

EIN BESSERES VERSTÄNDNIS DER HERAUSFORDERUNGEN DES ZINSANSTIEGS FÜR DIE MÄRKTE

von Didier SAINT-GEORGES

- Head of Portfolio Advisors, Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee
08.03.2021

Wie wir in Carmignac's [Note vom Januar](#) bereits angedeutet haben, „könnte 2021 ein komplexeres Jahr für die Märkte werden, als offenbar allgemein angenommen wird“. Diese Warnung bestätigt sich nun im März, denn die Märkte werden sich langsam bewusst, welches Risiko eine Fortsetzung des laufenden Anstiegs der langfristigen Zinsen, insbesondere in den USA, für sie bedeuten könnte. Angesichts der Tatsache, dass die Zinsen leider manchmal ihre anfängliche Entwicklung plötzlich beschleunigen, halten wir es für angebracht, bereits jetzt unsere Sichtweise dieses Themas zu erläutern. Erfahrungsgemäß ist ein Zinsanstieg in der Regel in seiner Anfangsphase ein eher positives Signal an die Aktienmärkte: Er signalisiert eine Konjunkturerholung, während noch keine erhebliche Verteuerung der Kapitalkosten droht. Für diese Analyse spricht derzeit das absolute Niveau der Zinsen, die noch weit unter den Ständen liegen, die aus historischer Sicht problematisch für die Bewertung von risikoreichen Anlagen sind. Diese Faktoren sind einer der Hauptgründe dafür, dass an den Aktienmärkten trotz der Volatilität an den Anleihemärkten bisher große Gelassenheit herrschte. Dort sind die Renditen von 10-jährigen US-Treasuries innerhalb von nur zwei Monaten von 0,9 auf 1,47 Prozent hochgeschneit, während der Aktienindex MSCI World im gleichen Zeitraum erneut über 4 Prozent gutmachte. Wenn man sich jedoch den Hintergrund etwas genauer anschaut, kommt man zu einer komplexeren Beurteilung der zukünftigen Entwicklung.

2021: Ein Jahr auf Speed

Wie wir in unserer Januar-Note schon erläutert haben, wird das Zusammentreffen von historisch günstigen Haushalts- und Geldpolitiken, einem außerordentlichen Basiseffekt und immer optimistischer stimmenden Fortschritten bei Impfstoffen 2021 zumindest in den USA ein Wachstumstempo zur Folge haben, das zu den höchsten seit den 1980er-Jahren gehört. Daher ist es kein Wunder, wenn vor dem Hintergrund einer optimistischen Fundamentalanalyse zahlreiche, durch die im Überfluss vorhandene Liquidität aufgeblähte Spekulationsgeschäfte die Aktienmärkte auf immer neue Höchststände steigen ließen. Ebenso wenig überrascht es, dass das erhöhte Inflationstempo, das in wenigen Wochen durch den Basiseffekt weiter zunehmen wird (nachdem es Anfang 2020 aufgrund des drastischen Rückgangs des privaten Verbrauchs und des Rohölpreises am Boden war), bisher lediglich als eine glückliche Folge der ersehnten wirtschaftlichen „Normalisierung“ betrachtet wurde. Der Inflationsanstieg wird die Realzinsen (Nominalzinsen minus die Inflation) entsprechend sinken lassen, sodass gleichzeitig die Schuldenlast tragfähiger und Aktien noch

attraktiver werden. Angesichts negativer Realzinsen und der Fortsetzung der quantitativen Lockerung im gleichen Tempo, was sich bei einem Wirtschaftswachstum von 5 bis 6 Prozent immer weniger rechtfertigen lässt, stellt sich also die Frage, wann die Zentralbanken zum Spielverderber werden, indem sie eine Straffung ihrer Geldpolitik ankündigen.

“Indem sie die langfristigen Realzinsen in die Höhe treiben, signalisieren die Anleger der Fed, dass Untätigkeit steigende Kosten hat”

Erste Signale

In seiner Rede vor dem US-Senat am 23. Februar bestätigte Fed-Präsident Jerome Powell, dass er vorerst keineswegs die Absicht hat, die Geldpolitik zu straffen (nach dieser guten Nachricht setzten die Aktienmärkte, an denen an den Vortagen eine gewisse Besorgnis geherrscht hatte, ihren Aufwärtstrend fort). Mit dieser Botschaft bestätigte er sein Inflationsziel, das er beim traditionellen jährlichen Notenbanker-Treffen in Jackson Hole formuliert hatte: Entscheidend ist nun nicht mehr der unmittelbare Stand der Inflation, sondern der langfristige Durchschnitt. Mit anderen Worten: Selbst wenn das unmittelbare Inflationsniveau in den nächsten Monaten vor allem dank des Basiseffekts deutlich steigen sollte, würde die Fed gemäß ihrer neuen Doktrin untätig bleiben. Dennoch zogen die Anleiherenditen nur wenige Tage später wieder an, was an den Aktienmärkten nicht spurlos vorbeiging.

Die Märkte beeinflussen die Geldpolitik mindestens so stark wie umgekehrt

Diese Unruhe lässt sich mit der abwartenden Haltung erklären, die die Fed trotz des allgemeinen Optimismus bewusst an den Tag legt und die nun befürchten lässt, dass die Fed, falls das starke Wachstum der US-Wirtschaft über 2021 hinaus anhalten sollte, gezwungen sein wird, umso schneller eine geldpolitische Straffung einzuleiten, um eine Überhitzung zu vermeiden. Denn ein schnellerer Anstieg der langfristigen Zinsen bedeutet, dass nicht nur die mittelfristigen Inflationserwartungen gestiegen sind, sondern auch die Erwartungen an die Realzinsen (über die Inflation hinaus). Darüber hinaus fällt auf, dass die Fed zurzeit ein Wirtschaftswachstum in den USA von „nur“ 4,2 Prozent in diesem Jahr erwartet. Dieser Wert liegt aus unserer Sicht weit unter dem tatsächlich zu erwartenden Wachstum. Sie scheint weitgehend zu ignorieren, dass das Repräsentantenhaus bereits ein 1,9 Billionen Dollar schweres Nothilfepaket verabschiedet hat, zu dem wahrscheinlich bald ein ähnlich großes Infrastrukturpaket hinzukommt, und dass der private Verbrauch wahrscheinlich anziehen wird, wenn in den USA demnächst Herdenimmunität gegen das Coronavirus besteht. Falls die Fed im weiteren Jahresverlauf einräumen sollte, dass sie die Lage unterschätzt hat, hätte sie die Möglichkeit, die Abkehr von ihrer abwartenden Haltung zu rechtfertigen. Mit anderen Worten: Indem sie die langfristigen Realzinsen jeden Tag ein bisschen mehr in die Höhe treiben, signalisieren die Märkte der Fed, dass Untätigkeit steigende Kosten hat.

“ US-Präsident Joe Biden, gestützt auf eine absolute Mehrheit im Kongress, vollendet die Zerstörung der alten Wirtschaftspolitik, indem er ein beispielloses Konjunkturprogramm auflegt ”

Die Lösung des Problems liegt in einem Richtungswechsel der Märkte

Die zehn Jahre nach der Weltfinanzkrise von 2008 waren von äußerst lockeren Geldpolitiken geprägt, während die Haushaltspolitik sehr zurückhaltend blieb, weil sie von einer als gegeben betrachteten orthodoxen Finanzpolitik eingeschränkt wurde. Das Ergebnis waren mäßige Wachstumsraten der Wirtschaft und folglich nur geringe Lohnsteigerungen, aber andererseits auch rasant steigende Finanzanlagen dank niedriger Zinsen. Die Krise von 2020 brachte zum ersten Mal die Politik der Regierungen ins Wanken, da sie zu einer radikalen Abkehr von der Haushaltsdisziplin gezwungen waren (siehe unsere Note vom Januar „Das Virus und der Rubikon“). Schließlich vollendete der neu gewählte US-Präsident Joe Biden, gestützt auf eine absolute Mehrheit im Kongress, die Zerstörung der „alten“ Politik, indem er ein beispielloses Konjunkturprogramm auflegte, das ausdrücklich auf reales Wachstum und die Verringerung der sozialen Ungleichheit ausgerichtet ist. Mit anderen Worten: Als die Wirksamkeit und die gesellschaftliche Akzeptanz der ausschließlich auf der Geldpolitik beruhenden Krisenbewältigung an ihre Grenzen stießen, wurde die Haushaltspolitik zur neuen Allzweckwaffe der Wirtschaftspolitik erhoben. Dieser Richtungswechsel löste zunächst einen Anstieg der Inflationserwartungen aus (da die Verbraucher nun von Unterstützungsmaßnahmen profitieren), die den Anstieg der Anleihenmärkte deutlich begrenzten, was den Aktienmärkten zugutekam. Aber seit ein paar Wochen hat an den Anleihenmärkten ein Anstieg der langfristigen Realzinsen eingesetzt, weil die Erwartung besteht, dass die Fed auf längere Sicht gezwungen wird, ihre Geldpolitik zu straffen. Da dieser Zustand natürlich weitaus ungünstiger für die Aktienmärkte ist, traten dort kurz vor Ende Februar die ersten Risse auf. Es lässt sich noch nicht sagen, ob die Korrektur der Anleihenmärkte schlussendlich bedeutet, dass Ökonomen für die Zeit nach 2021 ihren Optimismus verlieren. Aber vorerst mahnt der Richtungswechsel der Finanzmärkte zur Vorsicht auf den Zins- und Aktienmärkten.

Was tun?

Eine seit Jahrzehnten eingespielte Marktordnung lässt sich nicht ohne Weiteres umkehren. Es ist normal, wenn ihr ein Anstieg der Volatilität vorausgeht. Dies ist an den Anleihenmärkten bereits der Fall, und es ist nur eine Frage der Zeit, wann die Aktienmärkte folgen. Aus diesem Grund haben wir in den letzten Wochen die Risiken in unseren Anleihe- und Aktienportfolios durch die Bank zurückgefahren, indem wir vor allem die Nasdaq, aber auch langfristige US-Zinsen absicherten. Gleichzeitig wird für ein effektives Wirtschaftswachstum, das über die Erholung von 2021 hinausgeht, noch viel haushaltspolitische Unterstützung notwendig sein, deren Umfang aber wegen der Korrektur der Anleihenmärkte begrenzt sein könnte. Daher achten wir sorgfältig darauf, neben Titeln, die von der Wiedereröffnung der Volkswirtschaften

profitieren, auch Wachstumstitel zu halten, bei denen wir davon überzeugt sind, dass ihre Gewinnvisibilität und ihre Preismacht im Fall eines Inflationsanstiegs wertvolle Vorteile für jedes Szenario darstellen.

Quelle: Carmignac, Bloomberg, 01.03.2021

Anlagestrategie

Aktien

Die Sektorrotation von Wachstumstiteln in sogenannte „Value“-Sektoren hat sich Anfang dieses Jahres beschleunigt, da zum einen die Hoffnung auf eine Wiedereröffnung der Volkswirtschaften bestand und zum anderen in den USA ein bisher beispielloses Konjunkturprogramm aufgelegt wurde. Diese makroökonomische Erholung löste schließlich eine Korrektur von sehr zinsempfindlichen Sektoren wie Basiskonsumgüter, Versorger und Technologie aus, weil besonders in den USA ein Anstieg der langfristigen Zinsen befürchtet wurde.

Da die Aktienmärkte seit einigen Wochen von weniger Faktoren unterstützt werden, nahmen wir - vor allem in China - bei den Titeln mit den höchsten Bewertungen Gewinne mit und richteten gezielte Absicherungen auf dem US-Markt ein. Wir behalten diese kurzfristige Zurückhaltung so lange bei, bis die Bewertungen diese Fundamentaldaten und das neue Zinsumfeld, das sich abzeichnen könnte, besser widerspiegeln. Was die Struktur unserer Aktienportfolios anbelangt, haben wir uns zu selektiven Exposures in der Wiedereröffnung der Volkswirtschaften über Unternehmen entschlossen, die kurz- wie langfristig attraktive Aussichten besitzen. Durch unsere Anlagen wurde unser auf langfristiges Wachstum ausgerichtetes Kernportfolio ausgewogener. Wir halten daher an unseren Anlagen im Zusammenhang mit touristischen Aktivitäten in Europa sowie unserem Exposure im Luxusgütersektor fest, der von der Konsumerholung profitieren dürfte, denn die Sparquoten haben Höchststände erreicht.

Die Transparenz beim mittelfristigen Gewinnwachstum bleibt unser erstes Auswahlkriterium. Mit diesem Kriterium werden Titel minderer Qualität tendenziell ausgeschlossen. Unsere Suche konzentriert sich auf Unternehmen, die: eine ausgeprägte Fähigkeit zur Steuerung ihrer Margen haben, insbesondere im Falle eines Inflationsanstiegs; imstande sind, sich an die strukturellen Veränderung der Produktions- und Konsumweisen anzupassen; im Falle einer nicht auszuschließenden Wachstumsenttäuschung widerstehen können. Auch wenn oft die Bewertung dieser Titel bemängelt wird, ist es interessant festzustellen, dass die mittelfristige Bewertung von Wachstumsaktien nach der jüngsten Kursentwicklung derjenigen von Value-Titeln entspricht.

Anleihen

Die Rendite von 10-jährigen US-Schatzanweisungen - die ausschlaggebend für den Preis eines großen Teils der Finanzanlagen sind - ist seit Jahresanfang von unter 1 auf über 1,6 Prozent gestiegen. In der ersten Phase wurde der Anstieg von anziehenden Inflationserwartungen, aber immer noch sehr akkommodierenden Realzinsen begleitet. Allerdings hat sich der Zinsanstieg seit ein paar Wochen beschleunigt, und dieses Mal steigen auch die Realzinsen, während die Inflationserwartungen leicht zurückgehen. Diese Konstellation stellt ein Risiko für die zinsempfindlichsten Anlagen dar. In diesem Umfeld setzt unsere Anlagestrategie auf Vorsicht und taktische Verwaltung.

Bei Anleihen der Kernländer war die jüngste Entwicklung in Europa ähnlich wie in den USA, obwohl die Lage unterschiedlich ist. In Europa ist die wirtschaftliche wie die Gesundheitslage immer noch unsicher, während die Wirtschaft in den USA von einem beispiellosen Konjunkturprogramm und einer viel effektiveren Impfkampagne profitiert. Wir verringern folglich weiterhin US-Staatsanleihen. Obwohl wir zurzeit noch von den meisten europäischen Staatsanleihen Abstand nehmen, könnten sich Chancen ergeben, falls die Korrektur sich verstärken sollte. Die Kreditmärkte blieben relativ stabil. Allerdings ist Vorsicht geboten, weil die Kreditmargen nur sehr wenig Schutz im Fall eines starken Zinsanstiegs bieten. Folglich wurde das Risiko reduziert, indem wir Gewinne auf unsere größten Positionen mitnahmen und Absicherungen einrichteten.

Im Bereich der Schwellenländeranleihen halten wir an einer sehr selektiven Positionierung in spezifischen Gelegenheiten wie China und Rumänien fest. Wir haben ferner Verkaufspositionen auf die Wirtschaftsräume eingerichtet, die am anfälligsten auf einen Inflationsanstieg reagieren; ein Beispiel dafür ist Polen, wo die Zentralbank früher als erwartet zu einer restriktiveren Geldpolitik übergehen könnte, damit die Inflation nicht außer Kontrolle gerät. Auch wenn diese schnelle, unterschiedslose Korrektur der weltweiten Zinsen taktische Chancen eröffnen könnte, bleiben wir dennoch vorsichtig, weil ein Richtungswechsel möglich ist.

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.

