

In der Geldpolitik steht eine Trendwende an



« Seit September werden in der globalen Geldpolitik andere Töne angeschlagen: Wichtige Zentralbanken denken angesichts des stabilen Wachstums und der unerwartet hartnäckigen Inflation jetzt offen über eine Straffung nach. Wir sind überzeugt, dass die Märkte eine allmähliche, vorab angekündigte Straffung verkraften können und halten an unserer Übergewichtung von Risikoanlagen fest, wobei unsere Portfolios so positioniert sind, dass sie von einer schrittweisen Zinserhöhung profitieren. »

Lieven De Witte *Head of Fixed Income Strategy, BIL*

Das Tempo des Wachstums hat vielleicht seinen Höhepunkt überschritten, aber es sieht ganz so aus, als ob es auch in der zweiten Jahreshälfte und 2022 auf einem hohen Niveau bleiben wird. Im Moment schwächelt das Wirtschaftswachstum und drei der weltweit einflussreichsten Zentralbankchefs – Christine Lagarde, Jerome Powell und Andrew Bailey – haben verlauten lassen, dass sie die Ursache hierfür auf der Angebots- und nicht auf der Nachfrageseite sehen. Lieferengpässe und andere angebotsseitige Schwierigkeiten halten nun schon länger an als erwartet. Sie üben Aufwärtsdruck auf die Preise aus und belasten die Stimmung – es ist wie bei einer schweren Einkaufstasche: Je länger die Unternehmen diese Sorgen mit sich herumtragen, desto schwerer erscheinen sie ihnen. Kurzfristig sind solche Störungen zwar problematisch, doch unserer Ansicht nach werden sie die Nachfrage letztendlich einfach weiter in die Zukunft verlagern und so den Konjunkturzyklus verlängern.

Weniger geldpolitische Unterstützung

Gegenwärtig ist die Geldpolitik äußerst expansiv. Da die Weltwirtschaft die schlimmste Phase der

Krise nun gut überstanden hat und starke fiskalpolitische Impulse zu erwarten sind, möchten die Zentralbanken ihre Unterstützungsmaßnahmen zurückfahren. In gewisser Weise sind die Märkte jedoch abhängig von der expansiven Geldpolitik und der Entzug muss vorsichtig erfolgen. Als Ben Bernanke 2013 verlauten ließ, dass das Tempo der Anleihekäufe „bei den nächsten Sitzungen“ schrittweise gedrosselt werden könnte, wirkte sich diese kleine Anmerkung verheerend auf die Rentenmärkte aus. In kurzer Zeit verdoppelten sich die Renditen zehnjähriger Treasuries nahezu.

Bei ihrer Sitzung im September teilte die Fed mit, dass der Offenmarktausschuss (FOMC) eine „allmähliche“ Drosselung ihres Anleihekaufprogramms, die bereits im November beginnen könnte, nun grundsätzlich unterstützt und beabsichtigt werde, die Ankäufe in der zweiten Jahreshälfte 2022 einzustellen. Aus der aktualisierten Prognose der Fed (dem „Dot-Plot“, der die Meinungen der 18 FOMC-Mitglieder abbildet) wurde ersichtlich, dass die Hälfte der Mitglieder sich für eine mögliche Zinserhöhung im Jahr 2022 ausspricht und die andere Hälfte dagegen. Eine weitere Erhöhung wird für 2023 ins Auge gefasst. All dies wurde

mitgeteilt, ohne größere Turbulenzen am Markt auszulösen.

Auf die Verlautbarung des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England im September war der Markt weniger gut vorbereitet und es kam zu geringfügigen Marktnunruhen bei britischen Staatsanleihen (Gilts). Norwegen war das erste G10-Land, das die Zinsen anhob. In Brasilien, Ungarn, Paraguay und Pakistan kam es ebenfalls zu Zinserhöhungen.

Die EZB zeichnet sich durch eine vergleichsweise äußerst lockere geldpolitische Haltung aus. Bei ihrer Sitzung im September kündigte sie an, dass sie das Tempo der Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) – ein Instrument, mit dem auf dem Höhepunkt der Gesundheitskrise 1,85 Billionen Euro für den Ankauf von Wertpapieren aus dem privaten und dem öffentlichen Sektor bereitgestellt wurden – zurückfahren werde. Die EZB erklärte, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen auch bei Ankäufen in einem etwas geringeren Tempo als in den beiden vergangenen Quartalen (80 Milliarden Euro monatlich) aufrechterhalten werden können. Das

Entdecken Sie unser gesamtes Spektrum an Investmenterkennnissen unter: www.bilinvestmentinsights.com

PEPP wird voraussichtlich im März 2022 beendet; das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wird jedoch bis mindestens Ende 2023 fortgeführt und mit einer Zinserhöhung ist vor 2024 nicht zu rechnen.

Im Moment klammert sich der Markt noch an die Devisen, dass die Inflation ein vorübergehendes Phänomen sei. Sollte sich der Preisdruck als beständiger erweisen, könnten sich die Zentralbanken irgendwann gezwungen sehen, die Geldpolitik schneller als beabsichtigt zu straffen. Dies wird überwiegend davon abhängen, ob die Überlastung der weltweiten Lieferketten nachlässt. Wir behalten dieses Risiko im Auge.

Anlagestrategie

Wir haben an der Übergewichtung von Aktien festgehalten. Unserer Meinung nach bilden hervorragende Erträge eine solide Grundlage für diese Aktivklasse, selbst wenn das Wirtschaftswachstum allmählich schwächer wird. Vor dem Hintergrund einer geldpolitischen Straffung und höherer Zinsen werden Entscheidungen hinsichtlich Anlagesektor und -stil immer wichtiger, und gleichzeitig wird der gesamte Rentenmarkt verhältnismäßig unattraktiv.

Bei der regionalen Allokation haben wir unser Engagement in chinesische Aktien auf neutral zurückgestuft. Internationale Anleger lassen bei chinesischen Vermögenswerten angesichts des anhaltenden regulatorischen Überhangs derzeit Vorsicht walten, denn China versucht die Abhängigkeit der Wirtschaft vom Immobiliensektor zu verringern und ein integratives Wachstum zu fördern. Die langfristigen Vorteile eines solchen Wandels liegen auf der Hand, doch kurzfristig könnte bei dem politischen Vorstoß einiges auf der Strecke bleiben. Dies betrifft beispielsweise das fortlaufende Drama um Evergrande. Die Regierung hat viele ungenutzte Instrumente in der Hinterhand, mit denen sie die

Wirtschaft unterstützen könnte. Bisher ist jedoch noch unklar, wie Peking reagieren wird. Aus diesem Grund sind wir von China derzeit nicht so stark überzeugt wie von anderen Märkten, aber bereit, unsere Positionierung zu ändern, sobald wieder Klarheit in Bezug auf Chinas künftigen wirtschaftspolitischen Kurs herrscht.

Mit den Erlösen aus diesem Verkauf haben wir unsere Übergewichtung europäischer Aktien verstärkt. Gesamtwirtschaftlich betrachtet steht Europa gut da. Die Konsumtätigkeit hat trotz der Delta-Variante wieder das gleiche Niveau erreicht wie vor der Pandemie und die Industrie hat sich während des Sommers dynamisch entwickelt. Die Auszahlung von mehr als 800 Milliarden Euro aus dem EU-Wiederaufbaufonds dürfte die Konjunkturdynamik aufrechterhalten. Aus Marktsicht ist Europa dank seiner Value-Merkmale in der Regel ein Hauptbegünstigter von steigenden Inflations- und Zinserwartungen, während die relativ lockere Geldpolitik der EZB Risikoanlagen im Währungsblock weiterhin stützen dürfte.

Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung von US-Aktien. Die US-Aktienmärkte verarbeiten gerade die restriktive Positionierung der Fed bei der Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) im September. Sie erkennen, dass die Fed die Drrosselung aus den richtigen Gründen einleiten wird, denn es gibt Anzeichen für ein Wiederanziehen der Makrodaten. Die Gewinnsaison für das zweite Quartal brachte so viele positive Überraschungen hervor wie nie zuvor und die guten Ergebnisse schrauben die Erwartungen für das dritte Quartal höher. Fiskalpolitische Maßnahmen werden sich günstig auf Konsum, Arbeitsmarkt, Wachstum und Aktien auswirken.

Bei den Anlagestilen bevorzugen wir aufgrund der steigenden Zinsen Value-Aktien; bei den Sektoren sind wir Nicht-Basiskonsumgütern, Finanzwerten, Grundstoffen und Energie zugeneigt.

Im Festzinssegment geht die Jagd nach Rendite weiter. Wir bevorzugen nach wie vor Investment-Grade-Anleihen und Hochzinsanleihen aus Industrieländern. Staatsanleihen haben wir untergewichtet und wir würden Kreditrisiken den Vorzug vor Durationsrisiken geben.

In einem von geldpolitischer Normalisierung, steigenden Zinsen und einem stärkeren US-Dollar geprägten Umfeld beurteilen wir Gold zurückhaltend. Gegenüber Öl sind wir positiv eingestellt, denn das wachsende Vertrauen in die Konjunkturerholung löst einen Nachfrageschub aus, der die Preise nach oben treibt. Die Erholung der Ölnachfrage wird voraussichtlich in den nächsten Monaten anhalten, und obwohl die OPEC+ eine Erhöhung ihrer täglichen Fördermengen um 400.000 Barrel beschlossen hat, wurde der Preisanstieg von Öl-Futures nicht gebremst.

Fazit

Die lockere Geldpolitik hat ihren Zweck erfüllt und den Volkswirtschaften dabei geholfen, sich von dem pandemiebedingten Konjunkturschwung zu erholen. Tatsächlich hatten die USA die Rezession bereits im April 2020 offiziell hinter sich gelassen, was sie zur kürzesten Rezession seit Beginn der Aufzeichnungen macht. Im Grunde wissen die Märkte, dass die Zentralbanken nicht auf unbegrenzte Zeit Billionen von US-Dollar aus dem Nichts ins Finanzsystem pumpen können, vor allem, wenn massive fiskalpolitische Unterstützungsmaßnahmen geplant sind. Daher ist davon auszugehen, dass eine allmähliche Rücknahme der Unterstützung möglich ist, ohne Risikoanlagen zu destabilisieren. Wir halten an unserer Übergewichtung von Aktien fest und konzentrieren uns auf die Regionen und Sektoren, die unseres Erachtens von höheren Zinsen profitieren werden.

Anlagestrategie

27/09/2021

Weltweite Allokation	+	N	-	Aktien	+	N	-	Anleihen	+	N	-
Aktien	▼			USA	▼			Staatsanleihen – Industrieländer			▼
Anleihen			▼	Europa	▼		▲	Schwellenländeranleihen			▼
Gold			▼	China		▼	▼	Unternehmensanleihen – IG	▼		
Öl	▼			Japan		▼		Unternehmensanleihen – HR	▼		
USD			▼	Schwellenländer Außerhalb-Chinas			▼				

Einschätzung: Gibt an, ob wir die Anlageklasse positiv (+), neutral (N) oder mit Skepsis beurteilen (-).

Änderung: Gibt an, wie sich unser Engagement seit der Sitzung des Ausschusses für Vermögensaufteilung im Vormonat verändert hat: Zunahme, Abnahme oder keine Veränderung.