



## TAPERING 2.0 – EINE KOPIE VON 2013?

von Moritz Paysen, Dr. Jörn Quitzau und Jens Rotterdam

Am Jahresanfang 2021 lag die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen bei 0,9 %. In den letzten Wochen kam es zu einem beschleunigten Anstieg, der in der Spitze bis auf rund 1,6 % führte. Das deutsche Pendant startete mit einer Rendite von –0,6 % in das neue Jahr und stieg bis Ende Februar auf –0,25 %. Damit war in relativ kurzer Zeit rund die Hälfte des von uns für 2021 erwarteten Zinsanstiegs bereits realisiert. Schnell steigende Zinsen verunsichern die Märkte, weil dadurch die Finanzierungskosten für Unternehmen und sonstige Schuldner steigen und Anleger sukzessive wieder eine sichere Alternative zu Aktien und anderen risikobehafteten Anlageformen bekommen. Deshalb stehen Fragen im Raum: Ist der Zinsanstieg eine Gefahr für die Konjunktur? Was sind die Folgen für die Wechselkurse? Und vor allem: Welche Rolle spielen die Notenbanken?

### Anzeichen für Tapering?

Zu Beginn des Jahres machten einige Aussagen von verschiedenen Sprechern der US-Notenbank Fed die Runde, die sich um ein baldiges Ende der Anleihekäufe drehten. Der Vorsitzende der Fed, Jerome Powell, ruderte bereits zurück und versuchte das Thema in die ferne Zukunft zu verlegen. Die robuste wirtschaftliche Erholung, steigende Inflationserwartungen und die steigenden US-Zinsen tragen dazu bei, dass das Thema „Tapering 2.0“ dennoch diskutiert wird. Hinzu kommt, dass Tapering, also das Herunterfahren der Anleihekaufprogramme, den Anfang eines neuen Zinszyklus markiert. Wir erachten es als unwahrscheinlich, dass die Notenbanken ihre Wertpapierkaufprogramme frühzeitig zurückfahren. Dennoch möchten wir skizzieren, was an den Märkten zu erwarten ist, wenn die Zeit des Taperings beginnt.

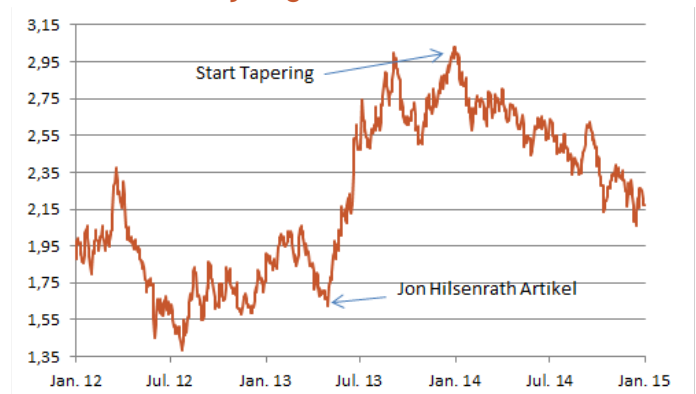
Zwischen dem Tapering im Jahr 2013 und der Zinserhöhung 2015 lagen 101 Wochen. Für die USA ist die erste Zinserhöhung für das vierte Quartal 2023 eingepreist, was indirekt bedeutet, dass die Märkte das Tapering ungefähr Ende 2021 erwarten, falls sich die Geschichte in diesem Punkt wiederholt.

### 2013: Ein journalistischer Text bringt den Stein ins Rollen

Das Thema Tapering erreichte das erste Mal die Märkte am 10. Mai 2013 als der Journalist des Wall Street Journals, Jon Hilsenrath, einen Artikel über das Ende der lockeren Geldpolitik der Fed veröffentlichte. Jon Hilsenrath wurde oft als Sprachrohr der US-Notenbank bezeichnet, was seinen Artikeln ein besonderes Gewicht verlieh.

Bis zum Beginn des Tapering sollten noch 33 Wochen vergehen, doch die Zinsen der 10-jährigen US-Treasury stiegen in diesem Zeitraum bereits von 1,6 % auf 3,0 % (Abb. 1). Nachdem der damalige Chef der Notenbank, Ben Bernanke, Ende Dezember 2013 eine Reduktion der Anleihekäufe um 10 Milliarden auf 75 Milliarden US-Dollar bekannt gegeben hatte, sanken die Zinsen wieder auf 2,0 %.

Abb. 1: Zinsen 10-jährigen US-Staatsanleihen 2012-14

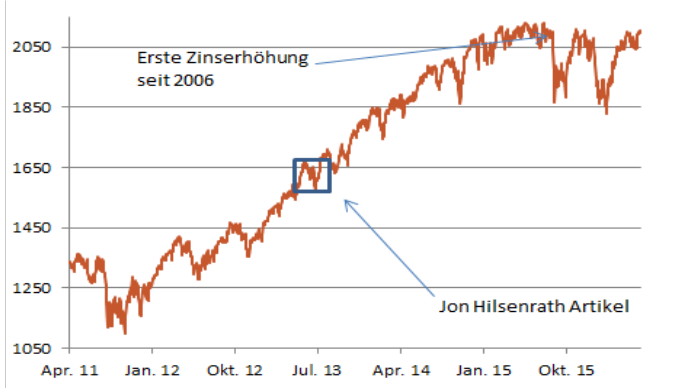


Quelle: Bloomberg

### Tapering und der Aktienmarkt

Der Aktienmarkt reagierte nicht nachhaltig auf die weniger lockere Geldpolitik. In Abbildung 2 ist zu erkennen, dass der S&P 500 knapp 10 % an Wert einbüßte, jedoch seinen Aufwärtstrend kurz darauf weiterverfolgte. Die Eurokrise war zu dem Zeitpunkt durch das „Whatever it takes“ von Mario Draghi überstanden, was auch den Aktienmarkt in den USA beflügelte. Die Normalisierung der Geldpolitik nach dieser Krise wurde in dem Zusammenhang vom Markt als gute Nachricht aufgefasst.

**Abb. 2: S&P 500 2011-2015**



Quelle: Bloomberg

### Der US-Dollar

Weder der Artikel des Wallstreet Journals noch der Start des Taperings initiierten sofort einen neuen US-Dollar-Trend. Es gab zwar einige starke Intraday-Bewegungen zu Beginn, aber der US-Dollar-Index bewegte sich weitestgehend seitwärts.

**Abb. 3: US-Dollar- Index 2011-2016**



Quelle: Bloomberg

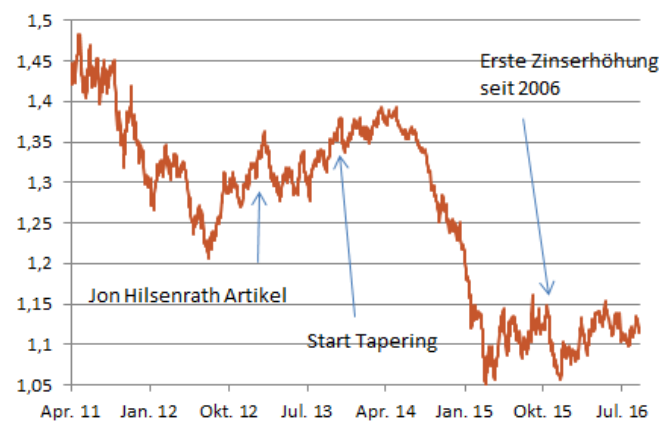
Der US-Dollar Index bewegte sich in den ersten sieben Monaten des Jahres 2014 in einer sehr engen Spanne (Abb. 3) – und das obwohl die Anleihekäufe bereits Ende 2013 erstmalig reduziert worden waren. Erst im dritten Quartal 2014 brach der US-Dollar nach oben aus und wertete um rund 22 % auf.

### Was ist mit dem Wechselkurs EUR/USD passiert?

Nicht nur die Zinsen in den 10-jährigen US-Treasury Anleihen stiegen, sondern auch die der europäischen Staatsanleihen – jedoch bei weitem nicht so stark. Somit erhöhte sich der Zinsspread zwischen den beiden Währungsräumen.

Das machte den US-Dollar als Anlagewährung im Vergleich zum Euro attraktiver und man hätte erwarten dürfen, dass der US-Dollar davon profitierte. Doch entgegen dieser Argumentation wertete der US-Dollar bis Mitte 2014 gegenüber dem Euro ab und die Gemeinschaftswährung stieg um 10 Cent von 1,30 auf 1,40 (Abbildung 4). Der Absturz des Euros im Anschluss auf 1,05 ist zu großen Teilen Mario Draghi und der EZB zuzuordnen. Mario Draghi hat in den Notenbanksitzungen im April und Mai 2014 dem Markt eindeutig mitgeteilt, dass weitere unkonventionelle Maßnahmen folgen werden, sollte die Inflation nicht steigen. Ein Grund für die niedrige Inflation war der seiner Meinung nach starke Euro. Das Tapering der Fed trug wohl in kleinen Teilen zur Beschleunigung des EUR/USD-Abwärtstrends bei, war jedoch nicht der zentrale Treiber.

**Abb.4: EUR / US-Dollar 2011-2016**

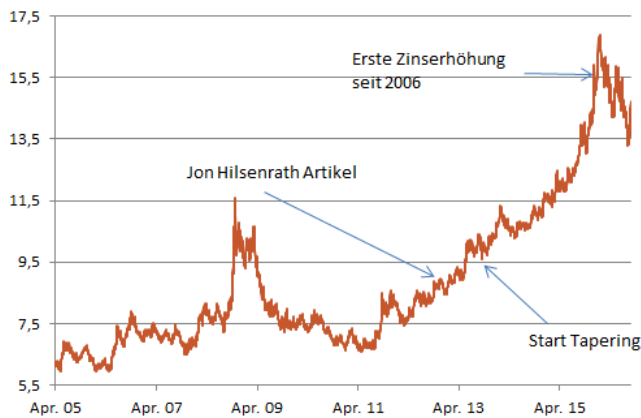


Quelle: Bloomberg

### Der US-Dollar und die fragilen Fünf

Im Gegensatz zu den G-5 Währungen konnte der US-Dollar gegenüber einigen EM-Währungen deutlich an Wert gewinnen. Oder präziser: Die EM-Währungen haben an Wert verloren. In dieser Zeit wurde der Begriff „Die fragilen Fünf“ geboren und bezeichnete die Länder Indonesien, Südafrika, Türkei, Brasilien und Indien. Diese Währungen verloren allein im Jahr 2013 zwischen 15 und 27 Prozent gegenüber dem US-Dollar. Exemplarisch zeigen wir in Abbildung 5 den Südafrikanischen Rand, der 2013 knapp 23 % verlor. Vom Start des Taperings bis zur ersten Zinserhöhung verlor er sogar über 60 % an Wert gegenüber dem US-Dollar.

Abb. 5: US-Dollar / ZAR 2005-2016



Quelle: Bloomberg

Der Hauptgrund für die starken Verluste war die hohe Verschuldung der fragilen Fünf in US-Dollar. Die Länder hatten sich Geld durch die Ausgabe eigener Staatsanleihen an den Finanzmärkten besorgt. Um diese Staatsanleihen für ausländische Investoren attraktiver zu machen, notierten sie in US-Dollar. Durch den Zinsanstieg in den USA stiegen auch die Zinsverpflichtungen bei einer Refinanzierung der Schulden sowie der reale Wert des Schuldenbestandes. Durch den rapiden Anstieg der US-Zinsen wurde vermutet, dass die fragilen Fünf in Zahlungsschwierigkeiten geraten könnten, weil der Schuldendienst die Staatseinnahmen übersteigen könnte. Das hat wiederum zu einer starken Abwertung der heimischen Währung geführt und den Effekt noch verschlimmert, weil die Einnahmen des Landes in heimischer Währung nun weniger wert waren als die Schulden in US-Dollar.

#### Ausblick

Der Anstieg der Zinsen von extrem niedrigen auf auch jetzt noch niedrige Niveaus ist zunächst einmal ein Stück weit Normalisierung der Zinsverhältnisse. Anders formuliert: Die Verwerfungen der Corona-Krise werden derzeit auch am Anleihemarkt wieder ausgepreist. Wir sehen in dem Anstieg somit eher eine Folge der sich aufhellenden Konjunkturperspektiven und dem erwarteten starken Aufschwung als einen Belastungsfaktor für die Konjunktur.

Die Notenbanken dürften den Zinsauftrieb nicht durch ein vorzeitiges Ende der extrem expansiven Geldpolitik verstärken. Tapering 2.0 steht also noch nicht unmittelbar bevor. Fed-Präsident Jerome Powell hat letzte Woche vor dem Bankenausschuss des US-Senats bereits betont, dass die Notenbank sehr auf „inklusive“ Beschäftigungserfolge achtet. Die Geldpolitik unterstützt also die Integration benachteiligter Gruppen in den Arbeitsmarkt – und sei es um den Preis einer

moderat höheren Inflation. Da die Notenbanken die kurzfristigen Zinsen besser steuern können als die langfristigen Zinsen, ist eine zunehmend steilere Zinskurve zu erwarten. Notfalls können die Notenbanken aber auch den Anstieg der langfristigen Zinsen durch Wertpapierkäufe bremsen.

Ein weiteres Argument für ein späteres Tapering im Vergleich zu 2013 ist der stark angestiegene Schuldenstand der Staaten, Unternehmen und auch privaten Haushalte. Ein schneller Zinsanstieg könnte hier zu Problemen führen, weil der Schuldendienst steigt, sobald die Anschlussfinanzierung für die derzeit noch sehr niedrig verzinsten Kredite ansteht. Eine zu große Schuldenlast könnte dadurch doch den Aufschwung gefährden.

Nur wenn sich die wirtschaftliche Erholung noch stärker als ohnehin schon erwartet beschleunigt, dadurch die Arbeitslosenquote signifikant sinkt und die Inflation überraschend stark in die Höhe schießt, könnte die Fed die geldpolitische Unterstützung noch im laufenden Jahr reduzieren.



# IMPRESSUM

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Dr. Florian Hense  
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

### Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Geld & Währung
- Konjunktur
- Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 05.03.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)