

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 286, Januar 2016

Presseinformation

Wien/Salzburg, 22. Januar 2016

Wir behandeln folgendes Thema:

Anleger im Sog der Notenbanken

- **Aktuell: US-FED hat ihren Zinsanhebungszyklus begonnen**
- **Historisch: Anlageklassen zeigten sich von Zinserhöhungen häufig unbeeindruckt**
- **Zukünftig: Aktien weiterhin alternativlos, Vorsicht bei Anleihen, Rohstoffen mit Potenzial**

Mit Ausbruch der Finanzkrise 2008 haben Notenbanken rund um den Globus begonnen die Zinsen drastisch zu senken. Zusätzlich wurden die Märkte mit reichlich Liquidität versorgt, was vor allem risikoreichere Anlageklassen wie Aktien oder High Yield-Anleihen beflügelte. Die amerikanische Federal Reserve (FED) hat im Dezember 2015 als erste große Notenbank auf den verbesserten Wirtschaftsausblick reagiert. Mit dieser ersten Zinserhöhung seit neun Jahren fragen sich nun viele Anleger, wie sich der Beginn eines Zinserhöhungszyklus auf die aktuell vorherrschenden Trends an den Finanzmärkten auswirken wird.

Die theoretische Lehrmeinung dazu ist klar: Höhere Zinsen bewirken einen steigenden Abzinsungsfaktor für zukünftige Gewinne und damit sinkende Unternehmensbewertungen. Zusätzlich steigen die Kosten bei der Finanzierung von Aktienkäufen und Neuinvestments in Anleihen werden mit steigender Verzinsung relativ gesehen attraktiver. Was theoretisch plausibel klingt, muss sich jedoch in der Realität nicht immer widerspiegeln. Ein Blick auf die Börsen-Historie soll uns ein Gefühl dafür geben, ob die theoretischen Modellannahmen auch empirisch beobachtbar waren.

Ein Blick in die Historie

Um mögliche Rückschlüsse für den gerade beginnenden Zinsanhebungszyklus in den USA zu ziehen, haben wir die letzten sechs Zyklen mit mehreren US-Leitzinsanhebungen analysiert. Ein Zyklus bezieht sich in diesem Zusammenhang auf den Zeitraum ab der ersten Zinserhöhung bis zu jenem Tag an dem die letzte Zinserhöhung beschlossen wurde.

Zinsanhebungszyklen der FED seit 1983				
Jahre	Tage	Zins in % - Beginn	Zins in % - Ende	Erhöhung in % - Punkten
1983 - 1984	477	8,500	11,750	+3,250
1986 – 1987	262	5,875	7,250	+1,375
1988 – 1989	332	6,500	9,750	+3,250
1994 – 1995	362	3,000	6,000	+3,000
1999 – 2000	321	4,750	6,500	+1,750
2004 - 2006	729	1,000	5,250	+4,250
Durchschnitt	414			+2,810

Quelle: Bloomberg

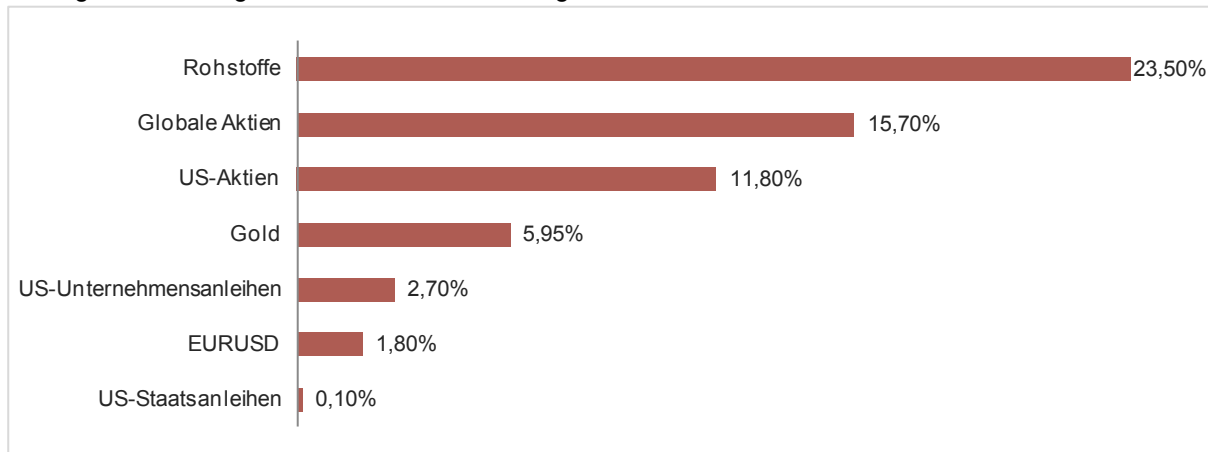
Das Ausmaß der Perioden unterscheidet sich hierbei deutlich: Bei einer durchschnittlichen Dauer eines Zinsanhebungszyklus von knapp **14 Monaten** hob die US-Notenbank den Leitzins im Schnitt um **2,81 Prozentpunkte** an.

Die zentrale Frage für Anleger in diesem Kontext sind die Performanceergebnisse der verschiedenen Anlageklassen in derartigen Phasen. Müssen sich Aktieninvestoren vor den höheren Zinsen fürchten? Verlieren Anleihenbesitzer automatisch bei steigenden Leitzinsen? Wie reagierte der „sichere Hafen“ Gold auf Zinserhöhungen? Dies sind nur einige der Fragen, die Investoren im aktuellen US-Zinsumfeld beschäftigen.

Um etwas Klarheit in den Fragen-Dschungel zu bringen, möchten wir uns dem Thema empirisch nähern.

Zu diesem Zweck haben wir die durchschnittliche Entwicklung der jeweiligen Anlageklassen über alle sechs Zinsanhebungszyklen berechnet (auf USD-Basis).

Die Ergebnisse bringen Überraschendes zu Tage:



Quelle: Bloomberg

Am auffälligsten ist die Tatsache, dass alle Anlageklassen im Durchschnitt positive absolute Erträge in Zinsanhebungsphasen aufweisen. Als „Highflyer“ entpuppen sich Rohstoffe, und hier vor allem Industriemetalle und Energie als zyklische Bereiche. Dahinter folgen bereits Aktien, die sich dem potenziell negativen Einfluss höherer Zinsen offensichtlich sehr gut entziehen können. Dass auch Gold im Schnitt eine positive Entwicklung aufweisen kann, erstaunt doch. Verwunderlich auch die positive Entwicklung der verschiedenen Anleihen-Segmente trotz steigender Zinsen. Der Einfluss beim Währungspaar EUR-USD erscheint dagegen

mit einer Dollar-Aufwertung von durchschnittlich 1,80% wenig aussagekräftig. Aufgrund der gleichsam unerwarteten wie beeindruckenden Ergebnisse der Untersuchung, lohnt sich ein Blick auf mögliche Erklärungsansätze.

Die Anlageklassen im Detail

Rohstoffe

Die sehr hohe Performance von Rohstoffen in den USA begründet sich auf dem verbesserten Konjunkturausblick, den der Beginn eines Zinsanhebungszyklus impliziert. In Zeiten einer prosperierenden Wirtschaftsentwicklung steigen im Regelfall die Rohstoffnachfrage und damit das Preisniveau. Zusätzlich signalisiert eine erste Zinserhöhung, dass Deflation kein Anlass zur Sorge bereitet. Steigende Inflationserwartungen begünstigen reale Vermögenswerte wie Rohstoffe und sorgen für steigende Kurse.

- In 5 von 6 Zinsanhebungszyklen war die Performance von Rohstoffen positiv.

Aktien

Für Aktien als zyklische Anlageklasse gilt eine ähnliche Argumentation wie für Rohstoffe. Die erste Leitzinsanhebung bestätigt, dass die Konjunktur robust genug ist, um den geldpolitischen Stimulus zu reduzieren. Die Zinsanhebung dient in diesem Falle nicht dazu, eine überhitzte Konjunktur zu dämpfen, sondern die Kehrtwende nach einer Phase der expansiven Geldpolitik einzuleiten. Aktien verzeichneten deshalb vor allem in der ersten Phase eines Straffungszyklus eine besonders gute Entwicklung.

- In 6 von 6 Zinsanhebungszyklen erzielten US-Aktien positive Erträge. In 4 von 6 Fällen traf dies auf globale Aktien zu.

Anleihen

Steigende Zinsen bedeuten aufgrund simpler Finanzmathematik auch gleichzeitig Kursverluste bei Anleihen. Wie erklären sich jedoch die wundersamen positiven absoluten Wertentwicklungen in allen Anleihensegmenten? Die Lösung ergibt sich aus mehreren Phänomenen am Rentenmarkt:

Zum einen lagen die laufenden 10-jährigen US-Staatsanleihenrenditen über alle Straffungszyklen gesehen im Schnitt bei knapp 8%. Die mit dem Zinsanstieg einhergehenden Kursrückgänge der Anleihen wurden deshalb in den meisten Zinsanhebungszyklen durch die erzielten Kuponerträge überkompensiert.

Zum anderen bedeuten Leitzinserhöhungen nicht gleichzeitig einen Renditeanstieg der gesamten Zinsstrukturkurve. In den letzten 4 Zinserhöhungszyklen verflachte sich die Zinskurve sehr deutlich. Das bedeutet, dass die langfristigen Zinsen den Renditeanstieg gar nicht, bzw. nur sehr bedingt mitgemacht haben. Die Anleihen sind demnach von Kursverlusten nur abgeschwächt betroffen.

Einen zusätzlichen positiven Kurseffekt für High Yield- und Unternehmensanleihen birgt der konjunkturelle Aufschwung in Zinserhöhungsphasen. Dadurch verringern sich die Ausfallsraten der Unternehmen und die Kreditrisikoprämie („credit spread“) verringert sich.

- In 4 von 6 Zinsanhebungszyklen verzeichneten US-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen eine positive Performance.

Gold

Auch das Edelmetall Gold erzielte durchaus überraschend eine durchschnittliche positive Wertentwicklung. Der positive Wert von knapp 6% täuscht jedoch bei genauerer Betrachtung etwas. In lediglich 3 von 6 Zyklen stieg der Goldpreis über den betreffenden Zeitraum. Berücksichtigt man die jüngste Zinsanhebungsphase 2004-2006 nicht, ergäbe sich eine negative durchschnittliche Entwicklung von -2,65%. Die wirtschaftliche Begründung dahinter ist klar: Gold wird seit jeher als sicherer Hafen und Inflationsschutz gesehen. In Zeiten robuster Konjunkturentwicklung und inflationsdämpfenden Zinserhöhungen ist Gold nicht das Mittel erster Wahl für Investoren. Höhere Zinsen führen zudem dazu, dass die Haltekosten für Gold vergleichsweise unattraktiv werden.

- In 3 von 6 Zinsanhebungszyklen verzeichnete Gold eine positive Performance.

Für den US-Dollar zeigt sich in Relation zum Euro keinerlei signifikante Entwicklung. In 3 von 6 Fällen wertete der US-Dollar auf, in den anderen Fällen ab.

Die Lehren für Anleger

Die Leitzinserhöhungszyklen der FED haben gezeigt, dass steigende Zinsen nicht automatisch zu Kursverlusten in den scheinbar gefährdeten Anlageklassen führen müssen.

Entscheidender als das tatsächliche Ausmaß der Zinserhöhungen ist die Kommunikation der FED im Vorfeld. Als Negativ-Beispiel einer schlecht kommunizierten Straffung gilt jene von 1994. Damals lagen viele Finanzanalysten bei ihrer Einschätzung bezüglich der weiteren Vorgehensweise der Notenbank falsch. Als Folge der resultierenden Verunsicherung erlitten alle hier untersuchten Anlageklassen, außer amerikanische Aktien, Verluste.

Natürlich hat auch jeder Zinserhöhungszyklus seine eigene Vorgeschichte in Form unterschiedlichster Einflüsse und Tendenzen. Für das aktuelle Marktumfeld könnten folgende aktuellen Gegebenheiten von Relevanz sein:

- US-Staats- und Unternehmensanleihen verfügen aufgrund der niedrigen laufenden Verzinsung über einen sehr geringen Puffer zur Abfederung steigender Renditen. Verluste am Rentenmarkt sind demnach sehr wahrscheinlich.
- Aktieninvestments erscheinen auch in naher Zukunft als alternativlos, da der weitere Zinspfad bis zu einem Aktien-konkurrierenden Zinsniveau noch sehr weit ist.
- Durch die fortschreitende Globalisierung werden die Einflussfaktoren auf die Finanzmärkte immer vielschichtiger. Das Zinsumfeld kann bei starken Verwerfungen oder Wachstumssorgen wie aktuell in China, schnell zum Nebenschauplatz werden.

Wie kommen Anleger jetzt aus dem Sog der Notenbanken?

Für die Schoellerbank hat sich an der grundlegenden Sichtweise trotz der bevorstehenden Leitzinserhöhungen in den USA nichts geändert. Qualitätsaktien mit starken Wettbewerbsvorteilen und soliden Bilanzen sind unserer Meinung auch für die bevorstehende stürmische Zeit der beste Schutz vor bösen Überraschungen. Wie immer gilt jedoch, dass sich auch der qualitativ beste Titel einer ausgeprägten Baisse nur sehr schwer entziehen kann.

Rohstoffe befinden sich mittlerweile in einem 5-Jahres-Abwärtstrend. Sorgen um eine Wachstumsabschwächung in den Emerging Markets lasten weiterhin schwer auf den Rohstoffpreisen. Sollten sich die eingepreisten Erwartungen eines „hard landings“ nicht erfüllen, könnte ein baldiger vorsichtiger Einstieg in den Rohstoffmarkt ein lohnendes Investment sein. Möglichkeiten hierzu könnten preiswert gewordene Rohstoffaktien oder strukturierte Produkte mit direkter Beteiligung an einem Rohstoffindex sein.

Dies könnte auch den unnatürlich niedrigen Inflationserwartungen neues Leben einhauchen. Wir bleiben deshalb bei Inflationsgeschützten Anleihen im Jahr 2016 optimistisch. Neben der moderaten Konjunkturentwicklung sehen wir vor allem die expansive Europäische Zentralbank als stärksten Verbündeten für eine normalisierte Inflationsentwicklung.

Vorsicht ist bei konventionellen Anleihen geboten. Weitere Kursgewinne sind aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus sehr unwahrscheinlich. Vielmehr überwiegen die Risiken steigender Kapitalmarktzinsen. Anleihen mit längerer Laufzeit sind in diesem Szenario mit beträchtlichen Kursverlusten konfrontiert. Etwas höhere Zinsen werfen noch High Yield-Anleihen ab. Ein Investment in diese schwächeren Bonitäten lehnen wir aus Risiko/Ertrags-Betrachtungen jedoch ab. Angesichts dieser Überlegungen bevorzugen wir weiterhin Anleihen solider Schuldner mit moderater Restlaufzeit

Fazit

Der Blick in die Vergangenheit lässt Anleger den bevorstehenden Zinserhöhungen sicherlich etwas gelassener entgegenblicken. Wie immer gibt es an den Finanzmärkten jedoch keine Garantie, dass sich die Geschichte wiederholt. Dass sich auch dieses Mal sämtliche Anlageklassen über den Zinserhöhungszyklus gesehen positiv entwickeln, erscheint fraglich. Das aktuell extrem niedrige Zinsniveau bietet kaum Puffer für die bevorstehenden Zinserhöhungen. Konventionelle Anleihen mit längerer Laufzeit gilt es daher zu meiden. Rohstoffe könnten bei einer positiven Konjunkturentwicklung überraschen, Gold hingegen enttäuschen. Hier stellt sich natürlich immer die Frage nach geeigneten Anlage-Instrumenten. Aktieninvestments bleiben wohl auch in naher Zukunft alternativlos, vorausgesetzt man investiert in Qualität zu einem vernünftigen Preis.

Autor:

Mag. Thomas Kößler, CPM
Asset Management
Tel. +43/662/86 84-2676

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogel, BA
Pressesprecher
Schoellerbank AG
Tel. +43/1/534 71-2950
1010 Wien, Renngasse 3
marcus.hirschvogel@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 315 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 10 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](#)

Hinweis:

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. 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.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Unter Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Die Interessentin bzw. der Interessent sollte sich hinsichtlich der konkreten steuerlichen Auswirkungen des Investments von einem Steuerberater beraten lassen.

Haftungsbeschränkung:

Alle Informationen beruhen auf verlässlichen Quellen und sorgfältigen Analysen, die jederzeit einer Änderung unterliegen können. Die Schoellerbank ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet.

Die Haftung der Schoellerbank für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und Analyse und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.