



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

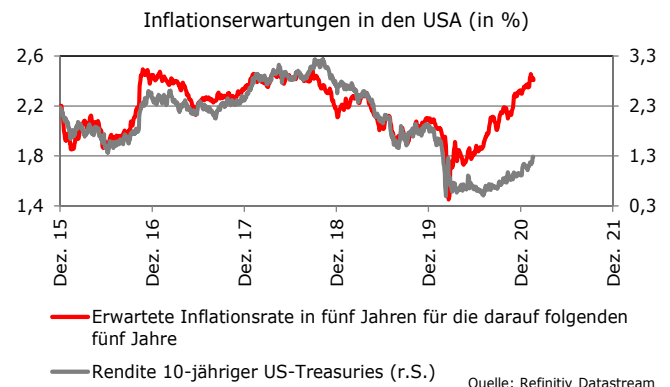
18. Februar 2021

Höhere Zinsen: Eine Gefahr für den Aktienmarkt?

Seit Jahresbeginn sind die Renditen für Staatsanleihen in den USA und in der Eurozone deutlich angestiegen. 10-jährige US-Treasuries rentieren derzeit bei rund 1,3 Prozent im Vergleich zu 0,9 Prozent zu Jahresbeginn, die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen ist von knapp -0,6 auf -0,35 Prozent angestiegen. Damit sind die Renditen fast wieder auf demselben Niveau wie vor dem Beginn der Corona-Pandemie im letzten Jahr. Steigende Renditen führen zu sinkenden Kursen, sodass Anleger, die ihr Vermögen in Staatsanleihen investiert haben, seit Jahresbeginn eine negative Wertentwicklung verzeichnen müssen. Wir hatten in unserem Jahresausblick für 2021 erwartet, dass man mit Staatsanleihen in diesem Jahr nichts verdienen kann, dennoch sind das Tempo und das Ausmaß der Kursverluste überraschend. In der Eurozone reicht das Performance-Minus von 0,2 Prozent für italienische Staatsanleihen („Mario-Draghi-Bonus“) über minus zwei Prozent für deutsche bis zu minus drei Prozent für österreichische Staatsanleihen. In den USA weisen 10-jährige Staatsanleihen seit Jahresbeginn eine negative Wertentwicklung von knapp drei Prozent auf.

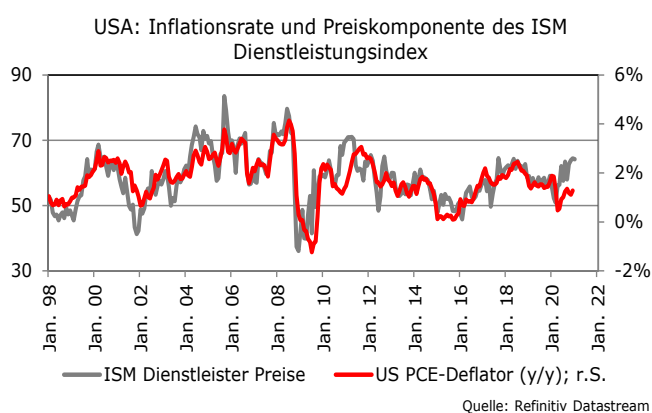
Ursache für den Renditeanstieg sind vor allem die deutlich gestiegenen Inflationserwartungen. So ist die in fünf Jahren für die folgenden fünf Jahre erwartete Inflationsrate (dies ist die von den Notenbanken favorisierte Datenreihe, wenn es um die Messung von Inflationserwartungen geht) in den USA zuletzt auf knapp 2,5 und in der Eurozone auf fast 1,4 Prozent angestiegen. In diesem Jahr wird es aber zeitweise sogar noch höhere Preissteigerungsraten geben, sodass die Inflationserwartungen – und damit auch die Renditen für Staatsanlei-

hen – noch weiter ansteigen könnten. Unterstellt man einen „normalen“ Verlauf der monatlichen Inflationsraten, so wie er im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahren zu beobachten war, würde der PCE-Preisindex, von dem die US-Notenbank ihre geldpolitischen Entscheidungen primär abhängig macht, allein basisbedingt im zweiten Quartal Werte von rund 2,5 Prozent erreichen und sich dann bis Jahresende bei zwei Prozent einpendeln. Der Basiseffekt resultiert dabei aus der Entwicklung des Ölpreises, der im April und Mai 2020 regelrecht eingebrochen ist. Der im Moment zu beobachtende scharfe Anstieg einiger Rohstoffpreise spricht sogar dafür, dass es zumindest im Januar und Februar zu einem überdurchschnittlich starken monatlichen Anstieg der Inflationsrate kommt, sodass auch eine Inflationsrate von drei Prozent oder sogar leicht oberhalb davon im zweiten Quartal denkbar ist.



Hierfür sprechen auch die Preiskomponenten der Einkaufsmanagerindizes. Eine Regressionsgleichung, die die PCE-Inflationsrate mit der Preiskomponente des nationalen Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende

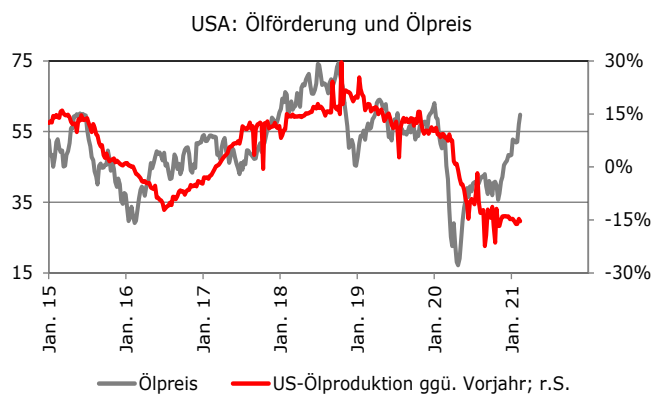
Gewerbe erklärt, kommt zu dem Ergebnis, dass das Preisniveau zu Jahresbeginn 2021 fast um drei Prozent über seinem Vorjahreswert liegen könnte. Allerdings hat diese Schätzgleichung den tatsächlichen Preisauftrieb in den vergangenen Monaten kontinuierlich und deutlich überschätzt. Zuverlässigere Ergebnisse erhält man, wenn man stattdessen die Preiskomponente des Einkaufsmanagerindex für die Dienstleistungsunternehmen verwendet. Diese Schätzgleichung kommt derzeit zum Ergebnis einer Inflationsrate von etwas mehr als zwei Prozent, sodass auch mit diesem Ansatz eine Preissteigerungsrate von etwa drei Prozent ab dem zweiten Quartal wahrscheinlich wäre.



Wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass es nicht zu einer dauerhaft höheren Inflation kommen wird. Die inflationssenkenden Effekte der vergangenen Jahre und Jahrzehnte haben nach wie vor Bestand. Die Globalisierung könnte mit der neuen US-Administration einen zweiten Frühling erleben; der technologische Fortschritt setzt sich unaufhaltsam fort; der Wettbewerb bei den meisten Gütern und Dienstleistungen ist unverändert intensiv, nicht zuletzt deswegen, weil die geld- und fiskalpolitischen Rettungsmaßnahmen der vergangenen zwölf Monate dafür gesorgt haben, dass Unternehmen nicht vom Markt verschwinden; und nicht zuletzt bestehen weiterhin in vielen Sektoren Überkapazitäten, die die Preissetzungsmacht der Firmen beschränken.

Steigende Rohstoffpreise und höhere Transportkosten, die beispielsweise auf Engpässe bei Containerschiffen zurückzuführen sind, haben nach wie vor viel mit Corona-bedingten Angebotsverknappungen und der Wirkung von Basiseffekten zu tun. So ist der Ölpreis in den letzten Tagen wegen des Wintereinbruchs in Texas stark angestiegen. Doch sobald sich das Wetter wieder normalisiert, dürften die Frackingunternehmen ihre Ölförderung deutlich ausweiten – so wie es immer der Fall gewesen ist, wenn der Ölpreis steigt. Und da auch

Saudi-Arabien seine sich selbst für Februar und März auferlegte Förderkürzung aufgeben wird, sollte dies ebenfalls zu einem höheren Angebot und somit zu einer Stabilisierung des Preises beitragen. Ähnliches könnte bei Kupfer und Eisenerz zu beobachten sein. Da die wichtigsten Minen in Schwellenländern wie Brasilien, Indien, Südafrika, Chile und Peru zu finden sind, sollte eine erfolgreiche Impfstrategie – so wie seit Anfang Februar in Chile – dazu führen, dass sich ein derzeit noch knappes Angebot schnell wieder normalisiert.



Dennoch kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Kapitalmärkte einen stärkeren und länger anhaltenden Preisauftrieb erwarten als wir ihn für wahrscheinlich halten. In diesem Fall müsste mit einem weiteren Renditeanstieg gerechnet werden. In der Vergangenheit war es häufig so, dass steigende Zinsen bzw. Kapitalmarkrenditen zum Spielverderber einer Aktienmarkthausse wurden. So beispielsweise im Jahr 2015, als die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen und 10-jähriger US-Treasuries von Mitte April bis Mitte Juni um fast 100 Basispunkte anstiegen und der DAX in diesem Zeitraum um mehr als zehn Prozent korrigierte. Dass sich der Aktienmarkt damals im weiteren Jahresverlauf nicht mehr erholte, lag aber nicht an den Renditen (diese sanken danach wieder, wenn auch nicht auf das Ursprungsniveau), sondern an anderen Themen, wie der Sorge um die Konjunktur in China oder den VW-Dieselskandal. Auch das schlechte Aktienmarktjahr 2018 stand in direktem Zusammenhang mit der Zinsentwicklung. Damals waren es aber nicht die Kapitalmarkrenditen, die Kapriolen schlugen, sondern die Geldpolitik der US-Notenbank. Denn nachdem die Federal Reserve im Dezember 2015 (damals noch unter Janet Yellen) das erste Mal seit neun Jahren die Zinsen erhöht hatte, setzte der damals neue Fed-Präsident Jerome Powell diesen Kurs mit erhöhter Schlagzahl fort – trotz unauffälliger Inflationsraten. Dies zeigt, dass höhere Zinsen dem Aktien-

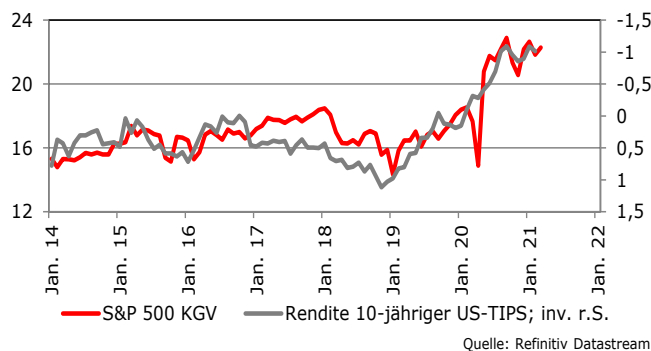
Konjunktur und Strategie

markt vor allem dann schaden können, wenn sie das Resultat einer restriktiveren Geldpolitik sind.

Wie sich die derzeit zu beobachtende Entwicklung bei den Staatsanleihen auf den Aktienmarkt auswirken wird, hängt unter anderem vom Ausmaß des Renditeanstiegs ab. Leider kann niemand genau sagen, ob die Aktienmärkte bei einer Rendite für 10-jährige US-Treasuries von 1,5 oder erst ab einer von zwei Prozent stärker unter Druck geraten. Sowohl die Fed als auch die EZB haben vergleichsweise deutlich gemacht, dass die Zinsen niedrig bleiben und die Anleiheaufkaufprogramme trotz besserer Konjunkturdaten ohne Abstriche fortgesetzt werden. Anleger sollten von daher genau darauf achten, ob die QE-Programme den Renditeanstieg aufhalten können. Lässt die US-Notenbank die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen beispielsweise über die Marke von 1,5 Prozent ansteigen, könnte es angebracht sein, Risiken zu reduzieren. Bislang – auch das ist positiv zu bewerten – haben sich die Kursverluste bei den Staatsanleihen kaum negativ auf andere Segmente des Rentenmarktes ausgewirkt. Im Unterschied zum zweiten Quartal 2015 oder zum vierten Quartal 2018 sind die Kurse der Unternehmensanleihen (vor allem in der Eurozone) bislang relativ stabil geblieben. Unternehmensanleihen mit schlechtem Rating aus den USA und der Eurozone konnten sogar bis zuletzt Kurszuwächse verzeichnen. Insofern haben sich die Finanzierungsbedingungen der meisten Unternehmen bislang nicht verschlechtert, sodass die Konjunkturerholung nicht gefährdet ist. Allein in einigen Schwellenländern, die sehr stark von der Entwicklung des US-Staatsanleihemarktes beeinflusst werden, ist es zuletzt zu Kursrückgängen gekommen.

Da höhere Zinsen zudem nicht per se negativ für Aktien sind, ist es ohnehin sinnvoller die realen Renditen im Blick zu behalten als auf die Nominalrendite zu achten. Erst wenn diese ansteigen, droht aus unserer Sicht ein nachhaltiger Rückschlag am Aktienmarkt. Denn vor allem die Aktienkurse von Technologieunternehmen, die in den letzten Jahren stark von sinkenden Zinsen profitiert haben, dürften dann unter Druck geraten.

S&P 500: KGV für die kommenden 12 Monate und Rendite 10-jähriger TIPS



Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	18.02.2021 17:27	11.02.2021 -1 Woche	15.01.2021 -1 Monat	17.11.2020 -3 Monate	17.02.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	31399	-0,1%	1,9%	5,4%	6,8%	2,6%
S&P 500	3897	-0,5%	3,4%	8,0%	15,3%	3,7%
Nasdaq	13773	-1,8%	6,0%	15,7%	41,5%	6,9%
Russell 2000	2219	-2,9%	4,5%	23,8%	31,5%	12,4%
DAX	13893	-1,1%	0,8%	5,8%	0,8%	1,3%
MDAX	32226	-1,0%	3,8%	12,5%	9,9%	4,6%
TecDAX	3511	-0,8%	7,6%	17,0%	7,6%	9,3%
EuroStoxx 50	3680	0,2%	2,2%	6,1%	-4,5%	3,6%
Stoxx 50	3202	0,5%	0,5%	4,3%	-9,1%	3,0%
SMI (Swiss Market Index)	10725	-1,2%	-1,4%	1,5%	-4,0%	0,2%
FTSE 100	6605	1,2%	-1,9%	3,8%	-11,1%	2,2%
Nikkei 225	30236	2,3%	6,0%	16,2%	28,5%	10,2%
Brasilien BOVESPA	119126	-0,1%	-1,0%	11,1%	3,3%	0,1%
Russland RTS	1447	-1,0%	-1,9%	15,0%	-6,3%	4,3%
Indien BSE 30	51325	-0,4%	4,7%	16,8%	25,0%	7,5%
China Shanghai Composite	3675	0,6%	3,1%	10,0%	23,2%	5,8%
MSCI Welt (in €)	2816	0,9%	4,1%	8,3%	3,9%	6,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1445	1,8%	6,8%	18,3%	17,0%	13,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	175,04	-139	-262	-14	59	-260
Bobl-Future	134,59	-48	-67	-77	-16	-59
Schatz-Future	112,21	-6	-9	-10	17	-6
3 Monats Euribor	-0,55	2	2	1	-13	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,55	2	2	-2	-8	0
3 Monats \$ Libor	0,18	-2	-4	-5	-151	-6
Fed Funds Future, Dez 2021	0,09	1	2	1	-115	0
10-jährige US Treasuries	1,29	15	19	44	-30	38
10-jährige Bunds	-0,34	15	23	22	6	24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,10	2	8	7	14	8
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,26	10	21	22	49	23
US Treas 10Y Performance	695,63	-0,9%	-1,2%	-3,2%	6,0%	-2,8%
Bund 10Y Performance	672,95	-0,8%	-1,7%	-1,6%	-0,1%	-1,7%
REX Performance Index	495,32	-0,5%	-0,8%	-0,7%	-0,3%	-0,8%
IBOXX AA, €	0,15	7	13	14	3	13
IBOXX BBB, €	0,60	6	8	-2	-7	5
ML US High Yield	4,72	0	-18	-74	-114	-26
Wandelanleihen Exane 25	8337	0,0%	-0,1%	3,0%	5,4%	0,1%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	473,15	3,1%	9,6%	27,9%	19,4%	15,6%
MG Base Metal Index	382,48	1,5%	5,3%	14,4%	35,3%	7,8%
Rohöl Brent	64,48	5,4%	16,8%	47,1%	12,2%	24,3%
Gold	1776,70	-3,3%	-2,7%	-5,9%	12,3%	-6,4%
Silber	27,28	0,9%	10,0%	11,2%	53,3%	3,4%
Aluminium	2101,55	1,2%	5,5%	7,2%	24,2%	6,5%
Kupfer	8403,25	1,4%	5,9%	19,2%	45,0%	8,4%
Eisenerz	161,99	1,2%	-4,7%	32,8%	90,9%	3,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	1756	33,7%	0,1%	57,9%	304,6%	28,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2079	-0,6%	-0,4%	1,7%	11,5%	-1,6%
EUR/ GBP	0,8655	-1,4%	-2,8%	-3,4%	3,9%	-3,3%
EUR/ JPY	127,70	0,5%	1,6%	3,2%	7,3%	1,0%
EUR/ CHF	1,0830	0,3%	0,6%	0,1%	1,8%	0,3%
USD/ CNY	6,4869	0,5%	0,1%	-1,1%	-7,1%	-0,7%
USD/ JPY	105,87	1,1%	1,9%	1,6%	-3,7%	2,5%
USD/ GBP	0,7166	-1,0%	-2,7%	-5,0%	-6,8%	-2,0%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.