

INVESTIEREN IM FRÜHZYKLUS

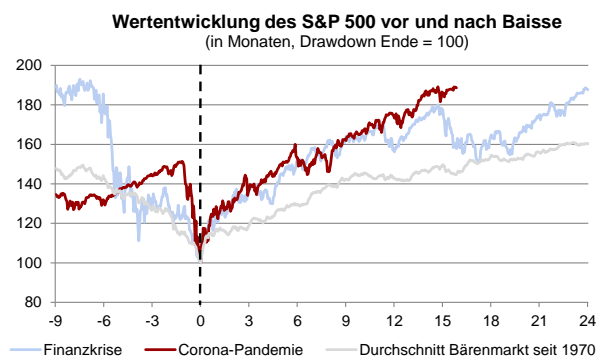
Wenngleich das Ende der Rezession noch nicht offiziell angekündigt ist, hat der Aufschwung begonnen. Das dürfte auch an den Aktienmärkten zu neuen Potenzialen führen, da die Unternehmensgewinne in der frühen Phase des Konjunkturzyklus oftmals kräftig zulegen. Die aktuelle konjunkturelle Erholung ist dabei deutlich stärker als in der Vergangenheit. Durch die Unterstützungsprogramme und die allmähliche Öffnung des Dienstleistungssektors sind die Aussichten positiv. Aktien bleiben trotz der Höchststände daher weiter attraktiv.

Vielfach neigt man dazu, den Zustand der Wirtschaft binär zu interpretieren: gut oder schlecht. Bei einem Konjunkturzyklus unterscheidet man jedoch zwischen vier Abschnitten: einem **frühen und späten Aufschwung** und einem frühen und späten Abschwung. Die Wendepunkte der Konjunktur werden für die US-Wirtschaft vom Nationale Bureau of Economic Research (NBER) offiziell festgelegt. Bislang wurde das Ende des Abschwungs nicht offiziell bestätigt. Das ist aber nicht ungewöhnlich, da das Warten es dem Ausschuss ermöglicht, revidierte Wirtschaftsdaten zu verwenden, die später veröffentlicht werden. In der Tat beträgt die durchschnittliche Verzögerung, mit der ein Höchst- und Tiefststand bekannt gegeben wird, 7,3 Monate bzw. 15 Monate.

Der **Beginn des Aufschwungs** nach dem Tiefststand zeichnet sich aber bereits lehrbuchmäßig ab. Die Zinsen länger laufender Anleihen sind bereits etwas angestiegen, die Geldpolitik ist aber weiterhin sehr locker. Die Produktion steigt, während die Kapazitäten noch nicht ausgelastet sind. Die Arbeitslosigkeit ist hoch, sinkt aber. Mit der einsetzenden konjunkturellen Erholung nimmt der Auslastungsgrad wieder zu, wodurch später Lohndruck entsteht. Mit steigenden Inflationsraten **klettern die langfristigen Zinsen** weiter nach oben und im Verlauf des Aufschwungs wird die geldpolitische Unterstützung schrittweise beendet und schließlich sogar restriktiv gestaltet, wenn der Arbeitsmarkt geräumt ist und die Inflation auf zu hohen Niveaus liegt.

An den Aktienmärkten erfolgt der Zyklus dagegen zeitlich versetzt. Da zukünftige Cashflows diskontiert werden, erfolgen die Marktphasenbewegungen früher als beim konjunkturellen Zyklus. Das heißt, die höchsten Renditen erzielt der Aktienmarkt nicht, wenn der konjunkturelle Höhepunkt erreicht ist, sondern während der Erholung nach einer Rezession. Mit der Erholung der Kurseinbrüche seit dem vergangenen Jahr befinden wir

uns am Aktienmarkt nun in den Anfängen einer Wachstumsphase. Jede Phase wird dabei von **verschiedenen Treibern** bestimmt.



Die erste Phase einer Erholung von einem Bärenmarkt beginnt in der Regel während einer konjunkturellen Rezession, wenn die Gewinne noch fallen. Die Phase dauert typischerweise weniger als ein Jahr an, ist aber zugleich stark ausgeprägt. In diesem Zeitraum wird das Wachstum an den Märkten von den niedrigen Bewertungen getrieben. Den größten Teil des vergangenen Jahres hat sich die Erholung vom Bärenmarkt bereits abgezeichnet. Der Bärenmarkt war mit 1,5 Monaten aber deutlich kürzer als im historischen Vergleich.

Im Folgenden kommt es dann zu einer frühen Wachstumsphase, die mehrere Jahre anhalten kann. Die **sich erholenden Gewinne** führen an den Märkten zu weiteren Kurssprüngen. Da derzeit die konjunkturelle Erholung in den USA in vollem Gange ist und in Europa gerade erst begonnen hat, werden die Gewinne in den nächsten Quartalen vermutlich erfreulich ausfallen und damit neue Kurspotenziale schaffen. Dass sich der Aufschwung über die kommenden Quartale fortsetzen könnte, dürfte auch strukturelle Gründe haben. Zum einen ist die **fiskal- und geldpolitische Unterstützung** sehr stark und zu Teilen langfristig ausgerichtet. Der

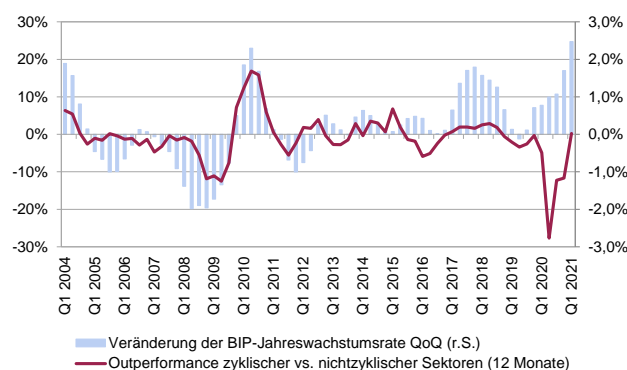
fiskalische Impuls lag in den USA mit über 30 Prozent des BIP deutlich über dem Impuls in Höhe von fünf Prozent des BIP während der Finanzkrise. US-amerikanische Haushalte befinden sich somit aufgrund der großzügigen Hilfsprogramme trotz des coronabedingten Anstiegs der Arbeitslosigkeit in einer guten finanziellen Verfassung. Gleichzeitig stehen fast alle bedeutenden Volkswirtschaften vor einer starken Wachstumsphase, was in der Vergangenheit so nicht gegeben war. Und schließlich dürfte auch die Transformation hin zu einer klimafreundlichen Wirtschaft für einen lang andauernden Investitionszyklus sorgen.

In einer Phase des frühen Aufschwungs mit positiven und steigenden Wachstumsraten sind **zyklische Werte** besonders gut aufgestellt. Dagegen profitieren defensive Sektoren, wie Versorger oder Verbrauchsgüter, in einem Umfeld nachlassenden Wachstums. In der derzeitigen Wirtschaftsdynamik dürften daher zyklische Sektoren wie Konsumwerte, Automobilaktien oder Technologietitel weiterhin outperformen. Auf regionaler Ebene dürften in diesem Umfeld die **Value-lastigen europäischen Aktienmärkte** zunehmend attraktiv werden. Das gilt insbesondere für günstig bewertete zyklische Aktien, die dann nicht nur von der Wachstumsdynamik profitieren, sondern auch gegenüber Zinsanstiegen weitgehend immun sind.

Auf den ersten Blick scheinen die geringere Zinssensitivität und die stärkere Zyklik für ein Übergewicht von europäischen Aktien zu sprechen. Die

wesentlich stärkere konjunkturelle Dynamik in den USA und die Aussicht auf weitere mittelfristige Ausgabenprogramme der Biden-Administration sollten allerdings auch **dem US-Aktienmarkt zu Gute kommen**. Daher sollten sowohl die US-amerikanischen wie auch die europäischen Werte in Betracht gezogen werden.

USA: Wachstumsdynamik versus Sektorenperformance



Wenngleich das Ende der Rezession noch nicht offiziell angekündigt ist, hat der **Aufschwung begonnen**. Die Historie zeigt, dass diese Zyklusphase bis zu zehn Jahre andauern kann. In der frühen Phase des Aufschwungs sollten im Portfolio die **Aktienrisiken hoch gewichtet** werden, während übermäßige Zinsrisiken gemieden werden sollten. Innerhalb der Aktienquote ist eine zwischen den Stilen **Value und Growth gut austarierte Allokation** am besten geeignet, um einerseits vom Wachstum zu profitieren und andererseits die Zinsrisiken zu kontrollieren.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2021

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.