

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 322, Juli 2017

Presseinformation

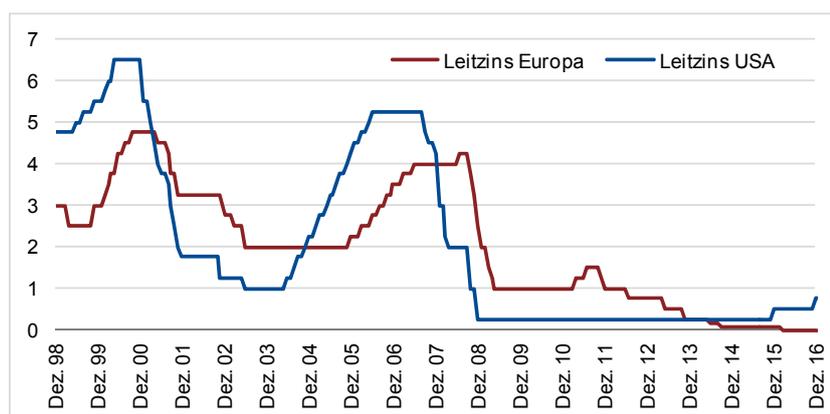
Wien/Salzburg, 28. Juli 2017

Wir behandeln folgendes Thema:

Steigende Zinsen als Aktientreiber?

- Die FED befeuerte mit dem Trendwechsel bei den Zinsen den Aktienmarkt: Seit der ersten Zinsanhebung im Dezember 2015 hat sich der Dow Jones um 24,2% nach oben katapultiert
- Sind die US-Märkte leicht verschnupft, reagieren viele andere Aktienmärkte rund um den Globus mit starkem Schüttelfrost. Die hohe Bewertung amerikanischer Aktien könnte einen globalen Kursrutsch auslösen – Vorsicht ist angebracht!
- Zinsanhebungen haben sich in der Vergangenheit meist positiv auf die Aktienmärkte ausgewirkt. Nach einem ersten Schock, der oft zu Kursverlusten führt, geht es langfristig in der Regel aufwärts. Ab einem (un-)bestimmten Punkt wirken Zinserhöhungen jedoch toxisch auf den Aktienmarkt
- Zinsen haben einen hohen Einfluss auf die Börsen, spielen jedoch bei einem guten Aktieninvestment nur eine untergeordnete Rolle – hier gilt es wesentlich mehr Parameter zu bedenken

In den letzten Jahren schwemmte die Europäische Notenbank den Markt kontinuierlich mit „billigem“ Geld. Diese ausschweifende Politik könnte bald ein Ende haben. Dafür spricht, dass sich das fundamentale Umfeld in Europa deutlich verbessert hat. Zudem haben die Amerikaner schon längst die Zinszügel wieder angezogen.



Quelle: Bloomberg (eigene Berechnung) – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

Doch auch in Amerika wachsen die Bäume nur gemächlich in den Himmel. Sicherlich ist man den Europäern in Sachen Leitzinsanhebung voraus, aber von einem normalen Zins sind die Vereinigten Staaten ebenso weit entfernt wie der alte Kontinent. Des Weiteren gestaltet sich Donald Trump zunehmend als Unsicher-

heitsfaktor. Die größten Projekte, die der Ex-Unternehmer nach seinem Amtsantritt als Präsident umsetzen wollte, sind allesamt gescheitert oder nur in stark abgespeckter Version in die Umsetzung gegangen. Immer wieder musste der US-Präsident Rückschläge hinnehmen und nun mehren sich allmählich die Stimmen, dass aus der größten jemals geplanten Steuerreform lediglich nur ein kleines „Steuerreförmchen“ werden könnte. Dies würde bei Aktionären vermutlich großen Unmut auslösen. Denn die steigenden Unternehmensgewinne – aufgrund der in Aussicht gestellten Steuerreform – wurden bereits bei vielen Unternehmen in der Berechnung künftiger Gewinne gedanklich verbucht und entsprechend mit höheren Aktienkursen honoriert. Diese Vorschusslorbeeren dürften dann wieder zur Disposition stehen. Nachgebende Aktienmärkte wären somit keine Überraschung.

Wann engt sich die Zinskluft zwischen Amerika und Europa wieder ein?

Im Zusammenhang mit der Zinsschere zwischen dem neuen und dem alten Kontinent bleibt festzuhalten, dass sich die Schere in den letzten Monaten geweitet hat und sich die Europäer mit dem Schließen der Zinskluft äußerst viel Zeit lassen. Die anziehenden Zinsen in Amerika und die laxe Geldpolitik der Europäer hinterließen auch beim Wechselkurs seine Spuren – fast wie ein externes Konjunkturprogramm! Auch Präsident Trump ist bzw. war der schwache Euro ein Dorn im Auge. Das amerikanische Poltern war unüberhörbar. In seinem Wahlprogramm waren Strafzölle noch ein großes Thema, doch mit dem jüngsten Anstieg der europäischen Gemeinschaftswährung sind diese Überlegungen wieder vom Tisch – zumindest vorerst. Denn somit wurden europäische Produkte im Ausland unattraktiv und potenzielle amerikanische Käufer bevorzugen wieder den Heimatmarkt.

Kommt Zeit, kommt Rat

Auf obiger Grafik ist ebenfalls zu erkennen, dass zum Millennium die Europäische Notenbank der amerikanischen FED bereits vier Monate nach dem „Zins-Trendwechsel“ folgte. Im Nachhinein betrachtet kam die damalige Zinserhöhung vermutlich zu spät und konnte die Übertreibung der New Economy nicht mehr verhindern. Nach dem Kollaps zur Jahrtausendwende fluteten die Notenbanken den Markt mit billigem Geld – schrittweise ging es mit den Zinsen nach unten. Erst 2004 konnte die US-Notenbank die Zinszügel wieder anziehen. Fünf Monate später folgten die Europäer und leiteten ihrerseits den Zinsanhebungszyklus ein.

Die letzte Trendwende ereignete sich Ende 2015, damals haben die Amerikaner den vorherrschenden Zins nach oben angepasst und somit das Tal der tiefen Zinsen hinter sich gelassen. Dieser Zinsanhebung hinken die europäischen Währungshüter seit nunmehr 18 Monaten hinterher. Ein Ende der europäischen Nullzinspolitik ist keine Utopie mehr, dürfte aber noch etwas dauern. Mittlerweile sprechen die Fundamentaldaten in Europa dafür, dass sich der alte Kontinent auf einem guten Weg befindet und Amerika nun in Sachen Zinsanhebung endlich folgen könnte.

Die Spargbuchhalter dürften aufatmen, würde sich sparen nach den mageren Jahren endlich wieder rentieren. Für Anleihenbesitzer wären die Aussichten weniger rosig, da steigende Renditen in der Regel mit fallenden Anleihenkursen einhergehen. Auch eine andere Gruppe wird oftmals als möglicher Verlierer einer Zinswende genannt: Aktionäre. Wenig überraschend, da ein cleverer Investor immer aus Chance-/Risikoüberlegungen handelt. Wenn die gewünschte Rendite auch mit sicheren Anleihen erzielt werden kann, wird das zuvor am Aktienmarkt veranlagte Geld abgezogen und entsprechend umgeschichtet. Setzt diese Welle im großen Stil ein, kann auch ein heftiges Donnerwetter an den Börsen nicht ausgeschlossen werden.

Vom ersten Schock gut erholt

Ein Blick nach Amerika zeigt, dass eine Zinswende keineswegs – oder zumindest nicht unmittelbar – zum Zusammenbruch der Aktienmärkte führen muss. Wie bereits oben ausgeführt, haben die Amerikaner die Zinswende bereits am 14. Dezember 2015 vollzogen, seither hat sich der Dow Jones um 24,2% in die Höhe geschraubt. Und der amerikanische Aktienmarkt war nicht der einzige, der in den letzten Monaten eine beachtliche Rallye erlebte:

Indizes	Performance ein Monat nach dem Zinsentscheid (14.12.2015 bis 14.01.2016)		Performance seit US-Zinswende (14.12.2015 bis 18.07.2017)	
	in lokaler Währung	in Euro	in lokaler Währung	in Euro
Hang Seng	-7,00%	-6,10%	24,50%	17,80%
Dow Jones	-5,70%	-4,40%	24,20%	18,30%
DAX	-3,40%	-3,40%	22,60%	22,60%
EuroStoxx50	-3,70%	-3,70%	10,80%	10,80%
Nikkei	-8,70%	-5,40%	5,90%	8,70%

Quelle: Bloomberg (eigene Berechnung) – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

Aber: Nach der Zinserhöhung waren die Kurse zunächst rückläufig, erst mit der Zeit setzte die Erholung ein, die dann von einer Rallye am Aktienmarkt abgelöst wurde. Ein ähnliches Szenario wäre auch bei einem Zins-Trendwechsel in Europa denkbar. Der amerikanische Kursanstieg kann allerdings nicht allein auf die Zinsanhebung der FED zurückgeführt werden. Viele Puzzleteile fügten sich günstig zu einem großen Ganzen und ermöglichten die starke Aktien-Performance der letzten Monate.

Steigende Zinsen als Aktientreiber

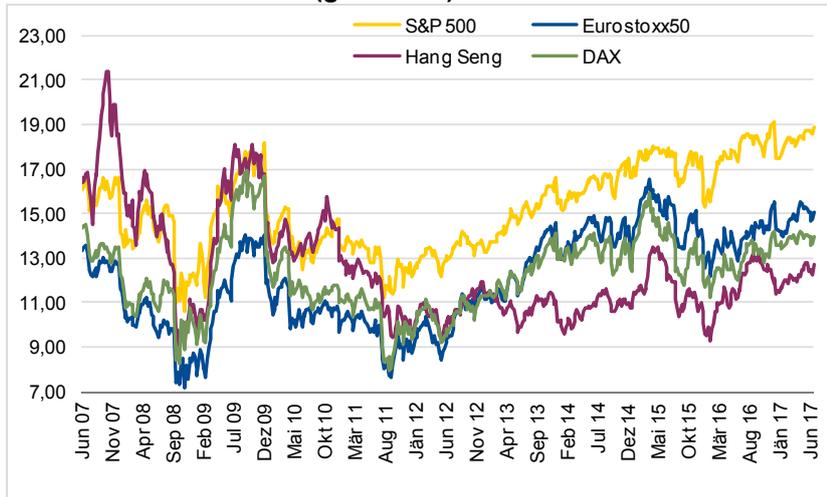
Ein anziehendes Zinsumfeld als Aktienkurstreiber ist nicht ungewöhnlich, auch bei den vorangegangenen Trendwechseln im Zinsbereich wirkten sich steigende Zinsen unterstützend auf den Aktienmarkt aus. Hintergrund: Die Notenbank vermittelt dem Anleger mit Zinserhöhungen eine gewisse Zuversicht. Mit steigenden Zinsen wird dem Markt aber Liquidität entzogen, womit das wirtschaftliche Wachstum zwar ab- jedoch keineswegs ausgebremst werden soll. Das Ziel ist dabei natürlich eine weiche Landung („soft landing“). Sehr selten wurden diese Bemühungen in der Vergangenheit von Erfolg gekrönt. Meist wurde die Wirtschaft gänzlich abgewürgt und die Kurse kamen deutlich zurück. Auf diesen Fall hat sich die Schoellerbank vorbereitet. Die Asset Allokation wurde im März neu ausgerichtet und ist gegenüber Aktien nun „neutral“, womit das Aktienrisiko in den gemischten Mandaten zugunsten von Anleihen reduziert wurde. Aber auch auf der Anleiheenseite werden die Bäume nicht in den Himmel wachsen, allerdings sollte ein Rückgang im Anleihenbereich deutlich weniger Schmerzen im Portfolio bereiten als ein möglicher Kollaps auf der Aktienseite. Neben dem Zinsumfeld und anderen Fundamentaldaten spielten jedoch die hohe Bewertung der Aktienmärkte und die ausschweifenden Sentiment-Indikatoren eine weitaus größere Überlegung beim Anpassen der Asset Allokation.

Amerika als Vorbote für den europäischen Aktienmarkt

Die europäischen Aktienmärkte werden kein Eigenleben führen. Wenn der Dow Jones nachgeben sollte, werden auch die Kurse in Europa auf Tauchstation gehen. Bei einem Abschwung kann vor allem der DAX unter die Räder kommen, gilt dieser doch meist als „Wette“ auf die globale Konjunktur. Als „exportorientierter“ Index reagiert der DAX besonders verschupft, wenn einer der größten Handelspartner Schwäche zeigt. Daher wird es für den europäischen Aktienmarkt weniger interessant sein, wann sich EZB-Präsident Mario Draghi zur Abkehr seiner Nullzinspolitik hinreißen lässt, sondern wann in Amerika die kritische Zinsmarke erreicht ist und die Investoren dem Dow Jones den Rücken kehren. Aus bewertungstechnischen Gründen

würde dem Index eine Abkühlung nicht schaden, um langfristig gestärkt wieder nach oben streben und neue Höchststände erklimmen zu können. Noch scheinen aber ohnehin die Bullen nach wie vor die Oberhand zu haben. So stieg der Dow Jones zuletzt auf ein neues Rekordhoch. Mit dem jüngsten Anstieg haben sich auch die Bewertungen vieler Aktien weiter nach oben geschraubt. Damit steht der amerikanische Aktienmarkt nicht allein da:

Kurs-Gewinn-Verhältnis (geschätzt) für eine Auswahl an Aktienmärkten



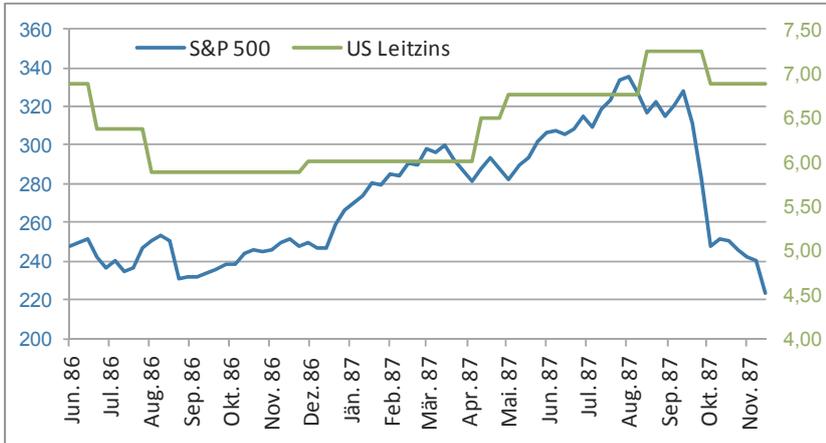
Quelle: Bloomberg (eigene Berechnung) – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

Nicht zuletzt aufgrund dieser Entwicklung hat die Schoellerbank amerikanische Aktien seit geraumer Zeit untergewichtet. Aber auch der Eurostoxx 50 ist nach der seit Jahren andauernden Aktienrallye nicht mehr allzu günstig. Auf Sicht der letzten zehn Jahre ergibt sich für das europäische Börsenbarometer ein durchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 12,1. Für den Eurostoxx 50 errechnet sich aktuell ein geschätztes KGV von 15 – günstig ist das nicht mehr. Hingegen machen asiatische Titel im relativen Bewertungsvergleich eine sehr gute Figur, weswegen die Schoellerbank dieser Region ein besonderes Interesse und großes Gewicht beimisst. Mit einem KGV von 12,7 befindet sich der Index zwar in der Nähe seines 10-jährigen Durchschnittswertes von 12,5, doch im Vergleich mit den anderen Indizes (siehe obige Grafik) fällt die Bewertungskennzahl deutlich niedriger und damit besser aus. Übrigens nehmen DAX-Unternehmen in der Schoellerbank Vermögensverwaltung nur eine untergeordnete Rolle ein, da viele Unternehmen aus dem deutschen Leitindex sehr zyklisch und daher nur bedingt tauglich für den Einsatz in den individuellen Mandaten sind.

Wann wird's gefährlich?

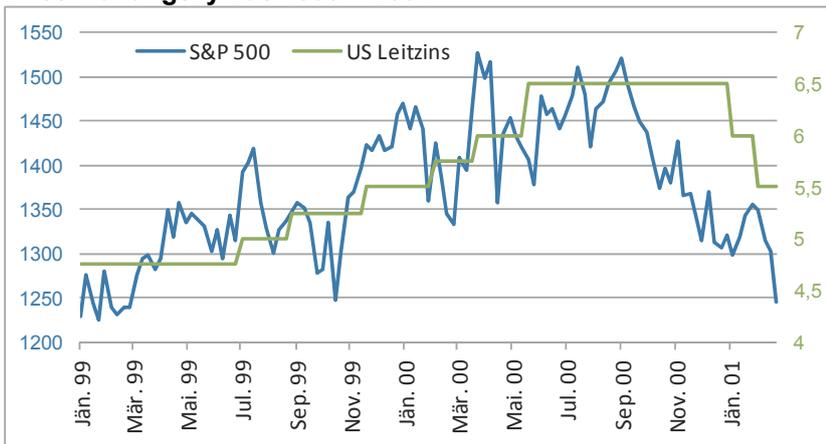
Die Vergangenheit zeigt, dass Zinserhöhungen in der Anfangsphase meist positiven Einfluss auf die Aktienmärkte hatten, sich ab einem (un-)gewissen Punkt jedoch toxisch auf die Aktienkursentwicklung auswirkten.

Zinserhöhungszyklus 1986 – 1987



Quelle: Bloomberg (eigene Berechnung) – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

Zinserhöhungszyklus 1999 – 2001

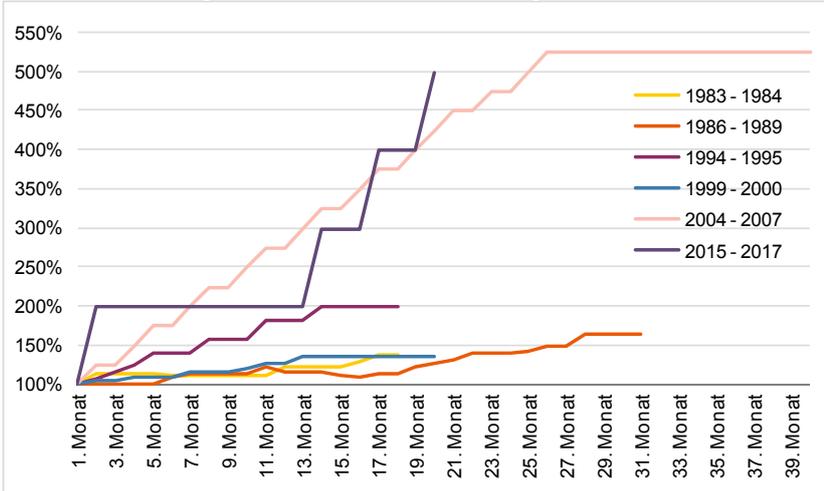


Quelle: Bloomberg (eigene Berechnung) – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

Grundsätzlich wirken sich Zinserhöhungen eher positiv als negativ auf den Aktienmarkt aus. Meist wird aber zu schnell oder zu stark auf die Bremse gedrückt, wodurch die Wirtschaft außer Kontrolle gerät und der Aktienmarkt abstürzt. Leider gibt es keine verlässliche Grenze, die markiert, ab wann die Notenbank die Zinszügel wieder lockern müsste, um den Wirtschaftskollaps zu verhindern.

In nachfolgender Grafik wurden die Zinsschritte in den USA ausgehend von der Basis in Relation gesetzt. Hier ist gut zu erkennen, dass sich in den letzten Monaten einiges getan hat. So wurde der US-Leitzins von 0,25% auf 1,25% nach oben geschraubt, etwas höher ging es prozentual nur in den Jahren 2004 bis 2007, damals stieg der US-Leitzins von 1,0% auf 5,25%.

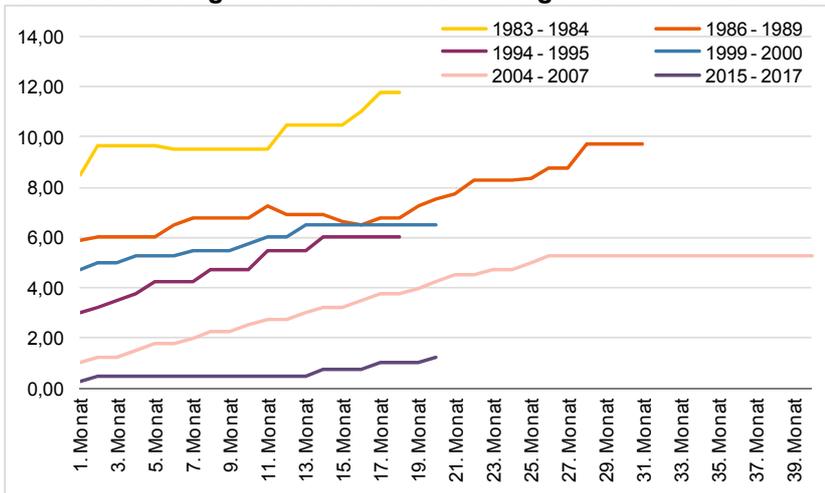
US-Zinserhöhungen und deren Auswirkungen auf den Aktienmarkt in Prozent



Quelle: Bloomberg (eigene Berechnung) – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

Der starke Anstieg ist jedoch vor allem dem Basiseffekt geschuldet. Noch nie war das Zinsniveau in Amerika so tief wie nach der Finanzkrise. Von dieser tiefen Basis aus, sieht jeder Zinsanstieg exorbitant aus. Diesbezüglich lohnt sich auch ein Blick auf die nachfolgende Grafik, bei der die Entwicklung des US-Leitzinssatzes in absoluten Zahlen grafisch aufbereitet wurde:

US-Zinserhöhungen und deren Auswirkungen auf den Aktienmarkt in absoluten Zahlen



Quelle: Bloomberg (eigene Berechnung) – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

In obiger Abbildung sind die jüngsten Zinsschritte der US Notenbank kaum zu erkennen. Von einer Normalisierung des Zinsniveaus kann trotz des Anstiegs also keine Rede sein. Es stellt sich natürlich die Frage, ob das derzeitige Zinsniveau nicht das neue normale Zinsgefülle ist, in dem sich die Märkte die nächsten Jahre bewegen werden. Durchaus denkbar, dass auch Mario Draghi die „Zins-Zügel“ wieder anziehen wird.

Doch die Zinsanhebungen werden ähnlich umsichtig und moderat wie in Amerika ausfallen. Langfristig wird sich auch die Zinsschere zwischen Amerika und Europa wieder schließen, jedoch vermutlich auf einem tieferen Niveau als in der Vergangenheit. Ob dieses Zinsniveau dann ausreicht, um die Wirtschaft und damit den Aktienmarkt tatsächlich abzubremesen, ist fraglich.

Welche Aktienbranchen profitieren von einer Zinsanhebung?

Noch eine Beobachtung aus der Vergangenheit ist interessant: Für stark fremdfinanzierte bzw. kapitalintensive Unternehmen könnten Zinserhöhungen ein Problem darstellen. Aufgrund der ähnlichen Zinsbewegung in den letzten Monaten lohnt sich bei den Aktienmärkten ein Blick auf den Zinserhöhungszyklus der Jahre 2004 bis 2007. Das Ergebnis ist durchaus überraschend:

Branchen S&P	Zeitraum: 28.05.2004 bis 31.08.2007
Energie	124,8%
Versorgung	64,6%
Telekommunikation	54,7%
Rohstoffe	54,4%
Industrie	42,2%
Informationstechnologie	26,3%
Basiskonsumgüter	18,8%
Finanzwesen	18,0%
Nicht-Basiskonsumgüter	17,7%
Gesundheitswesen	12,3%

Quelle: Bloomberg – Die vergangene Kursentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft

Hier sind die kapitalintensiven Branchen allesamt auf den vorderen Plätzen zu finden. Dennoch stellt ein Zinsanstieg für kapitalintensive Unternehmen ein herausforderndes Umfeld dar. Wenn die Unternehmen jedoch ihre Hausaufgaben machen, sind auch die etwas holprigen Rahmenbedingungen zu meistern. Ebenso gilt, dass ein steigender Zinssatz für das Geschäftsmodell vieler Banken unterstützend wirkt. Die Deregulierungsbestrebungen von Donald Trump tun ihr Übriges, um Bankaktien zu befeuern. Doch vor allem hier gilt es die Spreu vom Weizen gut zu trennen – nicht alle Finanzinstitute überzeugen mit einem soliden Geschäftsmodell. Wenig überraschend und auch in der obigen Grafik ganz gut abzulesen ist, dass zyklische Unternehmen in der Gunst der Anleger weiter oben rangieren. Das macht auch Sinn, wenn davon ausgegangen wird, dass die Zinserhöhungen von einem Wirtschaftsaufschwung begleitet werden. Entsprechend dieser Annahme finden sich defensive Branchen eher am Ende der Tabelle wieder. Gute Aktienchancen aufgrund von Zinsbewegungen auszumachen scheint also nur bedingt zu funktionieren.

Fazit:

Im Niedrigzinsumfeld stellen Aktien die attraktivste Anlageform dar. Dennoch gilt es derzeit Vorsicht walten zu lassen. Die Stimmung der Anleger ist nicht zuletzt aufgrund der jüngsten Höchststände bei den amerikanischen Indizes ausgesprochen gut, was aus antizyklischer Sicht nachdenklich stimmt. Zudem sind viele Aktienmärkte nicht mehr günstig und das erhöht das Risiko einer Korrektur. Sollte es in Europa zu einer Trendwende der Zinspolitik kommen, dürfte dies kurzfristig Druck auf die Aktienkurse auslösen. Langfristig gesehen sind Zinserhöhungen aber eher positiv zu werten, da sie einer prognostizierten starken Wirtschaft als Waffe entgegengesetzt werden. Sollte sich die Europäische Notenbank zu diesem Schritt durchringen, dürfte dieser – nach all den Mühen in den vergangenen Jahren – wohl gut durchdacht sein.

Nichtsdestotrotz dürften sich die Zinsschritte dann dennoch in Grenzen halten und keine allzu großen Freuden sprünge bei den Sparern auslösen. Als Ausweg bleiben Aktien von Unternehmen, die über ein qualitativ hochwertiges Geschäftsmodell verfügen und damit in guten wie in schlechten Zeiten zu den Gewinnern am Markt zählen. Diese Unternehmen gilt es auszumachen, womit dem Stock-Picking in Zeiten wie diesen eine besondere Bedeutung zukommt.

Autor:

Alexander Adrian
Asset Management
Schoellerbank AG
Tel. +43/662/86 84-2691

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 317 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 11 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.