

Welche Folgen hat das Tapering der Fed?

Sébastien Galy, Senior Macro Strategist, Nordea Asset Management

Die Sitzung der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) in Jackson Hole vom 26. bis 28. August könnte ein Tapering, also eine Rückführung der expansiven geldpolitischen Massnahmen, einläuten. Sébastien Galy, Senior-Makrostratege bei Nordea Asset Management, hält das allerdings für unwahrscheinlich. Denn die Delta-Variante breitet sich aus, und der Anstieg der Inflation habe die Stimmung der Verbraucher gedämpft – ein Prozess, der noch etwa einen Monat dauern könnte. Der Grund, warum der Markt so besorgt über die Drosselung der Anleihekäufe durch die Federal Reserve ist, liegt laut Galy darin, dass dies einen Teil der Gewinne infolge der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing) zunichtemachen könnte – und das zu einer Zeit, in der viele Vermögenswerte teuer und die Verschuldung hoch sei. Das Beispiel des Taper-Tantrums im Jahr 2013 hätten viele noch frisch in Erinnerung, aber die Realität sei jetzt komplexer. Im Folgenden beleuchtet Galy die möglichen Folgen für Anleger:

«Das Tapering und die möglichen Zinserhöhungen durch die Fed könnten ein Problem für Growth-Aktien und US-Treasuries darstellen – und das in einer Zeit, in der Unternehmen ihren Fremdkapitalanteil erhöht haben und viele Anlageklassen teuer sind. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass dies vor 2022 geschieht. Daher bevorzugen wir nordamerikanische Aktien, die durch Rückkäufe, Diversifizierung der Anlagestile und flexible Lösungen unterstützt werden.

Während die quantitative Lockerung der Wirtschaft über verschiedene Kanäle hilft, dürfte ihre Umkehrung moderate Auswirkungen haben. Lassen Sie uns einige Auswirkungen des Quantitative Easing in Erinnerung rufen:

A. Quantitative Easing hilft der Wirtschaft über eine Vielzahl von Kanälen

1. **Kredit-Banken-Kanal:** Die Banken profitieren von einem freundlichen geldpolitischen Umfeld – und zwar durch die Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung, die häufig durch einen weniger laxen Regulierungsrahmen verstärkt wird. Ordnungsgemässe Bankentstresstests helfen dabei auch bei der Bewertung der Gesundheit der Banken, während eine flachere Laufzeitstruktur der US-Schatzpapiere ihre Kreditaufnahme am kurzen Ende und ihre Kreditvergabe am langen Ende beeinträchtigt und ihre Gewinnspannen schmälert.
2. **Gezielte Ankäufe von Vermögenswerten** wie hypothekarisch gesicherten Wertpapieren (Mortgage Backed Securities - MBS) oder Unternehmensanleihen wirken sich beispielsweise direkt auf Immobilien und damit auf den Konsum aus. Dies fördert die Kreditvergabe insbesondere in Märkten, die unter besonderem Druck oder Segmentierung leiden (Maggio, Kermani, Palmer 2016, Harvard Business School).
3. **Portfolioumschichtungen:** Die Anleger werden darin bestärkt, auf breiter Front grössere Risiken einzugehen, da die Staatsanleiherenditen niedrig sind und weit unter der Inflation liegen.

26. August 2021

4. **Wechselkurse:** Eine Währung neigt zu fallen, wenn das Land Schulden gegenüber dem Rest der Welt hat – aber sie kann auch fallen, wenn ausländische Investoren festverzinsliche Anlagen weniger attraktiv finden. Der Gesamteffekt kann jedoch komplexer sein und ist schwer vorherzusagen.
5. **Fiskalischer Effekt:** Die Regierungen können mehr Geld ausgeben und der Wirtschaft mehr Zeit verschaffen, sich zu erholen, indem sie das Sicherheitsnetz länger aufrechterhalten, was dazu beiträgt, Ängste abzubauen. Allerdings werden dadurch manchmal Strukturreformen hinausgezögert, während ein hoher Schuldenstand es letztendlich erschwert, die Geldpolitik deutlich zu straffen, da dies zu einer fiskalischen Kontraktion führen würde.
6. **Wohlstandseffekt:** Günstige Finanzierungen und eine wirtschaftliche Erholung stützen Finanzanlagen, einschliesslich Immobilien und insbesondere Wachstums- und Qualitätstitel. Da die Hebelwirkung auf breiter Front zunimmt, werden Institutionen und Haushalte mit Vermögenswerten wohlhabender. Diese Ankurbelung des Wirtschaftswachstums hat auch Auswirkungen auf das Ausland. Insbesondere Schwellenländer neigen dazu, gegen die Aufwertung ihrer Währungen zu intervenieren, was zu einer Nachfrage nach relativ kurzlaufenden US-Staatsanleihen und gleichwertigen Unternehmensanleihen führt. Die rasche Aufwertung von Immobilien führt zu einem Rückgang der Haushaltsgründungen und höchstwahrscheinlich auch der Geburten, da Wohnraum unerschwinglich wird.
7. **Digitalisierung und Innovation:** Sehr niedrige Steuersätze fördern die Gründung neuer Unternehmen und die rasche Umwandlung von Unternehmen in reifen Sektoren, die unter dem Druck neuer oder besser finanzierter Marktteilnehmer stehen. Die Ausbreitung von Wachstumsunternehmen aus den USA nach Europa ist ein Beweis dafür.
8. **Die veränderten Wachstumserwartungen** von Verbrauchern, Investoren und Unternehmen halten sie davon ab, ihre Aktivitäten stark einzuschränken und kontinuierlich zu investieren.
9. **Kommunikationsstrategie:** Das Gefühl, dass die Zentralbank handelt und alles unter Kontrolle hat, beruhigt die Haushalte und vermittelt den Eindruck, dass die Krise von der Zentralbank und der Regierung kompetent bewältigt wird.
10. **Informationsbeschleuniger:** Wenn sich die Kapitalströme von den Krisenniveaus aus umzukehren beginnen, werden die Preise aggressiv angepasst, da viele Anleger in die gleiche Richtung positioniert sind.

B. Die Umkehrung der quantitativen Lockerung dürfte moderate Auswirkungen haben

In der Phase des Tapering werden die meisten dieser Übertragungskanäle des Quantitative Easing in moderatem Masse beeinträchtigt, was die Wachstumserwartungen senkt. Dies ist jedoch genau das, was die Fed bei der Steuerung der Inflations- und Wachstumserwartungen anstrebt. Das Tapering der Fed hat zwei Konsequenzen:

1. Die Wirtschaft wird mit einer höheren Schuldenlast belastet, die jedoch relativ billig zu finanzieren ist. Da die Fed ein wichtiger Käufer ist, dürfte die Kurve der US-Staatsanleihen nach oben driften, sofern keine grössere Risikoaversion besteht und der Markt an einen erfolgreichen Übergang glaubt.

26. August 2021

2. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die Finanzanlagen gegebenenfalls nicht mit den mittel- und längerfristigen Wachstumserwartungen übereinstimmen und ob Massnahmen zur Steigerung des Wachstums wie Investments in Infrastruktur und Digitalisierung ausreichend Wirkung zeigen.

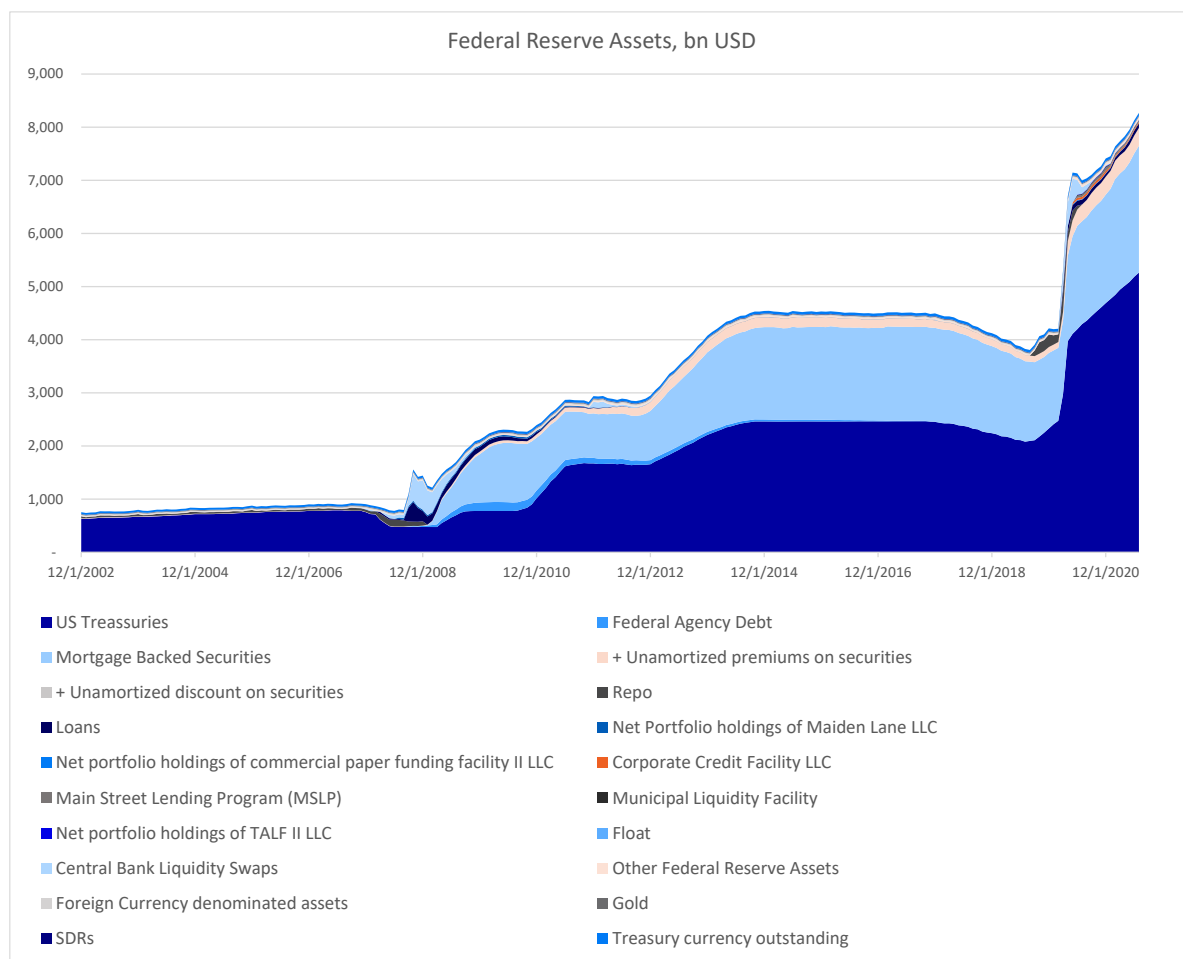
C. Steigende Erwartungen einer Straffung durch die Fed im Jahr 2022

Der Kern des Problems ist nicht unbedingt der Zeitpunkt, an dem die Kurve der US-Schatzpa-piere wieder steiler wird, sondern der Zeitpunkt, an dem die Erwartungen an eine Straffung der Fed deutlich ansteigen, da es eine starke Segmentierung der Überzeugungen unter den Anlagestilen gibt. Die Erwartungen werden im nächsten Jahr wahrscheinlich stetig steigen, was die im gesamten System verbreitete Hebelwirkung verringern dürfte. Sobald die Risiko-kosten deutlich steigen, werden einige Anlagestile, wie zum Beispiel Growth, eher Momente erleben, in denen sie ihre wirtschaftlichen Annahmen in Frage stellen, da sich das Risiko-/ Ertragsverhältnis verschlechtert und die Kosten der Fremdfinanzierung steigen. In gewissem Sinne besteht die Gefahr, dass die Bewertung unter Druck gerät oder die Skepsis, die Teile des Growth-Stils vorangetrieben hat, ein Ende hat. Wenn dies eintritt, sollten wir im Laufe der Zeit eine grosse Streuung bei Wachstumswerten sehen, die den Anlegern eine Fülle von Mög-lichkeiten bieten, die der Transformation der alten Wirtschaft zugrunde liegen.

Welche Auswirkungen hat dies?

Es ist unwahrscheinlich, dass die Ankündigung des Tapering einen grossen Schock am Markt auslösen wird, auch wenn die Kurve der US-Staatsanleihen letztendlich wieder steiler werden dürfte. Der Markt hatte einfach viel Zeit, sich auf das Tapering vorzubereiten. Der wirkliche Schock wird kommen, wenn die Debatte über einen weiteren Zinserhöhungszyklus der Fed beginnt. Das hängt entscheidend von der Debatte darüber ab, inwieweit die Inflation nur vorübergehend ist – erste Anzeichen deuten darauf hin –, obwohl die Löhne und Mieten wahr-scheinlich einen anhaltenden Druck darstellen werden. Wir bevorzugen weiterhin Lösungen wie nordamerikanische Aktien und Multi-Asset-Lösungen, die eine stilübergreifende Diversifi-zierung bieten und flexibel sind. Zudem ist ESG eine säkulare Kraft.»

26. August 2021



Quelle: Nordea Investment Funds S.A. und Bloomberg

Über Nordea Asset Management

Nordea Asset Management (NAM) gehört mit einem verwalteten Vermögen von 274 Mrd. Euro* zur Nordea Gruppe, dem größten Finanzdienstleister in der nordischen Region (verwaltetes Vermögen 387 Mrd. Euro*). NAM bietet europäischen sowie globalen Investoren eine breite Palette von Investmentfonds an. Wir betreuen eine große Anzahl an Kunden und Vertriebspartnern wie Banken, Vermögensverwalter, unabhängige Finanzberater und Versicherungsunternehmen.

Nordea Asset Management unterhält Standorte in Bonn, Brüssel, Kopenhagen, Frankfurt, Helsinki, Lissabon, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, New York, Oslo, Paris, Santiago de Chile, Singapur, Stockholm, Wien und Zürich. Nordeas Präsenz vor Ort geht Hand in Hand mit dem Ziel, ansprechbar zu sein und unseren Kunden den besten Service zu bieten.

Der Erfolg von Nordea basiert auf einem nachhaltigen und einzigartigen Multi-Boutique-Ansatz, welcher die Expertise spezialisierter interner Boutiquen mit exklusiven externen Kompetenzen verbindet. Dies erlaubt uns, zum Wohle unserer Kunden ein stabiles Alpha zu generieren. Die Lösungen von NAM erstrecken sich über alle Anlageklassen, von festverzinslichen Anlagen und Aktien bis hin zu Multi-Asset-Lösungen, und über alle Regionen hinweg, sowohl lokal, in Europa als auch in den USA, global und in den Schwellenländern.

*Quelle: Nordea Investment Funds, S.A., 30.06.2021

26. August 2021

Ansprechpartner für weitere Informationen:

José Machi – Head of Institutional and Wholesale Distribution, Switzerland – Tel.: +41 44 260 80 25 – jose.machi@nordea.ch

Alina Meletta – Tel.: +41 44 455 56 52 – alina.meletta@communicators.ch

Nordea Asset Management ist der funktionelle Name des Vermögensverwaltungsgeschäftes, welches von den rechtlichen Einheiten Nordea Investment Funds S.A. und Nordea Investment Management AB ("rechtliche Einheiten") sowie ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen betrieben wird. **Weitere Informationen zum Nordea 1, SICAV:** Die genannten Teilfonds sind Teil von Nordea 1, SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts, welche der EG-Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 entspricht. **Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um Werbematerial**, es enthält daher nicht alle relevanten Informationen zu den erwähnten Teilfonds. Jede Entscheidung, in den jeweiligen Teilfonds anzulegen, sollte auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts, der Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie des aktuellen Jahres- und Halbjahresberichts getroffen werden. Die genannten Dokumente sind in elektronischer Form auf Englisch und in der jeweiligen Sprache der zum Vertrieb zugelassenen Länder auf Anfrage unentgeltlich bei Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxemburg oder bei den jeweiligen länderspezifischen Vertretern bzw. Informationsstellen oder bei den berechtigten Vertriebsstellen erhältlich. Als Depotbank der Nordea 1, SICAV fungiert J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. Weitere Informationen erhalten Sie bei Ihrem Anlageberater – er/sie berät Sie als ein von Nordea Investment Funds S.A. unabhängiger Berater. **Bitte beachten Sie, dass nicht unbedingt alle Teilfonds und/oder Anteilklassen in Ihrer Jurisdiktion verfügbar sind. Ergänzende Informationen für Anleger in Österreich:** Informations- und Zahlstelle in Österreich ist die Erste Bank der österreichischen SparkasseG, Am Belvedere 1, 1100 Wien, Österreich. **Ergänzende Informationen für Anleger in Deutschland:** Informationsstelle in Deutschland ist Société Générale S.A. Frankfurt Branch, Neue Mainzer Straße 46-50, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland. Kopien der vorgenannten Dokumente stehen Ihnen auch hier zur Verfügung. **Ergänzende Informationen für Anleger in der Schweiz:** Der Schweizer Vertreter und Zahlstelle ist BNP Paribas Securities Services, Paris, Succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, 8002 Zürich, Schweiz. Anlagen in Derivaten und Fremdwährungsanlagen können erheblichen Schwankungen unterliegen, die die Wertentwicklung der Anlage beeinträchtigen können. **Anlagen in Schwellenländern sind mit einem erhöhten Risiko verbunden. Der Wert von Anteilen kann je nach Anlagepolitik des Teilfonds stark schwanken und kann nicht gewährleistet werden. Anlagen in von Banken begebenen Aktien oder Schuldtiteln können gegebenenfalls in den Anwendungsbereich des in der EU Richtlinie 2014/59/EU vorgesehenen Bail-in-Mechanismus fallen (d.h. dass bei einer Sanierung oder Abwicklung des rückzahlungspflichtigen Instituts solche Aktien und Schuldtitel abgeschrieben bzw. wertberichtigt werden, um sicherzustellen, dass entsprechend ungesicherte Gläubiger eines Instituts angemessene Verluste tragen). Angaben zu weiteren Risiken in Verbindung mit den genannten Teilfonds entnehmen Sie bitte den Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), die wie oben beschrieben erhältlich sind.** Nordea Asset Management hat beschlossen, die Kosten für Research zu tragen, das heißt, diese Kosten werden von bestehenden Gebührenstrukturen (wie Management- oder Verwaltungsgebühren) gedeckt. Veröffentlicht und erstellt von den rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management. Die rechtlichen Einheiten sind ordnungsgemäß von den jeweiligen Finanzaufsichtsbehörden in Schweden und Luxemburg zugelassen und reguliert. Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen der rechtlichen Einheiten sind durch ihre lokalen Finanzaufsichtsbehörden in ihren jeweiligen Domizilierungsländern ebenso ordnungsgemäß zugelassen und reguliert. Quelle (soweit nicht anders angegeben): Nordea Investment Funds S.A. Sofern nicht anderweitig genannt, entsprechen alle geäußerten Meinungen, die der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und die all ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen. Dieses Dokument darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden. Die Bezugnahme auf einzelne Unternehmen oder Investments innerhalb dieses Dokuments darf nicht als Empfehlung gegenüber dem Anleger aufgefasst werden, die entsprechenden Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sondern dient ausschließlich illustrativen Zwecken. Die steuerlichen Vor- und Nachteile eines Investments hängen von den persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. © Der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und jeder ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen.