



Der Konjunkturzyklus ist unausweichlich



Autor/en
Kevin Thozet

Veröffentlicht am
12. Juli 2021

Länge
🕒 7 Minuten Lesedauer

Seit fast einem Jahr tendieren die Finanzmärkte dank der massiven geldpolitischen und fiskalischen Hilfspakete aufwärts. Vor diesem Hintergrund erscheint es fraglich, ob einige Volkswirtschaften, allen voran die USA, sich durch höhere Haushaltsausgaben und anscheinend bedingungslose geldpolitische Unterstützung der Macht des Konjunkturzyklus entziehen können.

Je weiter der Zyklus voranschreitet und wenn es einmal nicht mehr hauptsächlich um die Erholung des Wachstums geht und die Wirtschaft mit Hilfe der beispiellosen Maßnahmen wieder auf beiden Beinen steht, werden sich die Zentralbanken zurückziehen. Für sie werden wieder vermehrt Preisstabilität und ein stabiles Finanzsystem zur Priorität, wohingegen das Wachstum in den Hintergrund tritt. In einem Umfeld, in dem der politische und wirtschaftliche Konsens über den einzuschlagenden Kurs weniger klar ist, weil sich das Wirtschaftswachstum immer mehr selbst trägt, sind zudem zahlreiche fiskalische Unterstützungsmaßnahmen oder entsprechende Ankündigungen weniger dringend. Kurzum, der Konjunkturzyklus meldet sich zurück und übernimmt statt der Maßnahmen zur Bewältigung der Krise wieder das Szepter.

Das wirft viele Fragen auf, insbesondere im Hinblick auf die Bedeutung von Unterstützungsmaßnahmen in diesem so speziellen Zyklus. Was geschieht, wenn die monetären und fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen verschwinden? Was, wenn sich das Umfeld an den Märkten normalisiert? Droht dann ein Absturz? Wird die Schwerkraft sie einholen? Oder kehren sie auf den Kurs zurück, dem sie langfristig tendenziell folgen?

Wie wir in den letzten Monaten mehrfach betont haben, dienen die USA während und nach der Krise erneut als Vorbild.



Geldpolitik vor dem Wendepunkt

Die US-Notenbank (Fed) geht in ihrem Basisszenario nur von einem vorübergehenden Preisschub aus. Gleichzeitig sieht sie eine durchaus reale Gefahr, dass die Inflation länger als ursprünglich erwartet hoch bleiben könnte. Dementsprechend schlägt sie nun restriktivere Töne an¹ und stellt eine Verringerung der Anleihekäufe in den kommenden Monaten in Aussicht, möglicherweise bereits ab Herbst dieses Jahres, vorausgesetzt, dass sich die Wirtschaftszahlen weiterhin gut entwickeln.

Dieser Kurswechsel dürfte sich sehr langsam vollziehen, und die Aussicht auf eine Rückkehr der US-Notenbank zu einer konventionelleren Geldpolitik ist offensichtlich beruhigend, wie die Marktreaktion zu bestätigen scheint. Die Zinsen am kurzen Ende, die am empfindlichsten auf erwartete Änderungen der Geldpolitik reagieren, sind gestiegen. Gleichzeitig gehen die Zinsen am langen Ende, die tendenziell eher langfristige Wachstumserwartungen widerspiegeln, nicht nach oben oder sind sogar niedriger als vor dem Kurswechsel. Das erklärt auch die gute Performance sogenannter Risikoanlagen.

Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell signalisiert, dass seine Aufgabe auch darin besteht, darauf zu achten, dass die Inflation nicht aus dem Ruder läuft. Damit schwinden die Aussichten, dass die US-Wirtschaft aus dem klassischen Konjunkturzyklus ausbricht, etwas.

Der Markt rechnet nicht mit geldpolitischen Fehlritten, die zu einer Überhitzung der Wirtschaft oder im Gegenteil zu einer abrupten Straffung führen. Dennoch drohen mehrere Probleme.

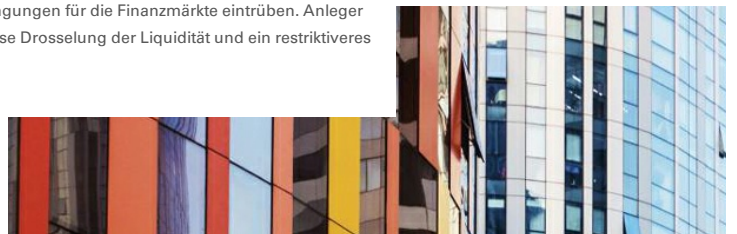
Zum einen richtet sich die Aufmerksamkeit angesichts der erneuten Inflationserwartungen nun verstärkt auf den Arbeitsmarkt. Diese stärkere Abhängigkeit von Wirtschaftsdaten fördert tendenziell Schwankungen, da die Veröffentlichungen selbst volatil sind, Korrekturen und saisonalen Anpassungen unterliegen, die angesichts dieses besonderen Konjunkturzyklus umso gefährlicher sind. Es besteht die Gefahr, dass sich die Fed bei einem besonders dynamischen Arbeitsmarkt² zu Leitzinserhöhungen gezwungen sieht, die sich das Finanzsystem mit seiner extrem hohen Verschuldung und der dementsprechend starken Zinssensitivität nicht leisten kann. Das ist das Paradox in unserer aktuellen Welt: Ein Preisschub – angeheizt durch einen Anstieg der Löhne und/oder Immobilienpreise – könnte sich am Ende in einen Deflationsschock verwandeln, wenn die durch eine ultralockere Politik herbeigeführten Spekulationsblasen³ platzen. Der Fed-Chef steht folglich vor großen Herausforderungen und möglichen geldpolitischen Fehlritten, zumal die Wirtschaft sehr stark wächst.

Der Konjunkturzyklus geht weiter, daher sollte die Stärke des Wachstums mehr in den Mittelpunkt rücken

Die Straffung der Geldpolitik und damit der Finanzierungsbedingungen scheint zwar vielleicht noch in weiter Ferne zu liegen, letztlich wird sie jedoch zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums führen. Genau darin liegt der Zweck dieses Kurswechsels. Jede Aktion löst eine Reaktion aus, die berücksichtigt werden sollte.

Die USA sind tendenziell Vorreiter, denen andere folgen. Wie wir letzten Monat berichteten, bereiten auch andere Zentralbanken in Industrieländern⁴ die Märkte langsam auf einen ähnlichen Richtungswechsel vor. Das Gleiche gilt für einige Schwellenländer, die ihren Kurs bereits geändert haben⁵ und/oder in denen Anleger bereits in den kommenden Monaten eine geldpolitische Straffung erwarten.

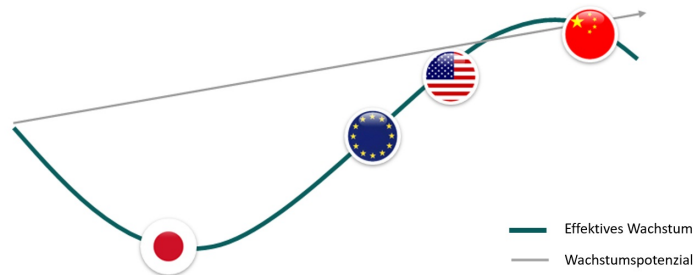
Bislang scheinen die Zentralbanken diesen Kurswechsel sehr gut einzufädeln, ohne dass die verschärften Finanzierungsbedingungen den Markt belasten. Die großzügige Bereitstellung von Liquidität ist für zyklische Anlagen und Carry-Strategien zwar vorteilhaft, ihre Beendigung bedeutet jedoch tendenziell, dass sich die Bedingungen für die Finanzmärkte eintrüben. Anleger sollten sich daher schon jetzt auf eine schrittweise Drosselung der Liquidität und ein restriktiveres geldpolitisches Umfeld einstellen.



Die generöse Haushaltspolitik ist vorbei

Der Konjunkturzyklus hängt auch von der Wirtschaftspolitik der Regierungen ab. Eine abrupte Wende ist nicht zu erwarten. In den kommenden Quartalen dürften die Volkswirtschaften in den USA und Europa zweistellige jährliche Wachstumsraten erzielen, befeuert durch die Belebung beim privaten Konsum, im weltweiten Handel und im Tourismussektor. Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einer späteren Zyklusphase und kühlt sich bereits ab. Ohne staatliche Eingriffe dürfte das Wachstum in China bis Ende des Jahres unter sein Potenzial fallen. Das wird auch Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft haben, die besonders sensibel auf das Wachstum im Reich der Mitte reagiert.

Position im Konjunkturzyklus



Quelle: Carmignac

In der zweiten Jahreshälfte 2021 dürften die Haushaltsausgaben voraussichtlich noch nicht gedrosselt werden. Früher oder später werden die beispiellosen Maßnahmen der letzten 18 Monate aber ebenfalls langsam auslaufen. Durch sie konnten zahlreiche Arbeitsplätze erhalten und eine Solvenzkrise verhindert werden. Gleichzeitig ist dank der Hilfsmaßnahmen die Zahl der Zahlungsausfälle im Vergleich zu einem „normalen“ Jahr gesunken, was absolut bemerkenswert ist!⁶

Der Wegfall dieser Nothilfen wird daher voraussichtlich die Zahl der Unternehmenspleiten über kurz oder lang in die Höhe treiben. Auch hier dürfte uns die Realität des Konjunkturzyklus einholen, sodass eine sorgfältige Auswahl an den Kreditmärkten geboten ist.

Gleichzeitig wird die Biden-Administration ihre ambitionierten Ausgabenpläne höchstwahrscheinlich nach unten korrigieren müssen, zumal sich die Verhandlungen angesichts der wackligen Mehrheit der US-Demokraten schwierig gestalten. Entsprechend droht der fiskalische Impuls in diesem Jahr geringer auszufallen als ursprünglich erwartet, und bereits im nächsten Jahr könnten Ausgabenkürzungen die expansive Haushaltspolitik ablösen.

Anpassung der Portfolios an die voraussichtliche Verringerung der geld- und fiskalpolitischen Unterstützungsmaßnahmen

Der Konjunkturzyklus schreitet voran. Prognosen zum Höhepunkt sind zwar stets eine heikle Sache, in früheren Zyklen markierte der Abzug der Zentralbankliquidität jedoch den Beginn des Abschwungs. Der geldpolitische Kurswechsel scheint momentan beschlossene Sache zu sein. Die Märkte rechnen nun ab November 2022 mit einer Leitzinserhöhung. Das dämpft die Hoffnung auf ein dauerhaft dynamischeres Wachstum und belastet damit auch die Zinsen am langen Ende. In den kommenden Monaten könnte daher die Volatilität an den Anleihenmärkten zurückgehen. Wir haben unsere Short-Positionen taktisch neutralisiert und erwarten, dass sich die Zinskurve aufgrund der ambivalenten Reaktion der Fed weiter abflachen wird.

Die aktuelle Phase des Konjunkturzyklus und das derzeitige Umfeld sind tendenziell besonders vorteilhaft für Titel, bei denen das Gewinnwachstum autonomer und weniger abhängig vom Konjunkturzyklus ist. Sie bilden das Rückgrat unserer Investments.

Anlagestrategie

Aktien

Die Aktienmärkte sind in den letzten Wochen zurückhaltender geworden, was einen Führungswechsel an den Märkten nach sich zog. Die Sektorrotation kehrte sich um, sodass Growth-Aktien Substanzwerte übertrafen. Inflationsängste haben die Fed just zu einem Zeitpunkt, an dem sich das Wachstum der Unternehmensgewinne abschwächen könnte, zu einem Kurswechsel bewegt. Da das Risiko einer Überhitzung der US-Konjunktur abnimmt, könnte sich die Rotation in Growth-Aktien fortsetzen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Positionen in zyklischen Indizes wie US-Industriewerten oder europäischen Banken reduziert.

Gleichzeitig senken wir weiterhin unser Exposure in Titeln, die empfindlich auf das Wiederhochfahren der Volkswirtschaften reagieren. Die Verringerung des Risikos in Verbindung mit Positionen auf Indexderivate hat für uns aktuell höchste Priorität. Im Gegenzug bevorzugen wir ein auf titelspezifischen Überzeugungen basierendes Aktienexposure. Besonders sorgfältig überwachen wir angesichts der potenziellen Zinserhöhungen Aktien mit überzogenen Bewertungen. Wir sehen uns die jeweiligen Bewertungen im Einzelfall an – das gilt auch für die Börsenschwertgewichte im Technologiesektor wie Facebook oder Google.

Das aktuelle geschätzte KGV für 2021 von Facebook liegt gleichauf mit dem S&P 500 und deutlich unter seinem historischen Durchschnitt. Der Aktienkurs litt unter der Sektorrotation und den aufsichtsrechtlichen Ungewissheiten, die die Aussichten für die „versteckten“ Vermögenswerte, wie Instagram und E-Commerce, sowie die höheren Werbeeinnahmen nicht berücksichtigen. Das aufsichtsrechtliche Umfeld von Facebook ist zudem klarer geworden, nachdem zwei Klagen gegen das soziale Netzwerk wegen wettbewerbswidriger Praktiken abgewiesen wurden.

Anleihen

Die US-Notenbank hat die Tonart gewechselt und eine mögliche Straffung der Geldpolitik ins Spiel gebracht. Gleichzeitig machen sich erste Inflationsängste bemerkbar, während sich die Wachstumsdynamik abschwächen dürfte. Dies löste starke Verschiebungen an den Anleihenmärkten aus, wobei die US-Zinskurve abflachte und die Inflationserwartungen zurückgingen. In Europa ist die Situation jedoch eine andere. Ein Überschwappen der Zinsentwicklung in den USA auf die Zinsniveaus in Europa erscheint durch die Fundamentaldaten nicht gedeckt, weshalb eine aktive Verwaltung erforderlich ist. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, ein Portfolio aufzubauen, das Performance generieren kann und gleichzeitig das Verlustrisiko im Zusammenhang mit dem Zinsanstieg begrenzt.

Wir steuern das Zinsrisiko hauptsächlich durch eine aktive Verwaltung unserer Short-Positionen und konzentrieren uns dabei auf das mittlere Laufzeitenspektrum. Wir halten in erster Linie Short-Positionen in Großbritannien, um von der geldpolitischen Straffung in einer Wirtschaft zu profitieren, die im Zyklus weiter voraus und stärker von der Erholung abhängig ist als Kontinentaleuropa. Dagegen verzichtet der Fonds insgesamt auf eine direktionale Positionierung auf die Zinsen der europäischen Kernländer und setzt nur geringfügig auf die Zinsen der sogenannten Peripherieländer.

Bei Unternehmensanleihen halten wir an unserer sehr sorgfältigen Titelauswahl fest und nutzen titelspezifische Anlagechancen. Im Schwellenländeruniversum zählt China zu unseren größten Anlageüberzeugungen. Für uns ist China eine der am besten geführten Volkswirtschaften unter den Schwellenländern. Das Land überzeugt durch seine orthodoxe Fiskal- und Geldpolitik, während sich die Wirtschaftsakteure (Haushalte, Unternehmen, Regierungen) in den Industrieländern in gigantischem Umfang verschulden. Aktuell halten wir chinesische Lokalwährungsanleihen mit Renditen von rund 3 Prozent, was deutlich über dem Renditeniveau in Europa und den USA liegt. Die potenzielle Lockerung der Geldpolitik sowie die Aufnahme chinesischer Anleihen in die Anleihenindizes könnten zusätzliche Unterstützung bieten.

Quelle: Carmignac, Bloomberg, 05.07.2021

¹ Seit dem 16. Juni zeigt die Zinsprognose, der sogenannte „Dot Plot“, dass eine Mehrheit der Mitglieder des Offenmarktausschusses eine Anhebung der Leitzinsen bis Ende 2023 in Betracht zieht, während der Median weniger entgegenkommend ist und für den gleichen Zeitraum zwei Zinserhöhungen prognostiziert.

² Aufgrund unserer Analysen gehen wir davon aus, dass in den USA spätestens im Januar 2023 wieder Vollbeschäftigung herrscht – wobei wir berücksichtigen, dass der Arbeitskräfteüberschuss aufgrund der Besonderheiten dieser Krise nur langsam absorbiert wird – und sich die Lage möglicherweise schon Anfang 2022 wieder zunehmend normalisiert.

³ Finanz- und Immobilienanlagen haben sich gegenüber dem Vorkrisenniveau verteuert.

⁴ Insbesondere die Bank of England, die Bank of Canada und die norwegische Zentralbank.

⁵ Wie in Brasilien und Ungarn, wo die Zentralbanken bereits mit den Zinserhöhungen begonnen haben.

⁶ Das gilt zumindest für Europa, wo – anders als in den USA – die Unterstützungsmaßnahmen eher auf Unternehmen als auf Privathaushalte gemünzt sind. So ist z. B. die Zahl der Pleiten in Frankreich während der Coronakrise massiv zurückgegangen (um ca. 40 Prozent).

Dies ist ein Werbedokument. 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.