Zentralbank hat ihren im Juni begonnenen Kurs fortgesetzt. Nach einer Pause im Juli beschloss der EZB-Rat am 10. September, den Leitzins erneut um 25 Basispunkte anzuheben. Der Einlagensatz liegt nun bei 2,50 %. Begründet wurde der Schritt mit dem anhaltenden Preisdruck. Die Inflation im Euroraum stieg im August auf 3,2 %, nach 2,9 % im Juli. In Deutschland zog die Teuerung im September, angetrieben von hohen



Energiekosten, auf 3,3 % an, nach 2,9 % im Vormonat. Unsere im Vorquartal geäußerte Sorge, die EZB könne die Abwärtsrisiken für die schwache europäische Konjunktur unterschätzen, bleibt bestehen. Die Notenbank selbst rechnet für 2026 nur noch mit einem Wachstum von ca. 1,0 % bei einer durchschnittlichen Inflation von 3,0 %.

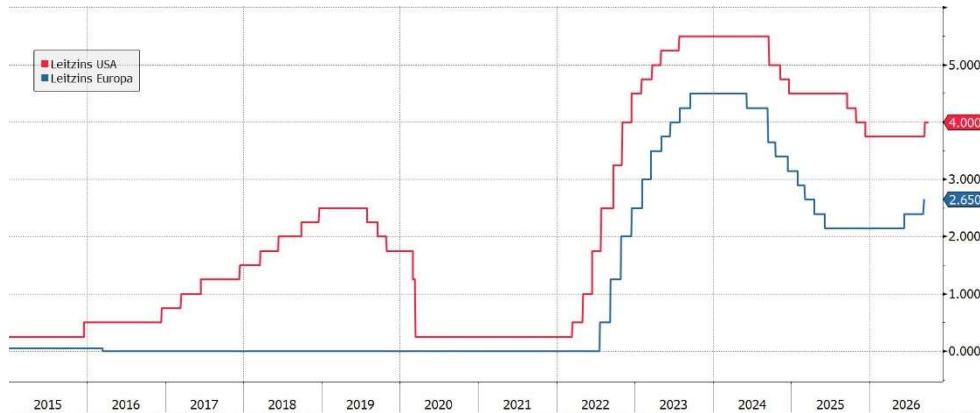


Abbildung 2, Leitzinsniveaus USA und Europa, Quelle: Bloomberg

In den USA fiel die Wende noch deutlicher aus. Am 16. September erhöhte die Federal Reserve den Leitzins auf eine Spanne von 3,75 bis 4,00 %. Es war die erste Anhebung seit Juli 2023 und die erste unter dem neuen Vorsitzenden Kevin Warsh. Viele Beobachter hatten von ihm eine eher lockere Linie erwartet, die Daten ließen ihm jedoch wenig Spielraum. Zwar stieg der von der Fed viel beachtete PCE-Preisindex im August auf Jahressicht nur noch um 3,4 %, doch das liegt weiterhin deutlich über dem Zielwert von 2 %. Gleichzeitig gilt der Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von 4,1 % als voll ausgelastet. Hinzu kommt ein Wechsel im Stil. Warsh hat sich auf der Notenbankkonferenz in Jackson Hole von der bisherigen Praxis verabschiedet, künftige Zinsschritte vorab anzukündigen.

Für die Märkte bedeutet das weniger Orientierung und tendenziell heftigere Reaktionen auf einzelne Konjunkturdaten.

Anleihen: Höhere Renditen als Chance

Die veränderten Zinserwartungen haben den Anleihemarkt deutlich belastet. Zum Quartalsende stieg die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe auf 5,29 % und erreichte damit den höchsten Stand seit fast zwei Jahrzehnten. Auch in Deutschland ist das Zinsniveau so hoch wie lange nicht. Im September erreichte die zehnjährige Bundesanleihe mit 3,61 % den höchsten Stand seit April 2011. Kurzfristig bedeutet dieser Anstieg Kursverluste bei bestehenden Anleihen. Gleichzeitig sind die laufenden Erträge so attraktiv wie seit vielen Jahren nicht mehr. Das Rentensegment kann seine Rolle als stabilisierender und planbarer Ertragsbaustein im Portfolio damit wieder deutlich besser erfüllen.

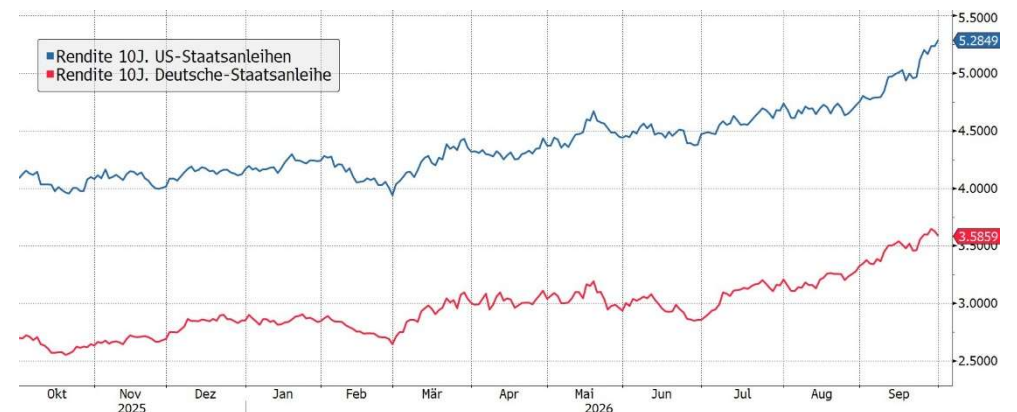


Abbildung 3, Renditen 10 jähriger Staatsanleihen von USA und Deutschland, Quelle: Bloomberg



Aktienmärkte: Neue Rekorde und die offene Frage nach dem KI-Gewinner

Die US-Aktienmärkte haben sich vom Zinsanstieg bemerkenswert unbeeindruckt gezeigt. Am 22. September erreichte der Nasdaq100 Index mit 30.732 Punkten einen neuen Rekordechlussstand. Über das gesamte Quartal legte der S&P 500 um 2 % zu, der Nasdaq nur 0,5 %. Die steigenden Zinsen hinterließen im September dennoch Spuren. Der S&P 500 gab in diesem Monat seine Gewinne weitestgehend wieder ab, während der technologielastige Nasdaq100 um 4,5 % zulegte. Getragen wird die Entwicklung weiterhin von der künstlichen Intelligenz. Nach Berechnungen von Kapitalmarktanalysten gehen inzwischen fast die Hälfte des diesjährigen Gewinnwachstums je Aktie im S&P 500 auf KI-Investitionen zurück.

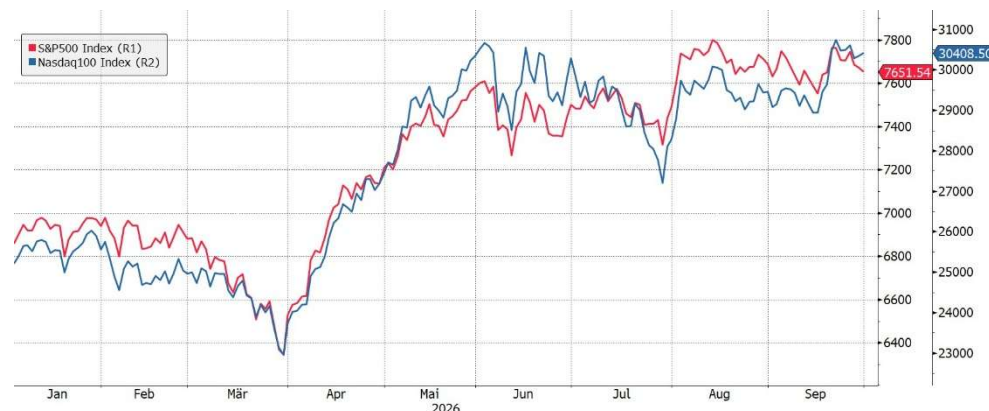


Abbildung 4, Kursentwicklung S&P500 und Nasdaq100 in USD, Quelle: Bloomberg

Hinter den Rekordständen zeigte sich in diesem Quartal aber auch, wie schnell sich die Stimmung innerhalb des KI-Sektors drehen kann. Anfang September stellte OpenAI mit GPT-6 Astra ein neues Modell vor, das als großer Schritt hin zu sogenannten KI-Agenten gilt, also Systemen, die komplexe Aufgaben selbstständig erledigen. Weltweit zogen daraufhin vor

allem Halbleiterwerte kräftig an. Selbst chinesische KI-Werte legten zu, weil Anleger darin vor allem ein Signal für einen insgesamt wachsenden Markt für KI-Anwendungen sahen. Nur wenige Tage später kehrte die Vorsicht zurück. Mitte September gerieten Technologiewerte unter Druck, nachdem führende KI-Unternehmer auf Sicherheitsbedenken hingewiesen und eine langsamere Entwicklung gefordert hatten. Für uns ergibt sich daraus eine nüchterne Erkenntnis. Welches Unternehmen und welches Modell sich im Rennen um die künstliche Intelligenz am Ende durchsetzt, lässt sich heute nicht seriös vorhersagen.

Wir haben daraus im dritten Quartal eine klare Konsequenz gezogen und unser KI-Engagement bewusst breiter aufgestellt. Statt auf einzelne Favoriten zu setzen, konzentrieren wir uns auf Unternehmen, die vom Ausbau der Infrastruktur profitieren, unabhängig davon, wer das Rennen macht.

Zum Beispiel entwickelt Broadcom maßgeschneiderte Chips und die Netzwerktechnik, ohne die moderne Rechenzentren nicht funktionieren, und beliefert gleich mehrere große Technologiekonzerne. Über eine Position im Nasdaq sichern wir die Breite des Themas ab. Ergänzend besetzen wir gezielt Unternehmen aus der zweiten Reihe, bei denen Bewertung und Konzentrationsrisiko deutlich geringer sind als bei den großen Indexschergewichten.

Einige von Ihnen werden sich erinnern, dass wir im Vorquartal bewusst auf die extrem hoch bewerteten KI-Hyperscaler verzichtet haben. Dass wir dennoch an Microsoft und Amazon festhalten, mag auf den ersten Blick widersprüchlich wirken, denn auch diese beiden gehören zu den großen Cloud-Anbietern. Der Unterschied liegt für uns im Geschäftsmodell. Keines der beiden Unternehmen ist eine reine Wette auf künstliche Intelligenz. Microsoft verdient sein Geld unter anderem mit Software und



Büroanwendungen für Millionen von Unternehmen, Amazon mit dem Onlinehandel und dem Werbegeschäft. Beide erwirtschaften kräftige positive Cashflows. Über ihre Cloud-Sparten profitieren sie vom KI-Boom, weil sie Rechenkapazität für eine Vielzahl von KI-Entwicklern bereitstellen und damit gewissermaßen an jeder Anwendung mitverdienen, die über ihre Rechenzentren läuft. Ihr Erfolg hängt aber nicht allein davon ab. Hinzu kommt, dass wir die Bewertungen beider Unternehmen als sehr attraktiv eingeschätzt haben.

Unser Ziel ist ein Portfolio, das im KI-Segment nicht von einer einzigen Entwicklung abhängt und auch dann trägt, wenn die heutigen Favoriten von neuen Wettbewerbern überholt werden. Bei US-Anleiherenditen von über 5 % steigen die Anforderungen an hohe Bewertungen. Resilienz ist uns deshalb derzeit wichtiger als die maximale Teilhabe an einzelnen Kursfeuerwerken.

Asien und China: Unsere Überzeugung wird auf die Probe gestellt

Unser Asien- und China-Baustein hat die Wertentwicklung in den vergangenen Monaten belastet. Das Bild am chinesischen Markt war dabei zweigeteilt. Der breite Hang Seng Index verlor zwar im September knapp 3,0 %, beendete das Quartal aber mit einem Plus von etwa 7,5 %. Die Technologiewerte, auf die unser Baustein ausgerichtet ist, konnten davon nicht profitieren. Der Hang Seng TECH Index, der die 30 größten Technologieunternehmen an der Hongkonger Börse abbildet, schloss am 30. September bei 4.253,89 Punkten und liegt damit seit Jahresbeginn rund 22 % im Minus. Ende September rutschte der Index auf ein Dreimonatstief, auch weil Anleger dem Treffen zwischen Trump und Xi wenig Substanz abgewinnen konnten.

Trotzdem halten wir an dieser Position fest, und zwar aus Überzeugung. Die Gründe, die wir Ihnen zum Jahreswechsel dargelegt haben, gelten unverändert. Chinesische Technologieunternehmen sind im internationalen Vergleich günstig bewertet, und China spielt eine zentrale Rolle in der globalen KI-Entwicklung. Hinzu kommt ein Gedanke, der direkt an unsere Positionierung in den USA anknüpft: Wenn niemand sicher weiß, wer das KI-Rennen gewinnt, sollte ein Portfolio nicht ausschließlich auf amerikanische Teilnehmer setzen. Die schwache Entwicklung der vergangenen Monate hat den Bewertungsabstand zu westlichen Technologiewerten weiter vergrößert. Dreht die Stimmung, kann daraus ein erheblicher Aufholeffekt entstehen. Uns ist bewusst, dass ein solcher Hebel in beide Richtungen wirkt. Deshalb ist der Baustein so bemessen, dass er Ihr Portfolio ergänzt, es aber nicht dominiert.

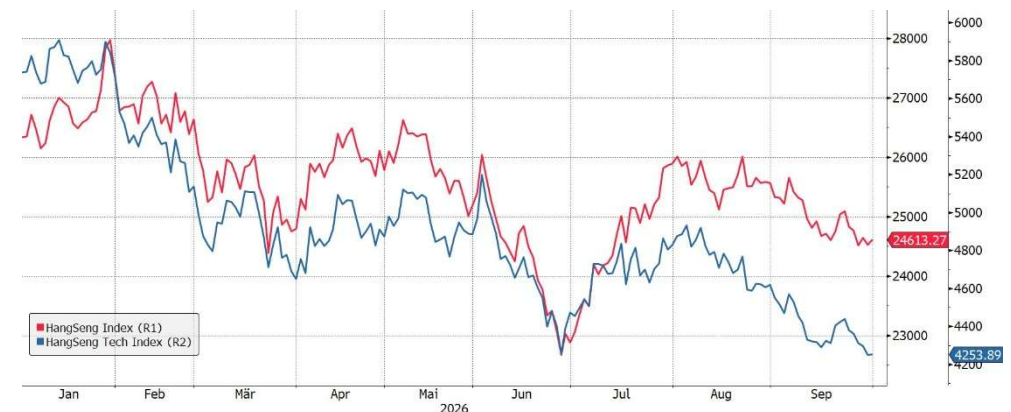


Abbildung 5, Kursentwicklung HangSeng und HangSeng Tech Index in HKD, Quelle: Bloomberg



Fazit

Das dritte Quartal hat gezeigt, dass die geopolitische Lage am Persischen Golf weiterhin der wichtigste Einzelfaktor für die Kapitalmärkte bleibt. Eine nachhaltige Öffnung der Straße von Hormus würde den Ölpreis entlasten, den Inflationsdruck mindern und den Notenbanken Spielraum verschaffen. Die zuletzt wieder steigenden Öltransporte durch die Meerenge sind ein ermutigendes Signal, eine weitere Eskalation ist jedoch nicht ausgeschlossen. Wir halten es deshalb nicht für sinnvoll, Ihr Portfolio einseitig auf eines dieser Szenarien auszurichten.

Unsere Strategie bleibt deshalb dem Prinzip der breiten Streuung verpflichtet. Im KI-Segment setzen wir auf Unternehmen mit robusten und breit aufgestellten Geschäftsmodellen statt auf einzelne Favoriten. Unserem Asien-Baustein halten wir auch in einer schwierigen Phase die Treue, weil wir von seinem langfristigen Potenzial überzeugt sind. Die höheren Anleiherenditen nutzen wir, um die stabilisierende Rolle des Rentenanteils zu stärken. So sehen wir Ihr Portfolio gut gerüstet, um auch in einem weiterhin schwankungsreichen Umfeld solide und nachhaltig zu profitieren.

Ihr Team der GECAM AG

Impressum

Herausgeber:

GECAM AG
Goldschmidtstraße 5
69115 Heidelberg

Tel. 06221-43507570
Fax 06221-43507588
gecam@gecam.de,
www.gecam.de

Verantwortlich:

Armin Spöttl;
Philipp Müller,
Daniel Kolb;
(Vorstände)

Bildnachweis:

Charts: Bloomberg
Heidelberg: iStock
488723481

Marktbericht:

Alexander Busch

Die Angaben und Darstellungen erfolgen ohne Übernahme der Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit. Alle Rechte vorbehalten. Die dargestellten Meinungen und Kommentare sind persönliche Ansichten des Verfassers. Es wird keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen übernommen. Diese Inhalte stellen keine Beratung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes dar. Es werden weder einzelne Anlageempfehlungen, noch wird insgesamt eine Anlageempfehlung gegeben. Sie dienen ausschließlich dem Zweck, den Kunden bei seiner selbstständigen Anlageentscheidung zu unterstützen.