

## Markt Dialog Spezial 05/2020



Die neue Strategie der US-Notenbank:  
„Schleichende Enteignung“ forever!

Auswirkungen auf die Assetklassen und  
die Anlagestrategie

Liebe Kundinnen, liebe Kunden,

- **Die US-Notenbank flexibilisiert das Inflationsziel und nimmt künftig auch ein Überschießen der Teuerungsrate in Kauf**
- **Die Situation am Arbeitsmarkt hat künftig einen gewichtigeren Einfluss auf Notenbankentscheidungen**
- **Die kurzfristigen Auswirkungen auf Anlageklassen sind überschaubar, aber mittel- bis langfristig sind höhere Inflationserwartungen realistisch. Das ist gut für Aktien und Edelmetalle, jedoch eher schlecht für Anleihen**
- **„lower for longer“ wird zementiert; Leitzinsanhebungen – auch in den USA – sind auf Jahre hinweg unwahrscheinlich**

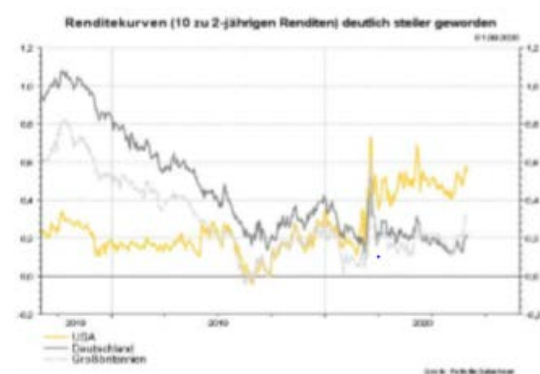
### Happy Birthday, schleichende Enteignung!

Der US-Notenbankpräsident Jerome Powell hat das zurückliegende jährliche Notenbanktreffen dazu genutzt, die Strategie der Federal Reserve zu erläutern. Fast exakt 10 Jahre, nachdem das erste Mal der Begriff der schleichenden Enteignung geprägt wurde, hat er dabei einmal mehr bestätigt, dass die Zeiten niedrigster Zinsen auf absehbare Zeit nicht zu Ende gehen werden. So flexibilisiert die Fed ihr Inflationsziel und strebt nun über einen längeren Zeitraum hinweg eine durchschnittliche Teuerung von 2% an. Konkret bedeutet das, dass auf Zeiten niedriger Inflation unter 2% auch längere Phasen von Inflationsraten über 2% folgen können – ohne dass die Fed gegensteuert. Berücksichtigt man, dass die Fed seit Ende der Finanzkrise in mehr als 80% der Zeit ihr bisher starres Inflationsziel von 2% nach unten verfehlt hat, dokumentiert die neue Strategie, dass restriktive Zinsmaßnahmen auf absehbare Zeit ausgeschlossen sind. Insofern ist die neue Strategie eine wichtige Weichenstellung und Zäsur in der US-amerikanischen Notenbankpolitik. Gleichzeitig wird die Rolle des Arbeitsmarktes für zinspolitische Entscheidungen gestärkt. Schuldig geblieben ist Powell sowohl eine Konkretisierung des neuen Strategierahmens als auch Maßnahmen, die zum Erreichen dieser Ziele implementiert werden. Von daher gehen wir grundsätzlich

davon aus, dass die kurzfristigen Folgen für die Kapitalmärkte und unsere Anlagestrategie überschaubar bleiben. Mittel- bis langfristig sehen wir aber sehr wohl Auswirkungen. Diese haben wir Assetklasse für Assetklasse im Folgenden detaillierter beleuchtet.

### Anleihen: Moderat steilere Renditekurven erwartet

Die Fed löste mit ihrer Strategieänderung einen deutlichen Anstieg der Inflationserwartungen aus. Die Marktteilnehmer gehen wohl davon aus, dass die Fed mit ihrer Politikänderung mindestens teilweise erfolgreich ist und die Inflationsraten längerfristig wieder nach oben bringt. Dabei sind die Inflationserwartungen schon vor Bekanntgabe der neuen Fed-Strategie angestiegen, weil sich einerseits die Konjunktur nach der Corona-Krise deutlich erholte, aber auch der Regimewechsel von der Fed weitgehend erwartet worden war. Wegen der gestiegenen Inflationserwartungen sind die Renditen der mittel- bis langfristigen US-Treasuries angestiegen und die US-Renditekurve ist steiler geworden. Wir gehen davon aus, dass die US-Zinskurve im Zuge der konjunkturellen Erholung und der Wirkungen des Politikwechsels der Fed noch steiler wird, allerdings dürfte der Renditeanstieg am langen Ende wegen der Anleihekäufe der Fed insgesamt moderat ausfallen.



Auch im Euroraum hat zuletzt eine moderate Kurvenversteilerung eingesetzt. Der EZB dürfte es kaum gelingen, die Inflation deutlich nach oben zu treiben. Die Inflationsraten sollten aber im Herbst ihre Tiefpunkte gesehen haben und im Zuge der konjunkturellen Erholung wieder ansteigen. Zudem dürften sich die Bundrenditen nicht deutlich von den Bewegungen der US-

Treasuries abkoppeln können, außer die EZB weitet ihr Staatsanleihekaufprogramm noch einmal massiv aus. Auch die EZB hat eine Strategieüberprüfung angekündigt. Diese dürfte aber frühestens zum Jahresende spruchreif werden. Anders als die Fed könnte die EZB ihr Inflationsziel quantitativ untermauern. Anleihen erstklassiger Staatsanleihen bleiben bis auf weiteres wegen ihres niedrigen Renditeniveaus unattraktiv.

### **Währungen: US-Dollarabwertung weit fortgeschritten**

Die Einigung auf einen Wiederaufbaufonds in Höhe von 750 Mrd. Euro im Juli hat den Euro unterstützt und Auftrieb gegeben, der sich bis heute fortsetzt.



Im Juni hatte eine deutlich schwächere Tendenz für den US-Dollar eingesetzt, denn die starke Dollarnachfrage während der Corona-Krise ist zurückgegangen. Außerdem hat sich der geldpolitische Vorteil des US-Dollar durch die massiven Zinssenkungen der Fed in Höhe von 150 Bp. während der Krise ggü. dem Euro, aber auch ggü. dem britischen Pfund und Yen deutlich verkleinert. Das wurde in den letzten Monaten nachgeholt.

Die neue Fed-Strategie spricht dafür, dass sich die Fed mit einer Normalisierung ihrer Geldpolitik sehr lange Zeit lassen wird: Dafür sprechen auch die stark steigenden US-Staatsschulden, für die niedrige Leitzinsen und eine höhere Inflation von Vorteil wären. Die Strategieänderung der Fed war ein negatives Signal für die US-Währung und dürfte den Greenback noch eine Zeit lang negativ beeinflussen. Insofern dürfte sich der Euro tendenziell weiter stärken,

wenngleich nicht mit der Geschwindigkeit der letzten Wochen. Wir bleiben deshalb bei der neutralen Gewichtung für den US-Dollar in unseren Strategie-Portfolios.

### **Aktien: Das Motto lautet auch weiterhin „there is no alternative“**

Die Wahrnehmung der Investoren, dass die Fed-Politik per Saldo zu steigenden (langfristigen) Inflationserwartungen und damit über Renditesteigerungen bei langlaufenden Anleihen auch für eine steilere Zinskurve sorgen dürfte, hat längerfristige Implikationen für den Aktienmarkt. Zum einen verstärkt sich die relative Attraktivität von Aktien im Vergleich zu Anleihen, da das grundsätzliche Risiko von Kursverlusten am Rentenmarkt zunimmt. Zum anderen gilt es abzuschätzen, was möglicherweise steigende Renditen und eine steilere Zinskurve insbesondere für die Branchenstrategie am Aktienmarkt bedeuten könnten.

### **Mehr Zyklisch im Depot**

Steigende Renditen und eine steilere Zinskurve gehen üblicherweise mit einer sich bessernden konjunkturellen Entwicklung einher. Von daher passt das ohnehin in unsere Strategie, neben Wachstumsbranchen wie IT oder auch Healthcare aufgrund der Konjunkturerholung etwas stärker auch zyklische Sektoren beizumischen. So hatten wir vor einigen Monaten entsprechend den defensiveren Nahrungsmittelsektor herunter- und die zyklischere Grundstoffbranche heraufgestuft. Auch innerhalb des IT-Sektors haben wir uns auf die zyklischeren Halbleiter konzentriert.

### **Auswirkungen auf Finanzwerte**

Betrachtet man die historischen Branchenperformancemuster bei steigenden Renditen und eine steilere Zinskurve verlagert sich der Fokus – nicht sehr überraschend – bei den Gewinnerbranchen in Richtung des Finanzsektors. Typische Gewinner in derartigen Phasen sind insbesondere die Sektoren Versicherungen, Banken und Finanzdienstleister. Bisher haben Banken freilich an den Märkten keine Bäume

ausgerissen. Banken befinden sich unverändert in einem langfristigen strukturellen Abwärtstrend. Am besten ist dies im unteren Teil der Grafik zu erkennen, in dem die relative Performance des Bankensektors gegenüber dem Gesamtmarkt dargestellt ist.



Dies liegt u.a. auch an der Zinsentwicklung der vergangenen Jahrzehnte, und die Erfahrung zeigt, dass der Sektor für eine Outperformance eine steilere Zinskurve benötigt mit deren Hilfe sich die Zinsmarge wieder erholen könnte.

Mit der Neuausrichtung der geldpolitischen Strategie der Fed ist die Wahrscheinlichkeit einer steileren Kurve und damit auch eine Stabilisierung des Sektors gestiegen. Dennoch ist es fraglich, ob eine mögliche Outperformance nachhaltig wäre. Denn die Banken leiden unverändert unter steigenden bzw. hohen Risikokosten, was sich in den Zahlen der Berichtsrunde zum zweiten Quartal in der Form von hohen Rückstellungen für Kreditausfälle weiter verstärkte. Auch steigen die Fälle von Zahlungsverzug bei Hypothekenkrediten in den USA stark an. Auch in Europa zeichnet sich hier eine Wende ab, die derzeit aber noch deutlich schwächer ausfällt als in den USA.

### US-Wahlen als Belastungsfaktor

Die anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA sind ein zusätzlicher Belastungsfaktor für US-Finanzwerte. Während Barack Obama, geprägt durch die Finanzkrise, dafür gesorgt hatte, dass die Finanzaufsicht in seiner Amtsperiode das Bankengeschäft deutlich stringenteren Regeln unterworfen hatte, kippte Donald Trump einige dieser Beschränkungen und ließ damit wieder mehr Freiheiten zu. Darüber hinaus profitieren viele Großkonzerne von seinen

Steuersenkungen. Der demokratische Kandidat Joe Biden steht hingegen dafür, die Finanzwelt erneut größeren Regularien zu unterwerfen und will auch die Steuerschraube wieder anziehen. US-Financen gehören damit zu den Branchensegmenten, die bei einer Wahl Joe Bidens eher negativ beeinflusst wären. In den aktuellen Wahlprognosen führt Biden mit 6,9% der Stimmen vor dem Amtsinhaber. Doch Vorsicht: Dies ist wegen des komplizierten Wahlmannersystems alles andere als eine klare Vorentscheidung.

Wir betrachten die Erholung der Finanzwerte nach der Fed-Kommunikation als kurzfristige taktische Bewegung und verändern unsere Entscheidung nicht. Der Sektor Finanzwerte bleibt als solcher weiterhin untergewichtet in unseren Depots.

### Anlagestrategie Richtung Realwerte ausrichten

Mehr Inflationstoleranz als erklärtes Notenbankziel und Zinsnotstand auf Jahre hat langfristig massiven Einfluss auf die relative Attraktivität der verschiedenen Anlageklassen. Insbesondere konservative Anleger die traditionell stark auf festverzinsliche Anlagen gesetzt hatten, kennen dieses Phänomen. Bei dem aktuellen Zinsniveau lässt sich kein nennenswerter Wertzuwachs auf Jahre erwarten. Zudem würde ein Übergang zu höheren Zinsen sogar einen Wertverlust bedeuten. Nur mit realen Anlagen kann man diesem Problem entkommen.

Dies legt den Schluss nahe: Im Vergleich zu früheren Anlagestrukturen muss die Aktie und auch Rohstoffe / Gold eine größere Bedeutung erhalten, denn hier bestehen Möglichkeiten der Überwälzung / Berücksichtigung eines höheren Preissteigerungsumfelds. Diesem Aspekt haben wir beispielsweise durch eine proaktive Beimischung von Immobilienanlagen Rechnung getragen.

Dieser Akzent wird jetzt noch durch eine Verschiebung gerade in den konservativeren Anlagestrategien durch eine Erhöhung des Rohstoffs- und des Aktiengewichts verstärkt. In diesen Profilen spielt das Timing zudem eine weniger große Rolle als in den offensiveren Anlagestrategien. Die bisher positive Reaktion der

Aktienmärkte seit der Ankündigung der Fed muss auch im Kontext mit seither bekannt gewordenen konjunkturellen Verbesserungen und einem unfassbaren Hype bei Technologiewerten gesehen werden. Grundsätzlich dürfte die im Konkreten noch gar nicht greifbare neue Fed-Haltung aber die Aktienmärkte stützen und begünstigen.

Ähnliches gilt für die Rohstoffanlagen. Der Kausalitätsmix gilt natürlich auch hier. Bestimmte, vor allem zyklische Rohstoffe müssen stärker im Kontext ihrer jeweiligen spezifischen Angebots- und Nachfragekonstellation gesehen werden. So muss Öl z.B. mit seinem strukturellen Überangebot gesehen werden. Anders sieht es bei Edelmetallen, insbesondere Gold aus. Hier dominiert der jahrtausendealte Aspekt der „Alternativwährung“, die realen Wert zu speichern vermag. Hier ist festzuhalten, dass mit den auf lange Sicht zu erwartenden niedrigen Realzinsen, Edelmetalle – und hier insbesondere Gold und auch Silber – deutliche Preiszuwachsperspektiven besitzen. Insofern sind wir auch hier deutlich positioniert, und zwar Timing-unabhängig.

## **Fazit**

Die Fed hat eine strategische Umorientierung in Richtung mehr Inflation verkündet. Dieser Schritt zementiert die bereits langanhaltende schleichende Enteignung und Niedrigzinsen auf Jahre! In eine ganz ähnliche Richtung orientiert sich auch die EZB. Daraus ergeben sich mittel- bis langfristig deutliche Änderungen für die Anleger.

Generell ist die Anlage in Wertpapieren, dabei aber vor allem in Aktien, Edelmetallen und Immobilien begünstigt. Klarer Verliere sind nominal fixierte festverzinsliche Anleihen. Damit dürfte praktisch kein Vermögenszuwachs zu erwarten sein. Dieser Umstand zwingt gerade die bisherigen Rentenanleger, ihre Anlagepolitik zu überdenken. Wir haben darauf proaktiv reagiert und je nach Anlegerprofil (von Defensiv bis Chancen-orientiert) die Aktien- und Rohstoffquoten hochgefahren.

### **Wichtige Hinweise**

Diese Information ist eine Marketingunterlage im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, d.h. sie genügt nicht allen Anforderungen für Finanzanalysen und für die Dialog Vermögensmanagement GmbH oder ihre Mitarbeiter besteht kein gesetzliches Verbot, vor Veröffentlichung der Information in den darin genannten Wertpapierprodukten zu handeln.

### **Adressat**

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden und Vertriebspartner der Dialog Vermögensmanagement GmbH in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere dürfen diese Information nicht nach Großbritannien, den USA oder nach Kanada eingeführt oder dort verbreitet werden.

### **Kein Angebot - keine Beratung**

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

### **Informationsquellen, Aktualisierungsbedingungen**

Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen, die die Dialog Vermögensmanagement GmbH für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

### **Interessenkonflikte im Vertrieb**

Die Dialog Vermögensmanagement GmbH erhält für den Vertrieb von Investmentfonds den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebsfolge-Provisionen von den Fondsgesellschaften oder Emittenten bzw.

erzielt als Emittentin oder Verkäuferin eigene Erträge.

### **Darstellung von Wertentwicklungen**

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

### **Aufsichtsbehörde**

Die Dialog Vermögensmanagement GmbH unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, und Marie-Curie-Straße 24, 60439 Frankfurt.

### **©2020; Herausgeber:**

Dialog Vermögensmanagement GmbH, Gutenbergstraße 47, 72555 Metzingen

### **Verantwortlich:**

Michael Fischer, Geschäftsführer

Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der Dialog Vermögensmanagement GmbH weder reproduziert werden, noch weitergegeben werden.

**Abgeschlossen am 9. September 2020**