



Ein instabiles Gleichgewicht



Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
9. April 2021

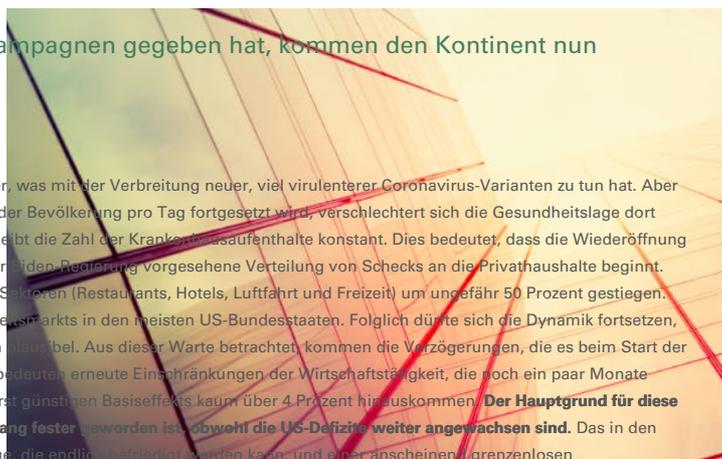
Länge
7 Minuten Lesedauer

Nachdem wir nachgewiesen haben, dass eine Problematik die Aktien- und die Zinsmärkte verbindet (siehe [Carmignac's Note vom März](#) „Ein besseres Verständnis der Herausforderungen des Zinsanstiegs für die Märkte“), geht es nun darum, deren Entwicklung abzuschätzen. Die neuen Informationen, die im März hinzugekommen sind, bestätigen im Moment das Risiko eines weiteren Anstiegs der Anleihepreise und damit einer erneuten volatilen Phase der Aktienmärkte. Dieses Risiko wird jedoch dadurch gemindert, dass bereits ein Teil des Wegs hinter uns liegt und verschiedene gegenläufige Kräfte im Spiel sind, die dafür sorgen, dass ein ungebremseter Wirtschaftsaufschwung nur von kurzer Dauer sein wird. Bis dahin erscheint es uns nach wie vor eher angebracht, eine mögliche instabile Phase an den Märkten in Betracht zu ziehen, damit das hohe Potenzial unserer langfristigen Anlagen bewahrt werden kann. Die Zahlen, die in den nächsten Monaten sowohl von der Wirtschaft als auch der Politik vorgelegt werden, könnten entscheidend dafür sein, ob sich eine neue Tendenz an den Märkten herauskristallisiert.

Die Verzögerungen, die es bei den europäischen Impfkampagnen gegeben hat, kommen den Kontinent nun teuer zu stehen

Das Szenario einer Überhitzung der US-Wirtschaft ist weiterhin aktuell

Auch in den Vereinigten Staaten steigen die Infektionszahlen seit ein paar Wochen wieder, was mit der Verbreitung neuer, viel virulenterer Coronavirus-Varianten zu tun hat. Aber dank der Fortschritte ihres Impfprogramms, das zurzeit in einem Tempo von 0,8 Prozent der Bevölkerung pro Tag fortgesetzt wird, verschlechtert sich die Gesundheitslage dort lange nicht so stark wie in Europa und den Schwellenländern (ohne China). Außerdem bleibt die Zahl der Krankenhausaufenthalte konstant. Dies bedeutet, dass die Wiederöffnung der US-Wirtschaft bereits angelaufen ist, während gleichzeitig die im Konjunkturpaket der Biden-Regierung vorgesehene Verteilung von Schecks an die Privathaushalte beginnt. Die Wirtschaftstätigkeit ist nach unseren Schätzungen in den zuletzt heruntergefahrenen Sektoren (Restaurants, Hotels, Luftfahrt und Freizeit) um ungefähr 50 Prozent gestiegen. Im Übrigen ergibt sich aus den Hochfrequenzdaten ein anhaltender Aufschwung des Arbeitsmarkts in den meisten US-Bundesstaaten. Folglich dürfte sich die Dynamik fortsetzen, und ein Wachstum des US-BIP von mehr als 7 Prozent im Jahr 2021 erscheint inzwischen glaubwürdig. Aus dieser Warte betrachtet, kommen die Verzögerungen, die es beim Start der europäischen Impfkampagne gegeben hat, den Kontinent nun teuer zu stehen, denn sie bedeuten erneute Einschränkungen der Wirtschaftstätigkeit, die noch ein paar Monate alternativlos sein werden. Das Wachstum dürfte in Europa in diesem Jahr trotz des äußerst günstigen Basiseffekts kaum über 4 Prozent hinauskommen. **Der Hauptgrund für diese unterschiedliche Wirtschaftsdynamik ist mit Sicherheit der US-Dollar, der seit Jahresanfang fester geworden ist, obwohl die US-Defizite weiter angewachsen sind.** Das in den USA bestehende Zusammenspiel zwischen einer lang aufgestauten Verbrauchernachfrage, die endlich befriedigt werden kann, und einer anscheinend grenzenlosen haushaltspolitischen Unterstützung stützt das Szenario einer möglichen Überhitzung, d. h. eines Wachstums, das von Inflationsdruck begleitet wird.



Die Zentralbanken stehen vor einem Dilemma

Wie wir bereits in unserer Note vom März erläutert haben, steckt die Fed gewissermaßen in einer Zwickmühle: Sie muss nämlich entscheiden zwischen dem Risiko einer Überhitzung und dem Risiko eines Rückgangs der Märkte oder, um es pathetischer auszudrücken, zwischen der grundsätzlichen Einhaltung der Ziele einer demokratisch gewählten Regierung und ihrer Pflicht, die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Denn es ist offensichtlich, dass die Biden-Regierung sehr fest entschlossen ist, jetzt ihr Konjunkturpaket, den „American Jobs Plan“, mit einem Umfang von zwei Billionen Dollar durchzubringen. Gleich danach dürfte zudem ein weiteres, eine Billion Dollar schweres Paket im sozialen Bereich folgen. Die dafür vorgesehenen Summen sind erneut beispiellos, und da es politisch geboten erscheint, das Wirtschaftswachstum noch mindestens bis zu den US-Zwischenwahlen Ende 2022 weiter zu stützen, dürfte die Regierung auch nächstes Jahr an dieser expansiven Haushaltspolitik festhalten. Indem sie in diesem Umfeld die geldpolitische Straffung auf die lange Bank schiebt, nährt die Fed die Furcht vor einem auf längere Sicht einsetzenden Inflationsanstieg und trägt so zum Anstieg der langfristigen Zinsen bei. Denn Anleger fürchten zu Recht, dass die vorübergehende Inflation dieses Jahres, die durch Basiseffekte, die Nachfrageerholung und Engpässe in den Lieferketten hervorgerufen wurde, anhält, weil die Einkommen der Verbraucher steigen und die Arbeitslosigkeit sinkt – zwei ausdrückliche Ziele des Konjunkturpakets. **Die Aussicht auf eine Fortsetzung des Anstiegs der langfristigen Zinsen stellt nicht nur ein Risiko für den Wert von Finanzanlagen dar, sondern für mehrere Sektoren und in erster Linie den Immobiliensektor.**

Der Druck auf die Fed, den Zeitpunkt der Straffung ihrer Geldpolitik – Reduzierung der monatlichen Anleihenkäufe und Erhöhung der Leitzinsen – vorzuziehen, ist also hoch. Aber eine solche Straffung würde auf jeden Fall die kurzfristigen Marktzinsen steigen lassen, sodass gleichzeitig ein ähnliches Risiko für die Märkte oder sogar für die Konjunktur an sich entstünde. **Diese Zwickmühle rechtfertigt aus unserer Sicht eine sehr aktive Steuerung des Risikos von Zinserhöhungen in unseren Anleiheportfolios.**

Konjunkturzyklen und Sektorrotation



Unter diesem Aspekt hat der Rückstand Europas im Konjunkturzyklus, der nicht nur auf den Mängeln der europäischen Impfpolitik, sondern auch auf der Bescheidenheit der Konjunkturpakete im Vergleich zu den USA beruht, immerhin den Vorteil, dass bisher weniger Aufwärtsdruck auf die europäischen Zinsen besteht. **Paradoerweise erklärt dieser Nachzügler-Status somit die jüngste Outperformance der europäischen Aktienmärkte und insbesondere der zyklischen Sektoren.** Doch die Finanzmärkte und die Wirtschaft hängen weltweit zusammen. Daher sollte man zurzeit die Wahrscheinlichkeit nicht unterschätzen, dass Europa trotz seiner strukturellen Nachteile aufholt, vor allem wenn das Impftempo endlich zunimmt. **Wir sind daher in Bezug auf die europäischen Zinsmärkte zuletzt vorsichtiger geworden.**

Wie schon Ende der 1960er-Jahre leiten die Vereinigten Staaten nun eine radikale wirtschaftspolitische Wende ein

Ein instabiles Gleichgewicht der Märkte

Vorerst wiegt der Enthusiasmus wegen der Konjunkturerholung in den Köpfen der Anleger schwerer als die Furcht aufgrund einer Überhitzung, einer dauerhaft steigenden Inflation und eines übermäßigen Zinsanstiegs, die vor allem aus europäischer Sicht in der Tat etwas überhand nehmen. Außerdem wurde schon viel erreicht – zyklische Aktien haben zuletzt eine deutliche Outperformance erzielt und das erste Quartal dieses Jahres war für 70-jährige US-Staatsanleihen das schlechteste seit 1919! Im Übrigen besteht aufgrund der demografischen Entwicklung, der Überschuldung und disruptiver Technologien nach wie vor ein hoher struktureller Disinflationdruck. Der technische Wandel hat sich wegen der Corona-Krise mit Sicherheit beschleunigt. Wie wir schon im vergangenen Monat erläutert haben, sind lediglich diese Faktoren neben einer nachdenklichen Positionierung in bestimmten, von der Konjunkturerholung begünstigten Sektoren auch eine hohe Allokation in hochwertigen Technologietiteln mit einem sehr gut absehbaren mittelfristigen Gewinnwachstum, deren Kurse nun wieder sehr angemessen sind. Als Risikomanager halten wir es jedoch für wichtig, auch die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, dass die Impulse, die die US-Wirtschaft erhalten hat, auf den Finanzmärkten für einen Wechsel der seit 20 Jahren vorherrschenden Paradoxie sorgen. Dann werden die Vereinigten Staaten leiten nun, wie Ende der 1960er-Jahre, eine durchaus radikale wirtschaftspolitische Wende ein. Im Übrigen könnte der Inflationsdruck, wie schon damals, als auch die „Sonderstellung“ der USA nicht mehr ausreichen, um das ungeheure Defizit zu rechtfertigen, letztendlich unter Druck geraten, wovon die Schwellenländer profitieren würden. Daher bleibt unsere Anlageverwaltung in den kommenden Monaten auf eine Portfoliozusammensetzung mit Schwerpunkt auf unseren langfristigen Verbindlichkeiten – also Aktien einige wie beispielsweise die Energiewende vor dem Hintergrund der US-Haushaltspolitik noch stärker geworden sind – und eine sehr aufmerksame Beobachtung der Marktgleichgewichte ausgerichtet.



Anlagestrategie

Aktien

In den USA beschleunigt sich der Konjunkturaufschwung vor dem Hintergrund von Konjunkturprogrammen, lockerer Geldpolitik und der Wiederöffnung der Wirtschaft. Wenig überraschend verlieh dieses Umfeld den zyklischsten Sektoren wie Rohstoffen und Banken Auftrieb. Der Zinsanstieg belastete hingegen weiterhin die Titel mit den höchsten Bewertungskennzahlen.

Da die positiven Auswirkungen dieses Booms der US-Wirtschaft aus unserer Sicht vom Markt zum Großteil eingepreist wurden, haben wir ein vorsichtiges Risikoprofil des Aktienportfolios beibehalten, indem wir bestimmte Titel, von denen wir weniger überzeugt waren, verkauften. Angesichts dieses Umfelds behalten wir außerdem eine Vermögensallokation in Unternehmen bei, die insbesondere dank einer ausgeprägten Fähigkeit zur Steuerung ihrer Margen – beispielsweise im Falle eines Inflationsanstieges – absehbares mittelfristiges Gewinnwachstum aufweisen. Diese Unternehmen profitieren in der Regel von strukturellen Trends wie beispielsweise dem digitalen Wandel. Die Ausgaben für Technologie dürften sich ausgedrückt in Prozent des US-BIP im kommenden Jahrzehnt verdoppeln und bestimmten Software- oder Cloudanbietern ein attraktives mittelfristiges Wachstum ermöglichen.

Diese langfristigen Themen stehen einem taktischen Exposure in Unternehmen, die von der Wiederöffnung der Wirtschaft insbesondere in Europa profitieren, nicht entgegen. Der Rückstand im Vergleich zum US-Zyklus dürfte für bestimmte Titel insbesondere aus der Tourismusbranche attraktive Aussichten bieten. Außerdem legen die gesunkenen Zinsniveaus nahe, dass die europäischen Aktienmärkte den nächsten Zins-/Inflationsanstieg – falls er kommt – besser verarbeiten können.

Der chinesische Markt gab in den vergangenen Wochen nach, da er unter Gewinnmitnahmen und der Zunahme von Ungewisheiten litt, insbesondere im Hinblick auf die chinesisch-amerikanischen Beziehungen. Die Tatsache, dass sich die chinesische Wirtschaft in einem späteren Stadium des Konjunkturzyklus als der Rest der Welt befindet, könnte auf eine Konjunkturverlangsamung in den nächsten Monaten hindeuten. Dies würde den Werten mit hoher Transparenz, in denen wir angelegt sind, zugutekommen.

Anleihen

Die Wachstums- und Inflationserwartungen sind in den USA zuletzt kontinuierlich gestiegen. Auf sehr kurze Sicht stützen sie sich auf einen Inflationsanstieg, der vor allem auf starken Basiseffekten in Verbindung mit dem Einbruch der Rohölpreise und der am meisten von der Krise getroffenen Sektoren beruht. Hinzu kommen die Aussicht auf die Wiederöffnung der Wirtschaft in den USA dank einer extrem ehrgeizigen und wirksamen Impfkampagne und auf längere Sicht die haushaltspolitischen Maßnahmen der Biden-Regierung, deren Umfang beispiellos ist, sowie die Haltung der Fed, die trotz allem erneut bestätigt hat, dass sie in der nächsten Zeit an ihrer extrem lockeren Geldpolitik festhalten wird. Diese Faktoren haben die Anleger bewogen, nun auf höhere Nominal- und Realzinsen zu setzen, und stützen unsere Verkaufspositionen in amerikanischen Anleihen.

Da die Impfkampagnen und die Wirtschaftsentwicklung in Europa viel enttäuschender verlaufen, sind dort die Zinsen höher als in den USA. Wir sind aber trotzdem der Meinung, dass Europa sich dem Reflationsdruck kurzfristig nicht entziehen kann. Zudem dürfte die massive Versorgung mit Impfstoffen im zweiten Quartal eine Grundvoraussetzung für die Wiederöffnung des Kontinents in den kommenden Monaten sein.

Wir haben folglich das Anleihenrisiko innerhalb des Portfolios weiter verringert und es auf die Segmente ausgerichtet, die bei der Normalisierung der Zinsen hinterherhinken. Daher haben wir unsere Positionen in Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer zum größten Teil veräußert. Außerdem nutzten wir die relative Stabilität des Kreditmarkts aus, um unser Exposure zu verringern. Ausschlaggebend dafür war, dass die Kreditspreads im Falle eines starken Zinsanstiegs insgesamt nur sehr wenig Schutz bieten. In erster Linie haben wir unsere Positionen in nachrangigen Bankanleihen und im Tourismussektor reduziert, die sich sehr gut entwickelt hatten. Wir halten nun ein äußerst selektives Unternehmensanleihenportfolio, dessen Titel einen spezifischen Zusammenhang mit der Wiederöffnung der Volkswirtschaften sowie dem Energiesektor aufweisen, dessen Spreadniveau es erlauben dürften, einen Zinsanstieg zu verarbeiten oder sogar von einem Preisanstieg zu profitieren.

Wir halten an der sehr aktiven Verwaltung der Anleihen der Kernländer fest. Wir setzen eine breite Palette von Instrumenten zur Steuerung des Risikos eines Zinsanstiegs wie etwa Short-Positionen auf Nominal- und Realzinsen oder Long-Positionen auf Inflationserwartungen ein und verfolgen je nach Zinskurve einen anderen Ansatz, um den Umstand auszunutzen, dass die „großen“ Wirtschaftsräume alle in unterschiedlichen Stadien des Zyklus sind. Diese Positionen konzentrieren sich auf die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und in geringerem Maße Deutschland.

Dies ist eine Werbemitteilung. Dieser Artikel darf ohne die vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch in Teilen vervielfältigt werden. Es stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Bezugnahme auf bestimmte Werte oder Finanzinstrumente dient als Beispiel, um bestimmte Werte, die in den Portfolios der Carmignac-Fondspalette enthalten sind bzw. waren, vorzustellen. Hierdurch soll keine Werbung für eine Direktanlage in diesen Instrumenten gemacht werden, und es handelt sich nicht um eine Anlageberatung. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt nicht dem Verbot einer Durchführung von Transaktionen in diesen Instrumenten vor Veröffentlichung der Mitteilung. Die Portfolios der Carmignac-Fondspalette können ohne Vorankündigung geändert werden.