



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

26. November 2020

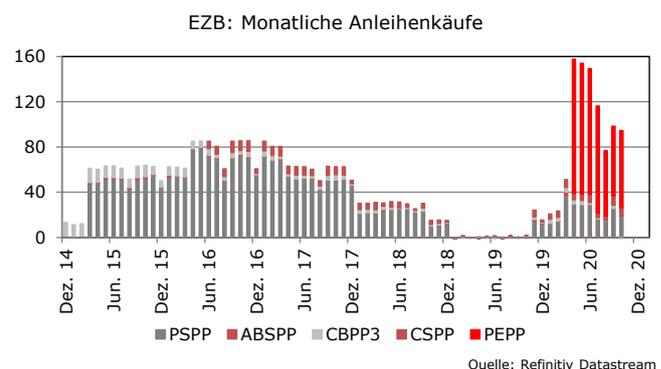
Ausblick 2021 (II): Same procedure as last year: Die Notenbanken liefern, und die Zinsen bleiben niedrig – US-Dollar mit Seitwärtstrend

Es liegt ein einzigartiges Jahr hinter uns. Die COVID-19-Krise hat zu extremen Reaktionen geführt, sowohl am Kapitalmarkt als auch bei den Notenbanken. Dramatische Kursverluste bei Anleihen in einzelnen Marktsegmenten gepaart mit starker Illiquidität parierten die Notenbanken mit einer noch nie dagewesenen expansiven Geldpolitik. Seit der letzten Woche präsentieren wir Ihnen an dieser Stelle unsere Prognosen für das Jahr 2021. Was erwarten wir für Zinsen, Anleihen und Währungen im nächsten Jahr? Dank der voraussichtlichen Verfügbarkeit einiger Impfstoffe und einer nachhaltigen konjunkturellen Erholung sollte es an den Kapitalmärkten im nächsten Jahr weit weniger dramatisch zugehen, aber die expansive Geldpolitik der Notenbanken und damit einhergehend das niedrige Zinsniveau werden bleiben. Unsere Einschätzungen und Prognosen finden Sie in Kürze auch auf unserem YouTube-Kanal. Besuchen, abonnieren und liken Sie uns!

<https://www.youtube.com/mmwarburgco>

Die COVID-19-Krise hat dazu geführt, dass die weltweiten Notenbanken in diesem Jahr ihre Geldpolitik deutlich gelockert haben. Um die konjunkturellen Folgen der Corona-Pandemie abzumildern, wurde aus allen Rohren gefeuert – nicht nur in den Industrie-, auch in den Schwellenländern. Neben deutlichen Senkungen des Leitzinses (so hat beispielsweise die US-Notenbank Federal Reserve die Fed Funds Target Rate im Verlauf der Krise um mehr als 100 Basispunkte reduziert) wurden Anleihekaufprogramme aufgelegt, die in Bezug auf Volumen und inhaltlichen Umfang alle bisherigen Programme in den Schatten stellten.

In der Eurozone hat die EZB seit Mitte März Anleihen mit einem Gesamtvolumen von fast einer Billion Euro gekauft. Knapp 700 Milliarden Euro entfallen davon auf das im Frühjahr geschaffene Notfallprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programm). Weitere Unterstützung erfuhren und erfahren die Anleihemärkte durch die neuen EU-Programme SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) und NGEU (Next Generation EU Programm), bei denen sich die EU über ihre Finanzierungsvehikel selbst Geld am Kapitalmarkt besorgt und somit erstmals gemeinsame Schulden aufgenommen werden.



Und die Erwartungen an die Notenbanken und die Politik sind weiterhin hoch. Wir gehen davon aus, dass die EZB bei ihrer Sitzung am 10. Dezember ihre Geldpolitik noch expansiver gestalten wird. Höchstwahrscheinlich wird das PEPP von 1.350 Mrd. EUR auf 2.000 Mrd. EUR aufgestockt und die Laufzeit von Juni 2021 bis zum 31.12.2021 verlängert. Aber darüber hinaus hat die EZB noch weitere Pfeile im Köcher. Eine Erhöhung des

Tiering-Faktors, zu dem die Geschäftsbanken Gelder ohne Strafzinsen bei der EZB parken können, liegt ebenfalls im Bereich des Möglichen. Nicht zuletzt könnten wir uns vorstellen, dass die EZB bestehende und neue TLTROs nochmals attraktiver macht. Eine Reduzierung des Einlagenzinssatzes und bzw. oder des Refinanzierungssatzes halten wir dagegen für unwahrscheinlich.

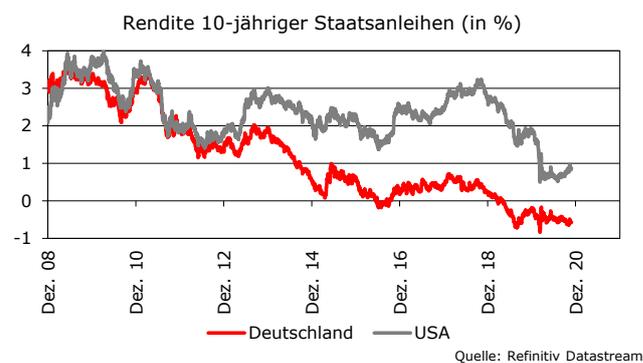
Da auch die Inflation im kommenden Jahr erneut deutlich unter dem Zielwert der EZB bleiben wird – wir rechnen für die Eurozone mit einem Wert von etwas mehr als einem Prozent – ist eine Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes 2021 ausgeschlossen. Aber auch nach einem möglichen Ende der Anleihekaufprogramme wird es noch lange dauern, bis die EZB den Mut und die Möglichkeit haben wird, an Zinserhöhungen zu denken. Wir erwarten, dass der **Refinanzierungssatz** bis mindestens Dezember 2022 auf dem aktuellen Niveau von **null Prozent** verharren wird.

Auch in den Vereinigten Staaten stehen die Zeichen unverändert auf sehr niedrigen Zinsen. Aus dem sogenannten Dot-Plot des Offenmarktausschusses der US-Notenbank lässt sich ableiten, dass die große Mehrheit der Mitglieder davon ausgeht, dass das Leitzinsniveau von 0,00 bis 0,25 Prozent bis Ende 2022 Bestand haben wird, da die konjunkturellen Rahmenbedingungen dies erfordern. Zudem hat die US-Notenbank ihre geldpolitische Reaktionsfunktion angepasst. Primäres Ziel ist nun Vollbeschäftigung, Preisstabilität rückt an die zweite Stelle. Im Unterschied zur bisherigen Strategie wird zudem ein Überschreiten der Zwei-Prozent-Marke nicht mehr automatisch als Zielverfehlung interpretiert, auf die die Notenbank reagieren muss. Stattdessen soll im Durchschnitt eine Inflationsrate von zwei Prozent erreicht werden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Leitzinsen in den USA noch für lange Zeit sehr niedrig bleiben. Nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 hat es immerhin sieben Jahre gedauert bis es zur ersten Zinserhöhung kam.

Unveränderte Leitzinsen müssen zwar nicht zwangsläufig auch ein unverändertes Renditeniveau nach sich ziehen, mindestens für 2021 gehen wir jedoch davon aus, dass sich an den niedrigen Kapitalmarktrenditen wenig ändern wird. Der massive Nachfrageschub, den die Notenbanken mittels Anleihekaufprogrammen initiieren, wird jede (zu) starke Renditebewegung nach oben im Keim ersticken. Denn nur, wenn die Zinsen niedrig

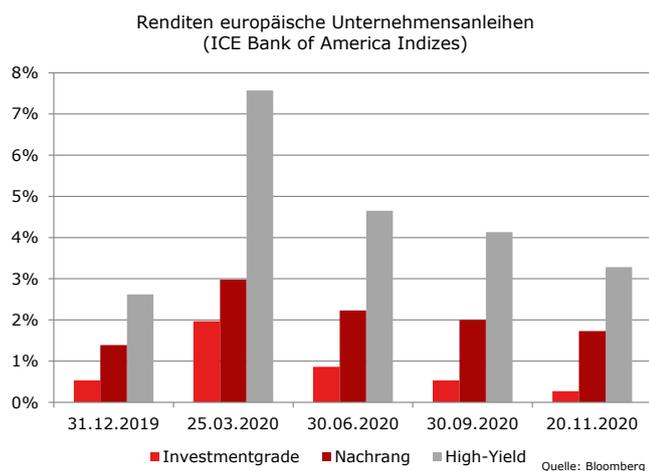
bleiben, wird es den Staaten möglich sein, den COVID-19 bedingten Anstieg der Verschuldung haushaltsverträglich zu refinanzieren. Insbesondere gilt dies natürlich für Länder, die schon vor der Krise mit einem hohen Staatsverschuldung zu kämpfen hatten, wie z.B. Italien. Und auch wenn es niemand offen ausspricht, so ist genau dies das Ziel der expansiven Geldpolitik der EZB: die Finanzierung der Staatsverschuldung zu niedrigsten Zinsen sicherzustellen. Wir sehen daher in Europa wenig Spielraum für steigende Renditen. Unsere **Jahresendprognose** für 10-jährige **Bundesanleihen** liegt mit **-0,5 Prozent** auf fast unverändertem Niveau.

Auch in den USA rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung bei den Kapitalmarktrenditen, da auch hier der Nachfrageimpuls durch die Notenbank jeden nachhaltigen Renditeanstieg unterbindet. Wir liegen daher mit unserer Jahresendprognose für 10-jährige **US-Treasuries** mit **1,0 Prozent** nur knapp über dem aktuellen Niveau. Mit Staatsanleihen guter Bonität wird somit im nächsten Jahr kein Geld zu verdienen sein, selbst als Versicherung gegen fallende Aktienkurse sind sie kaum noch geeignet. Etwas Performancepotenzial weisen in der Eurozone allein noch Staatsanleihen aus Ländern der Peripherie auf, bei denen sich die Spreads gegenüber Bundesanleihen dank der Käufe der EZB noch weiter einengen können.



Etwas besser sieht es für Anleger bei **Unternehmensanleihen** aus, wenngleich sich die Kreditaufschläge für Anleihen mit Investmentgrade-Rating stark eingengt haben und die Renditen bereits unter den Jahresanfangsständen liegen. Da die EZB auch Unternehmensanleihen kauft, ist zwar noch ein wenig Spielraum für weitere Renditerückgänge vorhanden, allerdings sind die absoluten Tiefststände aus der Zeit vor der Lehmann-Krise nicht mehr allzu weit entfernt. Zudem werden mit zunehmendem Renditerückgang die absolut erzielbaren laufenden Erträge (Kupons) immer geringer, womit die

Attraktivität für Privatkunden abnimmt. Daher werden wir zwar weiter Unternehmensanleihen mit Investmentgrade gegenüber Staatsanleihen übergewichten, aber das absolute Gewicht in unserer Allokation nicht weiter erhöhen, da wir das Performancepotenzial bei Unternehmensanleihen im nächsten Jahr nur auf gut ein Prozent veranschlagen. Dabei dürfte es anders wie in diesem Jahr so sein, dass die schlechteren Ratings die bessere Wertentwicklung aufweisen. Allerdings sind wir für Anleihen von Finanzinstituten (Financials) nicht sonderlich positiv gestimmt, da nach Ende der COVID-19-Schuldenmoratorien ein Anstieg der Kreditausfälle wahrscheinlich ist. 50 Prozent der gestundeten Kredite waren bereits vor September fällig, 85 Prozent vor Dezember 2020. Auch wenn die Moratorien sehr wahrscheinlich verlängert werden, sollte sich dies nach unserer Einschätzung negativ auf die Performance von Banken-Anleihen auswirken, die wir daher in unserer Allokation untergewichten.



Das interessanteste Marktsegment stellen im nächsten Jahr unserer Meinung nach **High-Yield-Anleihen** und auf Nachranganleihen dar. Hier ist durchaus noch Potenzial für Renditerückgänge und eine positive Performance zu erkennen. Das nachhaltigste Argument, das aus unserer Sicht für High-Yield-Anleihen spricht, ist die deutliche konjunkturelle Erholung im nächsten Jahr, verbunden mit einer sehr expansiven Geldpolitik. Zum einen profitieren die Unternehmen von steigenden Umsatz- und Ertragserwartungen, und zum anderen können sie sich relativ günstig am Kapitalmarkt refinanzieren. Wir gehen davon aus, dass sich gerade europäische High-Yield-Anleihen aufgrund ihrer hohen Qualität – der Anteil von BB-gerateten Unternehmen liegt bei über 70 Prozent – gut entwickeln werden. Dafür spricht auch der bisher nur geringe Anstieg der Ausfallraten. Alles in

dem dürften in diesem Segment der risikoreicheren Unternehmensanleihen rund drei Prozent zu verdienen sein. Neben europäischen High-Yield-Anleihen setzen wir auch verstärkt auf die sehr positive wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern, insbesondere in Asien und vor allem in China. Dies stellen wir in der Allokation wie für europäische High-Yield Unternehmensanleihen vorrangig über Fondsvehikel dar, um so von der Erfahrung des Fondsmanagements vor Ort und von der deutlich höheren Diversifikation profitieren zu können.

Bei den **Nachranganleihen** setzen wir verstärkt auf Emittenten aus dem Investmentgrade-Bereich mit sehr geringen Ausfallrisiken. Hier lohnt es sich aus unserer Sicht noch, in der Kapitalstruktur weiter nach unten zu schauen und von den deutlich höheren Renditen gegenüber erstrangigen Anleihen – bei gleichem Ausfallrisiko – zu profitieren. Die Kursverluste nach dem Einbruch im März wurden noch nicht vollständig aufgeholt, und wir erwarten, dass sich der zuletzt positive Trend mit der konjunkturellen Erholung fortsetzt und sich die Kreditaufschläge sogar unter die Werte vom Jahresbeginn 2020 einengen können. In der Allokation bedeutet dies, dass wir sowohl High-Yield-Anleihen aus Europa und Asien als auch Nachranganleihen übergewichten.

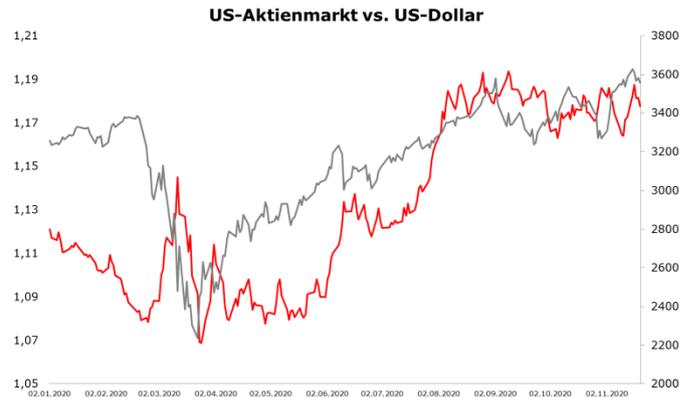
Interessante alternative Anlageideen auf der Anleihe Seite stellen für uns nach wie vor die Segmente **Mikrofinanzprodukte** und **Katastrophenanleihen (Cat Bonds)** dar. Gerade Mikrofinanzprodukte erfreuen sich aufgrund der zunehmenden Bedeutung des Themas Nachhaltigkeit einer hohen Beliebtheit und erwirtschaften bei einer sehr niedrigen Korrelation zum übrigen Kapitalmarkt attraktive Returns von etwa zwei Prozent p.a. Auch bei den Katastrophenanleihen ist der wichtigste Faktor die sehr geringe Korrelation zu den übrigen Anleihekategorien. Zudem sind die Ertragschancen aufgrund der in diesem Jahr sehr aktiven Feuer- und Hurrikan-Saison gestiegen, da sich die Prämien für Versicherungen gegen Naturkatastrophen erhöht haben und damit einhergehend auch die Zinsen für Katastrophenanleihen angestiegen sind. Der Total Return dieser Anlageklasse sollte im nächsten Jahr zwischen drei und fünf Prozent betragen. Somit berücksichtigen wir beide Assetklassen in unserer Allokation auch im nächsten Jahr.

Eine weitere wichtige Frage für die Allokation innerhalb der Assetklassen betrifft die Attraktivität von Fremdwährungen. Für den **US-Dollar** rechnen wir für

Konjunktur und Strategie

das nächste Jahr mit einer Seitwärtsbewegung. Investitionen in den Dollarraum konnten in den vergangenen Jahren stets eine (in US-Dollar gemessen) deutlich höhere Verzinsung bieten. Hierdurch stieg die Nachfrage nach US-Dollar-Assets, und der Greenback wertete in der Tendenz auf. Nachdem die Zinsdifferenz seit 2019 kontinuierlich fiel, ist sie mittlerweile fast auf null gesunken.

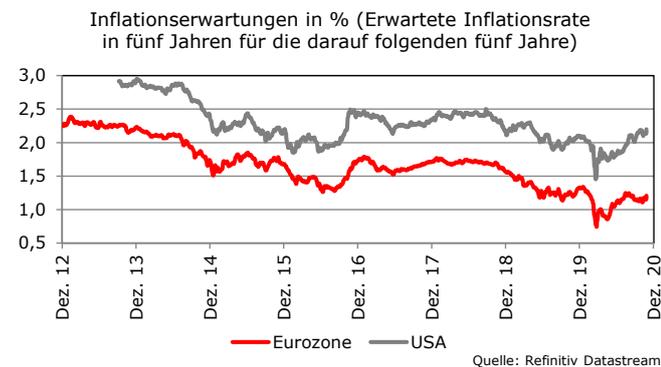
künftige Preissteigerungsrate somit im Zielkorridor, jedoch hat die Federal Reserve mit der Neuausrichtung der Geldpolitik ihre Priorität in Richtung Vollbeschäftigung verändert. Vor diesem Hintergrund würde sie zukünftig somit auch ein Überschießen der Inflation temporär tolerieren. Deshalb erwarten wir für das Jahr 2021 einen US-Dollar, der sich gegenüber dem Euro auf einem Niveau von rund 1,20 EUR/USD einpendelt.



Bitte beachten Sie, dass frühere Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertveränderungen sind.

Gemessen an der Vergangenheit würde dieser Rückgang Kurse von etwa 1,25 EUR/USD rechtfertigen. Jedoch sind die strukturellen Probleme der Eurozone nicht gelöst, auch wenn mit dem Wiederaufbaufonds eine gemeinsame Fiskalpolitik begonnen wurde. Zudem bleibt die EZB weit von Ihrem Inflationsziel entfernt, wie die am Markt gehandelten, langfristigen Inflationserwartungen zeigen. Deswegen gehen wir für das Dezember-Meeting der Europäischen Zentralbank davon aus, dass weitere expansive Maßnahmen beschlossen werden, was den Euro tendenziell schwächen wird.

einer Entspannung der COVID-19-Krise. In diesem Jahr hat sich wieder einmal gezeigt, dass in Stressphasen der Dollar gegenüber dem Euro aufwertet. Erst mit der einsetzenden Entspannung am Aktienmarkt hat sich der Rückgang des Zinsvorteils des US-Dollars stärker in der Bewertung niedergeschlagen. Wir erwarten, dass dieser Zusammenhang auch in 2021 Bestand haben und der Dollar auf einen möglichen Anstieg der Risikoaversion erneut positiv reagieren wird.



Wie schon in den letzten Jahren haben viele Investoren, den Abgang auf den Anleihemarkt eingeläutet. Wir sind dennoch der Meinung, dass auch 2021 mit einer gewissen Risikobereitschaft und dank der Unterstützung durch die Notenbanken positive Erträge mit Zinspapieren erwirtschaftet werden können. Diese werden allerdings bescheidener ausfallen als in den vergangenen Jahren.

Während die Kapitalmarktteilnehmer also weiterhin eine deutliche Zielverfehlung der EZB erwarten, wird für die USA mit einem leichten Inflationsanstieg gerechnet. Für die US-Notenbank liegt die erwartete zu-

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	26.11.2020 15:43	19.11.2020 -1 Woche	23.10.2020 -1 Monat	25.08.2020 -3 Monate	25.11.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	29872	1,3%	5,4%	5,7%	6,4%	4,7%
S&P 500	3630	1,3%	4,7%	5,4%	15,8%	12,3%
Nasdaq	12094	1,6%	4,7%	5,5%	40,1%	34,8%
Value Line Arithmetic	7570	3,4%	12,5%	16,7%	17,2%	13,7%
DAX	13311	1,7%	5,3%	1,9%	0,5%	0,5%
MDAX	29170	1,5%	6,9%	5,7%	6,9%	3,0%
TecDAX	3088	1,8%	1,9%	-1,4%	1,4%	2,4%
EuroStoxx 50	3518	1,9%	10,0%	5,7%	-5,1%	-6,1%
Stoxx 50	3090	1,2%	7,8%	3,1%	-7,9%	-9,2%
SMI (Swiss Market Index)	10516	0,2%	4,9%	2,8%	0,5%	-0,9%
FTSE 100	6371	0,6%	8,7%	5,5%	-13,9%	-15,5%
Nikkei 225	26537	3,5%	12,8%	13,9%	13,9%	12,2%
Brasilien BOVESPA	109834	3,0%	8,5%	7,6%	1,3%	-5,0%
Russland RTS	1302	3,4%	11,8%	2,7%	-10,5%	-16,0%
Indien BSE 30	44260	1,5%	8,8%	13,9%	8,2%	7,3%
China Shanghai Composite	3370	0,2%	2,8%	-0,1%	16,0%	10,5%
MSCI Welt (in €)	2590	1,1%	6,2%	6,1%	4,6%	3,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1218	0,9%	6,8%	8,5%	7,0%	3,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	175,33	0	7	-56	424	484
Bobl-Future	135,47	9	-8	80	113	184
Schatz-Future	112,36	4	-2	34	37	45
3 Monats Euribor	-0,53	0	-1	-5	-12	-14
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,53	0	-2	-6	-10	0
3 Monats \$ Libor	0,23	2	2	-2	-169	-168
Fed Funds Future, Dez 2020	0,08	0	0	2	-118	-1
10-jährige US Treasuries	0,88	4	4	21	-89	-104
10-jährige Bunds	-0,58	-1	-1	-12	-23	-40
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	1	0	0	11	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,46	-1	6	-3	12	2
US Treas 10Y Performance	717,59	-0,3%	-0,2%	-1,6%	11,5%	12,8%
Bund 10Y Performance	684,86	0,0%	-0,1%	1,3%	2,4%	4,0%
REX Performance Index	499,48	0,1%	-0,1%	0,2%	0,7%	1,3%
IBOXX AA, €	0,00	-1	-9	-21	-23	-30
IBOXX BBB, €	0,57	-4	-22	-41	-36	-34
ML US High Yield	5,32	-12	-43	-56	-108	-72
Wandelanleihen Exane 25	8100	0,0%	2,6%	3,7%	6,6%	5,8%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	387,57	4,7%	8,0%	7,6%	-7,7%	-11,2%
MG Base Metal Index	342,34	1,8%	6,0%	10,1%	17,8%	14,1%
Rohöl Brent	48,16	8,8%	15,1%	4,9%	-24,2%	-27,4%
Gold	1808,31	-2,7%	-4,8%	-5,9%	24,1%	18,9%
Silber	23,38	-2,2%	-4,9%	-11,4%	37,9%	30,5%
Aluminium	1951,75	-1,4%	6,6%	12,5%	11,8%	9,6%
Kupfer	7283,25	2,9%	6,3%	11,3%	24,5%	18,4%
Eisenerz	123,63	0,6%	2,2%	1,1%	46,7%	35,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1197	5,6%	-15,4%	-21,1%	-11,4%	9,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1898	0,6%	0,4%	0,7%	8,1%	5,9%
EUR/ GBP	0,8928	-0,3%	-1,6%	-0,9%	4,6%	5,4%
EUR/ JPY	124,06	0,8%	-0,1%	-1,3%	3,5%	1,7%
EUR/ CHF	1,0806	0,1%	0,8%	0,5%	-1,6%	-0,4%
USD/ CNY	6,5763	-0,1%	-1,6%	-4,9%	-6,5%	-5,6%
USD/ JPY	104,47	0,7%	-0,2%	-1,8%	-4,1%	-3,8%
USD/ GBP	0,7505	-0,8%	-2,1%	-1,6%	-3,1%	-0,6%

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Nils Essmann
+49 40 3282-2135
nessmann@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.