

**ANLEIHEMARKT: DER ZINSANSTIEG WIRD SICH IM KOMMENDEN JAHR FORTSETZEN**

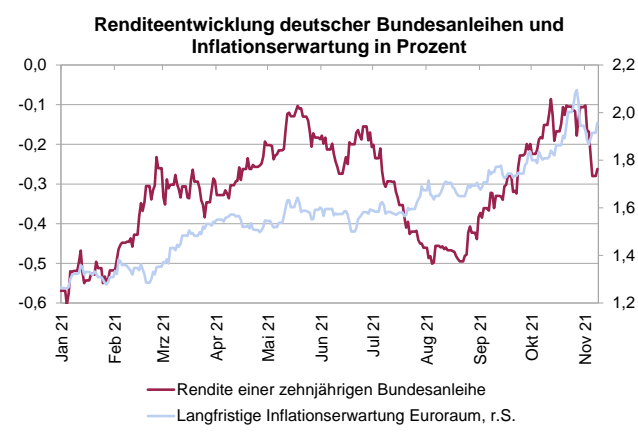
Der Anleihemarkt wird im nächsten Jahr von zwei dominierenden Kräften bewegt werden: Inflation und Notenbankpolitik. Die Inflationsentwicklung wird zum Jahreswechsel ihren Höhepunkt erreicht haben. Im Laufe des kommenden Jahres ist damit zu rechnen, dass die Inflation langsam, aber stetig sinken wird. Die meisten Notenbanken beginnen dennoch mit der geldpolitischen Normalisierung. Die EZB wird aller Voraussicht nach die Anleihekäufe langsam reduzieren. Die Fed hat bereits einen Fahrplan vorgelegt, wie sie ihr Anleihekaufprogramm vollständig beenden wird, und dürfte auch die Zinsen mindestens zweimal anheben. In diesem Umfeld rechnen wir sowohl bei Bundesanleihen als auch bei US-Staatsanleihen mit einem moderaten Anstieg der Renditen. Die Renditeaufschläge bleiben durch die gute Konjunkturlage gestützt.

In diesem Jahr ist die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen angestiegen, denn Anleger fordern verstärkt eine **Inflationsrisikoprämie**. Für das kommende Jahr sollte zunächst die **Angebots-Nachfrage-Situation** bei Bundesanleihen analysiert werden. Die Schuldenbremse für das Jahr 2022 bleibt in Deutschland ausgesetzt, so dass der Staat erneut viele neue Anleihen begeben oder bestehende Anleihen aufstocken wird. Aber die **Neuverschuldung** wird im kommenden Jahr im Vergleich zum Jahr 2021 **rückläufig sein**. Wird die Bundesrepublik am Jahresende 2021 laut Finanzplanung eine Neuverschuldung von vermutlich ca. 240 Mrd. Euro aufgenommen haben, werden es im kommenden Jahr nur noch etwas weniger als 100 Mrd. Euro sein.

Dem gegenübergestellt werden muss der wichtigste Käufer, nämlich die **Bundesbank**, die die Wertpapierkäufe deutscher Anleihen im Auftrag der EZB ausführt. Im kommenden Jahr wird die Nachfrage der Bundesbank nach Bundesanleihen recht deutlich zurückgehen. Wir rechnen damit, dass das Corona-Notfallprogramm PEPP planmäßig im März ausläuft, die EZB aber im Rahmen ihres regulären Ankaufprogramms APP die **Ankäufe zunächst erhöhen wird**, um den Markt nicht zu abrupt die Unterstützung zu entziehen. Alternativ könnte auch ein zeitlich strikt begrenztes neues Programm beschlossen werden, das den geldpolitischen Übergang erleichtert. Für am wahrscheinlichsten halten wir aber, dass das APP-Programm nochmals verlängert und bezogen auf das Volumen um einige **100 Mrd. Euro** aufgestockt wird.

Um den **Nettoeffekt** für das kommende Jahr abzuschätzen, müssen sehr viele Annahmen getroffen werden. Ob das an die EZB-Käufe angepasste Nettoangebot an Bundesanleihen positiv oder negativ ausfällt, kann man momentan kaum seriös abschätzen. Klar scheint aber in jedem Fall zu sein, dass im Vergleich

mit diesem Jahr **der expansive Effekt über die Anleihekäufe im kommende Jahr geringer ausfällt**. Die Nachfrage der EZB nach Bundesanleihen fällt stärker als das Angebot, so dass die Angebots-Nachfrage-Situation im kommenden Jahr eher eine Belastung für Bundesanleihen darstellen sollte.



Dagegen dürfte die **Inflation** zur Jahreswende den Höhepunkt erreicht haben und im kommenden Jahr langsam wieder sinken, was die Renditen stützen sollte. Die Lieferkettenprobleme dürften zwar noch fortbestehen, da sich die Coronalage zum Jahreswechsel verschärft hat. Aber ab der Jahresmitte ist hier mit **einer Entspannung zu rechnen**. Konjunkturell rechnen wir damit, dass sich das Wachstum im Euroraum etwas abschwächt. Europa leidet auch unter der Entwicklung in China, wo im Zuge der Immobilienkrise das Wachstum schwach ausfallen dürfte. Dies wirkt sich negativ auf die exportstarken europäischen Volkswirtschaften wie Deutschland aus und hat einen **disinflationären Effekt**.

Auf der anderen Seite ist die Kapazitätsauslastung im Euroraum aber wieder gestiegen und hat das **Vorkrisenniveau** erreicht. Das Wachstum wird trotz der Abschwächung oberhalb des Potenzialwachstums liegen, so dass die Kapazitätsauslastung eher noch weiter zunehmen dürfte. Auch der Arbeitsmarkt konnte sich

recht schnell wieder von der Krise erholen. Die Arbeitslosigkeit liegt nur noch etwas über dem Vorkrisenniveau. Zwar liegt der Wert bei recht hohen **7,5 Prozent**, aber die Sockelarbeitslosigkeit ist im Euroraum und vor allem in der Peripherie auch höher als zum Beispiel in den USA, wo es einen deutlich flexibleren Arbeitsmarkt gibt. Dabei lohnt auch ein Blick auf die Zeit vor 2008, als die Arbeitslosigkeit trotz jahrelangem Boom nicht unter die Sieben-Prozent-Marke gefallen ist.

Die **Inflation bleibt also höher als in den letzten Jahren**, wird aber die Höchststände, die wir zum Jahreswechsel sehen werden, im kommenden Jahr deutlich unterschreiten. Unterstützt wird dieses Bild von den Rohstoffmärkten. Wir rechnen damit, dass **neues Öl-Angebot** auf den Markt kommt, so dass von den Energiepreisen ein negativer Effekt auf die Inflation zu erwarten ist. Unter dem Strich dürften **die Renditen aber etwas ansteigen**. Wir rechnen am Ende des nächsten Jahres mit einer Rendite von **null Prozent für eine zehnjährige Bundesanleihe**.

Eine Ausweitung der **Spreads bei Peripherie- und Unternehmensanleihen** erwarten wir nicht. Eher könnte es noch weitere Spreadeinengungen geben. Die Peripheriestaaten profitieren aktuell von **sehr hohen Impfquoten**. Die Inzidenzen liegen europaweit am unteren Ende, auch wenn die aktuelle Dynamik ebenfalls ansteigend ist. Neue Einschränkungen sind in diesen Ländern unwahrscheinlicher als in Hochinzidenzgebieten wie Deutschland, den Niederlanden oder Österreich. Davon profitieren die Konjunktur und der Arbeitsmarkt,

der sich weiter von der Coronakrise erholen dürfte. Außerdem fließen nun sukzessive Mittel aus dem **Wiederaufbaufonds** in diese Staaten und stützen die konjunkturelle Erholung. **Investment Grade-Unternehmensanleihen** profitieren von einer Verbesserung der Bonität der Emittenten, die die momentan hohen Gewinne verstärkt nutzen, um ihre von Corona infizierten Bilanzen zu sanieren. Auch **High Yield** sieht in diesem Umfeld attraktiver aus. Allerdings muss hier genau selektiert werden, denn im High Yield-Segment befinden sich viele Unternehmen, die keine Preissetzungsmacht haben und daher unter dem **Anstieg der Einkaufspreise leiden**.

In den **USA** rechnen wir ebenfalls mit einem **Anstieg der Renditen**. In einem Umfeld eines über dem Potenzial liegenden Wachstums, das mit einem stärkeren Lohnwachstum einhergeht, und einer wieder restriktiveren Geldpolitik, fällt es schwer, Argumente für anhaltend niedrige Zinsen zu finden. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds wird auch die Staatsverschuldung hoch bleiben, während die Fed ab der Jahresmitte als Anleihekäufer wegfallen dürfte. Der **Internationale Währungsfonds** erwartet eine Neuverschuldung von 1,7 Bio. US-Dollar. Das entspricht etwa sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Entspannung wird allerdings auch hier von der Inflationsseite kommen. Die Inflationsraten werden auch in den USA im Jahresverlauf kontinuierlich zurückgehen, was den Anleihemarkt stützen sollte. Am Jahresende rechnen wir mit einer Rendite von **1,8 Prozent für die zehnjährige US-Staatsanleihe**.

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 aktuelle 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.