



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

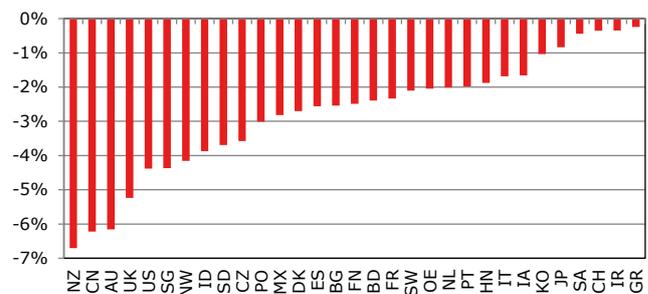
4. März 2021

Notenbanken: Reden ist Silber, Handeln ist Gold

Der kräftige Renditeanstieg der vergangenen Wochen hat mittlerweile auch die Notenbanken auf den Plan gerufen. Sowohl von Seiten der US Federal Reserve als auch von der Europäischen Zentralbank gab es Mitglieder, die sich zu diesem Sachverhalt geäußert haben. Dabei wurde eins deutlich: Beide Zentralbanken haben nachdrücklich darauf hingewiesen, dass sie trotz der sich abzeichnenden Konjunkturerholung und der Erwartung temporär steigender Inflationsraten die jeweiligen Leitzinsen noch für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen Niveau halten wollen. Auch wenn Notenbanken mit ihrer Geldpolitik nur die kurzfristigen Zinsen direkt beeinflussen können, hängt die Entwicklung der langfristigen Zinsen maßgeblich von den Erwartungen ab, wie sich die Leitzinsen entwickeln werden.

Von den verbalen Kommunikationsversuchen der Notenbanker hat sich der Rentenmarkt aber nicht beeindruckt lassen. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries liegt mittlerweile bei knapp 1,5 Prozent, fast 60 Basispunkte höher als zu Jahresbeginn. Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit rentieren mit -0,31 Prozent etwa 25 Stellen höher. Dem Phänomen steigender Kapitalmarktrenditen kann sich derzeit kein Land widersetzen. Von den gut 30 Märkten mit 10-jährigen Staatsanleihen, die wir untersucht haben, weisen derzeit alle höhere Renditen auf als zu Jahresbeginn. Besonders ausgeprägt sind die negativen Wertentwicklungen mit rund minus sechs Prozent (aus Kurs und zeitanteiligem Kupon, jeweils in Landeswährung) in Neuseeland, Kanada und Australien, während in Griechenland, Irland, China und Südafrika nur geringe Verluste entstanden sind.

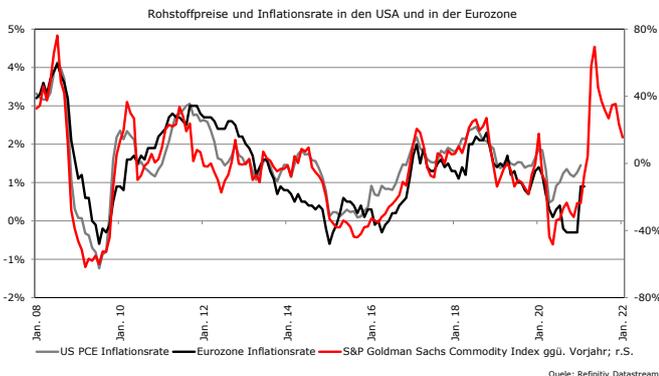
Wertentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen in Landeswährung seit dem 31.12.2020



Quelle: Refinitiv Datastream

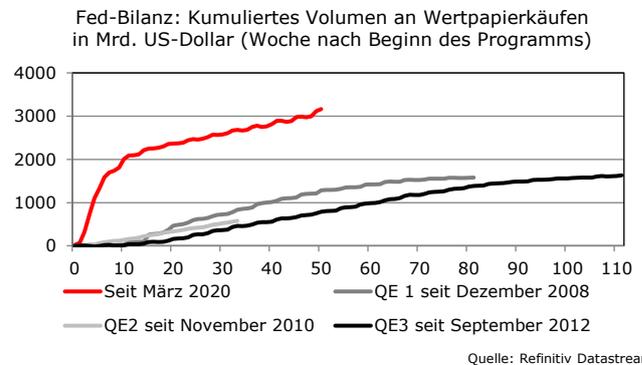
Ursächlich für diese schlechte Wertentwicklung der Staatsanleihen sind vor allem die gestiegenen Inflationserwartungen – und damit verbunden die implizite Befürchtung, dass die Notenbanken ihre heutigen Versprechungen anhaltend niedriger Zinsen nicht einhalten können. So sind beispielsweise die Rohstoffpreise seit Ende des vergangenen Jahres stark angestiegen. Kupfer und Eisenerz sind so teuer wie seit rund zehn Jahren nicht mehr, und auch Öl hat seinen Corona-bedingten Einbruch aus dem vergangenen Jahr wieder wettgemacht. Hierin spiegelt sich zum einen eine höhere Nachfrage (Kupfer und Eisenerz profitieren beispielsweise vom Konjunkturaufschwung in China), zum anderen ein gesunkenes Angebot wider (gedrosselte Ölproduktion der OPEC und wetterbedingter Produktionsausfall in Texas). Der S&P Goldman Sachs Commodity Index, in den mehr als 20 verschiedene Rohstoffpreise eingehen, liegt derzeit etwa 60 Prozent über dem Niveau von April 2020. Die schlechte Nachricht: Der Anstieg der Rohstoffpreise wird in den kommenden Monaten unweigerlich zu deutlich höheren Inflationsraten führen, denn der Gleichlauf mit den Konsumenten-

preisindizes aus den USA und der Eurozone ist verhältnismäßig groß. Die Gesamtinflationen werden von daher in den Sommermonaten auf drei, vielleicht sogar auf vier Prozent ansteigen, wenn sich die Rohstoffpreise auf dem derzeitigen Niveau stabilisieren. Die gute Nachricht: Die Auswirkungen auf die sogenannte Kerninflation, die für die Geldpolitik der Notenbanken die entscheidende Rolle spielt, ist wesentlich geringer. Zudem ist der starke Preisanstieg auf die geringe Vorjahresbasis zurückzuführen, sodass es sich nur um eine temporäre Entwicklung handeln dürfte. Doch bis wirklich jedem klar ist, dass es sich bei dieser Entwicklung nur um einen „Preisbuckel“ handelt, werden noch einige Monate vergehen. Und in dieser Zeit könnte sich der Renditeanstieg der Staatsanleihen fortsetzen.



Welche Möglichkeiten haben die Notenbanken, einen aus ihrer Sicht unerwünschten Zins- und Renditeanstieg in die Schranken zu weisen? Wenn alles reden nichts bringt, hilft nur noch handeln. Die US-Notenbank könnte das Volumen ihrer Wertpapierankäufe erhöhen, so wie es schon in den vergangenen beiden Wochen der Fall gewesen ist. Allerdings gibt es bislang keine einhellige Meinung unter den FOMC-Mitgliedern, ob die Fed das Tempo der Bilanzausweitung nochmal erhöhen sollte. Dennoch wäre eine Politik der „Yield Curve Control“, in der die Notenbank eine explizite Obergrenze für die Rendite bestimmter Anleihelaufzeiten vorgibt, das mit Abstand wirkungsvollste Instrument, um eine Entwicklung wie in den vergangenen Wochen zu unterbinden. In einer Phase, in der sich die Konjunktur erholt, findet eine solche Maßnahme aber vermutlich keine Mehrheit. Eine andere Möglichkeit besteht darin, dass die Notenbank die Laufzeitstruktur ihrer Anleihebestände verändert. Diese „Operation Twist“, bei der kurzlaufende Anleihen verkauft und langlaufende Anleihen gekauft werden, wurde das letzte Mal im September 2011 beschlossen. Damals stellte sich der gewünschte Effekt ein, und die Rendite für 10-jährige US-Treasuries ging deutlich zurück. Allerdings waren 2011

die wirtschaftlichen Perspektiven negativer als heute, sodass die Renditen vermutlich erst noch weiter ansteigen müssen, bis die Notenbank einen derartigen Beschluss trifft.



Ähnliche Handlungsoptionen wie für die Federal Reserve gibt es auch für die Europäische Zentralbank. Die EZB kämpft derzeit sogar an zwei Fronten, die die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verschlechtern: höhere Renditen und ein stärkerer Euro. Dies ist der Grund, weshalb sich viele Mitglieder des EZB-Rates in den vergangenen Tagen besorgt über die aktuellen Entwicklungen geäußert haben. Hinzu kommt, dass das Konjunktur- und Inflationsszenario – anders als in den USA – deutlich widersprüchlicher ist. Denn während die USA dank des schnellen Impffortschritts und der Erwartung eines großen Fiskalprogramms 2021 ein wahres Wachstumsfeuerwerk abbrennen dürften, stellt sich die Situation in der Eurozone weniger positiv und vor allem heterogener dar. Dies betrifft nicht nur die Wachstums- sondern auch die Inflationsspektiven. So ist der deutliche Anstieg der Preissteigerungsraten zu Jahresbeginn, der wesentlich kräftiger ausfiel als in den USA, auf einige wenige Länder und auf einige Sonderfaktoren zurückzuführen. Während beispielsweise die Inflationsrate in Deutschland und in den Niederlanden stark angestiegen ist, weisen Frankreich und Spanien geringere Inflationsraten auf, die im Februar zudem schon wieder unter den Januar-Werten lagen. Hinzu kommt, dass der starke Preisanstieg zu Jahresbeginn auf einige wenige Gütergruppen beschränkt war, wie z.B. Bekleidung und Schuhe. Angesichts der Tatsache, dass fast alle Einzelhändler aus diesen beiden Branchen ihre Geschäfte geschlossen halten mussten, stellt sich die Frage, wie akkurat die Preise hier überhaupt gemessen werden konnten. Gut möglich, dass der starke Anstieg die tatsächliche Situation überzeichnet. Dies zeigt unseres Erachtens nach, dass die EZB nicht mehr lange nur reden, sondern wirklich bald handeln sollte, damit der Renditeanstieg das fragile Wachstum nicht abwürgt.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	04.03.2021 17:11	25.02.2021 -1 Woche	03.02.2021 -1 Monat	03.12.2020 -3 Monate	03.03.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	31317	-0,3%	1,9%	4,5%	20,8%	2,3%
S&P 500	3814	-0,4%	-0,4%	4,0%	27,0%	1,6%
Nasdaq	12943	-1,3%	-4,9%	4,6%	49,0%	0,4%
Russell 2000	2184	-0,7%	1,1%	18,1%	47,0%	10,6%
DAX	14046	1,2%	0,8%	6,0%	17,2%	2,4%
MDAX	31291	-1,1%	-2,8%	6,8%	20,8%	1,6%
TecDAX	3272	-2,9%	-6,4%	6,1%	11,2%	1,8%
EuroStoxx 50	3702	0,5%	2,6%	5,3%	9,8%	4,2%
Stoxx 50	3181	0,2%	0,7%	3,7%	2,3%	2,3%
SMI (Swiss Market Index)	10735	0,7%	-0,4%	3,8%	6,4%	0,3%
FTSE 100	6643	-0,1%	2,1%	2,4%	-1,1%	2,8%
Nikkei 225	28930	-4,1%	1,0%	7,9%	37,2%	5,4%
Brasilien BOVESPA	113586	1,2%	-5,1%	1,2%	7,6%	-4,6%
Russland RTS	1455	0,3%	4,9%	8,6%	7,1%	4,8%
Indien BSE 30	50846	-0,4%	1,2%	13,9%	31,6%	6,5%
China Shanghai Composite	3503	-2,3%	-0,4%	1,8%	17,1%	0,9%
MSCI Welt (in €)	2742	0,8%	-0,1%	5,5%	16,1%	3,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1378	1,1%	-1,3%	12,2%	23,8%	8,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	173,95	89	-252	-99	-379	-369
Bobl-Future	134,61	49	-40	-74	-124	-57
Schatz-Future	112,22	7	-5	-9	-16	-6
3 Monats Euribor	-0,55	2	1	1	-8	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	-2	3	0	4	0
3 Monats \$ Libor	0,19	0	0	-3	-112	-4
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	-1	1	0	-40	0
10-jährige US Treasuries	1,47	-3	34	55	46	56
10-jährige Bunds	-0,32	-5	18	23	33	26
10-jährige Staatsanl. Japan	0,14	0	9	12	26	12
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,29	-13	12	19	59	20
US Treas 10Y Performance	684,64	0,4%	-2,5%	-4,2%	-1,0%	-4,4%
Bund 10Y Performance	668,28	0,6%	-1,6%	-2,2%	-3,1%	-2,4%
REX Performance Index	493,79	0,1%	-0,8%	-1,0%	-1,3%	-1,1%
IBOXX AA, €	0,20	-6	11	18	9	18
IBOXX BBB, €	0,68	-4	11	9	-11	12
ML US High Yield	4,87	8	2	-32	-141	-11
Wandelanleihen Exane 25	8138	0,0%	-2,9%	-0,2%	5,7%	-2,3%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	474,61	-2,9%	6,5%	22,7%	27,9%	15,9%
MG Base Metal Index	402,79	-3,7%	12,7%	13,5%	45,5%	13,6%
Rohöl Brent	67,35	0,7%	15,0%	38,0%	29,0%	29,8%
Gold	1720,01	-3,2%	-6,3%	-5,9%	5,0%	-9,4%
Silber	26,37	-5,1%	-2,2%	9,9%	52,7%	0,0%
Aluminium	2187,00	-2,3%	10,8%	8,5%	28,0%	10,8%
Kupfer	9128,25	-3,5%	16,3%	19,0%	61,7%	17,8%
Eisenerz	174,12	5,5%	15,5%	28,4%	99,8%	11,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1763	3,7%	32,9%	48,3%	221,1%	29,1%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2042	-1,5%	0,2%	-0,9%	8,3%	-1,9%
EUR/ GBP	0,8608	-0,5%	-2,2%	-4,4%	-1,3%	-3,8%
EUR/ JPY	129,56	-0,1%	2,6%	2,4%	8,2%	2,4%
EUR/ CHF	1,1138	0,6%	3,1%	2,8%	4,6%	3,1%
USD/ CNY	6,4694	0,2%	0,1%	-1,1%	-7,3%	-0,9%
USD/ JPY	107,01	0,7%	1,9%	3,0%	-0,1%	3,6%
USD/ GBP	0,7151	1,1%	-2,4%	-3,5%	-8,4%	-2,3%

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.