

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 397, Februar 2021

Presseinformation

Wien/Salzburg, 10. Februar 2021

Wir behandeln folgendes Thema:

Tapering: über ein mögliches Ende der Geldflut und ein Comeback der Zinsen

- Die massiven geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen der Notenbanken verfehlten ihre Wirkung nicht und befeuerten die globalen Aktienmärkte nach dem Pandemie-Schock des letzten Frühjahres. Auch dynamische Rentensegmente konnten zulegen
- Durch die beispiellose Liquiditätsschwemme scheinen die Zinsen nun für viele Jahre auf tiefstem Niveau eingefroren. Aber werden die Notenbanken die Märkte tatsächlich weiterhin mit Geld fluten, oder droht ein Austrocknen der Märkte (Tapering)?
- Den aktuellen Gerüchten über ein bevorstehendes Tapering in den USA wurde umgehend eine Absage erteilt. Ein frühzeitiger Schwenk in der geldpolitischen Ausrichtung der Fed würde die massiven fiskalischen Stimuli konterkarieren – ein Umstand, der bereits nach der Finanzkrise zu beobachten war
- Bei einem starken Anstieg des Inflationsdrucks und einer Stabilisierung des globalen Wachstums werden sich jedoch auch die Zinsen wieder normalisieren. Diese Entwicklung und die Rhetorik der Notenbanken sollten Anleger deshalb sehr wachsam verfolgen. Die Historie hat gezeigt, dass die bloße Aussicht auf weniger expansive Maßnahmen die Zinsmärkte stark bewegen kann (Stichwort „Taper Tantrum“)
- Auch wenn sich die Spielregeln aufgrund der geänderten monetären Verhältnisse verändert haben: Wachsamkeit und das Erkennen von zukünftigen Entwicklungen bleiben wesentliche Erfolgsfaktoren in der Vermögensanlage

Definition des Begriffs „Tapering“

Das Auslaufen bzw. schrittweise Beenden von Liquiditätsprogrammen der Notenbanken, wie etwa Anleihen- oder Aktienkaufprogrammen, wird in Fachkreisen als „Tapering“ bezeichnet (englischer Begriff für „Reduktion“). Damit geht in der Regel auch eine schrittweise Verkleinerung der Notenbankbilanzen einher. Tapering steht damit diametral dem von der Europäischen Zentralbank geprägten Begriff des Quantitative Easings (QE), also der lockeren Geldpolitik und liquiditätsfördernden Marktbearbeitungsmaßnahmen, gegenüber.

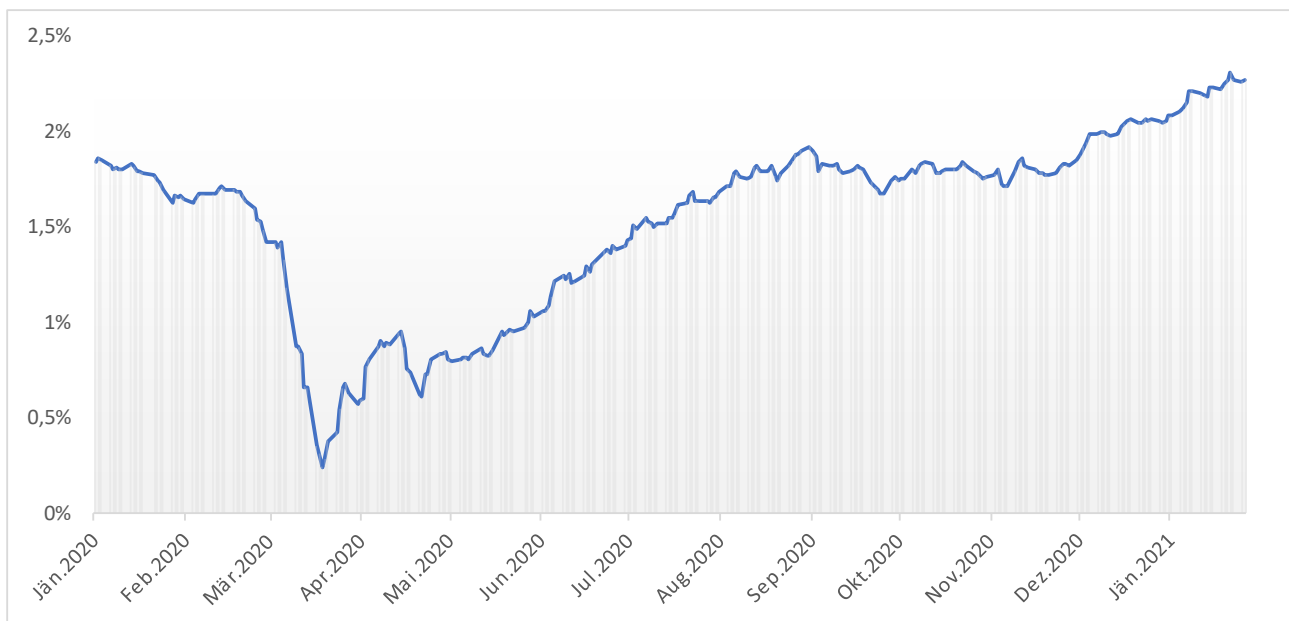
Geld- und Fiskalpolitik mit geballter Kraft

Die rasch geschnürten Hilfspakete vieler Staaten sowie die massiven geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen der Notenbanken befeuerten die globalen Aktienkurse nach dem Pandemie-Schock des letzten Frühjahres. Auch der Ausblick erscheint rosig: In den USA soll der Wirtschaft mit kolportierten 1,9 Billionen US-Dollar Fiskalstimulus auch im Jahr 2021 ein kräftiger Schub verliehen werden. Neben einem Paket zur direkten Pandemiebekämpfung ist vor allem der „American Rescue Plan“ zentrales Element. Bereits im Dezember wurde eine Direktzahlung von 600 US-Dollar an alle Amerikaner bis zu einem bestimmten Höchstekommen beschlossen. Dieser Betrag soll nun sogar auf 2.000 US-Dollar erhöht werden.

Auch wenn die Aussicht auf weitere staatliche Konjunktur- und Investitionspakete den Aktienmärkten vorerst Rückenwind verleiht, weckt sie dennoch unheilvolle Geister für die Kapitalmärkte. Sorgen über eine mögliche höhere Inflation und steigende Anleihenrenditen gehen um.

In den USA ist diese Angst bereits greifbar: Auf dem Höhepunkt der Corona-Panik im März 2020 sind die Erwartungen der Marktteilnehmer für die durchschnittliche Inflation der kommenden fünf Jahre auf magere 0,25 % gesunken. Dies spiegelt eine sehr pessimistische Konjunkturerwartung wider. Ein knappes Jahr später ist der Pessimismus der allgemeinen Euphorie gewichen. Die Inflationserwartungen haben sich seither deutlich erholt und notieren mittlerweile bei 2,30 %.

Entwicklung der durchschnittlichen US-Inflationserwartung für die nächsten fünf Jahre



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Strategiewechsel der US-amerikanischen Notenbank

Dass die Inflation in den USA wieder anzuspringen scheint, ist neben der aufhellenden Konjunkturdynamik auch einem Strategiewechsel der US-amerikanischen Notenbank Fed zu verdanken. Im vergangenen August beendeten die US-Währungshüter eine langjährige geldpolitische Tradition vieler Notenbanken, wonach eine maximale Inflation von 2 % angestrebt wird. Stattdessen wird zukünftig eine durchschnittliche Inflation von 2 % p. a. über mehrere Jahre angestrebt. Ein zwischenzeitliches Überschießen der Inflationsrate wird ausdrücklich

toleriert, wenn über einen gewissen Zeitraum die Teuerungsraten zu niedrig ausgefallen sind. Diesem strategischen Wechsel in der geldpolitischen Ausrichtung verleiht die anhaltend üppige Liquiditätsversorgung in Form monatlicher Anleihenkäufe in Höhe von aktuell 120 Mrd. US-Dollar Nachdruck.

Doch mittlerweile sind die Inflationserwartungen deutlich über 2 % gestiegen. Wenn sich die Wirtschaft weiter erholt, könnte die US-Notenbank in absehbarer Zeit in eine Lage geraten, in der sie entweder die Inflation weiterlaufen lässt oder mit Zinserhöhungen gegensteuert.

2013: Tapering-Ankündigung bewegte die Märkte

Ein mögliches Tapering sorgt derzeit bei Anlegern für Bedenken, und ein Blick in die jüngere Vergangenheit zeigt auch, warum: Im Jahr 2013 gestaltete sich die Situation ähnlich wie heute. Die Lehren aus der großen Finanzkrise von 2007/2008 waren gezogen. Die Wirtschaft erholte sich bei sinkenden Arbeitslosenzahlen. Die Inflation schwankte rund um die gewünschte Zielmarke von 2 %, und die 10-jährigen Renditen amerikanischer Staatsanleihen begannen langsam zu steigen. Seit November 2008 hielt die Fed mit umfangreichen Kaufprogrammen die Langfristzinsen niedrig und ermöglichte damit eine rasche realwirtschaftliche Erholung. Für die Notenbank war die Zeit gekommen, über ein Ende der umfangreichen Wertpapierkäufe nachzudenken. In diesem sensiblen Umfeld einer fragilen Erholung wurde öffentlich ein künftiges Ende der Anleihenkäufe in Aussicht gestellt – ein Missverständnis, wie sich in weiterer Folge herausstellen sollte. Die Marktteilnehmer waren ob dieser Kommunikation irritiert und gerieten in Panik, denn mit steigenden Zinsen hatte zu diesem Zeitpunkt noch kaum jemand gerechnet.

Die Folgen auf den Kapitalmärkten gingen als „Taper Tantrum“ in die Geschichte ein. Bei der Begrifflichkeit handelt es sich um eine Verbindung von „Tapering“ mit dem englischen Begriff „Temper Tantrum“, der einen Wutanfall bezeichnet. Die Marktreaktionen waren dabei durchaus beachtlich: Der S&P 500 verlor in einer ersten Reaktion 5 %, Gold sogar 10 %. Der US-Dollar konnte angesichts steigender Renditeerwartungen deutlich zulegen. Am stärksten reagierten jedoch die Zinsmärkte: Die Langfristzinsen schossen deutlich in die Höhe, und während sich andere Anlageklassen schnell wieder beruhigten, stieg die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im erweiterten Zeitraum von Mai bis September 2013 von 1,63 % auf 3,00 %. Der steile Zinsanstieg konnte erst gestoppt werden, als die Fed im September die Beibehaltung der expansiven Geldpolitik verkündete. Das von der Wallstreet erwartete Tapering war damit verschoben.

In den Folgejahren gelang es der Fed, eine maßvolle Tapering-Politik zu etablieren. Dem eigentlichen Beschluss zum Ende des Anleihenkaufprogramms folgte dann sogar eine Phase deutlich sinkender Renditen – siehe dazu auch nachfolgende Grafik. Diese historischen Ereignisse veranschaulichen die Bedeutung einer strategischen Ankündigungspolitik der Notenbanken, der sogenannten „Forward Guidance“, die in der Folge institutionalisiert wurde, um Marktteilnehmer über geldpolitische Änderungen zu informieren. Ein erneutes „Taper Tantrum“ ist in der aktuellen Marktsituation daher eher unwahrscheinlich, denn der US-Notenbank ist es seither sehr gut gelungen, die Markterwartungen kommunikativ zu managen.

Entwicklung der Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen infolge der Tapering-Äußerung von 2013



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die aktuelle Situation

Die große Frage vieler Anleger lautet nun: „Werden die Notenbanken die expansiven Maßnahmen noch in diesem Ausmaß weiterführen?“ Den Gerüchten über ein mögliches Tapering wurde aktuell umgehend eine Absage erteilt. Ein frühzeitiger Schwenk in der geldpolitischen Ausrichtung würde die massiven fiskalischen Stimuli konterkarieren – ein Umstand, der bereits im Jahr 2009 zu beobachten war.

Der Blick auf die Entwicklung der US-Renditen lässt aber erahnen, dass die vehemente Fortführung der expansiven Geldpolitik nicht in Stein gemeißelt ist. Im August markierten 10-jährige US-Staatsanleihen mit 0,50 % einen historischen Tiefststand. Seither kletterten die Renditen im Rückenwind der steigenden Inflationserwartungen auf über 1,0 % – Tendenz steigend. Im Gegensatz zum Jahr 2013 sorgen sich ob dieser Entwicklung heutzutage jedoch nicht nur Anleiheninvestoren, sondern zunehmend auch Aktionäre. Denn ein gewichtiger Mitgrund für das beeindruckende Comeback der Aktienmärkte nach dem pandemiebedingten Einbruch war zweifelsohne das Nullzinsumfeld.

Die Finanzmärkte bedienen sich nun mit „TINA“ eines weiteren Begriffs für die Beweggründe vieler Aktienkäufer. Das Akronym steht für „There is no alternative“, ein Slogan, der durch die ehemalige britische Premierministerin Margaret Thatcher große Bekanntheit erlangte. Heute wird mit „TINA“ folgende Situation auf den Kapitalmärkten beschrieben: Angesichts des historisch einzigartig niedrigen Zinsniveaus werden viele Anleger ökonomisch beinahe gezwungen, Aktien zu kaufen, um eine Chance auf einen positiven Realertrag zu haben. Diese Kapitalumschichtungen von Anleihen zu Aktien sind seit Jahren vermehrt zu beobachten und bilden das

Fundament für weitere Kursgewinne. Doch was passiert, wenn dieser relative Bewertungspuffer von Aktien gegenüber Anleihen abschmilzt? Selbst ein Anstieg der 10-jährigen US-Renditen um ein weiteres Prozent wäre aus historischer Sicht immer noch ein sehr moderates Zinsniveau. Dennoch: Das TINA-Prinzip würde an Kraft verlieren. So mancher risikoaversere Anleger könnte dann wohl im Bewusstsein einer sicheren Kupon- und Kapitalrückzahlung zur Anleihe greifen. Damit könnte nach langer Zeit wieder ein verschollener Konkurrent im Ringen um Investorengelder auf dem Aktienmarkt erscheinen.

Noch scheint diese Sorge allerdings unbegründet, und die Märkte vertrauen auf die „Forward Guidance“ der Fed. Dennoch gleicht eine Drosselung der Anleihenkäufe einem Ritt auf der Rasierklinge. Momentan ist nicht davon auszugehen, dass die Anleihenkaufprogramme in den USA vor dem Jahr 2023 ihr Ende finden werden. Doch wie zuvor ausgeführt hat die Erfahrung gezeigt, dass die bloße Aussicht auf weniger expansive Maßnahmen die Zinsmärkte stark bewegen kann.

Nachgelagerter Zinszyklus in Europa

In der Eurozone ist die Situation etwas differenzierter zu betrachten als in den USA. Die Wirtschaft erholt sich langsamer, und die Gelder des EU-Wiederaufbaufonds fließen frühestens im Sommer des heurigen Jahres. Das Pandemienotfallprogramm (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme) wurde soeben erst aufgestockt und bis März 2022 verlängert. Das aktuelle Kaufvolumen scheint groß genug, um die Renditen vollständig unter Kontrolle zu haben.

Verglichen mit der Fed agiert die Europäische Zentralbank (EZB) mittlerweile jedoch auch wesentlich offensiver. Annähernd 100 % der Neuverschuldung (Nettoemissionen) werden von der EZB gekauft. Zudem besteht im Euroraum keinesfalls die Gefahr einer zu schnell steigenden Inflation. Selbst für die nächsten 30 Jahre rechnen Marktteilnehmer nur mit einer durchschnittlichen Teuerungsrate von knapp 1,60 %. Bei der jüngsten EZB-Ratssitzung wurde diese Richtung auch bekräftigt. Die getätigten Aussagen sollten Investoren ermutigen, ihre Anleihen zu halten. Zusammen mit den üppigen Kaufprogrammen bleiben die längerfristigen Renditen damit auf den gewünscht niedrigen Niveaus.

Anlagestrategie zur Begegnung einer möglichen Zinswende

Auch wenn unmittelbar noch kein Ende der Nullzinspolitik zu erkennen ist, wird sich das Umfeld wieder verändern. Bei einem starken Anstieg des Inflationsdrucks und einer Stabilisierung des globalen Wachstums werden sich auch die Zinsen wieder normalisieren. Diese Entwicklung und die Rhetorik der Notenbanken sollten Anleger deshalb sehr wachsam verfolgen.

Aktien

Aktienanleger sollten in einem Szenario steigender Zinsen besonders auf Qualität im Portfolio achten. Durch die niedrigen Zinsen hat sich der Abzinsungsfaktor für zukünftige Gewinne deutlich reduziert. Die Gegenwartsbewertungen vieler Unternehmen mit langfristigen Erfolgsaussichten wurden daher sehr ambitioniert. Eine zu starke Konzentration, beispielsweise auf die Digitalisierungsgewinner der Technologiebranche, birgt entsprechende Gefahren – Diversifikation wird daher zunehmend wichtiger. Unternehmen mit einem klaren Wettbewerbsvorteil, einem nachhaltigen Wachstum und einer soliden Bilanz bilden auch in Zeiten steigender Zinsen und Inflation das Fundament für zukünftige Ertragschancen auf dem Aktienmarkt.

Anleihen

Auf den Anleihenmärkten bieten sich Chancen, wenn die Zinsen bereits etwas gestiegen sind. Bis dahin gilt besondere Vorsicht, denn steigende Zinsen wirken sich direkt auf den Anleihenkurs aus. Hier gilt: Steigende Zinsen verursachen sinkende Kurse. Vorausdenkende Investoren begegnen der Zinsgefahr in diesem Fall mit kürzeren Laufzeiten, um die Kursverluste zu minimieren. Zusätzlich bieten sich insbesondere inflationsgeschützte Anleihen an. Durch die hohe Korrelation von Inflationserwartungen und langfristigen Renditen schneiden Anleihen mit Inflationsschutz in Phasen steigender Zinsen zumeist besser ab. Auch Fremdwährungsanleihen streuen das Schwankungsrisiko zusätzlich. Oftmals bieten Zinsmärkte in anderen Regionen der Welt lukrative und wenig korrelierende Investmentmöglichkeiten. In hoch entwickelten Währungsräumen wie den USA, Kanada, Australien oder Norwegen sind die längerfristigen Renditen bereits deutlich gestiegen. Zudem bieten sich Chancen auf Währungsgewinne. Natürlich müssen die Währungsveränderungen auch als Schwankungskomponente einkalkuliert werden. In der historischen Betrachtung wurde dieses Mehr an Risiko jedoch zumeist belohnt.

Fazit:

Die massiven geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen der Notenbanken verfehlten ihre Wirkung nicht und befeuerten die Kurse nach dem Pandemie-Schock des letzten Frühjahres. Durch die beispiellose Liquiditätsschwemme scheinen die Zinsen nun für viele Jahre auf tiefstem Niveau eingefroren. Den aktuellen Gerüchten über ein mögliches Tapering in den USA wurde umgehend eine Absage erteilt. Die Historie hat gezeigt, dass die bloße Aussicht auf weniger expansive Maßnahmen die Zinsmärkte stark bewegen kann (Stichwort „Taper Tantrum“). Ein erneutes Taper Tantrum ist jedoch in der aktuellen Marktsituation eher unwahrscheinlich, denn der US-Notenbank ist es seither gelungen, die Markterwartungen mit einer klugen Kommunikationsstrategie zu managen. Aus aktueller Sicht ist nicht davon auszugehen, dass die Anleihenkaufprogramme in den USA vor dem Jahr 2023 ihr Ende finden werden. Bei einem starken Anstieg des Inflationsdrucks und einer Stabilisierung des globalen Wachstums werden sich die Zinsen jedoch wieder normalisieren.

Aktienanleger sollten in einem Szenario steigender Zinsen besonders auf Qualität und Diversifikation im Portfolio achten. Unternehmen mit einem klaren Wettbewerbsvorteil, einem nachhaltigen Wachstum und einer soliden Bilanz bilden auch in Zeiten steigender Zinsen und Inflation das Fundament für zukünftige Ertragschancen auf dem Aktienmarkt. Auf den Anleihenmärkten bieten sich Chancen, wenn die Zinsen bereits etwas gestiegen sind. Bis dahin gilt besondere Vorsicht, denn steigende Zinsen wirken sich direkt auf den Anleihenkurs aus. Vorausdenkende Investoren begegnen der Zinsgefahr in diesem Fall mit kürzeren Laufzeiten, um die Kursverluste zu minimieren. Zusätzlich erscheinen insbesondere inflationsgeschützte Anleihen attraktiv.

Autor:

Mag. Thomas Kößler, CPM

Investment Management & Strategy – Bonds

Schoellerbank AG

Tel.: +43/662/86 84-2676

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogl, BA

Pressesprecher

Schoellerbank AG

Tel.: +43/1/534 71-2950

1010 Wien, Renngasse 3

marcus.hirschvogl@schoellerbank.at

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 400 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 12,5 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria. Mehr Informationen unter www.schoellerbank.at.

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#).

Das sollten Sie als Anlegerin/Anleger beachten – wichtige Risikohinweise:

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Anlegerin bzw. der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Kaufspesen kommen. Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben bzw. Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist.

Rechtliche Hinweise:

Diese Unterlage wurde nur zu Werbezwecken erstellt und stellt keine Finanzanalyse, keine Anlageberatung und keine Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren sowie keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Über den grundsätzlichen Umgang der Schoellerbank AG mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Vorteilen informiert Sie die Broschüre „MiFID II – Markets in Financial Instruments Directive“. Ihre Beraterin bzw. Ihr Berater informiert Sie gerne im Detail.

Bezüglich der steuerlichen Behandlung wenden Sie sich bitte an Ihre Steuerberaterin bzw. Ihren Steuerberater. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen der Anlegerin bzw. des Anlegers abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, die als zuverlässig eingeschätzt werden. Die Informationen können jederzeit einer Änderung unterliegen. Die Schoellerbank AG ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet. Die Haftung der Schoellerbank AG für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und -studie und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden.

Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig. Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Betreuerin bzw. Ihren Betreuer.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten. Stand: 10. 2. 2021.

Diese Marketingmitteilung wurde von der Schoellerbank AG, Renngasse 3, 1010 Wien erstellt (Medieninhaber und Hersteller).