

Der heikle Weg zur Normalisierung

Trotz des Zitterns an den Kapitalmärkten in diesem Sommer rechnen wir mit einer vorsichtigen Normalisierung der Geldpolitik und einer anhaltend robusten Weltkonjunktur. Unseres Erachtens birgt der Aktienmarkt immer noch Aufwärtspotenzial. Das gilt besonders für zyklische Sektoren mit der Aussicht, von der Wiedereröffnung der Wirtschaft zu profitieren

Paul Doyle (Head of Europe ex-UK Equities)



Wenn die Zentralbanken nun behutsam die Normalisierung der Geldpolitik in Angriff nehmen, bewegen sie sich auf

einem schmalen Grat. Eine Straffung ist unausweichlich, darf aber nicht zu früh und nicht zu schnell kommen. Tatsächlich zeugte die Abflachung der US-Zinsstrukturkurve in den USA im Juni von der Angst, dass die US-Zentralbank (Fed) die Geldpolitik zu schnell straffen und damit die Konjunktur abwürgen könnte.

Diese Ängste sind jedoch übertrieben und der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen dürfte ein vorübergehendes Phänomen sein. Die Kapitalmärkte befinden sich in einer Übergangsphase zwischen der geld- und haushaltspolitischen Ausnahmesituation der letzten 18 Monate und der Rückkehr zur Normalität.

Das Wirtschaftswachstum könnte zwar in den USA seinen Höhepunkt erreichen, wird aber wohl weltweit in der zweiten Jahreshälfte anziehen, weil die Nachzügler einen Wachstumsschub erleben. Nur in China kühlt sich die Konjunktur nach einer Straffung der Geldpolitik im früheren Jahresverlauf ab. Eine weitere Drosselung des Kreditwachstums in China ist jedoch unwahrscheinlich. Allerdings wird die bereits erfolgte Straffung die Konjunktur noch mehrere Monate lang bremsen.

Zögerliche Schritte

Bis Mitte des Sommers 2022 wird sich das BIP-Wachstum in den großen Volkswirtschaften vermutlich wieder auf



rund 5 % eingependelt haben, was immer noch ein hoher Wert ist. Der Konsum wird stark bleiben, da die Haushalte beginnen, die Ersparnisse auszugeben, die sie während der Lockdowns gebildet haben. Dabei wird sich die Konjunkturdynamik von Produkten zu Dienstleistungen verschieben. Alleine in den USA haben die Haushalte seit März 2020 Sparüberschüsse in Höhe von USD 2,6 Bio. aufgebaut.¹

Um die steigende Nachfrage zu bedienen, werden die Unternehmen die Investitionsausgaben hochfahren müssen. Derweil werden die USA die Staatsausgaben weiter erhöhen,² während die Europäische Union (EU) ihren Aufbaufonds und ihr Programm „Next Generation EU“ auf den Weg bringen wird.³ In den USA könnte das Wachstum gegenüber dem derzeitigen hohen Niveau zurückgehen, aber eine globale Rezession ist in absehbarer Zukunft kaum zu erwarten.

Eine weitere Sorge lautet, dass die Deltavariante des Coronavirus die Wiedereröffnung der Wirtschaft verzögern könnte. Doch angesichts steigender Impfquoten schlägt sie sich bisher nicht in den Krankenhauseinweisungen und Todesfällen nieder. Das Vereinigte Königreich ist der Testfall für andere Länder, und dort driften die Neuinfektionen und Sterbefallzahlen auseinander. Zudem werden bis Ende 2021 zehn Milliarden Impfdosen produziert,⁴ die genügen werden, um bis Anfang 2022 den Großteil der Weltbevölkerung zu schützen. Damit sinkt die Gefahr weiterer Lockdowns.

Die Inflation wurde durch die Preise für Gebrauchtwagen, Hotelübernachtungen und Flugtickets in die Höhe getrieben. Der Inflationssockel ist jedoch derzeit kein Problem: In den USA beträgt der Index der persönlichen Konsumausgaben im Jahresvergleich lediglich 1,8 % und die Breakeven-Inflationsrate der zehnjährigen



Staatsanleihen 2,3 %, während der Lohnzuwachsindikator (Wage Tracker) der Zentralbank von Atlanta sinkt, was bedeutet, dass die Preiserhöhungen nicht auf die Löhne durchschlagen.⁵

Dennoch fahren die kleineren Zentralbanken Norwegens, Kanadas und des Vereinigten Königreichs bereits ihre Anleihekäufe zurück⁶ und sprechen über Zinserhöhungen. Die Fed verfolgt von allen Zentralbanken den lockersten Kurs, denn sie wird die Zinsen erst erhöhen, wenn am Arbeitsmarkt Vollbeschäftigung herrscht.

Eine weltweit restriktivere Geldpolitik führt nicht zwangsläufig zur Verschärfung der wirtschaftlichen Bedingungen, da die Haushaltspolitik locker bleiben wird. Der Internationale Währungsfonds erwartet in den höher entwickelten Volkswirtschaften zwischen 2022 und 2026 zyklusbereinigte Haushaltsdefizite von 2,6 %. Dem steht ein Wert von 1,1 % für die Zeit von 2014 bis zum Beginn der Pandemie gegenüber.⁷

Die Rückkehr der Reflationsthese

Was bedeutet also ein stärkeres Wachstum der Weltwirtschaft in den verbleibenden Monaten des laufenden Jahres für die Kapitalmärkte? Steigende Konsumausgaben und die zunehmende Diskrepanz zwischen hohen Gewinnen und stagnierenden Bewertungskennzahlen verheißen Gutes für die Aktienmarktentwicklung. Dies gilt besonders für zyklische Sektoren. Seit dem Jahresbeginn wurden die Gewinnprognosen für die bedeutendsten Wirtschaftsräume insgesamt um 11 % nach oben korrigiert. Das ist der höchste bisher verzeichnete Wert.⁸ Trotz starker Aktienmärkte gingen Rekordgewinne mit sinkenden Kurs-Gewinn-Verhältnissen einher. Die Gewinnprognosen sind für Zykliker gestiegen, für defensive Aktien dagegen gesunken. Dadurch hat sich eine Gelegenheit zum Kauf zyklischer Aktien eröffnet.

Europäische Aktien erscheinen relativ vielversprechend, unter anderem weil sie aufgrund ihrer kürzeren Duration und des vergleichsweise geringen Anteils an Wachstumswerten zu einer Outperformance neigen, wenn die Anleiherenditen steigen. Das Wachstum der Unternehmensgewinne könnte in Europa unsere derzeitige Prognose von 35 % übertreffen und Ende 2021 wieder das Vorpandemieniveau erreichen. Dies wäre im Vergleich zu früheren Rezessionen eine sehr kräftige Erholung. Nach der globalen Finanzkrise dauerte es elf Jahre, bis die Gewinne in Europa wieder so hoch waren wie 2007. Als Covid-19 ausbrach, übertrafen sie das Niveau von 2007 lediglich um 2 %.⁹ Doch nun prognostiziert beispielsweise Goldman Sachs für Europa ab 2023 einen jährlichen Gewinnanstieg um 4 %, ein Wert, der sich sehr positiv von den 0,1 % abhebt, die zwischen 2007 und 2019 zu verzeichnen waren.

All dies lässt darauf schließen, dass die Wachstumsängste dieses Sommers und deren Auswirkungen auf die Märkte übertrieben sind. Ein Blick auf den Markt sagt uns, dass die Sparquoten immer noch hoch, die Unternehmensbilanzen solide und die Immobilienmärkte in guter Verfassung sind, während sich die Arbeitsmarktlage verbessert. Zudem erholen sich die Unternehmensgewinne ebenso wie die Investitionsausgaben. Die Investitionsprogramme im Infrastrukturbereich sind ein enormer Pluspunkt. Warum sollte sich die Konjunktur also abkühlen?

Wir rechnen in den nächsten zwölf Monaten mit einem ungebrochenen Wachstum bei allmählicher Normalisierung der Geld- und Haushaltspolitik. Aktien werden dabei vermutlich trotz ihrer nicht eben günstigen Preise Anleihen weiterhin übertreffen.

“ Steigende Konsumausgaben und die zunehmende Diskrepanz zwischen hohen Gewinnen und stagnierenden Bewertungskennzahlen verheißen Gutes für die Aktienmarktentwicklung

¹ <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/us-excess-savings-coronavirus-pandemic-power-economy-recovery-moodys-2021-4>

² <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/us-stimulus-will-boost-growth-at-cost-of-higher-deficits-debt-09-03-2021>

³ <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/eu-recovery-plan/>

⁴ Duke University, „Reducing Global COVID Vaccine Shortages“, April 2021.

⁵ Bloomberg, Juli 2021.

⁶ <https://www.ft.com/content/6cd56028-b577-4ba9-9e4c-05ec62bbdc25>

⁷ <https://www.cbo.gov/publication/56073>

⁸ Bloomberg, Juli 2021.

⁹ Bloomberg, März 2020.

Mehr erfahren Sie unter **COLUMBIATHREADNEEDLE.COM**



Wichtige Informationen: Nur für professionelle Kunden und/oder entsprechende Investorentypen in Ihrem Rechtsgebiet (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Für Marketingzwecke.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und sollte nicht als für eine bestimmte Anlage repräsentativ eingestuft werden. Es stellt kein Angebot und auch keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar, noch gilt es als Anlageberatung oder sonstige Leistung. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, darunter auch das Risiko des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Ihr Kapital ist nicht geschützt.** Das Marktrisiko kann einen einzelnen Emittenten, einen Wirtschaftssektor, einen Industriezweig oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert der Anlagen ist nicht garantiert. Deshalb erhält ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurück. **Internationale Anlagen** bergen bestimmte Risiken und können aufgrund möglicher Veränderungen der politischen oder wirtschaftlichen Verhältnisse oder Währungsschwankungen sowie unterschiedlicher Finanz- und Bilanzierungsstandards volatil sein. **Die genannten Wertpapiere dienen nur zur Veranschaulichung, können sich ändern und sollten nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden. Die genannten Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand am genannten Datum, können sich bei einer Veränderung der Markt- oder sonstigen Bedingungen ändern und können von den Meinungsäußerungen anderer verbundener Unternehmen oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) abweichen. Die tatsächlichen Anlagen oder Anlageentscheidungen von Columbia Threadneedle und seinen Tochtergesellschaften, ob sie nun für die eigene Anlageverwaltungstätigkeit oder im Namen von Kunden getätigt werden, spiegeln die hierin ausgedrückten Meinungsäußerungen nicht notwendigerweise wider. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung dar und berücksichtigen die persönlichen Umstände eines Anlegers nicht. Anlageentscheidungen sollten immer auf Grundlage der konkreten finanziellen Bedürfnisse, der Ziele, des zeitlichen Horizonts und der Risikobereitschaft eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und keine Prognose sollte als Garantie angesehen werden.** Informationen und Einschätzungen, die von Dritten bezogen wurden, werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde überprüft.

Für Australien gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Auflage befreit, eine australische Finanzdienstleisterlizenz gemäß dem Corporations Act zu besitzen, und stützt sich bei der Vermarktung und Erbringung von Finanzdienstleistungen für australische Wholesale-Kunden im Sinne von Section 761G des Corporations Act 2001 auf Class Order 03/1102. TIS wird in Singapur (Registernummer: 201101559W) von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289) reguliert, der vom australischen Recht abweicht.

Für Singapur gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, die in Singapur der Aufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289) untersteht. Registernummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

Für Hongkong gilt: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, die von der Securities and Futures Commission („SFC“) zur Durchführung regulierter Aktivitäten (Typ 1) zugelassen ist (CE:AQA779). Eingetragen in Hongkong gemäß der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

Für das Vereinigte Königreich gilt: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

Für den EWR gilt: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg) unter der Registernummer B 110242. Eingetragener Firmensitz: 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg. Die Zusammenfassung der Anlegerrechte ist auf unserer Website in englischer Sprache verfügbar.

Für den Nahen Osten gilt: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht.

Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt.

Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln.

Für die Schweiz gilt: Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, GB. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragener Firmensitz: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz. Die Zusammenfassung der Anlegerrechte ist auf unserer Website in englischer Sprache verfügbar.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.

columbiathreadneedle.com

Herausgegeben im 09.21 | Gültig bis 03.22 | J31836 | 3741851