UniCredit
Wealth Management

Monthly Outlook
Juni 2021

Zurück ins Leben

HypoVereinsbank
Wealth Management
Member of UniCredit

Inhalt

Zurück ins Leben

Seite 3 CIO Kommentar

Seite 5 Im Fokus

Seite 9 Wirtschaft & Märkte

Seite 17 Unsere Anlagestrategie

Seite 27 Im Dialog

CIO Kommentar

Zurück ins Leben

Die europäische Impfkampagne schreitet rasch voran und die Stimmung in der Wirtschaft hellt sich spürbar auf. So konnten beispielsweise der deutsche Ifo- und der italienische ISTAT-Index kräftig zulegen. Sowohl der ISTAT, als auch die für Prognosezwecke so wichtige Erwartungskomponente des Ifo-Index haben ihre zyklischen Höchststände aus dem Jahr 2017 bereits wieder erreicht. Auch die Gewinnerwartungen klettern weiter. Allein seit Ende April sind die Gewinnschätzungen der Analysten für europäische und US-Aktien für das laufende Jahr um über 3% gestiegen. Auch für die Folgejahre weisen die Schätzungen deutlich nach oben.

In der EU sind mittlerweile rund 20% der Bevölkerung vollständig geimpft, in den USA und in Großbritannien sind es etwa 40%. Allerdings ist die wöchentliche Impfrate in Europa inzwischen deutlich höher als in den USA. Hierzulande werden pro Woche 5% bis 6% der Bevölkerung geimpft. In den USA ist dieser Wert von einem Höchststand bei fast 7% im April auf nunmehr 2% gesunken. Das Impftempo im Verbund mit den Lockdownmaßnahmen der vergangenen Monate macht sich auch in den Inzidenzraten bemerkbar, also in der Rate der Neuinfektionen der letzten sieben Tagen pro hunderttausend Einwohner. Sie ist in Europa zuletzt auf unter 50 gesunken, was zu Lockerungen der Kontaktrestriktionen geführt hat.

Viele Bürger konnten in den vergangenen Wochen zum ersten Mal seit dem Beginn der zweiten Corona-Welle im Herbst letzten Jahres wieder außer Haus zum Essen gehen. Eine befreiende Erfahrung, die die Stimmung hebt. Die niedrigen Infektionsraten machen auch Hoffnung auf Urlaubsreisen. Das ist einerseits wichtig für die Reiseindustrie und die Länder, deren Wirtschaft stark vom Tourismus abhängt. Andererseits vermittelt das auch ein Gefühl von zunehmender Normalisierung und die Aussicht, die Pandemie baldmöglichst hinter uns lassen zu können.

Bis zum Ende der Pandemie ist aber noch ein gutes Stück zu gehen. Ein großer Teil der Bevölkerung, auch in Europa, ist bisher noch gar nicht geimpft und in Großbritannien steigen die Infektionsraten derzeit wieder an, obwohl das Land mit die höchsten Impfraten aufweist. Laut Medienberichten könnte das mit dem Auftreten von Virusvarianten zu tun haben. Man sollte solche Risiken nicht vernachlässigen. In den Schwellenländern, wo die Impfraten noch sehr niedrig sind, ist immer wieder von beängstigenden neuen Infektionswellen zu hören. Das gilt

Manuela D'Onofrio

Head of Group Investment Strategy und CIO Group Wealth Management

Philip Gisdakis

Co-CIO of Group Wealth Management und CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank)

für Lateinamerika und Asien gleichermaßen. Es sind also noch weitere Anstrengungen notwendig, auch in der sogenannten entwickelten Welt, bis die Pandemie endgültig besiegt ist.

In diesem Marktumfeld sind die Aktienkurse zuletzt weiter gestiegen, in Europa sogar etwas kräftiger als in den USA. Der STOXX Europe 600 legte seit Ende April um 4,1% zu, der S&P 500 (in USD) nur um 1,1%. Die Renditen europäischer Staatsanleihen waren im Mai recht volatil. So stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zwischenzeitlich auf -0,1%, gab dann aber wieder nach und schloss den Monat nahezu unverändert bei etwa -0,20%.

Ein Faktor, der die Zinsmärkte in Europa stark beeinflusst, ist die Inflation. Die sogenannte Headline-Rate stieg EWU-weit zuletzt auf 2,0% im Jahresvergleich. Betrachtet man aber die aus geldpolitischer Sicht wichtigere Kernrate (ohne die volatilen Bestandteile Energie und Nahrungsmittel), so verharrt diese immer noch auf Niveaus unter 1%. Ein nachhaltiger Inflationsschub lässt sich aus diesen Daten derzeit nicht glaubhaft herauslesen. Zudem zeigen zumindest die aus den Märkten für Inflationsswaps abgeleiteten Inflationserwartungen, dass dies auch für die kommenden Jahre wenig wahrscheinlich ist. Die entsprechenden Erwartungen für die Headline-Inflationsraten bleiben für den Euroraum deutlich unter der Zielmarke der EZB von 2%.

Die bestimmenden Themen für die Kapitalmärkte bleiben also auch zu Beginn der Sommermonate die wirtschaftliche Erholung bzw. der damit einhergehende Anstieg der Inflation und des Renditeniveaus. Wie wir im Fokus-Teil darlegen, zeigen die Erfahrungen der letzten 40 Jahre, dass ein Umfeld mit steigenden Renditen nicht unbedingt ein Problem für Aktienmärkte darstellen muss – zumindest dann nicht, wenn die Renditen durch einen wirtschaftlichen Aufschwung nach oben getrieben werden. Wir gehen davon aus, dass dieses Szenario in den kommenden Monaten Bestand haben wird. Allerdings steht zu erwarten, dass der größte Teil der Aktien-Erholungsrally bereits hinter uns liegt und daher in den Sommermonaten mit einem eher seitwärts gerichteten Markt und Phasen erhöhter Volatilität gerechnet werden sollte. Nichtsdestotrotz sind Aktien in einem solchen Umfeld sowohl aus fundamentalen Gründen – wirtschaftliche Erholung bedingt weiter steigende Unternehmensgewinne – als auch aus einer relativen Betrachtung heraus – steigende Renditen belasten festverzinsliche Anlagen direkt – auch weiterhin interessant.

Im Fokus

Schickt der Inflationsanstieg Aktien auf Talfahrt?

Die Erfolge bei der Bekämpfung der Corona-Pandemie in Europa und den USA haben sowohl die wirtschaftlichen Aussichten als auch die Aktienmärkte in den letzten Monaten beflügelt. Nicht wenige wichtige Aktienindizes konnten in dieser Phase neue Allzeithochs erreichen. Diese Zuwächse wurden begleitet von einer deutlichen Erholung der (erwarteten) Unternehmensgewinne. Allerdings waren die Kurszuwächse höher als der Anstieg der Gewinnerwartungen. Das bedeutet, dass auch die Bewertung, also das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), einen erheblichen Beitrag zur starken Performance geleistet hat. Dieser Anstieg des KGV steht auch im Zusammenhang mit dem während der Pandemie deutlich gesunkenen Zinsniveau. Die Zentralbanken hatten die Wirtschaft in dem Corona-bedingtem Absturz mit Zinssenkungen und massiven Anleihe-Kaufprogrammen stabilisiert und entscheidend dazu beigetragen, sie wieder in Fahrt zu bringen. Mit der zunehmenden wirtschaftlichen Erholung und dem daraus resultierenden Anstieg der Inflation ist das Zinsniveau zum Teil bereits deutlich gestiegen, obwohl die Zentralbanken ihre Stützungsprograme ungebremst fortführen. Die weiter steigende Rendite gepaart mit einer zum Teil recht hohen Aktienbewertung (KGV) sorgt bisweilen für Verunsicherung bei Anlegern. Sie machen sich Sorgen, dass höhere Zinsen und Renditen die Stimmung an den Börsen verhageln könnten.

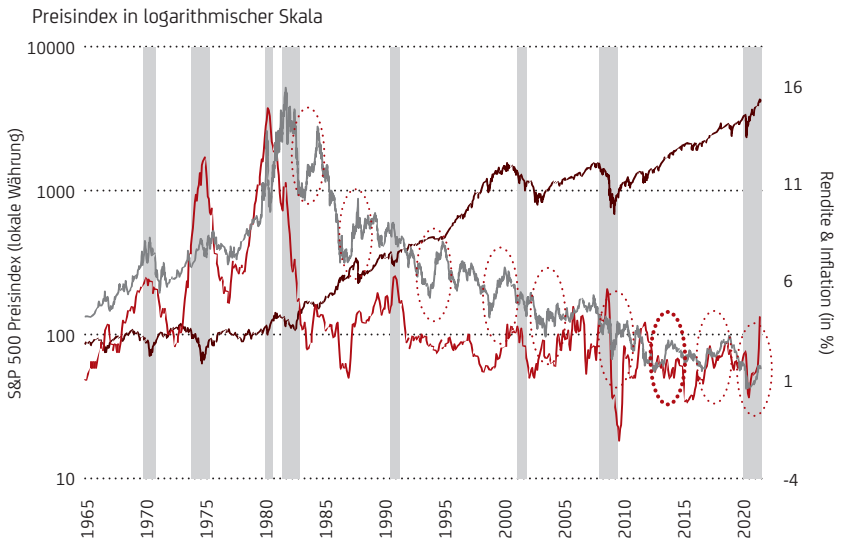
In der folgenden Analyse wollen wir ein paar wesentliche Fakten über den Zusammenhang zwischen steigenden Renditen und der Aktienperformance herausstellen. Aber eines möchten wir gleich vorneweg klarstellen: Historisch betrachtet sind Marktphasen mit steigenden Renditen nicht unbedingt schlecht für Aktien. Im Gegenteil, in den zehn Phasen mit deutlich steigenden Renditen im US-Markt seit den frühen 1980er Jahren sind die Aktien stärker gestiegen als im gesamten Betrachtungszeitraum. Allerdings stehen die Wirtschaften in den USA und Europa nach fast 40 Jahren fallender Renditen möglicherweise am Beginn eines neuen Trends. Ein differenzierter Blick ist also angeraten.

Für unsere Analyse konzentrieren wir uns auf den US-Markt, da hier genügend lange Zeitreihen für Aktienindizes, Renditeniveaus und Inflation zur Verfügung stehen, um entsprechende Aussagen fundieren zu können. Hinzu kommt, dass sich die größten Sorgen bezüglich des aktuellen Renditeniveaus und Inflationsanstiegs auf die USA konzentrieren. Wir betrachten hier Daten ab 1965. Aus diesem Grund verwenden wir in dieser Analyse auch den Preisindex des S&P 500 und nicht den sogenannten „total return index“ (also inkl. Dividenden), da dieser

erst seit dem Ende der 1980er Jahre zur Verfügung steht. Bei der Betrachtung der Aktienmarktperformance über mehrere Dekaden hinweg wäre die Miteinbeziehung von Dividenden allerdings bedenkenswert.

In der folgenden Grafik haben wir, der Übersichtlichkeit halber, den US-Aktienindex in logarithmischer Skala dargestellt. Ihm stellen wir die Rendite 10jähriger US-Treasuries, die Inflationsrate sowie die Rezessionsphasen gegenüber.

1. USA: AKTIENINDEX, RENDITE 10J-STAATSANLEIHEN UND INFLATION



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management. Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Bei Anlagen in Fremdwährungen kann die Rendite in Folge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden sogenannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "passendste" reale (echte) Staatsanleihe als Reverenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe herangezogen. Abgebildet wird die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit unter folgenden Voraussetzungen: Bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung, Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.

Der dargestellte Zeitraum lässt sich grob in zwei Perioden unterteilen – eine Phase mit deutlich steigenden Renditeniveaus, welche die zwei Ölpreiskrisen umfasst und in der US „Savings & Loan"-Krise Anfang der 1980er Jahren kulminierte, sowie die Phase danach, die von einen sukzessiven Rückgang des Renditeniveaus begleitet war. Die Phase bis in die frühen 1980er Jahre war demgegenüber geprägt von hohen Inflationsraten (im zweistelligen Prozentbereich), welche z.T. auch durch die Ölpreiskrisen verursacht wurden und die US-Wirtschaft in eine Rezession schickten. Damals bewegten sich die Aktienmärkte insgesamt eher seitwärts.

Die Hochinflationsphase wurde in der Amtszeit des damaligen Fed-Präsidenten Paul Volcker durch massive Zinserhöhungen beendet (zeitweise betrug der Leitzins 20%).

Ab Mitte der 1980er Jahre setze dann ein Höhenflug an den US-Aktienmärkten ein, welcher bis heute anhält und lediglich zeitweise durch die bekannten großen Krisen („Dot-Com"-Bubble, „Subprime"-Krise und Corona-Pandemie) unterbrochen wurde. Die letzten vier Dekaden waren aber auch geprägt durch einen

sukzessiven Rückgang des Renditeniveaus von etwa 15% Mitte der 1980er Jahre bis auf unter 1% im letzten Jahr.

Allerdings wurde dieser langfristige Renditerückgang immer wieder von Phasen mit steigenden Raten unterbrochen. Und genau diese Phasen wollen wir näher analysieren. Wir haben zwischen 1983 und dem aktuellen Rand zehn Phasen mit deutlich gestiegenen Renditen identifiziert und durch gestrichelte Ellipsen gekennzeichnet (zwischen 2016 und 2018 sind zwei solcher Phasen in einer zusammengefasst). In allen Phasen ist das Renditeniveau von 10jährigen US-Staatsanleihen um mindestens 100 Basispunkte (BP oder 0,1 Prozentpunkte) innerhalb weniger Monate angestiegen. Die Phasen in den 1980er führten zu Renditeanstiegen im Schnitt bei ca. 350 Bp innerhalb von durchschnittlich zehn Monaten. In den 1990er Jahren betrugen die Renditeschübe im Schnitt 250 Bp (innerhalb von durchschnittlich 15 Monaten). Seit den 2000er Jahren beliefen sich die Renditeschübe im Schnitt auf nur etwas weniger als 150 BP bei einer durchschnittlichen Dauer von 8 Monaten. Der Renditeanstieg 2013 (das sogenannte „Taper Tantrum“, rot gekennzeichnet) verdient besondere Beachtung. Dieser Renditeanstieg (zwischen Mai und September 2013 stiegen sie um 135 Bp) wurde ausgelöst durch die Ankündigung der US-Zentralbank, die Anleihekäufe zurückzufahren („Tapering“). Die Bedingungen damals sind denen in der heutigen Zeit nicht ganz unähnlich.

Interessanterweise haben sich die Aktienmärkte in diesen zehn Phasen insgesamt gut entwickelt. Im Schnitt stieg der S&P 500 um 10,7%. Das ist im Übrigen spürbar mehr als die durchschnittlichen 8,8% Preisanstieg pro Jahr in der gesamten Periode von 1983 bis heute. Und in nur zwei der zehn Phasen ist der S&P 500 gefallen. Zwischen Mai 1983 und Juni 1984 stieg die 10-jährige Rendite von 10,1% auf 13,8%, während der S&P 500 um 6,2% nachgab. Und zwischen Oktober 1993 und November 1994 stiegen die Renditen von 5,2% auf 8,0%. Gleichzeitig ging der Aktienindex um 2,4% zurück. In allen anderen Phasen ist der Aktienindex gestiegen, zum Teil sogar deutlich – so auch jüngst.

Zwischen August 2020 und Mai 2021 stiegen die Renditen 10jähriger US-Treasuries von 0,5% auf 1,7%. Im selben Zeitraum kletterte der S&P 500-Index um fast 23%.

Steigende Aktienmärkte während eines spürbaren Renditeanstiegs sind also nichts Ungewöhnliches und ökonomisch auch gut begründbar, steigen die Renditen doch in Phasen wirtschaftlicher Erholung. Solch ein wirtschaftliches Umfeld beflügelt natürlich dann auch die Unternehmensgewinne und treibt somit die Aktienmärkte an.

Es gibt in der jüngeren Vergangenheit in Europa allerdings auch gegenteilige Beispiele. Während der Finanz- und Staatsschuldenkrise stiegen die Renditen von schwer getroffenen Ländern in der europäischen Peripherie zum Teil massiv an. Begleitet wurde diese Entwicklung von deutlich rückläufigen Aktienmärkten. Schuld am Renditeanstieg war hier allerdings eine anziehende Risikoprämie (den sogenannten Risiko-Spread) gegenüber sichereren EUR-Staatsanleihen. Aus diesen Beispielen lässt sich schließen, dass es von zentraler Bedeutung ist, warum die Renditen nach oben weisen. Steigen diese an, weil sich das wirtschaftliche Umfeld aufhellt, so können steigende Renditen durchaus mit anziehenden Aktienmärkten einhergehen. Steigen diese jedoch, weil die Risikoprämie (oder auch Inflationsprämie) anschwillt, so können steigende Renditen mit Preisabschlägen bei Aktien verbunden sein.

Die Phase bis zu Beginn der 1980er Jahre zeigt auch, dass massiv steigende Zinsen problematisch für Aktien sein können. Diese Phase war aber geprägt von Stagflation, also Inflation gekoppelt mit schwachem Wachstum. Im aktuellen Umfeld erscheint aber weder ein Szenario wie die Finanz- und Staatsschulden-

krise noch ein langfristiges Stagflationsszenario ein zentrales Risiko darzustellen. Die Renditen steigen, da sich die Weltwirtschaft nach dem Corona-Schock kräftig erholt und dies letztlich nur zu moderat steigenden Inflationsraten führt. Dass die Konsumentenpreise auch in den kommenden Jahren nachhaltig über dem Zielkorridor der führenden Zentralbanken (meist rund 2%) verharren, erscheint aktuell eher weniger wahrscheinlich.

Für Anleger bleiben daher Aktien nach wie vor die interessanteste Anlageklasse. Aus fundamentalen Gründen – eine wachsende Wirtschaft führt zu steigenden Unternehmensgewinnen – sowie aus einer relativen Betrachtung – belasten steigende Renditen doch die Anleihen. Nichtsdestotrotz ist es nicht unwahrscheinlich, dass ein großer Teil der Erholungsrally bei Aktien bereits hinter uns liegt und die Märkte nun in eine Phase volatiler Seitwärtsbewegung einschwenken – in der es durchaus auch mal zu Rücksetzern kommen kann. Diese dürften aber eher Kaufgelegenheiten als Verkaufsgründe sein.

Wirtschaft & Märkte

Wachstumsschub in Europa

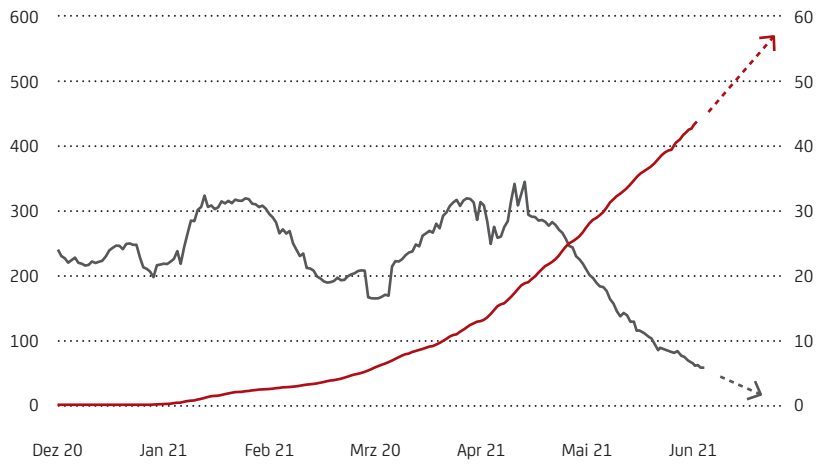
Europa schließt auf! War es zunächst China, das die Weltwirtschaft aus der Corona-Rezession zog, und gegen Ende 2020 dann die USA, die dank ihrer gigantischen Fiskalprogramme zum globalen Wachstumschampion avancierten, bläst nun das rezessionsgeplagte Europa zur Aufholjagd. Die Wirtschaftsleistung könnte bald schon zweistellig wachsen.

Auf Schlagdistanz zu den USA

Ursache für den Wachstumsschub gegen Ende des Frühjahrs sind die Erfolgsmeldungen bei der Pandemie-Bekämpfung. Die dritte Corona-Welle scheint gebrochen, die langanhaltenden, teils scharfen „Lockdown"-Maßnahmen und das wärmer werdende Wetter zeigen Wirkung. Die Inzidenzzahlen gehen zurück. Gleichzeitig wird immer mehr geimpft (siehe Grafik 2). Mittlerweile haben rund 45% der Europäer ihre erste Dosis erhalten. Der Impfvorsprung der Angelsachsen gegenüber dem Euroraum hat sich im Mai nahezu halbiert.

Die Zahl der Neuinfektionen in Relation zur Bevölkerung ist in Italien und Deutschland mittlerweile sogar wieder unter die der USA gerutscht – obwohl letzterem die dritte Corona-Welle erspart blieb.

2. EWU: NACHHALTIGE FORTSCHRITTE BEI DER CORONA-BEKÄMPFUNG

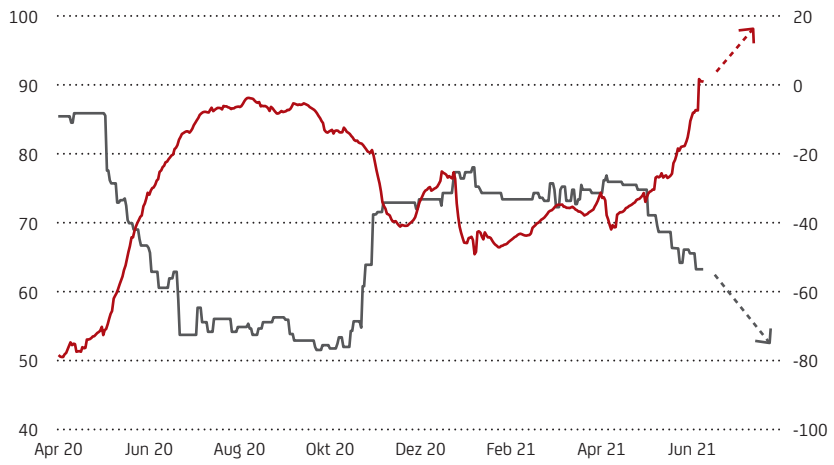


Quelle: www. ourworldindata.org/explorers/coronavirus-data-explorer, UniCredit Wealth Management

Beides erlaubt es immer mehr europäischen Ländern, ihre Restriktionen zu lockern und die Wirtschaft sukzessive zu öffnen. Erstmals seit gut sechs Monaten geht der vielbeachtete Oxford-Stringenzindex nennenswert zurück (siehe Grafik 3). Zeitgleich ziehen die Mobilitätsindikatoren an. Auch hier beginnt sich das Gefälle zu den USA einzuebnen.

Anfang April lag der Google-Mobilitätsindex für Einzelhandel, Freizeit & Erholung im Euroraum noch rund 40% unter seinem Vor-Corona-Niveau; in den USA waren es dagegen nur 17%. Die Differenz ist mittlerweile auf nur mehr 5½ Punkte zusammengeschrumpft.

3. EWU: DIE REGIERUNGEN LOCKERN, DIE MOBILITÄT NIMMT ZU



Quelle: www. ourworldindata.org/explorers/coronavirus-data-explorer, UniCredit Wealth Management

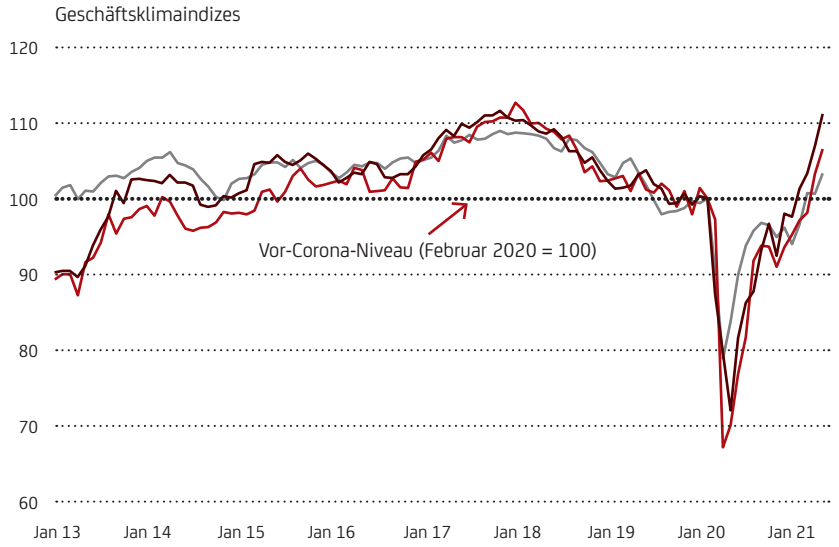
Vor diesem Hintergrund verwundert es kaum, dass die Zuversicht bei Haushalten und Unternehmen rasch zugenommen hat. Im Mai kletterte der EWU-weite aggregierte Einkaufsmanagerindex, einer der verlässlichsten ökonomischen Frühindikatoren überhaupt, auf den höchsten Stand seit mehr als drei Jahren. Anders als in den Vormonaten war der starke Anstieg diesmal allein von den durch den „Lockdown" arg gebeutelten Dienstleistungen getragen. Der Sektor profitiert am meisten von den Öffnungen. Der Index für das Verarbeitende Gewerbe stieg dagegen kaum mehr, markierte aber trotzdem ein neues Allzeithoch.

Im vergangenen Monat legte der aggregierte Einkaufsmanagerindex EWU-weit mit 3,1 Punkten unerwartet stark auf 56,9 Zähler zu. Das Niveau liegt damit weit über dem kritischen Wert von 50, der gesamtwirtschaftliche Expansion von Schrumpfung trennt.

Aber nicht nur sektoral, sondern auch regional wird die Entwicklung zunehmend ausgewogener. Frankreich, Italien und Spanien schließen immer mehr zu dem bislang führenden Deutschland auf. Bei den nationalen Geschäftsklimaindizes sind sie sogar schon vorbeigezogen (siehe Grafik 4). Gemeinsam ist ihnen dabei, dass sie längst schon ihre Vor-Corona-Niveaus hinter sich gelassen haben und allesamt steil nach oben zeigen.

Getrieben wurden die Geschäftsklimaindizes in erster Linie von der Erwartungskomponente. Aber auch die Lageeinschätzung konnte sich zuletzt weiter verbessern.

4. GESCHÄFTSKLIMAINZIDES SINGNALISIEREN WACHSTUMSSCHUB



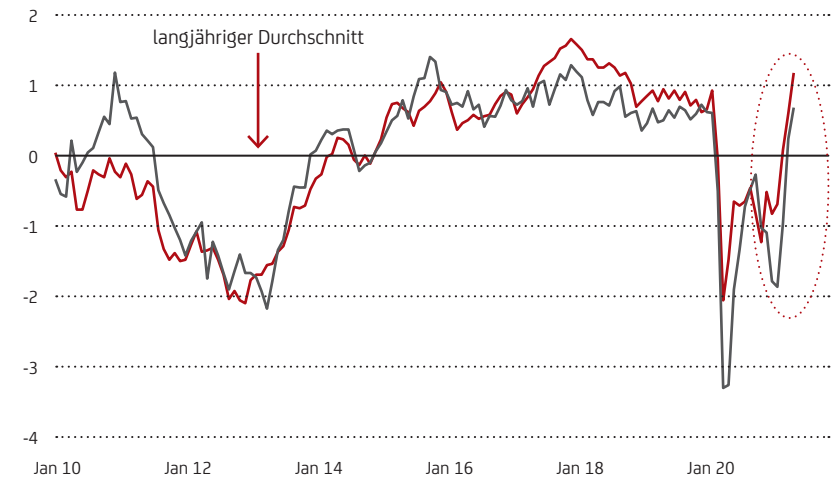
- ISTAT (Italien)
- INSEE (Frankreich)
- Ifo (Deutschland)

Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Letzteres gilt auch für das Verbrauchervertrauen. Monatelang eher dahindümpelnd und zwischenzeitlich sogar rückläufig, ist die Stimmung der Konsumenten in den letzten Wochen regelrecht hochgeschossen (siehe Grafik 5). Das bisherige zyklische Hoch von Anfang 2018 ist auf Schlagdistanz. Im Windschatten des Verbrauchervertrauens hat sich auch das von der EU-Kommission erhobene Geschäftsklima im Einzelhandel mächtig aufgehellt.

Der umfassende Economic Sentiment-Indikator (ESI) der EU-Kommission für den Euroraum legte im Mai um hohe vier Punkte zu und liegt mit 114,5 Zähler nicht mehr weit von seinem Allzeithoch entfernt (Dez. 2017: 115,2). Treiber waren der Dienstleistungssektor und der Einzelhandel. Dabei haben sich auch die Beschäftigungsperspektiven spürbar aufgehellt.

5. STEIGENDES VERBRAUCHERVERTRAUEN STÄRKT DEN EINZELHANDEL



- Konsumentenvertrauen (EU-Kommission, standardisiert)
- Geschäftsklima Einzelhandel (EU-Kommission, standardisiert)

Quelle: Refinitiv Datastream, EU-Kommission, UniCredit Wealth Management

In den harten Daten kann, weil mehrheitlich erst die Entwicklung im April abbildend („publication lag"), der jüngste Stimmungsschub noch keinen Niederschlag finden. Allerdings dürften die in den kommenden Wochen anstehenden Mai- und Juni-Zahlen z.B. für die Einzelhandelsumsätze oder auch die Produktion eine kräftige Beschleunigung zeigen.

Das impliziert, dass unsere Wachstumserwartungen für das laufende Quartal wohl zu vorsichtig waren. Ursprünglich gingen wir davon aus, dass der Euroraum im Frühjahr nicht sehr viel mehr als die Verluste des ersten Quartals wettmachen wird. Nun aber sieht es danach aus, als könnte das EWU-weite BIP um deutlich mehr als 5% (annualisiert) zulegen. Damit würde auch der US-Wachstumsvorsprung im Frühjahr stärker zusammenschmelzen als bislang projektiert – obwohl die boomende US-Wirtschaft noch einmal kräftig zulegen sollte (BIP-Prognose Q2/21: +10%).

Die zum Teil verschärften „Lockdown"-Maßnahmen ließen die EWU-weiten Einzelhandelsumsätze im April noch um 3,1% ggü. Vormonat zurückgehen. Besonders stark waren die Minuskorrekturen in Frankreich und Deutschland.

Der Sommer wird heiß: Konsumschub voraus

Das Ende der Fahnenstange im Euroraum ist damit aber noch nicht erreicht. Für den Sommer erwarten wir einen regelrechten Wachstumsschub. Dann dürfte der Zuwachs des realen BIP in annualisierter Rechnung nicht nur zweistellig ausfallen, sondern auch den der US-Wirtschaft hinter sich lassen. Wichtiger noch: Anders als vor einem Jahr sollte sich der Sommer-„Rebound" nicht nur als Strohfeuer entpuppen, sondern als nachhaltig erweisen. Die Wirtschaft im Euroraum dürfte auch noch in den Folgequartalen überdurchschnittlich stark zulegen, selbst wenn sich die Zuwächse sukzessive abschwächen.

Im Sommer 2020 führten umfangreiche Lockerungen der Corona-Restriktionen dazu, dass das EWU-weite BIP um 12,7% ggü. Vorquartal (nicht-annualisiert!) wuchs. Die zweite und dritte Corona-Welle sorgte danach allerdings für einen erneuten herben Rückschlag (Q4/20: -0,7%, Q1/21: -0,3%).

Indizien für unsere Zuversicht gibt es zur Genüge. So ist, wie Grafik 3 impliziert, in Sachen Öffnung und Mobilität noch reichlich Luft nach oben, bis wieder Normalität eingekehrt ist. Gleichzeitig schwindet mit fortschreitenden Impfzahlen die Korrelation beider Größen mit den Corona-Fallzahlen und dürfte mit einsetzender Herdenimmunität gänzlich zusammenbrechen (sofern nicht neue, gefährlichere Mutationen auftauchen).

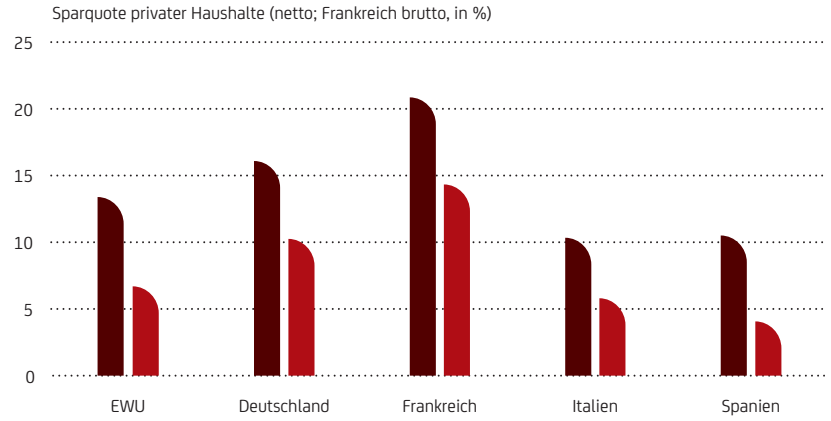
Selbst wenn also im Herbst mit der kälteren Witterung die Corona-Fallzahlen wieder ansteigen dürften (vierte Welle), sollte es angesichts der Herdenimmunität nicht mehr zu spürbaren Lockdownmaßnahmen bzw. Mobilitätseinschränkungen kommen. Anders die aktuelle Entwicklung in Lateinamerika oder auch Asien, wo mangels hinreichender Impffortschritte neue Lockdowns angeordnet werden müssen.

Damit fallen die entscheidenden Produktionshemmnisse im Dienstleistungssektor sukzessive weg. Für die kommenden Monate erwarten wir deshalb einen regelrechten Wachstumsschub im bislang so hart getroffenen Einzelhandel, bei persönlichen Diensten, im Freizeit- und Erholungsgewerbe sowie bei Kultureinrichtungen. Aber auch für das Verarbeitende Gewerbe, das zuletzt weitgehend von Restriktionen verschont geblieben war, sehen wir noch Aufwärtspotenzial. Nicht wenige Unternehmen, allen voran die Autoindustrie, hatten bis zuletzt mit Zulieferproblemen bei Vorprodukten und vor allem Halbleitern zu kämpfen. Letzteres trifft sogar fast die gesamte Industrie. Und auch dem Bau fehlen zunehmend die Vorprodukte bzw. sie verteuern sich massiv (z. B. Bauholz). Kein Wunder, dass die Liefer- und Wartezeiten hier länger geworden sind. Die zunehmende Belebung der Weltwirtschaft aber dürfte sukzessive für Entspannung sorgen.

Wie mächtig das Aufholpotenzial in den kommenden Quartalen wirklich ist, zeigt sich auf der Nachfrageseite, primär dem privaten Verbrauch. Die Kauflaune mag im Euroraum wieder auf Vor-Corona-Niveau gestiegen sein, die Konsumausgaben aber lagen Ende letzten Quartals immer noch 10% darunter. Das war primär dem Angstsparen während der Pandemie geschuldet. Im Euroraum haben sich die Sparquoten, d.h. die Ersparnisse in Relation zum verfügbaren Einkommen, im letzten Jahr schlichtweg verdoppelt (siehe Grafik 6) und dürften, wenn Deutschland Richtschnur bleibt, bis Ende März sogar weiter gestiegen sein.

Im ersten Quartal 2021 stieg die Sparquote in Deutschland laut Bundesbank um rund 4 Punkte auf 20,1%.

6. CORONA TREIBT DIE ERSPARNISBILDUNG

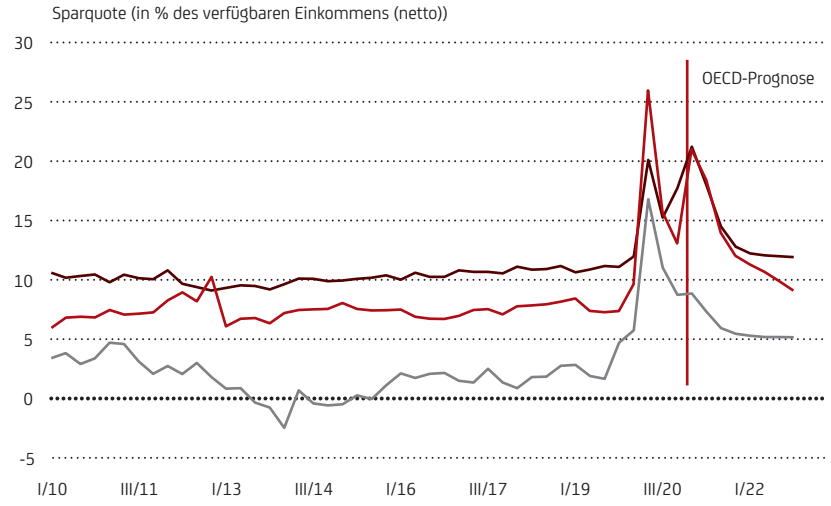


Quelle: Organisation for Economic Cooperation and Development, UniCredit Wealth Management

Demnach haben die privaten Haushalte 2020 etwa 150 Milliarden Euro mehr auf die hohe Kante gelegt als im Jahr davor. Das sind rund 1¼% des EWU-weiten Jahres- bzw. gut 5% eines Quartals-BIP. Natürlich dürfte sich der aufgestaute Konsum nicht innerhalb eines Vierteljahres entladen. Die Entwicklung im letzten Sommer aber macht Hoffnung auf einen regelrechten Konsumschub. Fallende Inzidenzzahlen im Verbund mit umfangreichen Lockerungen ließen damals die Sparquote um etwa zehn Prozentpunkte purzeln (siehe Grafik 7). Gleichzeitig schnellte der private Verbrauch um 14% nach oben – nicht annualisiert wohlgemerkt! Ein kräftiges Plus scheint also auch in diesem Sommerquartal vorprogrammiert.

Zu dem Nachholeffekt gesellt sich dann noch die Unterstützung durch eine wieder zunehmende Beschäftigung und wachsende Einkommen. Laut EU-Kommission sind die Erwartungen von Unternehmen bzw. Haushalten hier klar nach oben gerichtet (link).

7. SPARQUOTEN KÖNNTEN SICH RASCH NORMALISIEREN

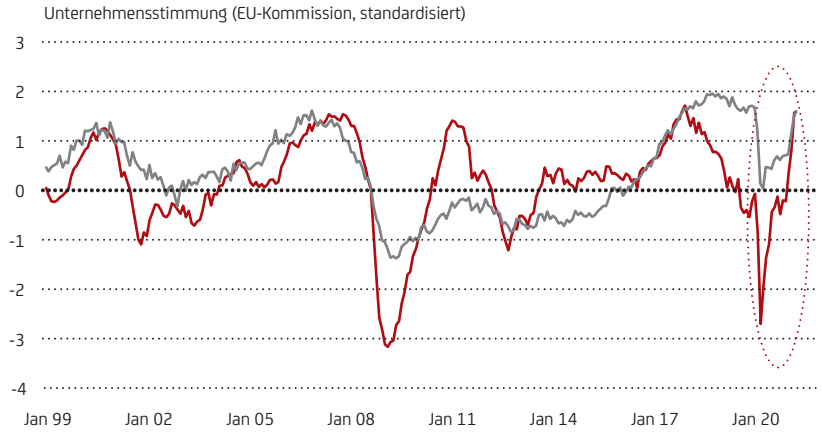


Quelle: Organisation for Economic Cooperation and Development, UniCredit Wealth Management

Die OECD geht davon aus, dass sich die Sparquote in Deutschland bis Ende des Jahres weitgehend normalisiert hat (link).

Impulse für die kommenden Monate erwarten wir zudem von einer regeren Investitionstätigkeit, damit die anschwellende Nachfrage letztlich auch bedient werden kann. Aktuell jedenfalls sind die Industrieläger leergefegt. Gleichzeitig könnte die Zuversicht der Investitionsgüterhersteller und in der Bauwirtschaft (auch Gewerbebau) kaum höher sein (siehe Grafik 8).

8. INVESTITIONSSTIMMUNG KÖNNTE BESSER KAUM SEIN



Quelle: Refinitv Datastream, EU-Kommission, UniCredit Wealth Management

Der Subindex der Lagerhaltung der Einkaufsmanagererhebung ist zuletzt weiter gesunken und nähert sich seinem Allzeittief vom Mai 2009, als die Wirtschaft im Euroraum aus der Finanzmarktkrise zu wachsen begann.

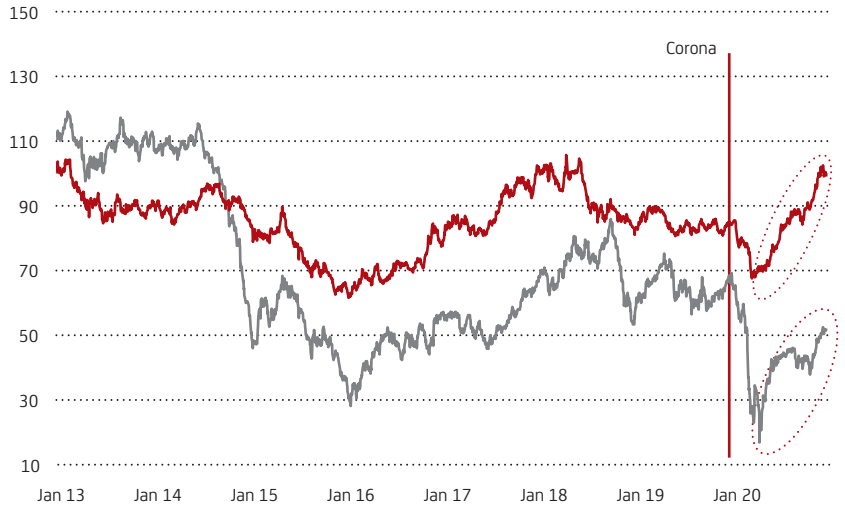
- Investitionsgüterhersteller
- Bauwirtschaft

Und weil auch die Fahrt aufnehmende Weltwirtschaft der exportlastigen Wirtschaft im Euroraum besonders zugutekommt, können wir getrost dabei bleiben: In der zweiten Jahreshälfte dürfte Europa die USA als globaler Wachstumschampion ablösen.

Inflation zieht an, Risiken bleiben aber überschaubar

Der Nachfragesog hat aber auch seine Schattenseiten, treibt er doch die Teuerung über die Niveaus hinaus, die nach Überwindung einer globalen Rezession üblicherweise zu erwarten sind, wenn Rohstoff- und Energiepreise kräftig anziehen. Letzteres war auch jetzt so (siehe Grafik 9).

9. ROHÖL UND INDUSTRIEMETALLE HABEN SICH SPÜRBAR VERTEUERT



Quelle: Refinitv Datastream, UniCredit Wealth Management

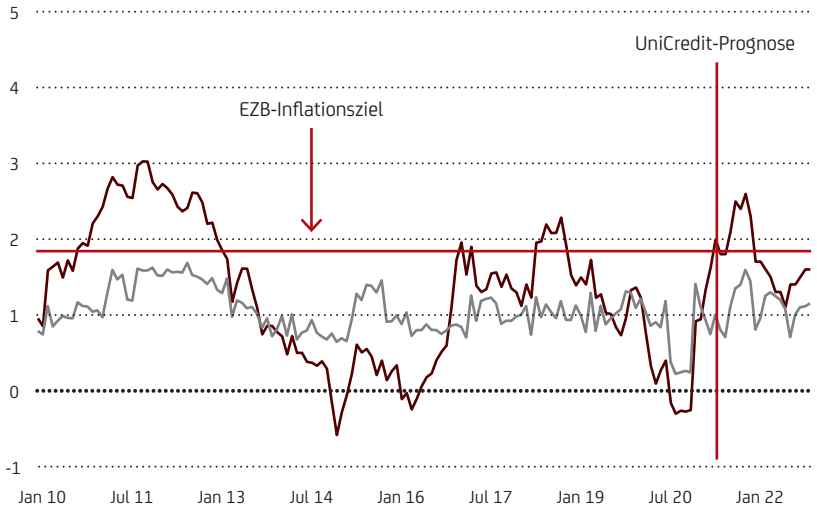
Demgegenüber sollte diesmal aber auch die Kernrate spürbar anziehen, also die Teuerungsrate ohne die volatilen Bestandteile Energie oder Lebensmittel. Grund dafür ist der regelrechte Nachfragesog bei Dienstleistungen (aufgestauter Konsum), der den Unternehmen Preisüberwälzungsspielräume eröffnet, die sie nach der langen Corona-Durststrecke auch nutzen dürften. Gleiches gilt für das Verarbeitende Gewerbe. Dort sollten nachfragebedingt lange Lieferzeiten und steigende Inputpreise mit dafür sorgen, dass sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation in den kommenden Monaten spürbar anziehen. Erstere dürfte, so unsere Kollegen von UniCredit Research, gegen Jahresende sogar über das Inflationsziel der EZB hinausschießen – allerdings nur vorübergehend (siehe Grafik 10).

Problematisch wird ein Inflationsanstieg aber immer erst dann, wenn es zu Zweitrundeneffekten kommt, weil etwa Lohnforderungen hochschnellen oder Kapazitäten (Kapitalstock und Arbeitskräfte) bereits voll ausgelastet sind. Soweit dürfte es in Europa diesmal nicht kommen. Zum einen sollte sich der aufgestaute Konsum relativ rasch entladen und dann wieder auf Normalmaß zurückbilden. Zum zweiten gibt es noch reichlich Kapazitätsreserven. Noch liegt das reale BIP deutlich unter seinem Vor-Corona-Niveau („economic slack"), noch ist die Arbeitslosigkeit bzw. Unterbeschäftigung (Kurzarbeit) vergleichsweise hoch und der Kapitalstock unterausgelastet. Zudem lässt die zunehmende Investitionstätigkeit ihn schon wieder wachsen.

Die Kernrate gilt ökonomisch als das überlegene Inflationsmaß, weil (saison) übliche Schwankungen bei Lebensmittel-, Treibstoff- oder auch Energiepreisen aus der Gesamtinflationsrate herausgerechnet werden, um so falschen Signalen vorzubeugen.

Steigt die Inflation als Folge eines Nachfrageüberhangs spricht man von „demand pull inflation". Demgegenüber ist die „cost push inflation" rasch steigenden Löhnen oder Inputpreisen geschuldet.

10. EWU: INFLATION ZIEHT AN, ABER NUR VORÜBERGEHEND



- Gesamtinflation (% ggü. Vorjahr)
- Kernrate (d.h. ohne Energie, Nahrungsmittel, Tabak)

Quelle: Refinitv Datastream, UniCredit Wealth Management

Gründe genug, warum sich die EZB relativ gelassen gibt und zur Absicherung ihr Pandemiekaufprogramm zwischenzeitlich sogar wieder hochgefahren hat. Wenn sich im Laufe des kommenden Jahres die Inflation dann näher am EZB-Ziel als an der gefährlichen Nulllinie (Deflationsrisiken) einpendelt, ist eine hyperexpansive Geldpolitik allerdings nicht mehr notwendig. Dann wird die EZB damit beginnen, ihre Wertpapierkäufe zurückführen. Mit Zinserhöhungen wird die Europäische Notenbank aber noch länger warten (nicht vor 2023).

In den USA ist die Situation dagegen angespannter. Dort ist kein „economic slack“ mehr auszumachen. Gesamtwirtschaftlich ist das Vor-Corona-Niveau bereits wieder erreicht. Gleichzeitig brummt der Arbeitsmarkt. Zudem ist der Preisdruck auf den Vorstufen deutlich höher als bei uns. Kein Wunder, dass das von der Fed präferierte Inflationsmaß, der Deflator der persönlichen Konsumausgaben, mit 3,6% („headline“) bzw. 3,1% (Kernrate) schon weit über ihrem Ziel liegt (2%). Die US-Notenbank hat zwar schon 2020 klargemacht, dass sie ein temporäres Überschießen tolerieren wird. Um Zweitrundeneffekte zu vermeiden, wird sie wohl gezwungen sein, schon im Sommer die Debatte über eine Rückführung ihrer Wertpapierkäufe zu führen, die Entscheidung im Herbst anzukündigen und ab dem Jahreswechsel die Käufe schrittweise zurückzuführen. Mit Zinserhöhungen dürfte auch sie noch lange warten, allerdings (deutlich) vor der EZB agieren.

Nach der Enttäuschung im April wurden im Mai bereits wieder fast 500.000 neue Jobs geschaffen.

Unsere Anlagestrategie

Höheres Wachstum versus steigende Inflation

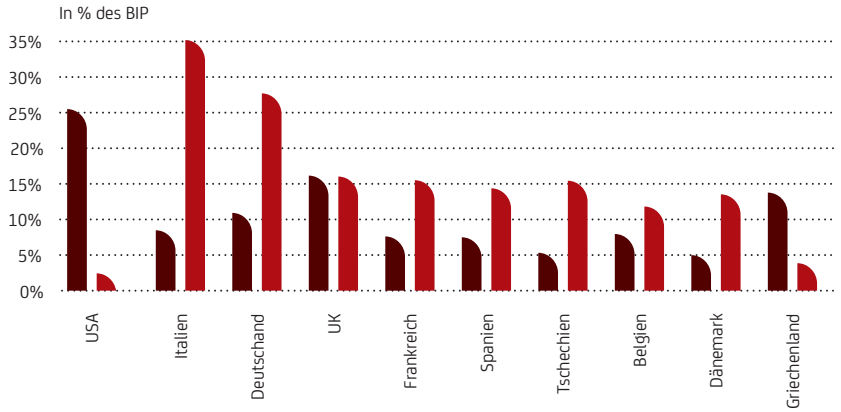
ANLAGE		INVESTMENTUNIVERSUM	UNSERE POSITIONIERUNG: UNTERGEWICHTEN	NEUTRAL GEWICHTEN	ÜBERGEWICHTEN
ANLAGEKLASSEN		Aktien Global	○	○	●
		Renten Global	○	●	○
		Liquidität	●	○	○
		Alternative Investments/Rohstoffe	○	●	○
ANLAGE-KLASSEN IM DETAIL	AKTIEN	USA	○	●	○
		Europa	○	○	●
		Pazifik (Entwickelte Märkte[1])	○	●	○
		Schwellenländer	○	○	●
	RENTEN	EWU Staatsanleihen	●	○	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen	○	●	○
		EURO Investment Grade Unternehmensanleihen	○	○	●
		Hochzins Unternehmensanleihen	●	○	○
		Schwellenländeranleihen	○	○	●
	ROHSTOFFE	Öl	○	●	○
		Gold	○	○	●

[1]Australien, Japan, Hong Kong, Neuseeland, Singapur

Risikobehaftete Anlagen erhalten weiterhin Unterstützung von der weltwirtschaftlichen Erholung. Der Bloomberg-Konsens erwartet globale BIP-Zuwächse von 6% für 2021 bzw. 4½% für 2022. Grund dafür sind die stark expansiv bleibende Geld- und Fiskalpolitik sowie die Normalisierung mit dem Abebben der Corona-Krise.

Die direkten fiskalischen Anreize im Zuge der Pandemie waren insbesondere in den USA sehr beeindruckend und beliefen sich auf 25% des BIP – mehr als das Doppelte der Anreize in den europäischen Ländern. Sie konzentrierten sich auf direkte Zahlungen an die Bürger (Corona-Schecks, siehe Grafik 11). In Europa hingegen wurden wurde der Fokus auf Kredite, Beteiligungen, Garantien sowie die Aufrechterhaltung des Beschäftigungsniveaus (vor allem Kurzarbeit) gelegt.

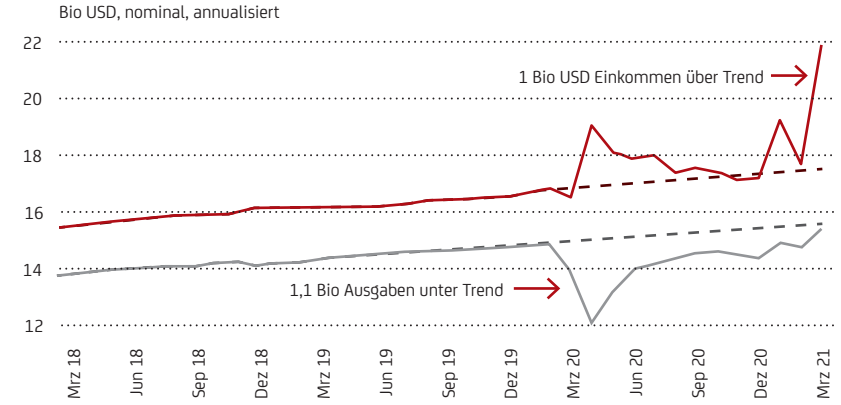
11. FISKALISCHE REAKTIONEN AUF DIE CORONA-KRISE



Quelle: Internationaler Währungsfonds, UniCredit Wealth Management

Das gesamte US-Fiskalprogramm in Höhe von 6 Billionen USD stellt jedoch ein hohes Inflationsrisiko dar, da es im Vergleich zur US-Produktionslücke zu groß ist. Zusätzlich zur aktuellen angebots- und rohstoffgetriebenen Inflation hat sich dank der Konjunkturpakete und des Nachholbedarfs ein Nachfrageüberschuss von 2,1 Billionen USD angesammelt (siehe Grafik 12).

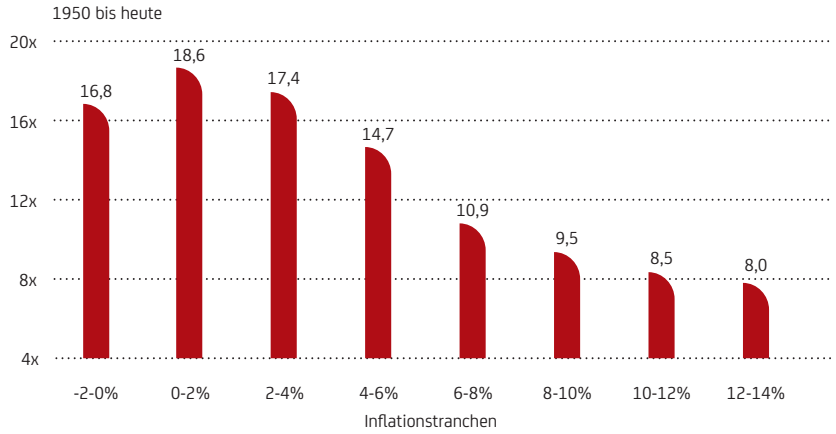
12. EINKOMMEN UND AUSGABEN IM VERGLEICH ZUM VOR-CORONA-TREND



Quelle: US Bureau of Economic Analysis, UniCredit Wealth Management

Ein Überschießen der Inflation auf 4%-6 % ist zwar nicht unser Basisszenario, stellt aber ein nennenswertes Risiko dar, das genau beobachtet werden sollte. Denn die Kurs-Gewinn-Ralationen beginnen historisch gesehen zu schrumpfen, wenn die Inflationsrate über 4% steigt (siehe Grafik 13).

13. KURS-GEWINNVERHÄLTNIS UND INFLATIONSUMFELD

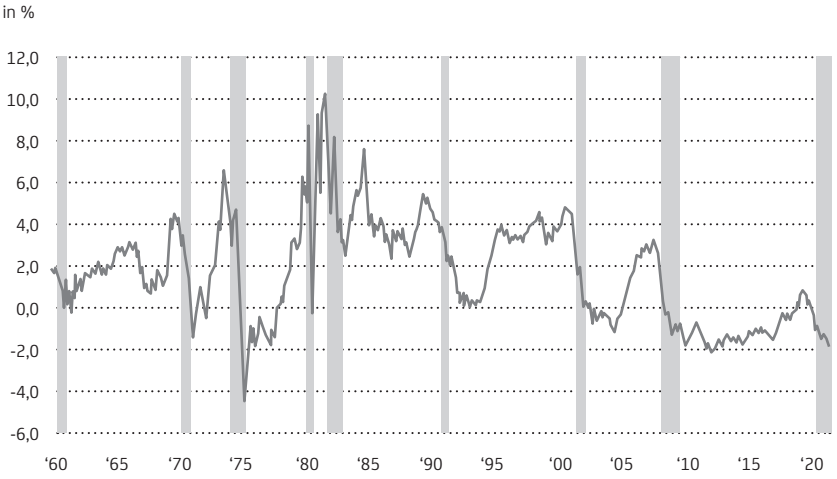


S&P 500 Kurs-Gewinn-Verhältnis (12 Monate rollierend)

Quelle: Strategas, UniCredit Wealth Management. Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können womöglich nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei Anlagen in Fremdwährungen kann die Rendite in Folge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Die Risiken für Aktien hängen mit der Überlegung zusammen, dass eine steigende Inflation eine restriktivere Geldpolitik bedeuten könnte. Höhere Zinsen (mit denen ja die Cashflows der Unternehmen auf den Gegenwartswert abdiskontiert werden) aber begrenzen die Preissetzungsmacht der Unternehmen, was zu einem Druck auf ihre Gewinnmargen führt. Es ist jedoch wichtig darauf hinzuweisen, dass die realen kurz- und langfristigen Zinsen weiterhin im negativen Bereich liegen werden (siehe Grafik 14). Das aber bedeutet, dass die Unterstützung für Aktien auch weiterhin gegeben ist.

14. REALE FED-FUNDS-SÄTZE RUTSCHEN WEITER IN NEGATIVES TERRAIN



US-Rezessionsphasen

Quelle: Strategas, UniCredit Wealth Management Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung.

Eine auch nur etwas höhere Inflation aber bedeutet, dass die Aktienmärkte wahrscheinlich volatiler und allein vom Gewinnwachstum pro Aktie abhängig sein werden, da die Geldpolitik allmählich restriktiver wird.

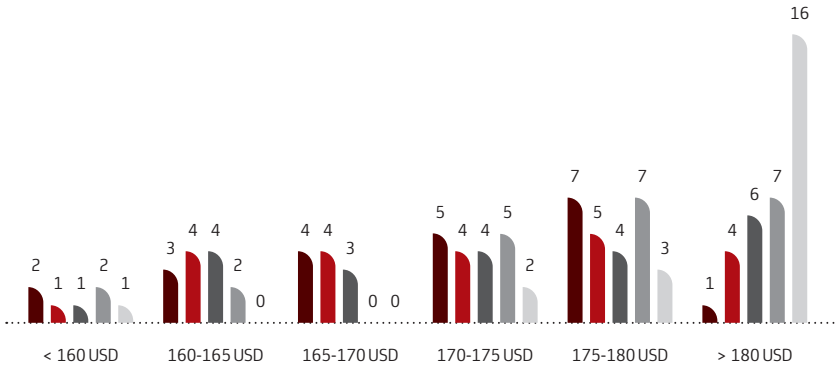
In den entwickelten Märkten („Developed Markets") erwarten wir, dass die Fed noch im Herbst ein „Tapering" (Rückführung der Wertpapierkäufe) bekanntgeben wird, während die EZB versucht sein könnte, das zuletzt wieder hochgefahrene Tempo des Pandemiekaufprogramms PEPP in den kommenden Monaten allmählich auf seinen status quo ante zu begrenzen. In den Schwellenländern hat sogar schon der Zinserhöhungszyklus eingesetzt, der sich voraussichtlich fortsetzen und auf weitere Länder ausweiten sollte. Neben Russland, Brasilien und der Türkei, die die Leitzinsen bereits angehoben haben (weitere Schritte sollten folgen), dürften auch Südafrika, Kolumbien, Chile, Ungarn, die Tschechische Republik und Polen ihre Leitzinsen im Laufe des Jahres nach oben setzen. Die Zentralbanken der Schwellenländer müssen sich der steigenden Inflation stellen und vor der Fed handeln, um eine Abwertung ihrer Währungen zu vermeiden. Hinzu kommt, dass China zwar nicht wirklich eine restriktive Geldpolitik verfolgt, aber eine Verknappung der Kreditvergabe umsichtig steuert.

In diesem Umfeld war die Gewinnsaison für das erste Quartal ermutigend. Die letzte Phase der Berichtssaison bestätigte den Trend eines deutlichen anziehend Gewinnwachstums vor dem Hintergrund der Fahrt aufnehmenden Wirtschaften sowie der günstigen Vergleichsbasis – trotz der hohen Erwartungen. Die Ergebnisse überraschten sowohl in den USA als auch in Europa, wobei der Prozentsatz der Unternehmen, die die Gewinnerwartungen übertrafen, den höchsten Stand der letzten zehn Jahre erreichte. In den USA übertrafen sogar 86% der Unternehmen die Erwartungen und wiesen ein Gewinnwachstum von 50% aus – bei einer positiven Überraschung von 24%. Zyklische Konsumgüter, die Finanzwerte sowie die Grundstoffe trugen am meisten zum starken Gewinnwachstum bei. Die Fluggesellschaften (Industriekomponente) waren der einzig schrumpfende Sektor, während die Versorger stagnierten. Insgesamt wiesen acht von elf Sektoren ein zweistelliges Wachstum auf. Das Umsatzwachstum war mit 10% ebenfalls stark – mit einer positiven Überraschung von 4%. Zehn von elf Branchen wiesen steigende Umsätze aus.

In Europa übertrafen 70% der STOXX Europe 600-Unternehmen, die bereits berichtet haben, die Erwartungen mit einem Gewinnwachstum pro Aktie von 42% und einer positiven Überraschung von 22%; sieben von elf Sektoren meldeten sogar ein zweistelliges Wachstum. Werkstoffe, zyklische Konsumgüter, Technologie- und Finanzwerte führten das Feld an, während Grundnahrungsmittel, die Gesundheitsbranchen und Versorger schwächer waren. Auf Umsatzebene übertrafen 63% der Unternehmen die Erwartungen – mit einem Wachstum von 5% und einer positiven Überraschung von 3%. Sieben von elf Sektoren verzeichneten ein Umsatzwachstum.

Mit Blick auf die kommenden Quartale zeigen die Schätzungen für den USA, dass das Gewinnwachstum für das laufende Vierteljahr deutlich höher ausfallen könnte als im ersten Quartal. Die guten Ergebnisse zu Jahresbeginn haben auch zu einer Aufwärtsrevision der Erwartungen für die kommenden beiden Quartale geführt, jedoch zu einer Abwärtsrevision für den Jahresauftakt 2022, dessen Vergleichsbasis nun herausfordernder geworden ist. Insgesamt erwartet die klare Mehrheit der Analysten für das Geschäftsjahr 2021 nun einen SP&500-Gewinn je Aktie von über 180 USD (siehe Grafik 15).

15. GEWINNERWARTUNGEN FÜR DEN S&P 500

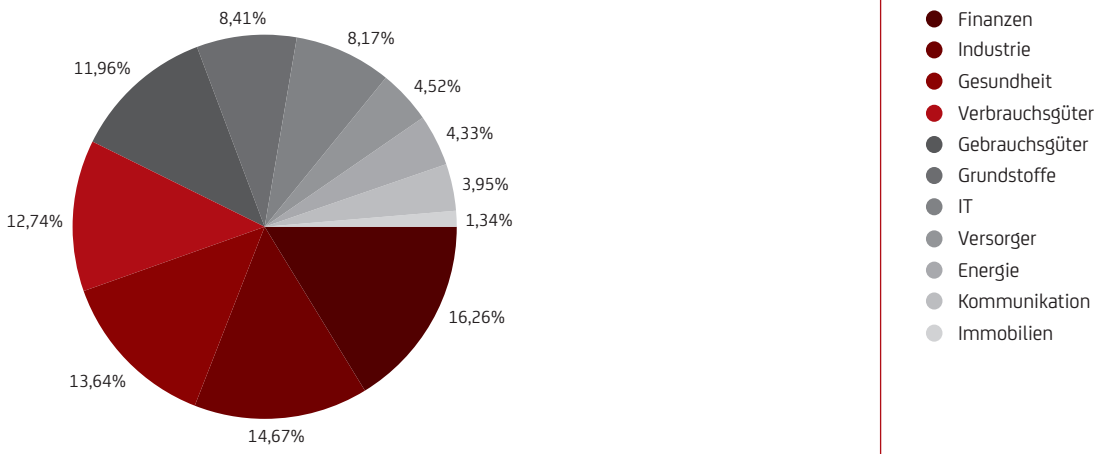


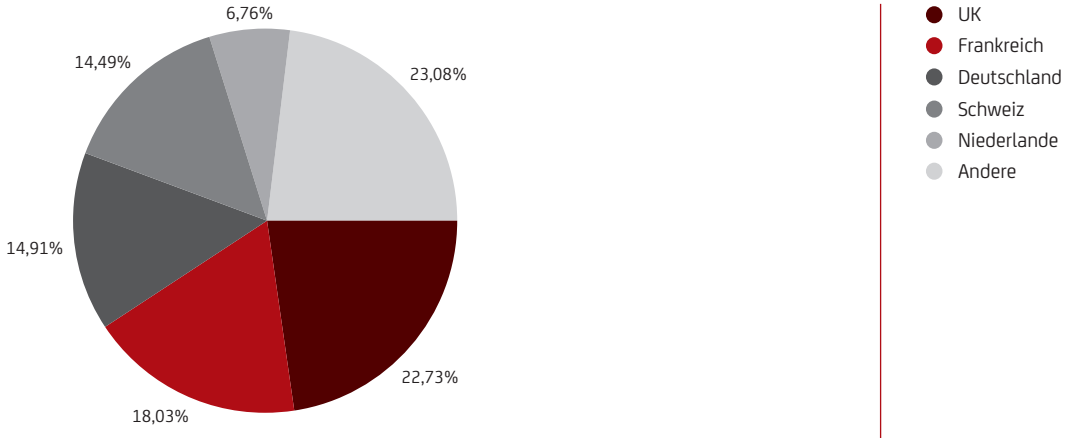
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management. Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können womöglich nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei Anlagen in Fremdwährungen kann die Rendite in Folge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Für Europa rechtfertigt die Verbesserung der Gewinnwachstumsdynamik sowie der Makrodynamik, wie es die Einkaufsmanager oder auch die Ifo-Indizes implizieren, unsere zuversichtliche Haltung (übergewichten). Die europäischen Aktienmärkte profitieren von einer hohen Gewichtung der zyklischen und Value-Sektoren (siehe Grafik 16). Auch in der „Green Economy", die von den ersten Auszahlungen im Zusammenhang mit dem „Next Generation" EU-Programm profitieren wird, gewinnt Europa eine globale Führungsposition.

16. MSCI EUROPE – SEKTOR- UND LÄNDERANTEILE

Index, in EUR



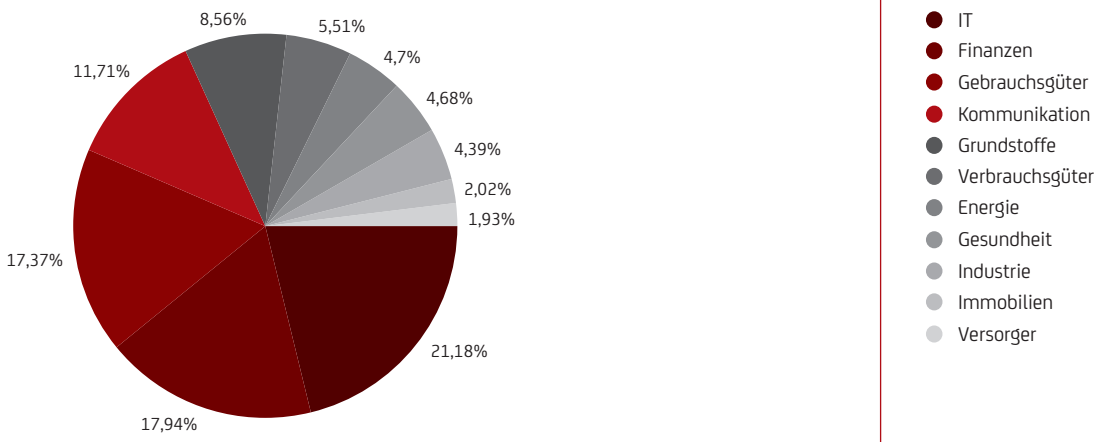


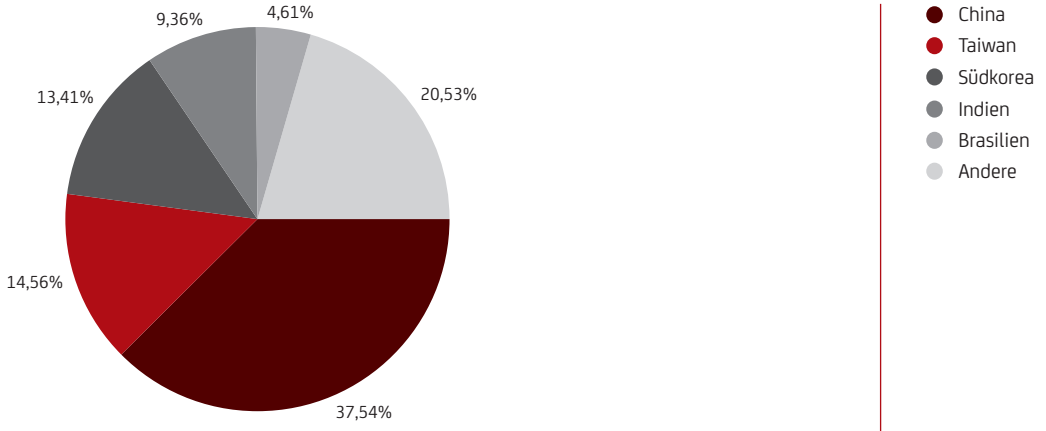
Quelle: MSCI, UniCredit Wealth Management

Wir halten auch an unserer Übergewichtung von Schwellenländeraktien fest. Unterstützung kommt von der Weltwirtschaft und dem Rohstoffzyklus. Im Vergleich zu europäischen Aktien bläst ihnen nun aber sukzessive Gegenwind durch steigende Zinsen und auf der mikroökonomischen Seite durch die höhere Gewichtung des Technologiesektors ins Gesicht (siehe Grafik 17). Auch die niedrige Impfrate vieler Schwellenländer, insbesondere in Asien, und die hohen Inzidenzen in Brasilien/Lateinamerika belasten. Und auch die Konfrontation zwischen den USA und China sollte unter der Biden-Administration zumindest Bestand haben, wenn wahrscheinlich auch im Rahmen eines multilateralen Ansatzes.

17. MSCI EMERGING MARKETS – SEKTOR- UND LÄNDERANTEILE

Index, in USD





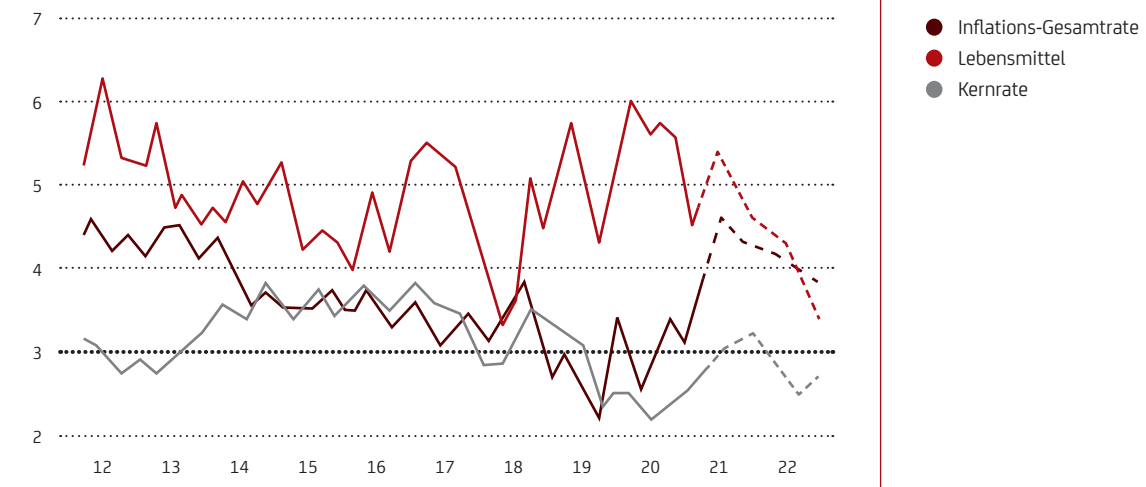
Quelle: MSCI, UniCredit Wealth Management

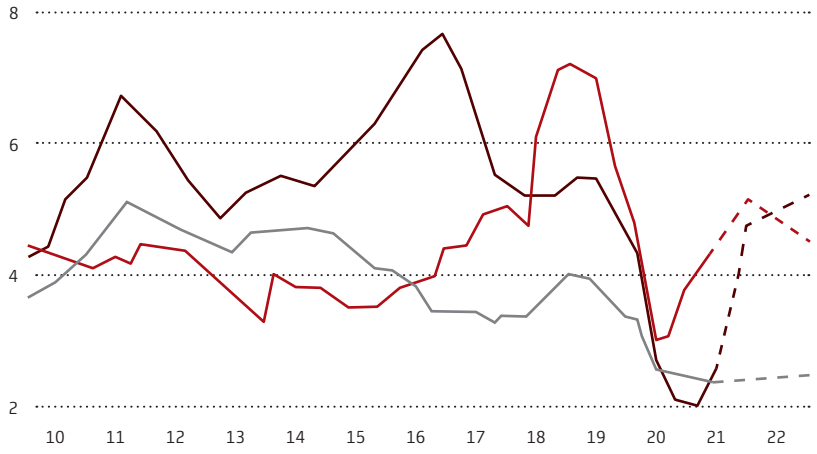
Gleichzeitig bestätigen wir unsere vorsichtige Haltung gegenüber globalen Anleihen, da die Renditen von Anleiheportfolios nach Abzug von Gebühren lediglich die Inflation abdecken dürften.

Wir bleiben bei strikter Durationskontrolle untergewichtet in Staatsanleihen der Kern-EWU-Länder und bevorzugen Staatsanleihen der Peripherie. Wir behalten unseren Fokus auf inflationsgebundene Anleihen, da wir in den kommenden Monaten mit einem Anziehen der Inflation rechnen. Bei den Unternehmensanleihen bleiben wir angesichts der Unterstützung durch die EZB in topgerateten EUR-Papieren übergewichtet, sind uns aber ihres geringeren Spread-Puffers und der Möglichkeit eines langsameren Tempos der PEPP-Käufe bewusst. Bei Schwellenländeranleihen sind wir aufgrund der Erwartung weiter steigender US-Treasury-Renditen, höherer Inflation und des Beginns des Zinserhöhungszyklus in den Schwellenländern defensiver aufgestellt (siehe Grafik 18). Wir reduzieren sowohl das Zins- als auch das Durationsrisiko und selektieren Länder mit fiskalischen Ungleichgewichten und hohem politischen Risiko eher aus.

18. SCHWELLENLÄNDER-INFLATION UND LEITZINSEN ZIEHEN AN

Angaben in %





Leitzinsen Lateinamerika
Mittel- & Osteuropa, Naher Osten & Afrika,
Asien-Pazifik

Quelle: Nationale statistische Ämter, BNP Paribas (gestrichelte), UniCredit Wealth Management

Unsere Anlagestrategie im Überblick

Aktien

Aktien global: Übergewichten

Die Kombination aus massiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen und einer sich verstärkenden globalen Erholung stützt die Aktien, trotz der Restrisiken der Pandemie.

Aktien Europa: Übergewichten

Die Geld- und Fiskalpolitik ist sehr expansiv. Gleichzeitig nimmt die Wirtschaft mächtig Fahrt auf, was die Frühindikatoren belegen. Die höhere Gewichtung von Value- und zyklischen Sektoren gegenüber dem US-Aktienmarkt und attraktive Dividendenrenditen, die deutlich über den Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen liegen, unterstützen ebenfalls.

US-Aktien: Neutral

Die verbesserten Wachstumsaussichten aufgrund der gestiegenen Chancen für eine weitgehende Umsetzung der expansiven Finanzpolitik Bidens stützt den Markt ebenso wie die Impferfolge. Die hohe Bewertung gegenüber z.B. europäischen Aktien belastet.

Schwellenländer-Aktien: Übergewichten

Wir bevorzugen China und generell asiatische Länder, in denen die Wachstumsrate jenseits kurzfristiger Ausschläge höher ist. Eine ausgeprägte Länder- und Sektorselektion wird aber dringend empfohlen. Das Wiederaufleben von Corona in Brasilien und Indien gibt Anlass zur Sorge.

Asien-Pazifik-Aktien (Entwickelte Märkte): Neutral

Japan wird durch die globale Erholung, die hohe Gewichtung von Value- und zyklischen Sektoren unterstützt. Belastungen resultieren aus niedrigen Impfquoten.

Renten

Renten Global: Neutral
Global werden Anleihen durch die expansiven geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken gestützt. Allerdings sind die Bewertungen uninteressant, insbesondere von Staatsanleihen der entwickelten Länder.

Euro Investment Grade-Unternehmensanleihen: Übergewichten
Top-geratete Unternehmensanleihen werden durch die Käufe der EZB immer noch gut unterstützt, aber ihr eingedampfter Renditevorteil macht sie anfällig für steigende Zinsen. Wir bevorzugen angesichts des erhöhten Kapitalpuffers der europäischen Banken finanzielle nachrangige Schuldtitel.

Hochverzinsliche Unternehmensanleihen: Untergewichten
Unter den risikobehafteten Anlageklassen bevorzugen wir derzeit Aktien, da die mangelnde Marktliquidität bei Hochzinsanleihen („high yield") weiterhin ein Problem darstellt.

Europäische Staatsanleihen: Untergewichten
Die Geldpolitik der EZB bleibt äußerst expansiv, aber die Bewertungen der Kernländer-Staatsanleihen sind weiterhin uninteressant. Wir bevorzugen Staatsanleihen der Peripherieländer wie italienische BTP, die von der EZB und dem EU-Wiederaufbaufonds unterstützt werden. Wir präferieren gleichzeitig eine kurze Duration und erhöhen selektiv die Positionierung in inflationsgebundene Anleihen. Dies könnte sich als hilfreich erweisen, um mit dem Basisszenario eines vorübergehenden und moderaten Anstiegs der Inflation umzugehen.

Nicht-EWU Staatsanleihen: Neutral
Angesichts des bereits erreichten Niveaus der US-Treasury-Renditen ist dies rein taktisch zu verstehen.

Schwellenländer-Anleihen: Übergewichten
Auf der Suche nach Rendite eröffnen sich hier Kaufgelegenheiten. Höhere langfristige US-Renditen und ein stärkerer USD haben uns aber defensiver und selektiver werden lassen.

Geldmärkte: Untergewichten
Geldmärkte sind nicht interessant. Geldmarktanlagen scheinen allenfalls als Absicherung gegen Unsicherheit erwägenswert.

Alternative Anlagen: Neutral
Solche Anlagen bieten allenfalls Diversifikationspotenzial.

Rohstoffe

Gold: Übergewichten

Der Goldpreis wird durch die akkommodierende Geldpolitik der Zentralbanken gestützt. Darüber hinaus sollte Gold seine Rolle als „sicherer Hafen“ zur Inflationsabsicherung immer wieder entfalten können.

Währungen

EUR-USD

Der Dollar hat sich in den letzten Wochen gegenüber dem Euro aufgrund der Aussichten auf einer starken wirtschaftliche Erholung im Euroraum und der Beschleunigung der Impfkampagnen abgeschwächt. Längerfristig dürften die Zwillingsdefizite der USA den USD belasten.

Im Dialog

Unsere lokalen Chief Investment Officer (CIOs) im Austausch mit unseren Kunden

Italien

Welche Auswirkungen hat die jüngste Ankündigung der G7-Staaten zur globalen Besteuerung für multinationale Unternehmen?

Am 5. Juni einigten sich die Finanzminister der USA, Kanadas, Japans, Großbritanniens, Deutschlands, Frankreichs und Italiens beim G7-Treffen („Build Back Better World") auf weltweit koordinierte Regeln für die Unternehmensbesteuerung. Während viele Details noch diskutiert und finalisiert werden müssen, sind die Säulen der Vereinbarung bereits verankert.

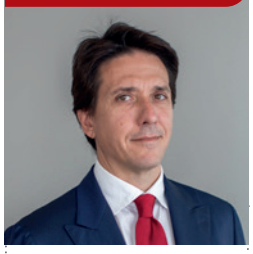
Demnach sollen die größten multinationalen Unternehmen, insbesondere diejenigen mit einer Gewinnmarge von mindestens 10%, insgesamt 20% der Gewinne oberhalb dieser Schwelle in den Ländern versteuern, in denen die Unternehmen tatsächlich tätig sind. Diese Länder haben dann die Möglichkeit, ihre eigenen Steuersätze anzuwenden. Die zweite Säule sieht vor, dass auf Länderebene ein Mindestkörperschaftssteuersatz von 15% festgelegt werden muss, um so internationale Wettbewerbsgleichheit in Sachen Unternehmensbesteuerung sicherzustellen.

Damit wird das rein formale Prinzip des Steuerdomizils für Unternehmen abgeschwächt. Dieses traditionelle Prinzip passt immer weniger in das aktuelle wirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Umfeld, in dem sich die „Remote"- und digitale Wirtschaft immer mehr durchsetzt. Das derzeitige System hat zu großen Verzerrungen geführt. Einige multinationale Unternehmen zahlen einen weit niedrigeren Steuersatz als viele kleine und mittlere Unternehmen.

Neben den sehr positiven offiziellen Kommentaren der G7-Vertreter (einige sprachen sogar von einer histori-

Unseren Experten:

Alessandro Caviglia



CIO
Cordusio Sim

schen Vereinbarung) gab es auch weniger enthusiastische Kommentare. Einige sind der Meinung, dass der Mindestsatz von 15% keine wirkliche Errungenschaft ist, wenn man bedenkt, dass er den Steuersätzen von Ländern ähnelt, die als Steueroasen gelten. Demgegenüber wäre ein Satz von 21% viel effektiver gewesen wäre (das war auch der ursprüngliche Vorschlag, der dann wohl nicht konsensfähig war). Andere sind besorgt, dass noch ein viel breiterer internationaler Konsens erreicht werden muss, sodass zum Beispiel der nächste Schritt die Genehmigung durch die G20 sein sollte. Darüber hinaus muss die nationale Gesetzgebung geändert werden. In den USA ist die Zustimmung beider Kongresskammern nicht gesichert.

Trotzdem möchten wir einige positive Aspekte hervorheben, die dem gesamten makro- und mikroökonomischen Umfeld zugutekommen. Erstens gehören die USA zu den Hauptsponsoren des Projekts. Das ist ein weiteres starkes Signal für die Rückkehr zu Multilateralismus und internationaler Zusammenarbeit, obwohl viele der „üblichen Verdächtigen“ US-Mega-Tech-Unternehmen sind. Zweitens hat das neue Jahrhundert eine dramatische Zunahme der Vermögenskonzentration in Verbindung mit dem Aufstieg des politischen Extremismus gesehen, und zweifelsohne hat der Steuerwettbewerb auf ungleicher Basis zu diesen Ungleichheiten beigetragen. Ein ausgewogenerer Ansatz zwischen der Schaffung von Wohlstand und seiner Verteilung signalisiert den starken Wunsch, die Saat für einen nachhaltigeren langfristigen Wachstumspfad zu legen. Schließlich war der fiskalische Stimulus zum ersten Mal in der jüngeren Geschichte weltweit „abgestimmt“ und führte zu einer großen und beispiellosen Reaktion, um die Wunden der Pandemie zu heilen. Natürlich ging dies mit einem Anstieg der Haushaltsdefizite und der Staatsverschuldung einher. Das Risiko besteht darin, dass sich die wichtigsten Volkswirtschaften der Welt in den nächsten Jahren gezwungen sehen könnten, ein fiskalisches “Tapering” durchzuführen, d.h. die schrittweise Rückführung fiskalischer Expansionsmaßnahmen – etwas, das wir von der Geldpolitik bereits kennen. Dies könnte global rezessive Auswirkungen haben. Die Tatsache, dass die Regierungen bereits versuchen, koordiniert vorzugehen, um die notwendigen Ressourcen zur Finanzierung langfristiger Ausgaben und Investitionsprojekte zu finden, verringert das Risiko eines solchen Szenarios.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Weg zu internationaler Steuergerechtigkeit lang und komplex ist und noch viele Schritte zu gehen sind. Aber der erste ist immer der wichtigste und er scheint in die richtige Richtung zu gehen!

Österreich

China – der aufstrebende Gigant

Die Performance chinesischer Aktien ist seit Jahresbeginn gegenüber ihren europäischen Pendants und amerikanischen Werten zurückgeblieben. Nicht zuletzt deshalb bekomme ich in Kundengesprächen viele Fragen zu China und den Zukunftsaussichten Asiens. Obwohl in diesem Jahr die etablierten Industrieländer und vor allem die USA China den Rang beim Wirtschaftswachstum ablaufen, ist Chinas Wachstumsabschwächung keine Enttäuschung, sondern lediglich die erwartete Normalisierung nach dem rasanten Aufholtempo im vergangenen Jahr. Den Einbruch zu Beginn letzten Jahres hatte die chinesische Wirtschaft schon im vergangenen Frühjahr wettgemacht. Und der asiatische Kontinent wird unter der Führung Chinas im kommenden Jahrzehnt wirtschaftlich eine viel bedeutendere Rolle spielen als heute, was sich in anhaltend hohen Wachstumsraten ausdrücken dürfte. Unterstützung kommt dabei auch von dem im letzten Jahr abgeschlossenen Handelsabkommen in der Region. Mit dem RCEP, der „Regional Comprehensive Economic Partnership", hat sich in Asien jüngst die größte Handelsunion der Welt formiert – ohne Beteiligung der USA und der EU. Die Freihandelszone umfasst 15 Mitgliedstaaten inkl. China und damit mehr als 2,2 Milliarden Menschen bzw. 30% der Weltbevölkerung, auf die 30% der Weltwirtschaftsleistung und 28% des Welthandels entfallen. Auf den ersten Blick mag das Abkommen für die Mitgliedstaaten unspektakulär erscheinen. Im Gegensatz zu den meisten anderen Handelsabkommen sind Barrieren zwischen den Partnern schon weitgehend abgebaut gewesen. Außer zwischen Japan und China bzw. zwischen Japan und Südkorea existieren zwischen allen 15 Mitgliedstaaten bereits diverse Handelsabkommen. Auch wenn die Handelshemmnisse bis dato gering waren, stellen die bisher geltenden Einzelverträge eine Herausforderung für Exporteure dar. Für jedes Handelsabkommen galten andere bürokratische Regeln, die eingehalten werden mussten, um den jeweiligen Marktzugang zu erhalten. RCEP schafft hier eine deutliche Erleichterung. Eine noch stärkere wirtschaftliche Verflechtung zwischen den einzelnen Ländern ist daher vorprogrammiert.

Ein weiteres Argument für China und die asiatischen Schwellenländer ist sicherlich die schrittweise Erhöhung der Gewichtungen in den globalen Indizes durch große Indexanbieter wie MSCI und FTSE. Chinas Wirtschaftsmotor macht bereits jetzt etwa ein Fünftel der Weltproduktion aus, während ausländische Investoren aufgrund der jahrelangen restriktiven chinesischen Investitionspolitik aktuell nur einen Bruchteil der Aktien

Oliver Prinz

Co-CIO Bank Austria and Schoellerbank (Austria)

(rund 4 %) der Festland-Märkte besitzen. Demnach kann damit gerechnet werden, dass Anleger vermehrt in diese Anlageklasse investieren und der chinesische Aktienmarkt somit mittelfristig an Bedeutung gewinnt.

Wir bleiben in unserem Marktausblick auch deshalb positiv für die asiatischen Schwellenländer gestimmt und würden uns unter dem Aspekt einer ausreichenden Risikostreuung in erster Linie Investmentfonds präferieren, wenn Investitionen in diese Region getätigt werden. Schwellenländer sind für viele Investoren zu einem wichtigen Bestandteil des Portfolios geworden und werden durch die Erhöhung der Gewichtungen in den globalen Indizes weiter an Bedeutung gewinnen.

Deutschland

Bitcoin hat zuletzt für viel Aufsehen gesorgt. Sind Kryptowährungen für Anleger interessant?

Im April erreichte Bitcoin, der prominenteste Vertreter der Kryptowährungen, Werte über 60.000 US-Dollar, ist dann aber wieder unter 35.000 USD gefallen. Der Bitcoinkurs ist extrem volatil. Bei vielen anderen Kryptowährungen ist es ähnlich. Für Anleger sind solche Anlagen demnach hochriskant. Hohes Risiko bedeutet, dass Anleger auch eine hohe Risikoprämie für entsprechende Investments erwarten müssen, wenn sie solche tätigen oder halten wollen. Und spätestens an diesem Punkt wird es kompliziert. Denn anders als etwa Aktien, Anleihen oder auch Gold hat Bitcoin weder einen intrinsischen Wert, noch bietet er Anlegern zukünftige Cashflows wie etwa Dividenden bei Aktien oder Zinsen bei Anleihen. Bei den starken Kursschwankungen wie die in der Vergangenheit müssten Bitcoin & Co aber Risikoprämien bieten, die die von Aktien weit übersteigen. Es erscheint jedoch äußerst zweifelhaft, ob das auf nachhaltiger Basis gewährleistet werden kann. Denn dafür müsste die Nachfrage nach diese Kryptowährungen kontinuierlich wachsen und Kurssteigerungen gewährleisten, die die den Gesamtertrag von Aktien (also Kursteigerungen plus Dividenden) wegen der hohen Risikoprämie weit übertreffen. Die Performance von Aktien übersteigt im Schnitt aber das nominale Wirtschaftswachstum. Es erscheint sehr fragwürdig, wie die Nachfrage nach Kryptowährungen dauerhaft solche Wachstumsraten generieren können. Für langfristig orientierte Anleger erscheint dieses Risikoprofil damit wenig interessant.

Aber auch kurzfristig orientierte Anleger sollten sich der Risiken bewusst sein. Mehr als 40% aller Bitcoins, werde beispielsweise von weniger als 0,01% der bestehenden Bitcoin-Accounts gehalten. Die Aktivitäten von solch großen Accounts – man spricht hier oft auch von

Philip Gisdakis

Co-CIO of Group Wealth Management and CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germany)

Walen – haben also erheblichen Einfluss auf kurzfristige Kursentwicklungen. Hinzu kommt, dass zuletzt die Aufsichtsbehörden weltweit den Markt der Kryptowährungen in den Fokus genommen haben, nicht zuletzt aufgrund von illegalen Aktivitäten wie Geldwäsche u.ä. Und noch etwas: Anleger sollten im Sinne von Nachhaltigkeit auch die Klimaauswirkungen im Auge behalten. Das Generieren neuer Bitcoins, sprich das Schürfen („mining") allein verbraucht mehr Energie als beispielweise ganz Schweden – Energie, die besser für sinnvolle Investitionen aufgewendet werden sollte. Das gilt auch für den enormen Bedarf an IT-Komponenten wie etwa Grafikkarten, die für die immer aufwändigeren Rechenoperationen beim Schürfen unerlässlich sind.

Diese kritische Betrachtung von Bitcoin bedeutet aber nicht, dass alle Anlagen, die auf der den Kryptowährungen zugrundeliegende Blockchain-Technologie aufbauen, ähnlich argwöhnisch betrachtet werden müssen. Im Gegenteil, die Blockchain-Technologie hat großes Innovationspotential und wird vermutlich in vielen Industrien – auch und gerade in der Finanzindustrie, disruptive Veränderungen verursachen und begleiten – deren Ausmaß den Rahmen einer solchen Kolumne sprengen würde. Um entsprechende Anlageentscheidungen treffen zu können, bedarf es allerdings jeder Menge Detail- und Experten-Knowhow.

Eine Blockchain ist eine Art der Datenhaltung, bei der Blöcke von Daten aufeinander aufbauen und kryptografisch gesichert werden. Somit ist keine unbemerkte Manipulation mehr möglich. Durch eine dezentrale Datenhaltung entfällt die Notwendigkeit einer zentralen Verwaltungsstelle, wie sie derzeit zum Beispiel für Wertpapiere erforderlich ist. Das Prinzip der Blockchain ist vielfältig anwendbar und ist nicht auf Kryptowährungen beschränkt. Ebenso lässt sich das Verfahren zur Vertragsdokumentation, zur allgemeinen Verbriefung von Eigentumsrechten, in der Logistik und für viele andere Zwecke anwenden.

Disclaimer

Unsere Darstellungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlungen der Bank dar. Diese Information genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die UniCredit Bank AG deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank AG zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank AG kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Quellen zu Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

IMPRESSUM
Herausgeber:
UniCredit Bank AG
Arabellastraße 12
81925 München

Fachredaktion:
Manuela D'Onofrio
Philip Gisdakis

Erscheinungsweise: monatlich
Abgeschlossen am: 10.06.2021