

# Der Zinsschreck – Wird Inflation ein Problem für den Aktienmarkt?

März 2021



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

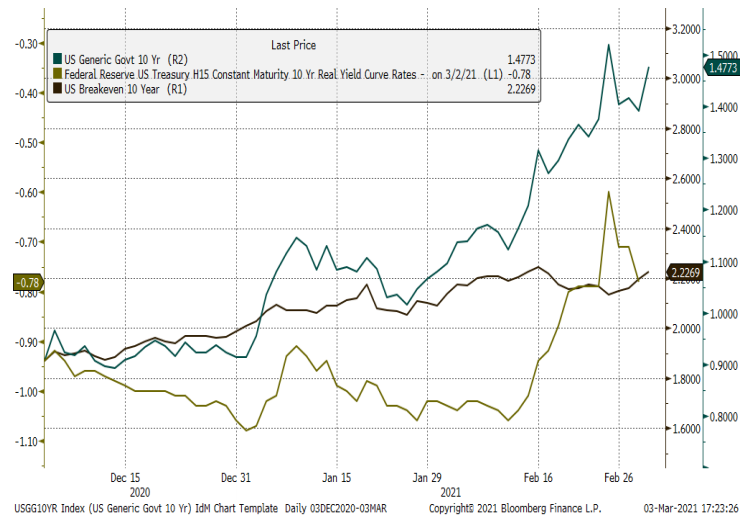
Die Bank  
für eine Welt  
im Wandel

## Der Zinsschreck

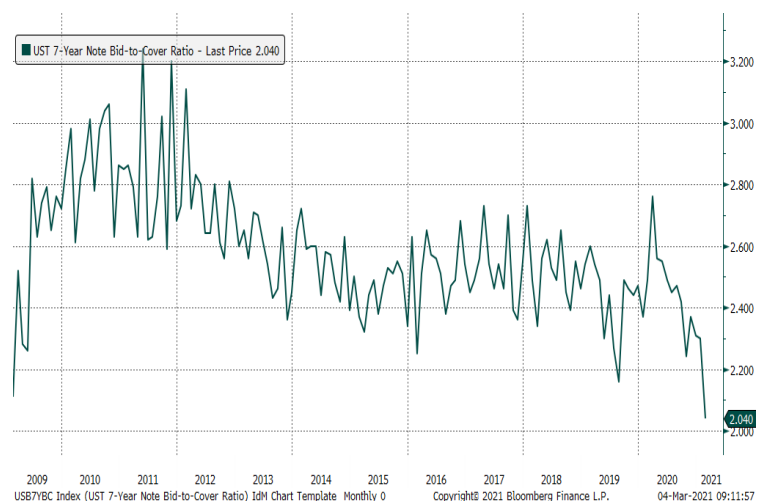
Seit Anfang des Jahres konnten wir einen deutlichen Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA und Europa feststellen. Diese Bewegung wurde primär durch steigende Inflationserwartungen ausgelöst, welche durch die Hoffnung auf eine globale konjunkturelle Erholung und weitere fiskalpolitische Stimuli in den USA genährt wurden. Mitte Februar gewann der Anstieg der Renditen dann nochmals an Momentum. Im Zuge dieser Bewegung stieg die Rendite 10-jähriger US Staatsanleihen auf bis zu >1,6% an, was einem Zuwachs von ~ 70% gegenüber dem Wert zu Jahresbeginn entspricht.

Der jüngste Anstieg wurde jedoch nicht mehr wesentlich von weiter gestiegenen Inflationserwartungen getrieben. Es kam zu einem Anstieg der Realrenditen welche durch weiter anziehende nominelle Zinsen ausgelöst wurden (s. Chart1). Ein wesentlicher Treiber dieser Bewegung war die jüngste Auktion 7-jähriger US-Staatsanleihen, die auf das niedrigste Investoreninteresse seit Ende 2008 getroffen ist - allerdings immer noch mehr als 2-fach überzeichnet war (s. Chart 2). Man hatte hier jedoch auf Grund des bereits erfolgten Zinsanstieges in den vorhergehenden Wochen mit einem größeren Interesse gerechnet. Dieses schwache Ergebnis führte dann dazu, dass Investoren sich zunächst weiter aus Renten zurückzogen. In der Summe kam es somit bei einer Kursentwicklung von ~ -11% seit Jahresbeginn zum schlechtesten Jahresstart für US-Treasuries seit 1988. Es gab zwar 4 Jahre, in denen die Kurse unterjährig ähnlich oder sogar noch stärker gefallen sind, allerdings verlief der Abverkauf nie so schnell wie in diesem Jahr (s. Chart 3).

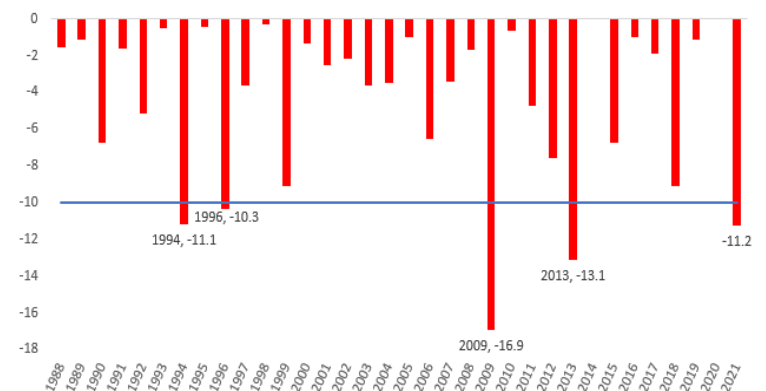
**Chart 1: Entwicklung der US Renditen**



**Chart 2: Nachfrage / Angebotsverhältnis bei Auktionen 7-jähriger US-Staatsanleihen**



**Chart 3: Merrill Lynch 10+ US-Staatsanleihen Index - maximaler unterjähriger Verlust**



Quelle: Bespoke Investments

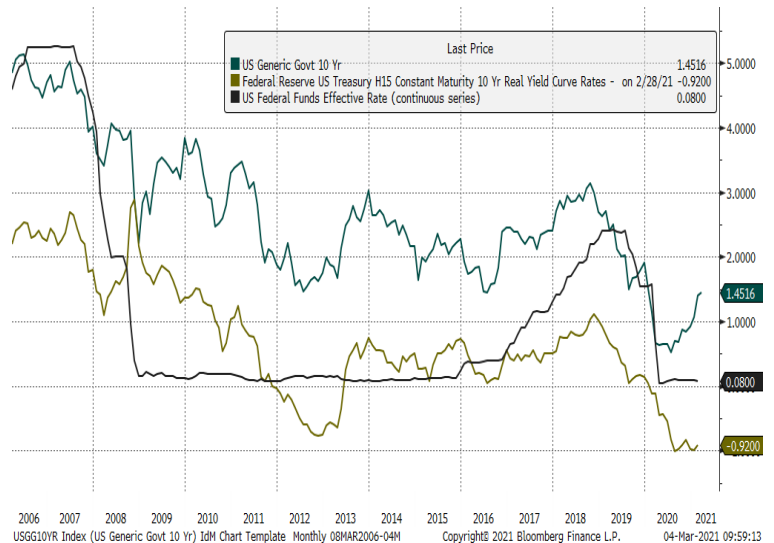


Investoren haben im Zuge der jüngsten Bewegungen ebenfalls begonnen den erwarteten Zeitpunkt für die erste Zinserhöhung der FED auf Anfang 2023 vorzuziehen.

Was auf den ersten Blick also ausgesprochen dramatisch wirkt, relativiert sich bei der

Betrachtung der langfristigen Entwicklung. Sowohl die nominalen als auch die Realrenditen befinden sich trotz den jüngsten Anstieges nach wie vor auf historisch niedrigen Niveaus und spiegeln somit die weiter sehr expansive Geldpolitik der US-Notenbank (FED) wider. Des Weiteren sind die Nominalrenditen damit auch „nur“ auf das Niveau zurückgekehrt, welches wir vor dem Ausbruch der Covid-Krise beobachten konnten. Die Realrenditen hingegen sind von diesen Niveaus noch ein ganzes Stück entfernt (s. Chart 4).

**Chart 4: langfristige Entwicklung der US Renditen & des FED Leitzins**



## Quo Vadis FED

Die FED hatte im letzten Jahr ihr Politikziel adjustiert und den Fokus stärker auf den Arbeitsmarkt gelegt sowie ein durchschnittliches Inflationsziel von 2% eingeführt. Dies bedeutet in der Konsequenz, dass die FED auch eine Inflationsrate von über 2% tolerieren wird. Die FED geht im übrigen sogar davon aus, dass auf Grund von Basiseffekten die Inflation in Kürze auf über 2% steigen könnte, sieht dies jedoch als vorübergehenden Effekt an.

Die Kommentare von Vertretern der Notenbank in den letzten Wochen zeugten daher auch nicht von großer Besorgnis ob des jüngsten Zinsanstieges. Vielmehr wurde die Bewegung u.a. von Vorsitzenden der Chicago FED - Charles Evans - als „gesunde“ Entwicklung beschrieben und auch FED-Präsident Powell sprach von einem „Zeichen des Vertrauens“. Angesichts des noch immer angespannten US-Arbeitsmarktes - wir haben seit Beginn der Krise ~ 10 Million Arbeitsplätze verloren - dürfte ein zu starker und vor allem nachhaltiger Zinsanstieg jedoch ebenfalls nicht im Interesse der Notenbank sein, was (zumindest) verbale Interventionen wahrscheinlicher macht.

Wir erwarten für dieses und das nächste Jahr zwar einen leichten Anstieg der Inflation, allerdings nicht über das Ziel der FED hinaus. Daher halten wir auch an unseren Kurszielen für die Entwicklung 10-jähriger Renditen von US Staats- und Deutschen Bundesanleihen von 1,4% bzw. -0,25% fest (s. Tabelle 1).

**Tab.elle 1: BNP Paribas Schätzungen**

CPI Inflation %	2019	2020	2021	2022
United States	1.8	1.2	1.9	1.9
Japan	0.5	0.0	-0.4	-0.3
United Kingdom	1.8	0.9	1.5	2.1
<b>Eurozone</b>	<b>1.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>
Germany	1.4	0.5	1.3	1.2
France	1.3	0.5	0.6	1.2
Italy	0.6	-0.2	0.5	1.3
<b>Emerging</b>				
<b>China</b>	2.9	2.9	2.3	2.8
<b>India*</b>	4.8	4.9	4.3	3.8
<b>Brazil</b>	3.7	2.7	4	4
<b>Russia</b>	4.3	3.2	3.5	3.5

\* Fiscal year

Source: BNP Paribas - 12/02/2021



## Was bedeuten steigende Zinsen für den Aktienmarkt?

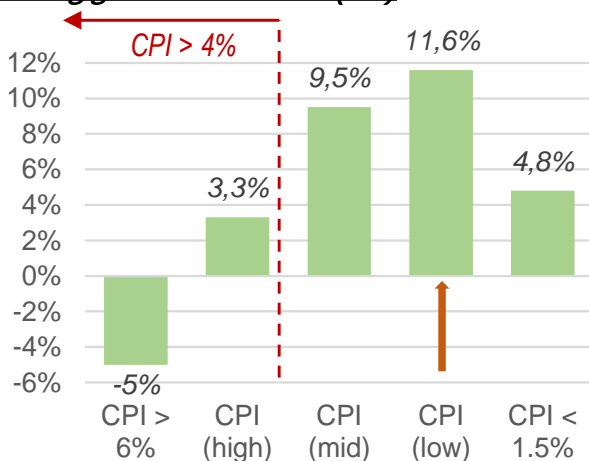
Nimmt man die Reaktion des Marktes seit Ende Februar als Maßstab so drängt sich schnell die Antwort „nichts Gutes“ auf. Die Indices fielen mitunter deutlich und Volatilität stieg merklich an. Hier lohnt sich jedoch ein genauerer Blick, steckt der Teufel doch oftmals im Detail.

Tatsächlich ist ein Umfeld leicht steigender Inflation ein sehr positives für Aktien. Vor allem dann, wenn Inflation Ausdruck einer wachsenden Wirtschaft ist. Solch ein positives Wirtschaftsklima ermöglicht es Unternehmen zu prosperieren und die Gewinne zu steigern. Dieser Effekt überwiegt dann den potentiell negativen Einfluss steigender Zinsen. Diese Beziehung ist auch die Basis der meisten Bewertungsmodelle für Aktien, bei denen – grob formuliert – das Wachstum der Gewinne (g) sowie der Zinssatz (r), mit dem zukünftige Gewinne auf den heutigen Tag abdiskontiert werden, die wesentlichen Stellschrauben des Ergebnisses sind. Solange also g größer als r ist, stellt r kein bewertungstechnisches Problem dar.

Chart 5 verdeutlicht diesen Zusammenhang an Hand historischer Daten für den S&P 500 Index. Wie man erkennt, stellt eine Inflation von < 4% kein Hemmnis für Kursgewinne dar. Vielmehr wurden in der Vergangenheit die größten Kursgewinne bei einer Inflation von 1,5% - 4% erzielt, wobei der „Sweet Spot“ zwischen 1,5% - 2,5% gelegen hat. Also genau dort, wo wir uns zur Zeit auch befinden.

Bezieht man weiterhin unseren positiven Konjunkturausblick ins Kalkül (s. Tabelle 3) so ergibt sich für uns ein Bild, dass uns an unserer positiven Einschätzung für Aktien als Asset-Klasse festhalten lässt. Wir sind uns dennoch der Gefahr möglicher Korrekturen bewusst. Diese erachten wir bei sehr zinssensiblen (hohe Duration) und bereits gut gelaufenen Sektoren als besonders hoch. Die sogenannten „Growth“ oder Wachstums-Aktien sind hier potentiell besonders anfällig.

**Chart 5: Entwicklung des S&P 500 in Abhängigkeit von Inflation (CPI)**



Source: Elroy, Dimson, Marsh (2013)

**Tabelle 2: BNP Paribas Schätzungen**

BIP Wachstum %	2019	2020	2021	2022
United States	2.2	-3.5	4.2	4.1
Japan	0.3	-5.3	1.1	3
United Kingdom	1.5	-9.9	4	8.6
<b>Eurozone</b>	<b>1.3</b>	<b>-6.8</b>	<b>3.8</b>	<b>5.5</b>
Germany	0.6	-5.3	2.7	5.1
France	1.5	-8.3	5.5	4.7
Italy	0.3	-8.9	4.5	4.4
<b>Emerging</b>				
<b>China</b>	6.1	3.0	9.5	5.3
<b>India*</b>	4.2	-11.4	11.6	5
<b>Brazil</b>	1.1	-4.5	3	3
<b>Russia</b>	1.3	-4.5	3.8	3

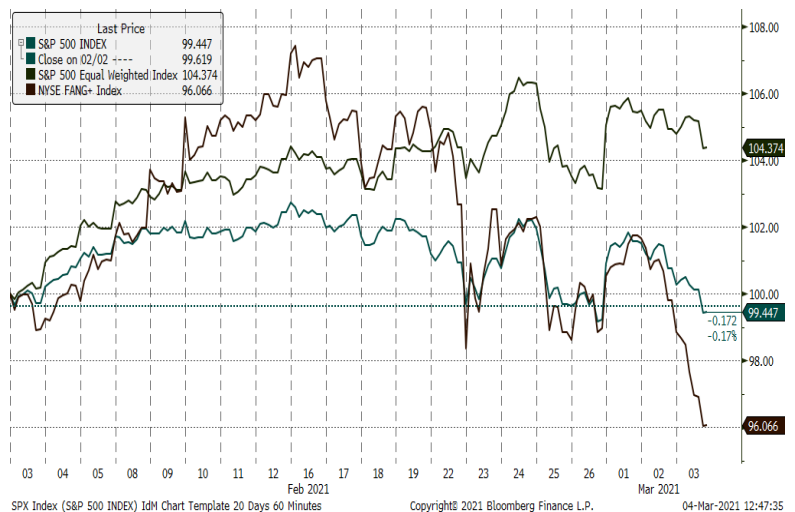
\* Fiscal year

Source: BNP Paribas - 12/02/2021



Diese Gefahr kann man aktuell am US Aktienmarkt gut beobachten. Der S&P500 ist ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index und wird zur Zeit sehr stark von wenigen Technologiewerten, den sogenannten FAANG-Aktien, dominiert. Die Top 5 Werte machen aktuell ~ 20% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus, wohin gegen der langfristige Durchschnitt des Indexgewichtes bei 13% liegt. Die FAANGs haben nun im Zuge des Zinsanstieges in den letzten 20 Tagen deutlich korrigiert, was in der Konsequenz auch den Index selber in Mitleidenschaft gezogen hat. Die gleichgewichtete Version des S&P 500 hingegen erreichte im gleichen Zeitraum sogar ein Kursplus von ~ 4,4% (s. Chart 6).

**Chart 6: Entwicklung des S&P 500 und FAANG Index**



Unterm Strich bleiben wir jedoch wie erwähnt konstruktiv für die Asset-Klasse Aktien. Wir präferieren in den USA allerdings Small- & Mid Caps. Diese sind im Gegensatz zu den Mega-Cap Technologie-Aktien (FAANGs, etc) deutlich weniger zinsensibel und weisen keine Risiken höherer Steuern oder einer verschärften Regulierung auf. Weiterhin bieten diese Werte ein zyklischeres Exposure und sollten somit von der erwarteten Konjunkturerholung überproportional profitieren.

Angesichts unseres Makrobildes präferieren wir zur Zeit insgesamt jedoch Europa und Japan, insbesondere zyklische und / oder exportorientierte Unternehmen. Wir mögen ebenfalls Emerging Markets mit dem Schwerpunkten China und Taiwan, wo wir ein besonders starkes Wachstum erwarten.



## RECHTLICHE HINWEISE

---

Diese Informationen und die darin gemachten Angaben, Meinungen und Einschätzungen sind ausschließlich für Kunden und ausgewählte Interessenten des BNP Wealth Managements bestimmt. Es gilt deutsches Recht. Die Weitergabe dieser Informationen oder einzelner Elemente daraus an Dritte ist nicht gestattet. Die Informationen, die Sie hier finden, richten sich ausdrücklich nicht an Personen in Ländern, die das Vorhalten der hier dargestellten Inhalte untersagen, insbesondere nicht an US-Personen im Sinne der Regulation S des US Securities Act 1933 sowie Internet-Nutzer in Großbritannien, Nordirland, Kanada und Japan. Jeder Leser ist deshalb selbst verantwortlich, sich über etwaige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Für die Erstellung dieser Informationen, Anlagestrategien etc. bedient sich BNP Wealth Management auch der Expertise Dritter. Die Informationen werden mit großer Sorgfalt recherchiert und zur Verfügung gestellt, eine Garantie für Vollständigkeit und Richtigkeit wird aber nicht gegeben. Soweit es sich um Meinungen und Einschätzungen handelt, bitten wir um Verständnis, dass insoweit jegliche Haftung abgelehnt wird.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Marketingmitteilungen. Sie dienen nur Ihrer Information und Unterstützung. Sie stellen deshalb insbesondere keine auf Ihre individuellen Bedürfnisse ausgerichteten Empfehlungen zum Kaufen, Halten oder Verkaufen eines Finanzprodukts dar und begründen auch kein individuelles Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Sie sind ferner nicht als Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung gedacht. Bevor Sie Investmententscheidungen treffen, sollten Sie sich deshalb sorgfältig über die Chancen und Risiken des Marktes und für Sie geeigneter Investments informiert haben oder sich beraten lassen. Dies kann neben den finanziellen auch die steuerlichen und rechtlichen Aspekte betreffen. Bitte beachten Sie auch, dass aus der Wertentwicklung eines Finanzprodukts in der Vergangenheit, einer Entwicklung des betroffenen Marktes oder einer Einschätzung zur Entwicklung der Märkte nicht auf zukünftige Entwicklungen oder Erträge geschlossen werden kann. Bedienen Sie sich bitte auch ergänzend der «Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren». Diese sind über den Bankverlag, Postfach 450209 in 50877 Köln erhältlich. Die hier preisgegebenen Informationen enthalten nicht alle für ein von Ihnen eventuell angestrebtes Investment erforderlichen bzw. aktuellen Informationen. Neben Informationen zu Produkten und Dienstleistungen, die hier oder auf den Internetseiten des BNP Wealth Managements bereit gestellt sind, gibt es gegebenenfalls auch andere Produkte und Dienstleistungen, die für die von Ihnen verfolgten Anlageziele besser geeignet sind.

BNP Paribas Wealth Management ist ein Geschäftsbereich der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland  
Standort Frankfurt: Europa-Allee 12 • 60327 Frankfurt am Main • HRB Frankfurt am Main 40950 • Telefon: + 49 69 560041 - 200

Standort Nürnberg: Bahnhofstraße 55 • 90402 Nürnberg • HRB Nürnberg 31129 • Telefon: + 49 (0) 911 369-2000 • Fax: +49 (0) 911 369-1000, privatebanking@de.bnpparibas.com, www.privatebanking.bnpparibas.de

Sitz der BNP Paribas S.A.: 16, boulevard des Italiens • 75009 Paris • Frankreich • Eingetragen am Registergericht Paris unter: R.C.S. 662 042 449

Gesetzliche Vertretungsberechtigte der BNP Paribas S.A.:

Président du Conseil d'Administration (Präsident des Verwaltungsrates): Jean Lemierre • Directeur Général (Generaldirektor): Jean-Laurent Bonnafé

Niederlassungsleitung Deutschland: Lutz Diederichs, Charles-Emmanuel Boulon, Dr. Carsten Esbach, Gerd Hornbergs, Dr. Sven Deglow, Frank Vogel

Zuständige Aufsichtsbehörden:

Europäische Zentralbank, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Banque de France, Autorité des Marchés Financiers

## KONTAKTIEREN SIE UNS

---



[privatebanking.bnpparibas](http://privatebanking.bnpparibas)



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

Die Bank  
für eine Welt  
im Wandel