

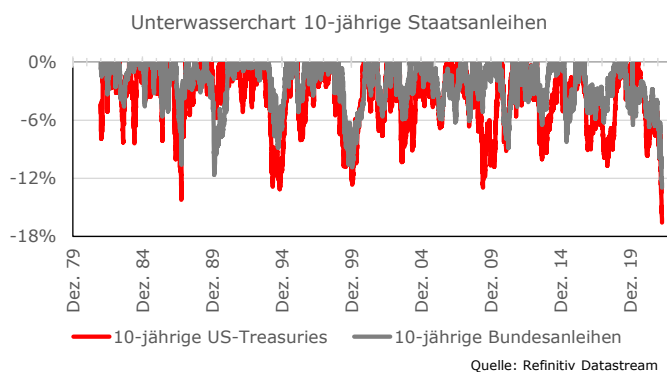


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

21. April 2022

Crash am Rentenmarkt: Wie weit können die Zinsen noch steigen?

Die meisten Medien und Anleger kümmern sich intensiv um die Situation an den Aktienmärkten. Wie wirkt sich der russische Angriffskrieg auf die Börsen aus? Wie läuft die aktuelle Berichtssaison? Wie schätzen die Unternehmen ihre Lage und die zukünftige Situation ein? Quasi im Windschatten der Aktienmärkte fristen die Rentenmärkte dagegen ein eher unaufgeregtes und weniger stark beobachtetes Leben. Dies mag daran liegen, dass das Geschehen hier häufig unspektakulär und in ruhigen, häufig langweiligen Bahnen verläuft. Doch nicht so in diesem Jahr. Denn in den vergangenen Tagen und Wochen ist es zu einem Kurseinbruch am Rentenmarkt gekommen, der als einmalig in den vergangenen 40 Jahren zu bezeichnen ist.

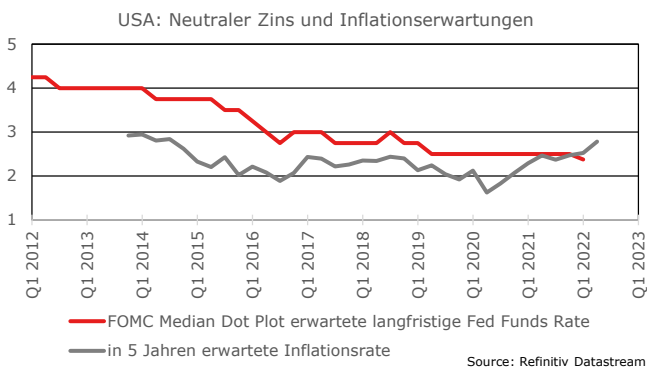


Vor allem US-Staatsanleihen verzeichnen derzeit herbe Verluste, aber auch bei europäischen festverzinslichen Wertpapieren sieht es nicht viel besser aus. Bei institutionellen Anlegern, die aus regulatorischen Gründen gezwungen sind, in Anleihen zu investieren, dürften sich mittlerweile hohe Verluste ergeben, die ihre Risikotragfähigkeit in Frage stellen könnten, wenn dieser negative

Trend anhält. Umso wichtiger ist es nun, die Frage zu beantworten, ob die Zinsen und Renditen weiter ansteigen oder ob es sich nur um eine Übertreibung handelt und bald wieder mit steigenden Kursen gerechnet werden kann.

Ausschlaggebend für die desaströse Entwicklung bei den Zinspapieren ist der starke Inflationsanstieg, dessen Ausmaß und Nachhaltigkeit fast alle Notenbanken überrascht hat. Lange Zeit wurde erwartet, dass der vor allem durch die Corona-Pandemie und die daraus resultierenden Lieferengpässe verursachte Preisanstieg sich nur als temporär erweisen würde, doch spätestens seit dem Überfall der russischen Armee auf die Ukraine ist davon auszugehen, dass die Inflation ein nachhaltigeres Comeback feiert als allen lieb ist. Das bedeutet auch, dass die Notenbanken immer stärker unter Zugzwang geraten, die Zinsen zu erhöhen. Die US-amerikanische Federal Reserve hat bereits die Zinswende eingeleitet und im März eine erste Zinserhöhung von 25 Basispunkten vorgenommen. Auf der kommenden FOMC-Sitzung am 4. Mai wird die nächste Anpassung erfolgen, dann wahrscheinlich in Höhe von 50 Basispunkten. Auch für die folgenden beiden Sitzungen ist von „großen“ Zinsschritten in Höhe von 50 Basispunkten auszugehen. Danach rechnen die Marktteilnehmer bei jedem weiteren Treffen bis Sommer 2023 mit Zinserhöhungen von 25 Basispunkten, sodass der US-Leitzins am Jahresende bei 2,5 bis 2,75 Prozent und im Juli 2023 bei 3,25 bis 3,5 Prozent liegen dürfte. Zudem wird die Notenbank demnächst damit beginnen, ihre Wertpapierbestände deutlich zu reduzieren. Das Ziel der Notenbank ist klar: Die wirtschaftliche Aktivität soll

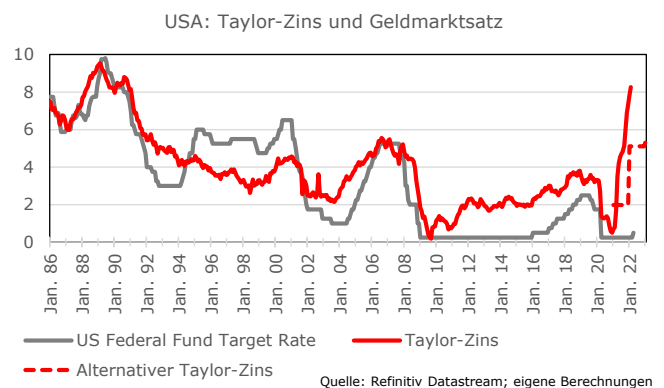
mit der restriktiveren Geldpolitik soweit gedämpft werden, dass die Inflationsrate wieder auf zwei Prozent sinkt – im Idealfall ohne dass es gleichzeitig zu einer Rezession kommt. Um beurteilen zu können, wie weit der Leitzins angehoben werden muss, damit die „Operation soft landing“ gelingt, wird auf das theoretische Konzept des „neutralen Zins“ zurückgegriffen. Dieser Zinssatz, bei dem sich die Wirtschaft im Gleichgewicht befindet und das Ziel der Preisniveaustabilität erreicht wird, kann aber nur relativ grob geschätzt werden. Für die USA lässt sich aber immerhin feststellen, wo die Mehrheit der Notenbankmitglieder diesen Zinssatz verortet: Dank der seit dem Jahr 2012 publizierten „Dot Plots“ der FOMC-Mitglieder, kann man erkennen, dass der langfristige Gleichgewichtszins von 4,25 Prozent im Jahr 2012 auf zuletzt knapp 2,5 Prozent gesunken ist. Da die US-Wirtschaft in diesem Jahr mit etwa 3,7 Prozent noch ordentlich wächst, während die Kerninflationsrate mit aktuell 5,4 Prozent weit über der Zielmarke von zwei Prozent liegt, ist klar, dass die Geldpolitik restriktiv werden muss, um das Inflationsziel zu erreichen. Von daher muss der angestrebte Leitzins über dem vermuteten „neutralen Zins“ liegen. Doch zwei Fragen bleiben offen: 1. Wie weit muss der Zins angehoben werden, um die Inflationsrate wieder zurückzuführen? 2. Ist es möglich, dass der neutrale Zins auf einem höheren Niveau liegt, als es die Fed-Mitglieder vermuten?



Während die zweite Frage noch nicht beantwortet werden kann, gibt es für die erste mit der Taylor-Regel, die nach ihrem „Entdecker“, dem US-Ökonomen John Brian Taylor, benannt ist, eine gute Daumenregel, mit der man sich einer Antwort annähern kann. Für diese spielen der (reale) Gleichgewichtszins sowie die Abweichung der Inflationsrate von ihrem Zielwert (Inflationslücke) und die Abweichung des Wirtschaftswachstums vom Wachstumspotenzial (Produktionslücke) eine entscheidende Rolle. Dabei gilt: Je höher die Inflationsrate und je stärker das Wirtschaftswachstum, desto höher sollte der Leit-

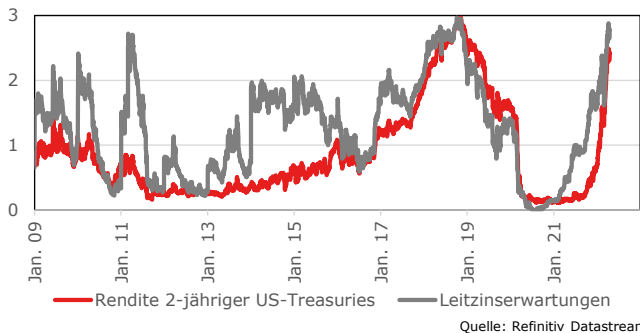
zins sein. Bei der konkreten Bestimmung des Taylor-Zinses weist vor allem die Berechnung der Produktionslücke einige Tücken auf, aber auch der reale Gleichgewichtszins (der neutrale Zins) kann nur theoretisch bestimmt werden. Taylor, der seine Regel in den 1990er Jahren entwickelte, ging damals von einem realen Gleichgewichtszins von zwei Prozent und Gewichtungsfaktoren von jeweils 0,5 für die Inflations- und die Produktionslücke aus. Dies führte zu einem nominalen Gleichgewichtszins von vier Prozent unter der Annahme, dass die Inflationsrate dem Zielwert und das tatsächliche Wachstum dem Produktionspotenzial entspricht.

Wie hoch wäre derzeit der angemessene US-Leitzins nach der Taylor-Regel? Die OECD geht für die USA von einer Outputlücke von minus zwei Prozent im Jahr 2021 und von -0,2 Prozent in diesem Jahr aus. Die Inflationslücke beträgt bei der zuletzt berichteten Kerninflationsrate 3,4 Prozent. Legt man die ursprünglichen Annahmen der Taylor-Regel zugrunde, errechnet sich somit ein angemessener realer Taylor-Leitzins von 2,9 Prozent bzw. ein nominaler Leitzins von 8,3 Prozent. Somit kommt man zu der Schlussfolgerung, dass die Markterwartung eines Leitzinshöhepunktes von 3,25 bis 3,5 Prozent viel zu tief angesetzt sein könnte. Allerdings ist davon auszugehen, dass die US-Kerninflationsrate ab dem Sommer wieder sinken wird. Von daher verwenden wir eine modifizierte Inflationslücke, in dem wir für 2022 den Durchschnittswert der jährlichen Kerninflationsrate verwenden, die bei 4,8 Prozent (nach 3,1 Prozent im Jahr 2021) liegen dürfte. Den realen Gleichgewichtszins senken wir zudem auf 0,5 Prozent ab, sodass sich ein neutraler Zins von 2,5 Prozent ergibt, der in etwa den aktuellen langfristigen Leitzinsprojektionen der Fed entspricht. Der auf dieser Basis berechnete angemessene Leitzins nach der Taylor-Regel beträgt dann gut fünf Prozent, womit es bei der Einschätzung bleibt, dass die US-Notenbank die Geldpolitik möglicherweise deutlicher straffen muss, als es derzeit vom Markt erwartet wird.



Würde die US-Notenbank den Leitzins tatsächlich auf oder zumindest in Richtung fünf Prozent erhöhen, wären weitere Kursverluste am Anleihemarkt vorprogrammiert. Denn der US-Leitzins, die Fed Funds Target Rate, weist einen sehr engen Gleichlauf mit der Rendite für 2-jährige US-Staatsanleihen auf; diese würde also auch in Richtung fünf Prozent ansteigen. Die Rendite für 10-jährige US-Treasuries wird zwar weniger signifikant vom Leitzins beeinflusst als dies bei kurzlaufenden Staatsanleihen der Fall ist, dennoch wird die Richtung der Rendite dem Leitzins folgen. Zudem ist davon auszugehen, dass ein US-Leitzins von fünf Prozent zu einer Rezession in den USA führen wird. Die Zinsstrukturkurve, also der Renditeunterschied von Anleihen mit zweijähriger und zehnjähriger Restlaufzeit, könnte mit einem Vorlauf von einigen Monaten sehr flach oder sogar invers werden. Dies spricht dafür, dass die Rendite für 10-jährige US-Treasuries im Zuge weiterer Leitzinserhöhungen in den kommenden zwölf Monaten sogar auf vier oder viereinhalb Prozent ansteigen könnte. Dies entspräche weiteren Kursverlusten von gut sechs bis zehn Prozent.

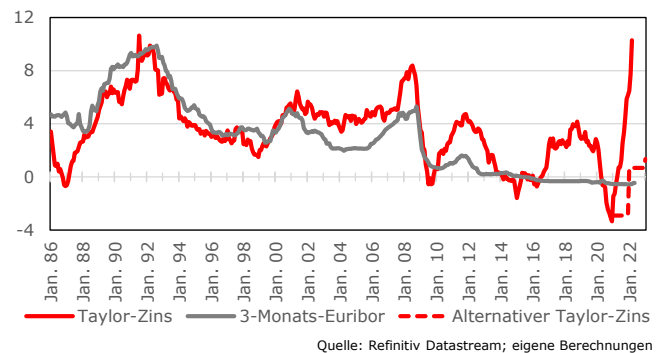
USA: Zinsentwicklung



Zu welchen Ergebnissen kommt die Anwendung der Taylor-Regel für die Eurozone? Analog zur USA suggerieren die hohen Inflationsraten im Euroraum ebenfalls eine deutliche Leitzinserhöhung. Bei einer zuletzt beobachteten Inflationsrate von 7,5 Prozent beträgt die Inflationslücke 5,5 Prozent. Im Gegensatz zu den Schätzungen für die Outputlücke in den USA, geht die OECD jedoch von einer deutlich größeren Outputlücke in der Eurozone (-4,6 Prozent) für 2021 aus. Dabei wies das Wirtschaftswachstum vor allem von Griechenland (-12,3 Prozent), Italien (-5,4 Prozent) und Portugal (-8,4 Prozent) einen erheblichen Abstand zum Potentialwachstum auf. Für dieses Jahr rechnet die OECD hingegen mit einer Schließung der Outputlücke in Richtung -1,7 Prozent. Daraus resultiert ein angemessener realer Taylor-Zinssatz von 2,8 Prozent bzw. ein nominaler Zinssatz von 10,1 Prozent. Ähnlich wie in den USA zeigt sich eine deutliche Diskrepanz zwischen dem modelltheoretischen

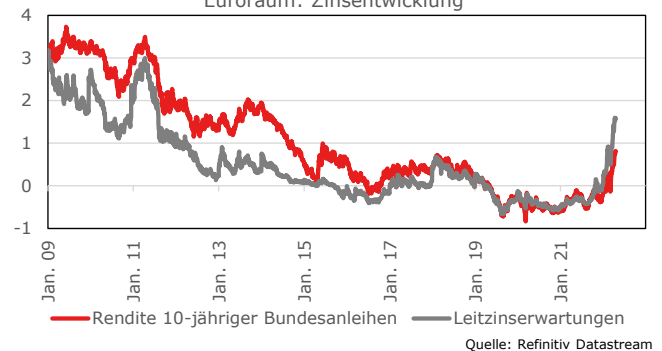
und dem aktuellen Leitzins. Selbst die Markterwartungen eines Leitzinshöhepunktes von rund 1,5 Prozent liegen deutlich unter dem Taylor-Zinssatz. Der Abstand verringert sich jedoch, wenn die aktuelle Kerninflationsrate in Höhe von 2,7 Prozent zugrunde gelegt wird und der Gleichgewichtszinssatz ebenfalls auf 0,5 Prozent herabgesetzt wird. Unter diesen Annahmen liegt der angemessene Leitzins laut der Taylor-Regel bei 1,2 Prozent. Es bleibt dabei: Auch in diesem Szenario besteht für die EZB ein erheblicher Handlungsbedarf, um nicht weiter „behind the curve“ zu bleiben.

Eurozone: Taylor-Zins und Geldmarktsatz



Ein Blick auf den zuletzt sehr engen Gleichlauf zwischen den Leitzinserwartungen im Euroraum und der Rendite für 10-jährige Bundesanleihen deutet ebenfalls auf Renditeanstiege hin. Selbst wenn es die EZB schafft, die Leitzinserwartungen der Marktteilnehmer trotz weiterer Preisanstiege bei rund 1,5 Prozent zu verankern, besteht ausgehend vom aktuellen Renditeniveau noch weiteres Potential für Kursverluste.

Euroraum: Zinsentwicklung



Dass die FED ihre geldpolitische Straffung fortsetzen muss und die EZB schleunigst ihren geldpolitischen Kurs ändern sollte, steht nicht zur Debatte. Allerdings ist es fraglich, ob die Markterwartungen die Zukunft richtig antizipieren oder die Zentralbanken womöglich nicht doch aggressiver vorgehen müssten. Damit ist klar, dass der Crash am Anleihemarkt noch nicht überwunden ist und eine Erholung der Anleihekurse zum jetzigen Zeitpunkt unwahrscheinlich erscheint.

Marktdaten

	Stand 21.04.2022 13:31	Veränderung zum					
		01.04.2022 -1 Woche	07.03.2022 -1 Monat	07.01.2022 -3 Monate	07.04.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	35161	1,0%	7,1%	-3,0%	5,1%	6,1%	-3,2%
S&P 500	4459	-1,9%	6,1%	-4,7%	9,3%	5,5%	-6,4%
Nasdaq	13453	-5,7%	4,8%	-9,9%	-1,7%	3,2%	-14,0%
Russell 2000	2038	-2,5%	4,5%	-6,5%	-8,3%	4,8%	-9,2%
DAX	14585	1,0%	13,6%	-8,5%	-3,9%	-0,3%	-8,2%
MDAX	31590	1,3%	11,5%	-9,7%	-2,8%	-0,9%	-10,1%
TecDAX	3301	-0,1%	10,1%	-11,0%	-4,2%	5,2%	-15,8%
EuroStoxx 50	3950	0,8%	12,5%	-8,3%	-0,2%	-0,6%	-8,1%
Stoxx 50	3799	1,7%	11,9%	-0,5%	13,5%	3,8%	-0,5%
SMI (Swiss Market Index)	12402	1,8%	10,7%	-3,1%	11,4%	3,8%	-3,7%
FTSE 100	7641	1,4%	9,8%	2,1%	11,0%	1,9%	3,5%
Nikkei 225	27553	-0,4%	9,2%	-3,2%	-7,3%	4,2%	-4,3%
Brasilien BOVESPA	114344	-5,9%	2,5%	11,3%	-2,8%	2,1%	9,1%
Russland RTS	982	-5,0%	4,8%	-36,5%	-31,3%	-18,5%	-38,5%
Indien BSE 30	57912	-2,3%	9,6%	-3,1%	16,6%	1,2%	-0,6%
China CSI 300	3996	-6,6%	-8,2%	-17,1%	-21,7%	-13,6%	-19,1%
MSCI Welt (in €)	2995	-0,5%	6,4%	-2,1%	13,5%	7,3%	-3,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1096	-2,9%	-0,9%	-7,2%	-10,6%	-5,3%	-7,4%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	154,61	-374	-1529	-1539	-1706	-1138	-1676
Bobl-Future	127,37	-138	-566	-545	-785	-361	-587
Schatz-Future	110,40	-32	-191	-159	-172	-130	-163
3 Monats Euribor	-0,48	11	10	11	7	5	12
3M Euribor Future, Dez 2022	0,38	8	48	-9962	94	0	1
3 Monats \$ Libor	0,99	2	34	75	79	49	78
Fed Funds Future, Dez 2022	2,52	16	104	0	244	1	2
10-jährige US Treasuries	2,87	48	112	110	122	89	137
10-jährige Bunds	0,89	35	94	97	125	70	107
10-jährige Staatsanl. Japan	0,25	4	11	13	17	6	18
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,89	28	71	88	117	61	102
US Treas 10Y Performance	631,39	-2,4%	-7,6%	-7,4%	-6,7%	-5,6%	-9,6%
Bund 10Y Performance	613,30	-1,0%	-6,3%	-6,5%	-8,4%	-4,1%	-7,4%
REX Performance Index	463,58	-1,4%	-5,3%	-5,2%	-6,3%	-3,6%	-5,5%
IBOXX AA, €	1,45	10	47	91	126	36	96
IBOXX BBB, C	2,18	12	43	123	155	45	130
ML US High Yield	6,48	22	44	138	170	63	158
Wandelanleihen Exane 25	7369	0,0%	2,9%	-9,7%	-11,3%	-2,3%	-10,0%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	709,11	-1,7%	-11,8%	22,7%	50,9%	7,6%	26,4%
MG Base Metal Index	532,24	-0,6%	-8,6%	14,5%	34,1%	7,2%	15,4%
Rohöl Brent	108,06	3,4%	-12,2%	32,0%	70,8%	11,4%	37,8%
Gold	1943,67	0,8%	-1,8%	8,5%	11,5%	1,9%	6,7%
Silber	24,51	-1,0%	-3,7%	9,9%	-2,7%	0,0%	5,3%
Aluminium	3361,26	-2,2%	-9,9%	15,7%	50,0%	1,2%	19,8%
Kupfer	10314,50	-0,3%	0,6%	6,4%	15,6%	4,1%	5,9%
Eisenerz	154,41	-3,4%	-2,8%	22,3%	-8,8%	8,0%	37,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	2142	-9,1%	-4,2%	-6,4%	0,7%	-4,5%	-3,4%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0879	-1,6%	-0,1%	-3,7%	-8,5%	-4,1%	-3,9%
EUR/ GBP	0,8341	-0,9%	0,7%	-0,2%	-3,4%	-0,1%	-0,7%
EUR/ JPY	139,37	3,0%	11,0%	6,5%	6,7%	6,7%	6,9%
EUR/ CHF	1,0325	1,1%	2,5%	-0,9%	-6,5%	-1,0%	-0,1%
USD/ CNY	6,4490	1,4%	2,1%	1,1%	-1,4%	2,1%	1,5%
USD/ JPY	123,94	1,2%	7,5%	7,2%	12,8%	7,8%	7,7%
USD/ GBP	0,7669	0,5%	0,7%	4,1%	5,7%	4,0%	3,9%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
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

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
mlandt@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.