

**INFLATIONSÄNGSTE UND KONJUNKTURHOFFNUNGEN BELASTEN DEN RENTENMARKT**

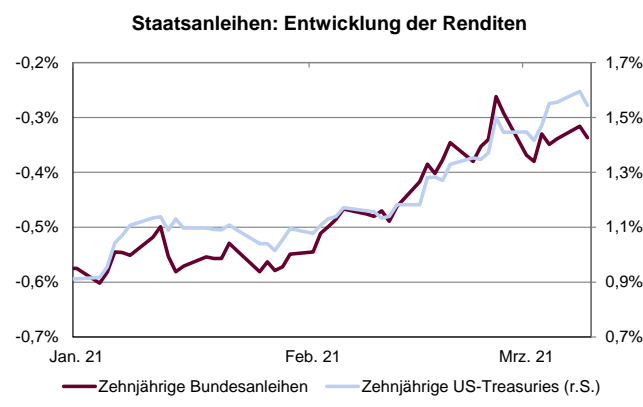
Angesichts wieder höherer Inflationsraten und einer robusten Konjunktur in den USA kam es in den letzten Wochen zu einem kräftigeren Zinsanstieg bei länger laufenden Anleihen. Für die Notenbanken ist die Entwicklung an den Anleihemärkten eine Herausforderung. Einerseits sind steigende langfristige Zinsen am Beginn eines Konjunkturzyklus normal. Andererseits will niemand durch eine nicht mehr ausreichend unterstützende Geldpolitik eine erneute Rezession riskieren. Die Fed hat es in diesem Umfeld noch am leichtesten, da die Wirtschaft Stärke zeigt. Schwerer ist die Situation für die EZB, denn der Euroraum ist konjunkturell noch nicht bereit für höhere Zinsen. Um den Euroraum vor dem Zinsdruck aus den USA abzuschirmen und die Bilanz der EZB zu schonen, wird verstärkt das Instrument der Zinskurvenkontrolle diskutiert.

Ausgehend von den USA kam es an den internationalen Anleihemärkten in den letzten Wochen zu einem **kräftigen Anstieg der Renditen**. Startpunkt dieser Entwicklung waren zunächst Inflationsängste. Das Deflationsnarrativ, das in den letzten Jahren die Debatte über eine angemessene Geldpolitik geprägt hatte, ist momentan vollständig in den Hintergrund getreten. Das erwartete starke Wachstum in den USA, das durch die Verabschiedung des neuen Fiskalpakets über 1,9 Bio. US-Dollar einen zusätzlichen Impuls erhalten hat, und der kräftige Anstieg der Rohölpreise um mehr als 30 Prozent wirken **stark inflatorisch**. Hinzu kommt ab März ein Basiseffekt, da vor einem Jahr das Preisniveau zu Beginn der Coronakrise einbrach. Der Anstieg der Inflationsraten sollte zwar nur temporär sein, doch es besteht die Gefahr, dass sich höhere Inflationserwartungen dauerhaft festsetzen.

Die an den Kapitalmärkten **eingepreisten Inflationsraten sind bereits kräftig angestiegen**. In den USA wird auf Sicht von zehn Jahren nun mit einer Inflation von 2,2 Prozent gerechnet. Das ist etwas mehr als das Inflationsziel der Federal Reserve (Fed), das bei zwei Prozent im Durchschnitt liegt. Aber auch die Realzinsen, die sich aus den Kursen inflationsindexierter Staatsanleihen ergeben, liegen mittlerweile höher als noch zu Jahresanfang. Angesichts der neuen konjunkturellen Dynamik ist beides aber gerechtfertigt.

Verstärkt wird die Entwicklung durch zwei weitere Faktoren. Zum einen hat die Fed sich für einen längeren Zeitraum auf eine expansive Geldpolitik festgelegt. Die Definition des Inflationsziels wurde auf einen Durchschnittswert angepasst, so dass Inflationsraten von **deutlich über zwei Prozent** temporär nicht mehr nur toleriert werden, sondern im Sinne der Erreichung der Ziele sogar erwünscht sind. Anleger müssen also in den nächsten Jahren damit rechnen, dass die Fed höhere Inflationsraten länger zulassen wird, was einen

**Risikoaufschlag** rechtfertigt. Zum anderen sollte in der Diskussion über steigende Renditen nicht vergessen werden, dass vor allem in den USA ein gewaltiges Angebot an neuen US-Treasuries auf den Markt kommen wird, da im US-Haushalt eine Lücke von 14 bis 15 Prozent des Bruttoinlandsprodukts klafft, die über **Neuverschuldung** finanziert wird.



Für die Notenbanken ist die Entwicklung an den Anleihemärkten eine Herausforderung. Einerseits sind steigende längerfristige reale und nominale Zinsen normal am Beginn eines Konjunkturzyklus. Andererseits will niemand durch eine nicht mehr ausreichend unterstützende Geldpolitik eine erneute Rezession riskieren. Die Fed reagiert bisher relativ besonnen und scheint gewisse Zinsanstiege bei längeren Laufzeiten zu tolerieren. Sie ist aber auch in einer komfortablen Position. Denn durch die Impferfolge und die kräftige fiskalische Unterstützung stehen die USA konjunkturell sehr gut da. Etwas höhere Zinsen könnten aus Sicht der Fed **womöglich sogar wünschenswert sein**, um durch eine gedämpftere Investitionsnachfrage einer Überhitzung der US-Konjunktur und des Immobilienmarkts vorzubeugen und den fiskalischen Impuls zeitlich zu strecken.

Probleme bekommt momentan aber die Europäische Zentralbank (EZB). Der Renditeanstieg, der aus den USA nach Europa herübergeschwappt ist, verlief zwar etwas moderater, hat aber die **Refinanzierungsbedingungen dennoch verschlechtert**. Der Euroraum hinkt konjunkturell hinterher, weil erstens der Fiskalimpuls geringer ausfällt als in den USA und zweitens sich angesichts der Probleme bei der Impfstoffbeschaffung nun eine dritte Welle andeutet, die den Lockdown vorerst verlängert. Höhere Zinsen kommen für den Euroraum daher noch zu früh. Die europäische Notenbank hat entsprechend **verbal interveniert**, was zu einer Stabilisierung der Renditeniveaus geführt hat, und auf ihrer gestrigen Sitzung den **Worten Taten** folgen lassen. Die EZB-Chefin Lagarde kündigte an, die Ankäufe im Rahmen des PEPP-Programms (Pandemic Emergency Purchase Programme) in den nächsten Monaten substanziell zu erhöhen und bei Bedarf auch das Volumen des Programms abermals auszuweiten. Eine vollständige Abkopplung von der Entwicklung in den USA wird aber nicht gelingen, ohne neue Instrumente in die Hand zu nehmen.

Eine Möglichkeit, die immer wieder diskutiert wird, ist die sogenannte „**Yield Curve Control**“ (YCC), die von der japanischen und der australischen Notenbank bereits angewendet wird und größtenteils erfolgreich eine Zins-Ansteckung aus den USA verhindert hat. Die YCC ist ein **aktives Management der Zinsstrukturkurve** durch die Notenbank, bei dem Renditeniveaus für bestimmte Laufzeiten definiert werden. Der Vorteil ist, dass eine

Notenbank, die als glaubwürdig wahrgenommen wird, alleine durch ihre Kommunikation den erwünschten Effekt erzielen kann und nicht mehr auf die **Ausweitung der Bilanz** angewiesen ist. Gerade für die EZB, die sich immer wieder dem Vorwurf der verdeckten Staatsfinanzierung gegenüber sieht und an die Grenzen ihres Mandats stößt, könnte dies früher oder später ein möglicher Weg sein, um aus der Spirale immer neuer und größerer Ankaufprogramme herauszukommen. Dass der aktuelle Zinsanstieg von einigen Vertretern der EZB als „ungerechtfertigt“ und „zu bekämpfen“ klassifiziert wird, könnte schon in diese Richtung weisen. Ein gravierender Nachteil ist aber, dass der **Marktmechanismus** noch stärker als momentan ohnehin schon außer Kraft gesetzt werden würde. Die EZB müsste zudem viele verschiedene Kurven managen und neben dem Zinsniveau auch das Spreadniveau anordnen, sodass in der nächsten Zeit eine explizite Zinskurvenkontrolle wenig wahrscheinlich ist.

Momentan kann die EZB den Zinsanstieg aus den USA, der sich vermutlich noch fortsetzen wird, gut abfedern und zeitlich strecken. Gelegentlich kommt ihr auch, dass durch den vergleichsweise stärkeren Anstieg der Zinsen in den USA der **Aufwertungsdruck auf den Euro** nachgelassen hat. Wahrscheinlich ist zudem, dass ab der Jahresmitte die Inflationsraten wieder etwas sinken werden, sodass der Druck auf die Renditen nachlassen wird. Längerfristig wird sich die EZB dennoch entscheiden müssen, ob sie mit ihren Zielen und geldpolitischen Mitteln eher der Fed oder eher der japanischen Notenbank folgen will.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

#### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

#### © Copyright 2021

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

#### Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.