



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

25. Februar 2021

### Höhere Zinsen (II): Welche Sektoren könnten profitieren?

Schon in der letzten Woche haben wir uns in dieser Publikation mit dem Phänomen steigender Zinsen beschäftigt und die Wirkung auf die Aktienmärkte analysiert. Vor dem Hintergrund der weiter steigenden Renditen haben wir uns entschieden, auch in diesem Flash das Thema in den Fokus zu nehmen. Insbesondere US-Unternehmensanleihen mussten in der vergangenen Woche größere Verluste hinnehmen, aber auch Schwellenländeranleihen verzeichneten erneut Kursverluste. Drückt man die Kursentwicklung der wichtigsten globalen Anleiheindizes über den letzten Monat in Standardabweichungen aus, liegen die meisten Märkte bei etwa minus zwei Standardabweichungen.

Das ist zwar noch kein Ausmaß, bei dem man von einem Crash sprechen kann, doch würde man einen Fehler begehen, dies auf die leichte Schulter zu nehmen. Schließlich ist der Anstieg der Renditen nicht eine irrationale Laune des Marktes, sondern hat einen handfesten Hintergrund. So steigen seit einigen Monaten neben den schon in der letzten Woche thematisierten Basiseffekten die Inflationserwartungen, da sich zum einen in der Lieferkette Engpässe bei vielen Vorprodukten aufgebaut haben und zum anderen mit einem massiv anspringenden Konsumverhalten zu rechnen ist, sobald die Lockdowns und Corona-bedingten Beschränkungen in der westlichen Welt zu einem Ende kommen.

Zusammen mit einer stark steigenden Geldmenge und einer extrem expansiven Fiskalpolitik wäre es fast verwunderlich, wenn es nicht zu einer temporär höheren Inflationsrate käme. Auch eine graduelle Verbesserung des Arbeitsmarktes trägt zu erhöhten Inflationserwartungen bei,

zumal nicht davon auszugehen ist, dass sich Notenbanken von ihrer expansiven Geldpolitik abbringen lassen, nur, weil die Inflationsrate droht, etwas anzusteigen. Ganz im Gegenteil: Vor allem die US-Notenbank hat wiederholt darauf verwiesen, dass ihr der Arbeitsmarkt wichtiger ist als die Bekämpfung der Inflation. Nun wird es allerdings ein wenig kompliziert. Denn eigentlich steigen Renditen bei steigenden Inflationsraten deshalb, weil Marktteilnehmer steigende Leitzinsen erwarten und daher diese schon mit steigenden Renditen einpreisen. Die Leitzinsen werden aber auf absehbare Zeit nicht steigen, so dass der aktuelle Renditeanstieg eher als ein Paradoxon der extrem expansiven Geldpolitik zu verstehen ist.

Aus unserer Sicht spricht deshalb viel dafür, dass ein Großteil des Renditeanstieges schon hinter und nicht vor uns liegt. Trotzdem kann nicht negiert werden, dass der Renditeanstieg an den Märkten erhebliche Spuren hinterlassen hat. So ist es bei vielen Assetklassen und Sektoren zu einem deutlichen Favoritenwechsel gekommen. In Folge des Renditeanstieges haben auch die Aktien vieler Schwellenländer nachgegeben, während zyklische Sektoren und Rohstoffe deutlich zulegen konnten. Wie zu erwarten haben sich in diesem Umfeld auch klassische Industrierwerte und Banken besser entwickelt als beispielsweise Aktien aus dem Technologiebereich. Wenn sich der Renditeanstieg der letzten Wochen ungemindert fortsetzen würde (was wir nicht erwarten), wäre man vermutlich mit einer Sektorallokation, die in den letzten Jahren gut funktioniert hätte, nicht mehr gut beraten.

Um besser zu verstehen, welche Sektorallokation man anstreben sollte, wenn sich der Renditeanstieg wider Erwarten fortsetzt, haben wir eine statistische Auswertung anhand der größten 1200 Aktien in Europa vorgenommen. Als Zeitraum haben wir die letzten zehn Jahre gewählt, wobei ein längerer Untersuchungszeitraum zu keinen signifikant anderen Ergebnissen geführt hätte. Um präzise Aussagen treffen zu können, haben wir die 1200 Aktien nicht den 10 oder 19 Sektoren auf der Oberebene der üblichen Sektorklassifikation zugeordnet, sondern den 146 Subsektoren auf der granularen Industriegruppenebene.

In einem nächsten Schritt haben wir für jede einzelne Aktie die Elastizität gegenüber der Rendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zwei und zehn Jahren gerechnet. Statistisch gesprochen wurde die prozentuale Veränderung des Kurses mit der Veränderung der Rendite in Prozentpunkten im Rahmen einer Regressionsanalyse erklärt; der Koeffizient der Regression ist dann das Maß für die Elastizität. Um die Ergebnisse allerdings besonders robust zu gestalten, wurden zuvor alle Renditen aller Aktien auf Ausreißer überprüft und so gekappt, dass man nicht Gefahr läuft, unternehmensspezifische Entwicklungen fälschlicherweise als grundsätzliche Zusammenhänge zu interpretieren. Trotzdem ergeben sich bei einigen Aktien auch nach dieser Korrektur Werte für Elastizitäten, die unplausibel niedrig oder hoch liegen und ebenfalls nahelegen, dass es sich hier um einen statistischen Ausreißer handelt, der ökonomisch nicht sinnvoll interpretiert werden kann. Auch hier haben wir den Datensatz um Ausreißer bei den Elastizitäten bereinigt, indem wir Werte ab einer bestimmten Grenze nach unten und oben gekappt haben.

Anhand dieses „robusten“ Datensatzes haben wir nun in einem nächsten Schritt die Mittelwerte der Elastizitäten für alle 146 Industriegruppen berechnet und in Quantilsränge überführt. Das Ergebnis findet sich in der Tabelle auf der folgenden Seite. Die Tabelle ist so zu lesen, dass Sektoren am oberen Ende der Tabelle (Health Care Misc., Health Care REITs, Sugar etc.) unter steigenden Renditen leiden, während die Sektoren am unteren Ende (Machinery Tools, Aluminium, Chem. & Syn. Fibers) von steigenden Renditen profitieren.

Besteht also das Szenario für einen Anleger darin, dass Renditen auch in den kommenden Monaten deutlich steigen, wäre eine sektorale Reallokation in Richtung zyklischer Aktien mehr als angebracht. Die Ergebnisse sprechen jedenfalls eine eindeutige Sprache und sind fast

lehrbuchmäßig. Fast jeder Subsektor am unteren Ende der Tabelle ist dem zyklischen Bereich zuzuordnen, während sich das obere Ende der Liste wie eine nahezu komplette Aufzählung defensiver Sektoren liest. Die Ergebnisse sind derart eindeutig, dass sie keinen Zweifel zulassen. Wer eine klare Meinung zum Thema Renditeanstieg hat, begeht einen echten handwerklichen Fehler, wenn er seine sektorale Allokationsstruktur nicht daraufhin ausrichtet. Es erscheint jedenfalls nahezu ausgeschlossen, dass unsere Ergebnisse ein Zufallsergebnis sind – dafür sind sie zum einen statistisch viel zu signifikant und zum anderen auch ökonomisch viel zu logisch, als dass sie auf die leichte Schulter genommen werden könnten.

Wir haben diese Analyse allerdings nicht auf Renditen beschränkt, sondern auch überprüft, welche Sektoren gemieden oder übergewichtet werden sollten, wenn die Inflationsrate stark ansteigt. Vordergründig könnte man vermuten, dass das Ergebnis ähnlich ausfällt, doch das ist nur bedingt der Fall. Da die Inflationsrate nicht perfekt mit Renditen von Anleihen korreliert, wäre es auch verwunderlich, wenn es eine perfekte Korrelation zwischen den beiden Elastizitäten gäbe. Wer aber neben stark steigenden Renditen eine stetig steigende Inflationsrate erwartet, sollte vor dem Hintergrund unserer Berechnungen vor allem auf folgende Sektoren setzen: Metal Fabricating, Cement, Recreational Vehicles, Oil Equipment & Svs., Offshore Drill & Svs., Agricult. Machinery, Integrated Oil & Gas, Gas Distribution, Auto Services, Diversified Materials sowie Food & Grain Products.

An dieser Stelle sei aber auch noch einmal erwähnt, dass unser Hauptszenario nicht aus weiter anhaltend stark steigenden Renditen und Inflationsraten besteht. Wir halten es für viel wahrscheinlicher, dass die Inflationsrate im Laufe des Jahres in vielen Ländern ihren Höhepunkt erreicht und mit Blick auf 2022 eher wieder rückläufig sein sollte, was dann auch die Renditen im Zaum halten dürfte. Es gibt zudem mindestens noch einen weiteren Grund, keine zu extremen Szenarien hinsichtlich der Inflations- und Renditeentwicklung zu entwerfen. Protagonisten der These steigender Inflationsraten und Renditen haben alle eines gemeinsam: Sie gehen davon aus, dass die westliche Welt die Corona-Pandemie im Laufe des Jahres mehr oder weniger in den Griff bekommen wird. Auch wenn dies im Wesentlichen unserer Arbeitshypothese entspricht, so besteht doch ein Restrisiko, dass eine verzögerte Impfung in Kombination mit neuen Mutationen dieses Szenario wieder in Frage stellt. Spätestens dann wäre auch die These weiter deutlich steigender Renditen nicht mehr zu halten.

## Quantilränge der Elastizitäten der Sektorperformance bei einer Veränderung der Rendite

	Bundesanleihen Rendite 2 Jahre	Bundesanleihen Rendite 10 Jahre
Health Care: Misc.	0%	0%
Health Care REITs	0%	0%
Sugar	0%	4%
Distillers & Vintners	0%	14%
Nondur.Household Prod	0%	0%
Toys	0%	0%
Forestry	4%	55%
Footwear	4%	5%
Cosmetics	5%	0%
Elec. Eq: Other	6%	10%
Vending & Catering	6%	6%
Tobacco	7%	7%
Restaurants & Bars	8%	27%
Security Services	8%	16%
Personal Products	9%	6%
Travel & Tourism	10%	56%
Recreational Services	10%	11%
Clothing, Accessories	11%	21%
Reinsurance	12%	40%
Telecom. Services	13%	13%
Publishing	13%	18%
Food Products	14%	12%
Education Services	15%	8%
Luxury Items	15%	69%
Prop. & Casualty Ins.	16%	28%
Railroad Equipment	17%	23%
Diversified REITs	17%	10%
Consumer Svs: Misc.	18%	36%
Pharmaceuticals	19%	17%
Food Retail & Wsale	19%	19%
Health Care Services	20%	4%
Pipelines	21%	0%
Delivery Services	21%	26%
Integrated Oil & Gas	22%	59%
Medical Equipment	23%	24%
Mortgage Finance	23%	52%
Media Agencies	24%	22%
Prof.Business Support	25%	30%
Gold Mining	26%	33%
Containers & Package	26%	34%
Health Care Facility	27%	28%
Medical Supplies	28%	19%
Brewers	28%	9%
Defense	29%	25%
Industrial REITs	30%	15%
Entertainment	30%	47%
Aerospace	30%	31%
Casinos & Gambling	32%	41%
Transaction Process	32%	20%
Closed End Invest.	33%	34%
Consumer Electronics	34%	32%
Plastics	34%	39%
Gas Distribution	35%	8%
Diversified Retailers	36%	21%
Soft Drinks	36%	29%
Apparel Retailers	37%	56%
Real Estate Hold, Dev	38%	23%
Specialty Chemicals	39%	43%
Specialty Retailers	39%	54%
Retail REITs	40%	13%
Copper	41%	84%
Telecom. Equipment	41%	26%
Biotechnology	42%	37%
Consumer Digital Svs	43%	35%
Transport Services	43%	44%
Software	44%	42%
Multi-Utilities	45%	15%
Consumer Lending	45%	61%
Hhold Equip. Products	46%	67%
Oil: Crude Producers	47%	41%
Hotels & Motels	47%	47%
Residential REITs	48%	36%
Investment Services	49%	46%

	Bundesanleihen Rendite 2 Jahre	Bundesanleihen Rendite 10 Jahre
Elec. Entertainment	50%	45%
Computer Services	50%	43%
Industrial Suppliers	51%	57%
Drug Retailers	52%	39%
Radio TV Broadcasters	52%	71%
Alt. Electricity	53%	32%
Divers. Industrials	54%	60%
Elec. Eq: Control	54%	53%
Recreational Vehicles	55%	50%
Nonferrous Metals	55%	83%
Asset Mngr, Custodian	56%	64%
Full Line Insurance	57%	67%
Office REITs	58%	30%
Computer Hardware	59%	58%
Conv. Electricity	60%	17%
Marine Transportation	60%	71%
Offshore Drill & Svs	61%	82%
Chemicals: Divers.	62%	65%
Eng. & Contract Svs	63%	45%
Oil Equipment & Svs	63%	89%
Recreational Products	64%	58%
Home Imprv. Retailers	65%	74%
Automobiles	65%	76%
Plat.& Precious Metal	66%	50%
Fin. Data Providers	67%	60%
Rent & Lease: Consumer	67%	66%
Home Construction	68%	65%
Building & Plumbing	69%	49%
Div. Fin. Services	69%	63%
Real Estate Services	70%	51%
Fruit & Grain Proc.	71%	91%
Household Furnishings	71%	73%
Bldg Materials: Other	72%	76%
Machinery: Industrial	73%	48%
Construction	73%	69%
Renewable Energy Eq.	74%	78%
Banks	75%	89%
Semiconductors	76%	77%
Machinery: Const.	76%	82%
Electronic Components	77%	72%
Trucking	78%	38%
Iron & Steel	78%	87%
Elec. Eq: Gauges	79%	63%
Alternative Fuels	80%	79%
Airlines	80%	70%
Paper	81%	86%
Household Appliance	82%	80%
Machinery: Specialty	82%	88%
Metal Fabricating	83%	78%
General Mining	84%	92%
Auto Parts	84%	84%
Life Insurance	85%	91%
Diversified Materials	86%	94%
Machinery: Engines	86%	94%
Farming, Fishing	87%	73%
Waste & Disposal Svs	88%	62%
Electrical Components	89%	81%
Cement	89%	90%
Comm. Vehicles, Lease	90%	94%
Bldg: Climate Control	91%	52%
Prod. Tech. Equipment	91%	85%
Tires	92%	93%
Training, Emp. Agency	93%	94%
Comm. Vehicles, Parts	93%	93%
Railroads	94%	54%
Auto Services	95%	94%
Storage REITs	95%	75%
Medical Services	96%	80%
Oil Refining & Mktng	96%	86%
Machinery: Agri.	96%	94%
Machinery: Tools	96%	94%
Aluminum	96%	94%
Chem. & Syn. Fibers	96%	94%

## Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	25.02.2021 16:28	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	31884	1,4%	3,5%	7,1%	8,5%	4,2%
S&P 500	3903	-0,3%	3,6%	8,1%	15,5%	3,9%
Nasdaq	13473	-3,9%	3,6%	13,2%	38,5%	4,5%
Russell 2000	2271	-0,6%	7,0%	26,8%	34,6%	15,0%
DAX	13934	-0,8%	1,1%	6,1%	1,1%	1,6%
MDAX	31719	-2,5%	2,2%	10,7%	8,2%	3,0%
TecDAX	3366	-4,9%	3,2%	12,2%	3,2%	4,8%
EuroStoxx 50	3700	0,8%	2,8%	6,7%	-4,0%	4,2%
Stoxx 50	3182	-0,1%	-0,1%	3,6%	-9,6%	2,4%
SMI (Swiss Market Index)	10698	-1,4%	-1,6%	1,3%	-4,2%	-0,1%
FTSE 100	6674	2,2%	-0,9%	4,8%	-10,2%	3,3%
Nikkei 225	30168	2,0%	5,8%	16,0%	28,2%	9,9%
Brasilien BOVESPA	115912	-2,8%	-3,7%	8,1%	0,5%	-2,6%
Russland RTS	1453	-0,6%	-1,5%	15,4%	-5,9%	4,7%
Indien BSE 30	51039	-1,0%	4,1%	16,1%	24,3%	6,9%
China Shanghai Composite	3585	-1,9%	0,5%	7,3%	20,2%	3,2%
MSCI Welt (in €)	2802	-0,8%	2,3%	6,4%	2,2%	4,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1377	-4,2%	0,5%	11,4%	10,1%	7,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	174,04	-239	-362	-114	-41	-360
Bobl-Future	134,12	-95	-114	-124	-63	-106
Schatz-Future	112,15	-13	-16	-16	11	-13
3 Monats Euribor	-0,54	3	3	2	-13	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,54	2	2	-2	-8	0
3 Monats \$ Libor	0,18	-2	-4	-5	-151	-6
Fed Funds Future, Dez 2021	0,09	1	3	1	-115	0
10-jährige US Treasuries	1,47	33	37	61	-13	55
10-jährige Bunds	-0,23	26	34	33	17	34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,15	7	13	12	19	13
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,18	18	29	29	56	31
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	493,40	-0,9%	-1,2%	-1,1%	-0,6%	-1,2%
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	8233	-1,3%	-1,4%	1,7%	4,0%	-1,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
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	66,76	9,1%	20,9%	52,3%	16,1%	28,7%
Gold	1774,12	-3,4%	-2,8%	-6,0%	12,1%	-6,5%
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	164,53	2,8%	-3,2%	34,9%	93,9%	5,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1709	30,2%	-2,6%	53,7%	293,8%	25,1%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,2227	0,7%	0,9%	2,9%	12,8%	-0,4%
EUR/ GBP	0,8634	-1,7%	-3,0%	-3,6%	3,7%	-3,5%
EUR/ JPY	129,80	2,1%	3,2%	4,9%	9,0%	2,6%
EUR/ CHF	1,1047	2,3%	2,6%	2,1%	3,8%	2,3%
USD/ CNY	6,4541	0,0%	-0,4%	-1,6%	-7,6%	-1,2%
USD/ JPY	105,87	1,1%	1,9%	1,6%	-3,7%	2,5%
USD/ GBP	0,7064	-2,4%	-4,1%	-6,3%	-8,1%	-3,4%

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.