



# ZINSREPORT

21. April 2021

## Renditen auf Seitwärtskurs

- Obwohl die US-Wirtschaft inzwischen an der Kapazitätsgrenze operiert, scheint der Renditeanstieg in den USA ein vorläufiges Ende gefunden zu haben. Der inzwischen überbordende Konjunkturoptimismus ist in der steilen US-Zinskurve eingepreist. Die Zinserhöhungserwartungen konnte die Fed während der letzten Monate im Zaum halten, was ebenfalls zur Beruhigung am Anleihemarkt beigetragen hat.
- Der Inflationsanstieg setzt sich im Euroraum fort. Mit 1,3 % wurde das Vor-Corona-Niveau im März wieder erreicht. In Deutschland stieg die harmonisierte Rate sogar auf 2 %. Die EZB sieht keinen nachhaltigen Teuerungsanstieg und setzt ihren Kurs fort.
- Der Geldpolitik wird es vermutlich auch weiterhin gelingen, die Kapitalmarktzinsen stabil zu halten. Die Rendite 10-jähriger Bunds dürfte knapp im negativen Bereich verharren. Die Attraktivität von Renten bleibt insgesamt überschaubar. Allerdings könnten sie zwischenzeitlich wieder als sicherer Hafen dienen. Der Konjunkturoptimismus erreicht historische Höchststände. Das Rückschlagpotenzial bei Aktien ist hoch.

**AUTOR**  
Ulf Krauss  
Telefon: 0 69/91 32-47 28  
research@helaba.de

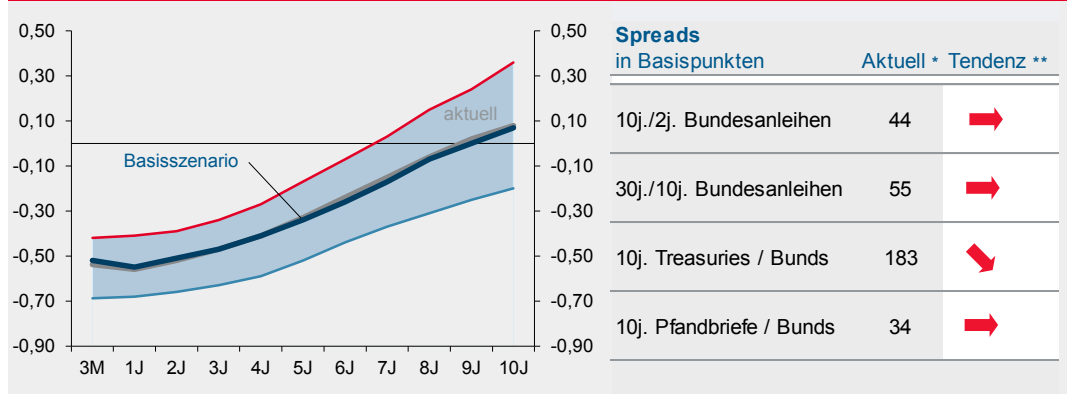
**REDAKTION**  
Dr. Stefan Mitropoulos

**HERAUSGEBER**  
Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

### Zinsszenarien auf Sicht von drei Monaten

Pfandbriefrenditen, %



\* 20.04.2021, Ränder des Prognosebands bilden die Alternativszenarien ab

\*\* auf Sicht von etwa drei Monaten

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

in %	aktueller Stand*	Basisszenario Ende...		Alternativszenarien**	
		Q2/2021	Q3/2021		
Fed Funds Rate	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
10j. US-Treasuries	1,57	1,45	1,50	0,75	2,00
EZB-Refinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor	-0,54	-0,50	-0,50	-0,70	-0,40
2j. Pfandbriefe	-0,52	-0,50	-0,45	-0,70	-0,40
5j. Pfandbriefe	-0,33	-0,35	-0,25	-0,55	-0,15
10j. Pfandbriefe	0,08	0,05	0,15	-0,25	0,35
10j. Bundesanleihen	-0,26	-0,30	-0,20	-0,70	0,00
30j. Bundesanleihen	0,29	0,30	0,40	-0,15	0,55

\* 20.04.2021

\*\* Szenarien beschrieben auf Seite 3

Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Fundamentales Umfeld und EZB

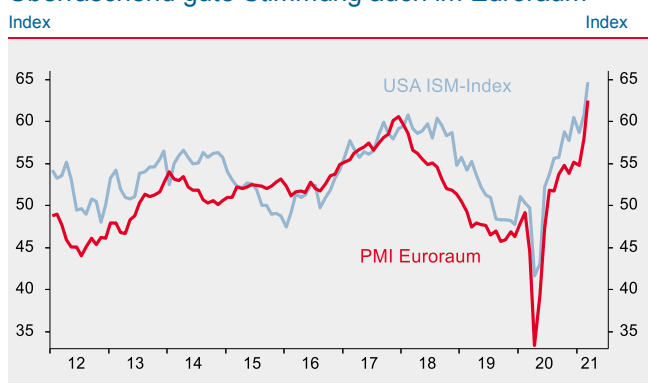
Optimistische  
Industrie

Die Lage an der Corona-Front ist zwar weiterhin sehr unübersichtlich. Obwohl das Impfen in der EU endlich Fahrt aufnimmt, gibt es keinen Spielraum für größere Lockerungen. Allerdings wächst die Hoffnung in der deutschen Wirtschaft. Der Einkaufsmanagerindex hat im März mit 66,6 Punkten ein Allzeithoch erreicht. Auch aus anderen Teilen der EU und den USA war zuletzt spürbar zunehmender Optimismus zu verzeichnen. Die Engpässe bei wichtigen Vorprodukten wie Halbleitern zeigen gleichzeitig, dass Einkäufer und Produzenten vom Aufschwung überrascht wurden. Deutschlands Industrie profitiert zudem von den dynamischen Exporten nach China. Dort fiel das BIP-Wachstum mit 18,3 % zwar etwas schwächer als erwartet aus. Es war gleichwohl der größte Quartalszuwachs seit 30 Jahren. Chinas Wirtschaft dürfte 2021 um insgesamt 9,5 % zulegen. In der Eurozone dürfte das Wachstum mit 4,4 % immerhin fast halb so hoch sein.

Inflation legt  
weiter zu

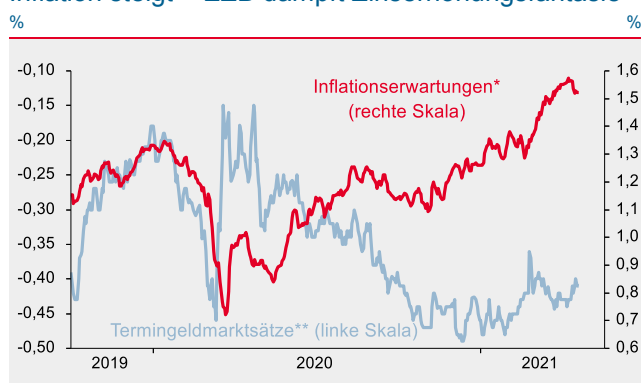
Der Inflationsanstieg im Euroraum hat sich im März fortgesetzt. Mit 1,3 % wurde das Vor-Corona-Niveau wieder erreicht. In Deutschland stieg die harmonisierte Rate sogar auf 2 %, was jedoch nicht das Ende der Fahnenstange ist. Das Vorzeichen bei den Energiepreisen im Euroraum hat gedreht von -1,7 % auf +4,3 in der Vorjahresrate. Dieser Wert wird aufgrund der Basiseffekte weiter steigen. Nach der Coronakrise werden sich die Konsumgewohnheiten zudem rasch normalisieren. In einigen Bereichen muss dann mit erhöhtem Andrang der Kunden und Knappheit gerechnet werden. Das Hotel- und Gastgewerbe dürfte versuchen, durch höhere Preise die massiven Verluste durch den Lockdown zu kompensieren. Der Effekt fällt umso größer aus, je mehr Unternehmen die Pandemie nicht überleben. Bei einem raschen Anstieg der Flugnachfrage könnten noch knappe Luftverkehrsverbindungen ebenfalls zu höheren Preisen führen.

### Überraschend gute Stimmung auch im Euroraum



Quellen: Refinitiv, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Inflation steigt – EZB dämpft Zinserhöhungsfantasie



\*5Y5Y Inflation Forward Euroraum

\*\*auf Sicht von rund zwei Jahren

Quellen: Refinitiv, Helaba Volkswirtschaft/Research

EZB sieht  
keine veränderte  
Inflationsslage

EZB-Chefvolkswirt Philip Lane spielte zuletzt die Inflationsrisiken herunter und verwies auf Einmal-effekte und den durch die Pandemie verursachten Disinflationsdruck. Er betonte zudem die niedrigen EZB-Projektionen für die kommenden zwei Jahre von 1,2 % und 1,4 %. Sein Fazit ist, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen notwendig sind, damit es wieder zu mehr Inflation kommt. Sein Kollege Fabio Panetta warnte gleichzeitig davor, zu sehr auf die Konjunkturerholung zu setzen. Sein Credo ist, geldpolitisch eher zu viel Unterstützung zu leisten als zu wenig. Auch er verweist dabei auf die niedrigen EZB-Inflationsprojektionen, die offenbar das zentrale Argument für die Tauben im EZB-Rat sind. Dabei haben die Inflationserwartungen ihren Aufwärtstrend fortgesetzt und mit fast 1,6 % den höchsten Stand seit Ende 2018 erreicht. Sie liegen damit 0,2 Prozentpunkte über dem Vor-Corona-Niveau. Normalerweise färbt so eine Entwicklung auch auf die Zinserwartungen ab. Und in der Tat haben die Terminmarktsätze am Geldmarkt zuletzt etwas angezogen. Die Kombination aus anhaltender Corona-Unsicherheit und beschwichtigender EZB-Kommunikation bezüglich der Inflation dürfte jedoch hier die Bildung eines Aufwärtstrends wie bei den Inflationserwartungen verhindern.

## Internationales Umfeld

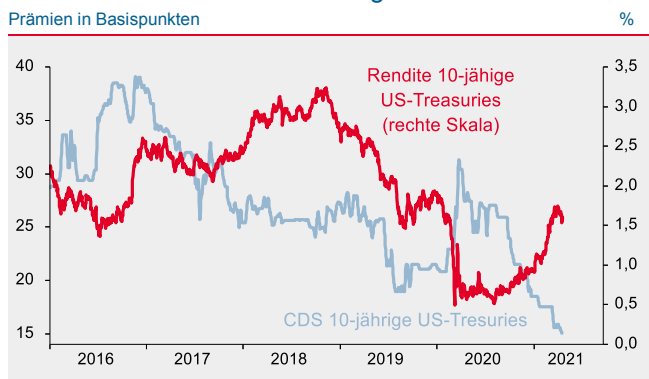
Risiken werden unterschätzt

Während die geopolitischen Spannungen zwischen den USA und Russland sowie China in den letzten Wochen spürbar gewachsen sind, Corona mit Hilfe neuer Mutationen weltweit noch immer auf dem Vormarsch ist und die globale Verschuldung kritische Niveaus anstrebt, verhalten sich die Anleger vergleichsweise entspannt. Die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen sowie Euro-Staatsanleihen zeigten sich angesichts der dauerhaft versprochenen geldpolitischen Unterstützung zuletzt kaum verändert. Die transatlantischen Zinsdifferenzen näherten sich an, wovon der Euro-Dollar-Kurs profitierte und wieder über die Marke von 1,20 kletterte. An den Aktienmärkten hat man Risiken und die inzwischen sehr hohen Bewertungen lange Zeit weitgehend ausgeblendet, was neue historische Höchststände beiderseits des Atlantiks zur Folge hatte. Der DAX überwand dabei erstmals die 15.000er Marke, gab zuletzt aber etwas nach.

US-Renditeanstieg gestoppt

Der Renditeanstieg in den USA scheint ein vorläufiges Ende gefunden zu haben, obwohl die US-Wirtschaft inzwischen an der Kapazitätsgrenze operiert. Offenbar ist der Konjunkturoptimismus in der steilen US-Zinskurve bereits eingepreist. Die Zinserhöhungserwartungen konnte die Fed während der ganzen Zeit im Zaum halten, was ebenfalls zum Abbremsen des Renditeanstiegs beigetragen hat. Auch scheint das neue „Infrastrukturprogramm“ der Regierung, das zusätzliche Staatsausgaben von rund 2 Billionen Dollar über einen Zeitraum von acht Jahren vorsieht, zunächst verdaut worden zu sein. Es soll zu einem guten Teil über neue Schulden finanziert werden, was langfristig jedoch für noch höhere Renditeniveaus in den USA spricht. Vor diesem Hintergrund überraschen die tendenziell sinkenden Kreditausfallprämien für 10-jährige US-Treasuries. Sie fielen auf den tiefsten Stand seit der Finanzkrise. Ermöglicht wird diese bemerkenswerte Entwicklung vermutlich durch die massiven Kaufprogramme der US-Notenbank und den ausgeprägten Konjunkturoptimismus.

### Renditen rauf – Risikoaufschläge runter



### Helaba Determinantenmodell für Renten

Basisszenario

Determinanten	Q2/2021	Q3/2021
Konjunkturerwartungen	0	-
Inflationserwartungen	-	-
Haushaltspolitik	0	0
EZB-Geldpolitik	+	+
Politisches Umfeld	0	0
US-Kapitalmarkt	0	0
Internationale Kapitalströme	0	0
Rendite 10j. Bunds*	-0,30%	-0,20%
Rendite 10j. Pfandbriefe*	0,05%	0,15%

Erläuterung: + kurssteigend, - kurssenkend, 0 neutral

\* Quartalsendprognosen

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### Szenarien

**Basisszenario:** Nach einem Konjunkturrückschlag zum Jahreswechsel setzt 2021 eine kräftige Gegenbewegung ein. Umfangreiche Maßnahmen seitens der Fiskal- und Geldpolitik stützen die Wirtschaft. Die Renditen steigen zwar tendenziell, verlassen aber per saldo nicht die niedrigen Niveaus.

**Negatives Szenario:** Die Eindämmung der Pandemie dauert lange, was zu größeren wirtschaftlichen Schäden führt. Schieflogen im Bankensystem befeuern Ängste über eine neue Finanzkrise. Die EZB verstärkt aus Furcht vor Deflation die unkonventionellen Maßnahmen und drückt den Leitzins tief in negatives Terrain. Anleger fliehen in die „sicheren Häfen“ von US-Treasuries und Bundesanleihen.

**Positives Szenario:** Die Eindämmung der Pandemie gelingt sehr schnell. Schäden für die Wirtschaft können so minimiert werden. Die aufgestaute Nachfrage führt in Kombination mit der expansiven Geld- und Fiskalpolitik zu einem Konjunkturboom und steigender Inflation. Die EZB fährt ihre Kaufprogramme zurück. Die Renditen steigen deutlich. Die Zinsstruktur wird steil.

## Laufzeitenempfehlung

Etwas steiler

Während die US-Zinskurve zuletzt etwas flacher wurde, hat der 10/2-Spread bei Bundesanleihen auf über 40 Basispunkten angezogen. Im Vergleich zum 10/2-Spread amerikanischer Staatsanleihen von rund 140 Basispunkten ist das Niveau hierzulande jedoch immer noch moderat. Gegen eine kurzfristige Versteilerung der deutschen Zinskurve sprechen die geplanten verstärkten Anleihekäufe der EZB, gegen eine langfristige Erhöhung des 10/2-Spread die stabilen Anlegererwartungen auf eine noch jahrelang lockere Geldpolitik.

Für den Prognosezeitraum ergeben sich bei zehnjährigen Laufzeiten deutscher Pfandbriefe bereits Verluste, wenn es zu einem Renditeanstieg von zwei Basispunkten kommt. Bei einem Zinsanstieg von 20 Basispunkten zeigt die Simulation einen Verlust von 1,8 %. Im umgekehrten Fall ergibt sich ein Gewinn von 2,2 %. Unter Chance-Risiko-Aspekten sind kurze und mittlere Laufzeiten zu empfehlen.

### Erträge bei Verschiebung der aktuellen Zinskurve

Pfandbrief-Laufzeiten auf Sicht von drei Monaten, %

Shift	1J	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J
+75 Bp	-1,3	-1,6	-2,3	-3,0	-3,7	-4,3	-5,0	-5,7	-6,3	-7,0
+50 Bp	-1,1	-1,1	-1,6	-2,0	-2,5	-2,9	-3,3	-3,8	-4,2	-4,7
+20 Bp	-0,8	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8
+10 Bp	-0,7	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
+0 Bp	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
-10 Bp	-0,5	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2
-20 Bp	-0,4	0,3	0,5	0,8	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	2,2
-50 Bp	-0,1	0,9	1,5	2,0	2,6	3,2	3,7	4,3	4,8	5,3
-75 Bp	0,2	1,4	2,2	3,0	3,9	4,7	5,6	6,4	7,2	8,0

Berechnungen basieren auf Pfandbriefkursen von 100 %  
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### Renditestruktur und Attraktivitäten

Pfandbrief-Laufzeiten, %

	aktueller Stand	Prognose auf ca. 3M	Ertragserwartungen	Schwankungsrisiken*	Attraktivität**
1J	-0,56	-0,55	-0,6	0,2	-
2J	-0,52	-0,50	-0,1	0,5	0
3J	-0,47	-0,45	-0,1	0,8	0
4J	-0,41	-0,40	0,0	1,1	0
5J	-0,33	-0,35	0,1	1,5	0
6J	-0,24	-0,25	0,2	1,9	+
7J	-0,15	-0,15	0,3	2,3	+
8J	-0,06	-0,05	0,3	2,7	0
9J	0,02	0,00	0,3	3,1	0
10J	0,08	0,05	0,3	3,5	0

20.04.2021 \* 200-Tage Standardabweichung der Tageserträge  
\*\* abgeleitet aus Ertrag, Volatilität u. sonstigen Risikoelementen  
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Portfoliostruktur

Duration leicht erhöhen

Die Duration in unserem Musterportfolio wird moderat von 4,3 auf 4,6 angehoben (Benchmark: 5,5). Kurze Laufzeiten bis zu 1½ Jahren werden nicht dotiert. Zwei- und dreijährige Anleihen besitzen mit 35 % nunmehr einen etwas geringeren Anteil. Sie haben gegenüber der Benchmark ebenso wie vier- und fünfjährige Anleihen weiterhin ein Übergewicht. Sechs- und siebenjährige Papiere werden von 20 % auf 25 % aufgestockt. Lange Laufzeiten werden dagegen mit 5 % weiterhin deutlich unter dem „Normalpegel“ gehalten.

### Empfohlene Portfoliogewichtung

Laufzeiten		Portfolio-gewichtung	Benchmark-gewichtung*
1 Jahr	0,5 - 1,5 Jahre	0%	7,4%
2 bis 3 Jahre	1,5 - 3,5 Jahre	35% (40%)	19,0%
4 bis 5 Jahre	3,5 - 5,5 Jahre	35%	24,0%
6 bis 7 Jahre	5,5 - 7,5 Jahre	25% (20%)	22,9%
8 bis 10 Jahre	7,5 - 10,5 Jahre	5%	26,7%

\* REX/PEX-Ertragsindex  
Vormonatsgewichtung in Klammern  
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Zinsprognosen

	aktueller Stand*	Q2/2021 3M-Prognose	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022 12M-Prognose
Geldmarktsätze	<b>EZB-Refisatz</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
	Tagesgeldsatz €STR	-0,57	-0,55	-0,55	-0,55
	1M Euribor	-0,56	<b>-0,55</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,55</b>
	<b>3M Euribor</b>	<b>-0,54</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>
	6M Euribor	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50
	12M Euribor	-0,47	-0,45	-0,45	-0,45
Bundesanleihen	1j. Bundesanleihen	-0,63	-0,65	-0,60	-0,55
	<b>2j. Bundesanleihen</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,70</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,60</b>
	3j. Bundesanleihen	-0,72	-0,65	-0,60	-0,60
	4j. Bundesanleihen	-0,68	-0,65	-0,55	-0,55
	<b>5j. Bundesanleihen</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,55</b>
	6j. Bundesanleihen	-0,56	-0,55	-0,50	-0,50
	7j. Bundesanleihen	-0,50	-0,50	-0,45	-0,45
	8j. Bundesanleihen	-0,42	-0,45	-0,35	-0,35
	9j. Bundesanleihen	-0,34	-0,35	-0,30	-0,30
	<b>10j. Bunds</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>
30j. Bundesanleihen	0,29	0,25	0,35	0,35	
Deutsche Pfandbriefe	1j. Pfandbriefe	-0,56	-0,55	-0,50	-0,45
	<b>2j. Pfandbriefe</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,45</b>
	3j. Pfandbriefe	-0,47	-0,50	-0,50	-0,45
	4j. Pfandbriefe	-0,41	-0,45	-0,40	-0,35
	<b>5j. Pfandbriefe</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,25</b>
	6j. Pfandbriefe	-0,24	-0,25	-0,20	-0,15
	7j. Pfandbriefe	-0,15	-0,20	-0,10	-0,05
	8j. Pfandbriefe	-0,06	-0,15	-0,05	0,00
	9j. Pfandbriefe	0,02	-0,05	0,05	0,10
	<b>10j. Pfandbriefe</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,15</b>	<b>0,15</b>
Swapsätze	1j. Swapsatz	-0,51	-0,50	-0,45	-0,40
	<b>2j. Swapsatz</b>	<b>-0,49</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,40</b>
	3j. Swapsatz	-0,44	-0,45	-0,40	-0,35
	4j. Swapsatz	-0,37	-0,35	-0,35	-0,25
	<b>5j. Swapsatz</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,30</b>	<b>-0,20</b>
	6j. Swapsatz	-0,22	-0,25	-0,20	-0,10
	7j. Swapsatz	-0,14	-0,15	-0,10	-0,05
	8j. Swapsatz	-0,07	-0,10	-0,05	0,05
	9j. Swapsatz	0,00	0,00	0,10	0,15
	<b>10j. Swapsatz</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>
30j. Swapsatz	0,47	0,45	0,55	0,55	

\* 20.04.2021, Tagesschlusswerte

Quellen: Bloomberg, Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research, in %

Die nächsten wichtigen Termine sind die Sitzung des EZB-Rats am 22. April sowie die FOMC-Sitzung am 28. April. Der nächste Zinsreport wird voraussichtlich in der 20. Kalenderwoche 2021 erscheinen.