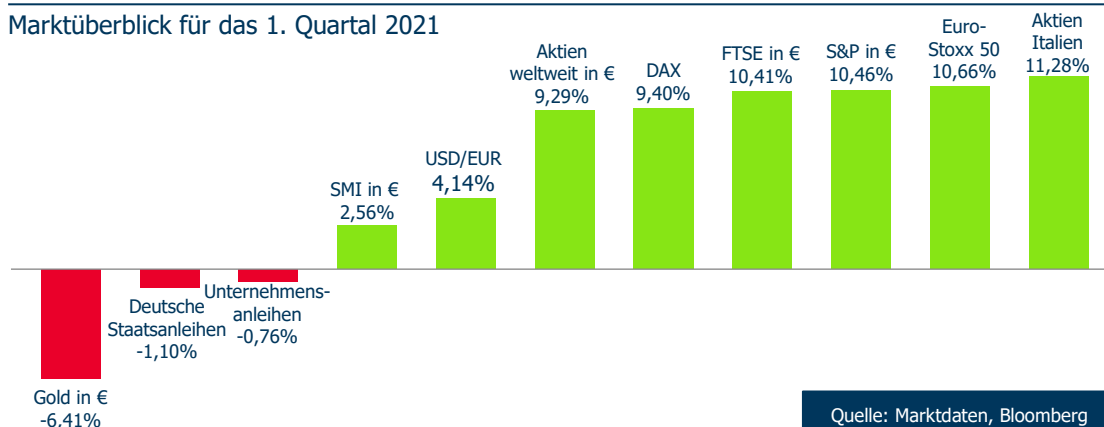


## 1. Überblick

Vor etwas mehr als einem Jahr erreichten die globalen Aktienmärkte ihren Tiefpunkt. Zu dieser Zeit stiegen die US-Arbeitslosenansprüche auf ein Allzeithoch und die Wirtschaft kam infolge der Pandemie praktisch zum Stillstand. Die Stimmung an den Märkten war entsprechend düster. Parallel dazu begannen aber auch die massiven geld- und fiskalpolitischen Interventionen der weltweiten Notenbanken und Regierungen. Heute, zwölf Monate später, wächst die Hoffnung auf Licht am Ende des Tunnels - wenn auch langsam. Die in den letzten Monaten einsetzende Branchenrotation im Aktienbereich in Richtung zyklischer Unternehmen zeigt deutlich, dass wir uns auf dem Weg zurück zur Normalität bewegen. Als exportorientiertes Land stiegen gerade hier in Deutschland zuletzt die Markt-Einkaufsmanagerindizes deutlich an, welche Vorlaufindikatoren für konjunkturellen Aufschwung sind. Die Ergebnisse des Industriesektors und auch die Exportaufträge nahmen überhalb der Erwartungen stark zu. Allerdings scheinen langsam auch die Kapazitäten an ihre Grenzen zu kommen und der sich wieder verschärfende Lockdown hierzulande, aber auch in Frankreich und in anderen europäischen Ländern, könnte sich kurzfristig belastend auswirken. Den Aktienindizes konnte dies im März nicht viel anhaben und so wurde das erste Quartal mit einem deutlichen Plus und neuen historischen Höchstständen z.B. im DAX-Index abgeschlossen. Unterhalb der Indexoberfläche gab es teils massive Umschichtungen in den verschiedenen Branchen. Technologieaktien waren eher auf der Verliererseite und zyklische Branchen die Gewinner des ersten Quartals. Der Zinsmarkt sah sich besonders in den USA Zinssteigerungen ausgesetzt und die Rentenindizes gaben nach. Das Anziehen der Zinsen lastete ebenfalls auf dem Goldpreis und schwächte den EUR zugunsten des USD, während die Inflationsdaten langsam anzogen.

Licht am Ende des Konjunkturtunnels

Marktüberblick für das 1. Quartal 2021



An unserer Kernaussage vom Jahresanfang, dass „...zu Beginn des neuen Jahres mehr für Chancen an den Kapitalmärkten spricht, sodass Aktien, wie auch Unternehmensanleihen, weiter gute Performancemöglichkeiten bieten sollten“ halten wir fest. Weiterhin spricht vieles für ein starkes, über den Erwartungen liegendes Wirtschaftswachstum. So wurde beispielsweise in den USA ein noch höheres Rettungsprogramm über USD 1,9 Billionen in die Wege geleitet. Ebenso stehen mehrere Impfstoffe zur Verfügung und die Impfgeschwindigkeit beschleunigt sich, sodass aktuell Millionen von Menschen pro Tag ihre erste Impfdosis erhalten. Auch wenn Europa und die Schwellenländer in der Geschwindigkeit hinterherhinken, sollte dieses der Konjunkturentwicklung keinen Abbruch tun. Am Markt stiegen die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen seit Jahresanfang deutlich und erreichten fast 1,8%. Trotz dieses Zinsanstieges verhält sich die amerikanische FED eher zurückhaltend und sieht noch keine Probleme am jetzigen, erhöhten Zinsniveau. Sie erwartet eine Inflation in Höhe von 2,5% p.a. bis 2023 und nimmt somit ein temporäres Überschreiten der alten 2%-Marke bewusst in Kauf. Starke Arbeitsmarktbedingungen sieht sie neben der Inflation als eine genauso wichtige Voraussetzung an, bevor sie an der Zinsschraube dreht. Diese seien aber noch längst nicht gegeben. Der Markt erwartet dagegen bereits 2022/2023 eine Reduzierung der Bilanzsumme und erste Zinserhöhungen. Die aktuelle Marktreaktion könnte darauf hindeuten, dass der konjunkturelle Zyklus dieses Mal zeitlich schneller verläuft und somit in seiner Gesamtlaufzeit, die laut Lehrbuch bei ca. sieben Jahren liegt, kürzer als vorherige Zyklen ausfallen könnte. Somit ist womöglich bereits die frühzyklische Phase vorüber und wir bewegen uns in Richtung Mitte des Konjunkturzyklus, was Anleger zu Veränderungen in ihren Positionen bewegen würde. Hierauf muss die nächsten Monate besonders geachtet werden. Im Großen und Ganzen bleiben wir weiter positiv für Aktien- und Kreditmärkte gestimmt und gehen vorerst von guten Rahmenbedingungen aus.

Liquidität sollte weiter für starkes Wachstum sorgen



## 2. Unsere Einschätzungen für 2021

- Das Jahr 2021 steht weiter für Zuversicht und einen sich klar herausbildenden Konjunkturaufschwung. Impfen wird das wichtigste Mittel gegen die Pandemie sein.
- Das günstige Zentralbankgeld sollte die globale wirtschaftliche Erholung unterstützen. Der Aufschwung könnte allerdings schneller, intensiver und damit zeitlich kürzer ausfallen als vom Markt erwartet.
- Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich im 2. Quartal fort, in Europa könnten wiedereinsetzende Lockdowns kurzfristig etwas bremsen, ebenso verzögern sich Lieferketten aufgrund der tagelangen Blockierung des Suez-Kanals durch einen Frachter.
- Die Schuldenniveaus in allen Ländern steigen weiter an, sollten aber bei dem aktuell niedrigen Zinsniveau kein Problem ergeben. Wichtig ist, dass massive Inflationstendenzen ausbleiben gegen die die Notenbanken sonst mit Zinserhöhungen vorgehen müssten.
- Die von der FED implizit ausgeübte Kontrolle der Zinsstrukturkurve, die „Yield Curve Control“, wird somit ein wichtiger Bestandteil, wie auch die Gelddruckprozesse der Notenbanken. Beides ist unter „Financial Repression“ bekannt und eine Möglichkeit Schuldenniveaus durch ein „Weginflationieren“ zu reduzieren.
- Das Zinsniveau bleibt in den nächsten Jahren sowohl in den USA als auch in Europa auf einem tiefen Niveau und wird die Bewertungsniveaus bestimmter Anlageklassen hochhalten.
- Leichte Zinssteigerungen konnten im Februar/März beobachtet werden und sollten die Notenbanken in Bereitschaft halten für mögliches Gegensteuern.
- COVID-19 spielt aktuell für die Märkte keine wesentliche Rolle mehr, solange keine neuen Mutationen auftreten, die die Wirksamkeit der aktuellen Impfstoffe einschränken oder sogar neutralisieren.
- Die bestehenden Konflikte zwischen den USA, China und Europa gehen auch mit Joe Biden weiter, allerdings in einem konstruktiven Ton. Der Konflikt bleibt für uns, neben neuen Mutationen des Corona Virus, das größte geopolitische Risiko für die Märkte.
- Asien bleibt die Wachstumsregion in der Welt, auch wenn sich Europa und auch die USA überdurchschnittlich im Jahr 2021 erholen sollten.
- Konjunktursensible Unternehmen werden weiter von der Anlegergemeinschaft gesucht.
- Die Volatilität bleibt uns erhalten und bietet immer wieder gute Chancen für Einstiegsmöglichkeiten.

Anleihen: Steigende Inflationsdaten und -erwartungen bereiteten ein schwieriges Umfeld für Anleihen. Die Entschlossenheit der Notenbanken einem zu schnellen Zinsanstieg zu begegnen und eine geringere Emissionstätigkeit in den nächsten Monaten sorgen für bessere Voraussetzungen im 2. Quartal.

Aktien: Die Aufwärtsbewegung zyklischer Werte und der value- und dividendenlastigen Aktien im Vergleich zu teuren Technologiewerten sollte weitergehen. Besonders die drei von uns beliebten Zukunftsfelder „Gesundheit“, „Umwelt & Wasser“ und „Agrar & Ernährung“ werden auch im laufenden Jahr im Fokus stehen und eine robuste Wertentwicklung verzeichnen können.

Substanzanlagen: Nach der Konsolidierung im 1. Quartal erwarten wir eine Erholung im Goldpreis. Die negativen Einflussfaktoren sollten nachlassen. Höhere Inflationsraten in Kombination mit niedrigen Zinsen bereiten ein sehr gutes Umfeld für Edelmetalle.

Währungen: Der schleppende Impffortschritt in der EU-Zone führte zu einer Abschwächung des Euros gegenüber Währungsräumen wie z.B. USA und Großbritannien, die ihre Sache besser machten. Für den EUR/USD erwarten wir weiterhin eine Handelsspanne zwischen 1,15/1,25 für das Jahr 2021.



### 3. Bericht vom Markt

#### 3.1 Konjunkturzyklus läuft

Die Erfahrungen der vergangenen Konjunkturverläufe bestätigen unsere Überzeugung für den aktuellen Zyklus. Die letzten vier Konjunkturverläufe waren ungewöhnlich lang, was für den derzeitigen Aufschwung wahrscheinlich nicht zutreffen wird. Durch die gegebenen Rahmenbedingungen könnte dieser stärker, aber auch kürzer verlaufen und somit Auswirkungen auf die Anlagestrategie haben. Viele Beobachter stellen sich immer noch die Frage, ob es sich überhaupt um einen neuen Konjunkturzyklus handelt. Ihre Argumentation lautet, dass durch den plötzlichen Stillstand der Wirtschaft vor etwa einem Jahr und die darauffolgende aggressive politische Reaktion von Seiten der Regierungen und Notenbanken der Zyklus nie beendet bzw. zurückgesetzt wurde, wie es bei normalen Konjunkturverläufen der Fall ist. Werfen wir einmal einen Blick auf die letzten drei großen US-Rezessionen:

- 1) 2000: die größte Aktien- bzw. Technologieblase der Neuzeit
- 2) 2007: die größte Finanzkrise (Subprime) seit der großen Depression
- 3) 2020: die globale CoV-19 Pandemie

Drei Rezessionen, die alles andere als den „normalen“ Konjunkturverlauf abbilden. Eher abrupt einsetzende Rezessionen, denen aber sehr ähnliche Phänomene vorausgingen. So konnte bei allen drei Ereignissen etwa sechs Monate vorher eine invertierte Zinsstrukturkurve beobachtet werden, also das höhere Rendieren von kurz laufenden Anleihen als länger laufende Pendants. Alle drei Rezessionen folgten auf einen Zinserhöhungszyklus der FED und hatten eine Kerninflationsrate von ca. 2,4%. Allen drei ging ein hohes Verbrauchervertrauen, eine niedrige Arbeitslosenquote und eine stark rückläufige Aktienmarktweite (2019/20 stieg der Index hauptsächlich durch die hoch gewichteten Technologiewerte) voraus. Trotz dieser Ähnlichkeiten könnte der aktuelle Konjunkturzyklus extremer als die anderen ausfallen - aus mehreren Gründen. Zu nennen ist die beispiellose Stimulierung in Form von fiskalischer und geldpolitischer Anreize. Die Sparquoten sind in den USA, Europa und China auf historischen Höchstständen. Sie liefern einen erheblichen Treibstoff für den Konsum. Die Bargeldbestände der Unternehmen sind ebenfalls sehr hoch. Als Puffer gegen die COVID-19 Unsicherheit wurden Ausgaben deutlich zurückgestellt. Als Drittes ist der Arbeitsmarkt zu nennen. Die größten Arbeitsplatzverluste traten in den von COVID-19 direkt betroffenen Branchen ein. Somit scheint es wahrscheinlich, dass bei einer Normalisierung der Wirtschaft und einer Überwindung der Pandemie diese Arbeitskräfte ungewöhnlich schnell zurückkehren können. Schließlich signalisiert die Politik der Notenbanken ein weiterhin starkes Engagement für die Unterstützung des Wirtschaftswachstums und die Rückkehr der Inflation auf durchschnittliche 2%. Hinzu kommt, dass die Regierungen wenig Interesse haben, Steuern zu erhöhen und/oder ihre Ausgaben zu senken. Alle diese aufgeführten Punkte deuten auf einen sehr schnell und evtl. heiß laufenden Konjunkturzyklus hin, der vermutlich nicht frühzeitig durch Straffung der Geldpolitik im Rahmen von Zinserhöhungen gebremst wird. Somit ist davon auszugehen, dass die nächsten zwei bis drei Jahre das Wachstum sowie die Inflation die Erwartung des Marktes übertreffen könnten. Kürzere Zyklen bedeuteten in der Vergangenheit immer noch gutes Wachstum und mehrjährige Expansion. Es bedeutete aber auch, dass auf der Anlageseite achtsamer und flexibler agiert werden musste. Wenn diese Phasen jetzt zeitlich kürzer verlaufen, müssen aufgrund der Branchenrotation Profiteure des frühen Zyklus zeitnah verkauft werden. Das betrifft z.B. Small Caps, aber auch Branchen, wie Rohstoffe und Basischemie. Die in unseren Quartalsreports häufiger erwähnten langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, der sog. „5Y5Y-Inflation Swap“ (Grafik Seite 7), sollten in Bezug auf ein potenzielles „Heißlaufen“ der Wirtschaft genau im Blick behalten werden. Solange es sich nur um einen vorübergehenden Inflationsdruck handelt, wovon wir ausgehen, gibt es keine Notwendigkeit für die Notenbanken einen Kurswechsel zu vollziehen.

#### 3.2 USA: Wachstum sollte überraschen

Die amerikanische Geldmenge M1 liegt heute fast doppelt so hoch wie noch vor einem Jahr. Darin sind die massiven geldpolitischen Maßnahmen zu erkennen. Es besteht aus unserer Sicht kein Zweifel an der baldigen Erholung der US-Konjunktur, die zu drei Viertel vom Konsum geprägt ist. Während die monetären Stimulierungen die Börsen schneller beeinflussen, wirken fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen, wie z.B. das 1,9 Billionen USD Infrastrukturpaket, erst mit Verzögerung. Wir rechnen in diesem Jahr mit einem BIP-Anstieg von 7%, womit die USA stärker als China mit 6% wachsen dürfte. Da von den enormen US-Sparguthaben vermutlich nur ein erster Teil in diesem Jahr



in den Markt fließen wird, sollte es sich bei den „Billionen-Dollar Konjunkturingriffen“ nicht um ein einmaliges Strohfeder handeln. Die Konjunktur dürfte sicherlich noch ein bis zwei weitere Jahre gut unterstützt bleiben. Die FED hat klar formuliert, dass sie einen Anstieg der Inflationsraten vorübergehend ohne Gegenmaßnahmen zulasse. Davon dürften die Aktienmärkte weiter profitieren. Die große Frage lautet jedoch, ob die Märkte dem US-Notenbankchef Powell Glauben schenken können, sodass ein Inflationsanstieg nicht doch zu Bremsmaßnahmen seitens der Notenbank führen wird. Erwartet wird von der FED eine Inflation in Höhe von ca. 2,5% p.a.. Zuletzt schenkte der Markt den Worten Powell's wenig Glauben und die Renditen zogen weiter an. Es besteht die Gefahr, dass die Inflation über den in diesem Jahr zu beobachtenden „Basiseffekt“ hinaus weiter ansteigt. Dies würde zu einem weiteren Run auf Sachwerte wie z.B. Edelmetallen führen und die FED dann zur einer restriktiveren Geldpolitik zwingen. Dies ist nicht unser Basisszenario. Dennoch sollte man diese Entwicklung im Auge behalten, da deutlich höhere Inflationsraten in der Vergangenheit Gift für die Märkte waren.

### 3.3 Eurozone: Ernüchterung, Verzögerungen und die 3. Welle

Die Hoffnung war groß, nachdem mit Joe Biden Anfang des Jahres ein moderater US-Präsident vereidigt wurde. Die letzten Wochen dürften die Europäer ernüchternd zu Kenntnis genommen haben, dass nach Donald Trump kein „Heilsbringer“ an der Spitze der USA steht. Themen wie die Nordstream-2-Pipeline oder auch der fortwährende Konflikt mit China zeigen, dass den USA ihr machtpolitisches Kalkül über vielem anderen steht. Hieran wird man sich in Europa auch unter Joe Biden gewöhnen müssen. Zumindest wurde ein Teil der Strafzölle, die die Trump Administration gegenüber Europa verhängt hatte, vorläufig ausgesetzt. Dies soll einen Neustart der transatlantischen Beziehungen ermöglichen. Es ist also noch ein langer außenpolitischer Weg, um wieder gemeinsame Ziele verfolgen zu können.

Europa zeigt dabei auch innenpolitisch, dass die Konsensfindung ein teils langer Prozess sein kann. Das große Gemeinschaftsprojekt „Euro Area Recovery Fonds“, der von vielen als „Game Changer“ für Europa bezeichnet wurde, lässt weiter auf sich warten. Vermutlich werden erst im 4. Quartal 2021 erstmals Mittel aus diesem Fonds fließen. Warum diese starke Verzögerung? Die Ratifizierung durch die Parlamente steht noch aus und auch von den nationalen Plänen, die bis zum 30. April vorgelegt werden sollten, ist bisher noch nichts zu vernehmen. Somit wird es in den Sommer hinein dauern, bis Europa gemeinschaftlich an die Kapitalmärkte kommen wird und sich danach ca. EUR 90 Mrd., ca. 13% der mobilisierten Gelder, durch Ausgabe von Anleihen beschaffen wird. Allein durch die schiere Größe des Fonds mit EUR 750 Mrd., besonders im Verhältnis zu den BIP's der Peripherieländer der Eurozone, wird diese Liquiditätsmöglichkeit ein potenzielles Abdriften der Konjunktur verhindern und zur Stabilität der gesamten Eurozone beitragen können.

Derweil rollt die 3. Corona-Welle über Europa und die Zahl der Infizierten mit der neuen britischen Mutante B.1.1.7 steigt exponentiell. Aus diesem Grund haben einige Regierungen beschlossen das öffentliche Leben wieder herunterzufahren. Deutschland diskutiert über einen harten, kurzen Lockdown, der eigentlich zuvor als Notbremse in der letzten Ministerpräsidentenkonferenz mit Kanzlerin Merkel verabschiedet wurde. Frankreich geht in den dritten landesweiten Lockdown, der bis Ende April andauern wird. Auch in Spanien, Griechenland, Tschechien und Belgien gibt es teils starke Einschränkungen des öffentlichen Lebens. Es gibt aber berechtigte Hoffnung auf Besserung für die kommenden Monate. Die EU rechnet mit deutlich höheren Impfstoffmengen, sodass ab Mai/Juni Möglichkeiten für eine Rücknahme der derzeitigen Beschränkungen bestehen. Nach Bekanntwerden der auftretenden Probleme durch Blutgerinnsel in Hirnvenen bei dem AstraZeneca-Impfstoff erklärte die Europäische Arzneimittelbehörde EMA, dass der Nutzen des Vakzins die möglichen Risiken übertreffe, weshalb sie trotzdem die uneingeschränkte Anwendung empfehle. Derzeit wird der AstraZeneca-Impfstoff in Deutschland, Frankreich und Kanada nur eingeschränkt verabreicht. Andere Länder wie Dänemark setzen ihn vorsichtshalber ganz aus. Selbst Großbritannien, die den Impfstoff bislang bei 18 Millionen Impfungen eingesetzt haben, erwägen ihn für unter 30-Jährige nicht mehr zu empfehlen. Den Impffortschritt der einzelnen Länder könnten diese Maßnahmen weiter verzögern. Deutschland hält aber an dem Versprechen fest, bis Ende September allen Impfwilligen ein Angebot zu unterbreiten. Dieses wäre wichtig, um das öffentliche Leben wieder normalisieren zu können.

### 3.4 China: Die eigene Strategie

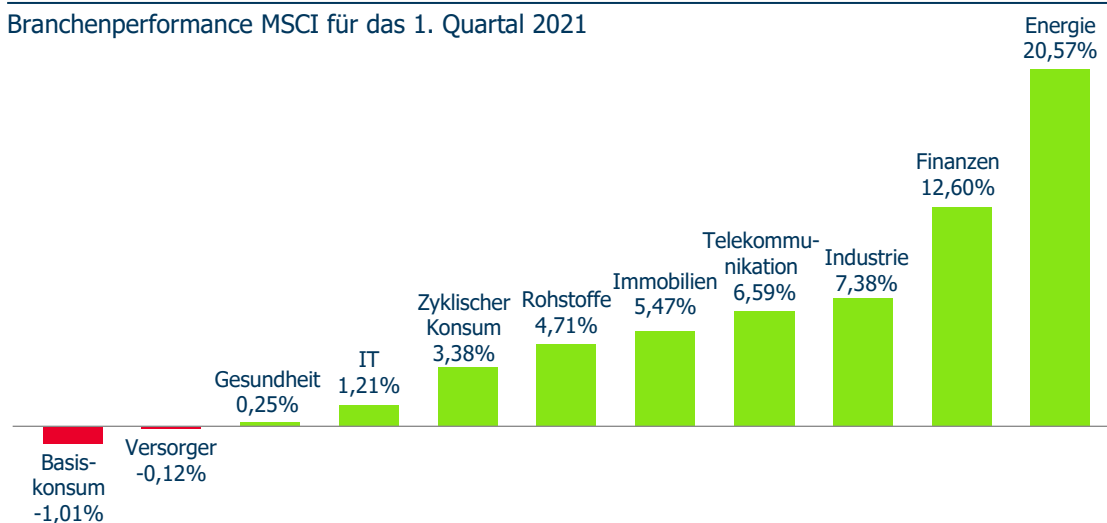
Die chinesischen Aktienmärkte gerieten im 1. Quartal sogar in die Verlustzone. Die geringere Wirtschaftsankurbelung scheint hierfür der Grund zu sein, nachdem China das letzte Jahr als eines der wenigen Länder mit einem BIP-Wachstum abschließen konnte. Erwartet wird ca. 6% Wirtschaftswachstum für dieses Jahr. Allerdings muss man an die noch durch Trump ausgehandelten Abkommen mit den USA ein großes Fragezeichen machen. Der Gipfel in Alaska hat gezeigt, dass auch unter einem US-Präsidenten Biden das Klima zwischen den zwei Mächten weiter unterkühlt ist. China verfolgt als mittel- bis langfristiges Ziel, sich als eine aufstrebende Weltmacht zu etablieren. Sollte die USA dieses verhindern wollen, so muss auf mittlere Sicht mit weiteren Eskalationen der Amerikaner gegen China gerechnet werden. Die amerikanische Drohung, bestimmte chinesische ADR-Aktien von der amerikanischen Börse auszuschließen, wird von China - nach dem Sicherheitsgesetz aus 2020 - mit einer neuen Wahlordnung für Hongkong beantwortet. An diesen Beispielen erkennt man, dass China immer selbstbewusster auf der Weltbühne auftritt und sich stark genug fühlt. Weitblickend dazu ist Chinas Plan, die Weltgemeinschaft beispielsweise durch seltene Erden immer stärker von sich abhängig zu machen. Dazu spannt China ein weitreichendes Geflecht aus Handelsbeziehungen wie das Projekt Seidenstraße, welches Sanktionen anderer Länder gegen China immer schwieriger werden lässt. Zukünftig träfen diese nicht nur China direkt, sondern im gleichen Maße auch ihre Handelspartner. Besonders exportlastige Länder und Wirtschaftsregionen dürfte diese Politik zu schaffen machen, da sie sich bewusst werden müssen, Handelsvereinbarungen mit China nur unter einer gewissen Abhängigkeit abschließen zu können.

## 4. Aktienmarkt

### 4.1 Rotation in den Branchen zeigt Wachstumserholung

Die Börsenentwicklung verlief in diesem Jahr weit weniger gleichmäßig als im vergangenen Jahr. Während die Favoriten des letzten Jahres schon ab Herbst 2020 durchschnittlich keine wesentlichen Kursanstiege vorwiesen, da große US-Titel teilweise 20 -30% verloren hatten, waren es auch im 1. Quartal die zyklischen Value-Werte, die seit November 2020 sehr gut abschneiden konnten. Somit erzielten bewährte Titel aus dem Technologie- und „Agrar&Ernährung“- Segment wie NESTLE oder auch Qualitätstitel wie ROCHE nicht die Performance wie zyklische Werte aus dem Chemie-, Rohstoff- oder auch Industriesegment. Zuletzt genannte Bereiche haben wir in den Depots seit dem 2. Halbjahr 2020 in die Portfolien integriert. So konnten beispielsweise Werte wie BHP GROUP, BASF oder auch LAFARGEHOLCIM Kursgewinne verzeichnen und zeigen auf, dass der Markt eine deutliche Erholung der Konjunktur eskomptiert. Wie die einzelnen Branchen sich im ersten Quartal entwickelt haben, entnehmen Sie der folgenden Grafik. Diese zeigt das teils deutliche Auseinanderlaufen der Performance der verschiedenen MSCI-Branchen.

Branchenperformance MSCI für das 1. Quartal 2021



Quelle: Bloomberg

Diese Branchenrotation erfolgte teils sehr schnell und heftig. Kein Wunder also, dass sich der DAX Index mit vielen klassischen Industrie- und Valuetiteln gerade zu Beginn des Jahres

überdurchschnittlich entwickeln konnte. Auffallend ist ebenfalls, dass es erstmals seit November 2020 in der Breite der Aktien weltweit wieder aufwärts geht. Besonders konjunkturrempfindliche zyklische Titel, die davor fast drei Jahre vernachlässigt wurden, konnten überdurchschnittlich profitieren und sind weiterhin keineswegs zu teuer bewertet. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass wir uns vermutlich erst im ersten Drittel des Konjunkturaufschwungs befinden dürften.

#### 4.2 „Sell in may and go away“?

Börsentechnisch liegen mit dem Monat April und Mai die historisch besten Monate vor uns. Aber wie geht es weiter? Wir sind positiv für die weitere Entwicklung und raten die Aktienquote auf einem überdurchschnittlichen Niveau zu belassen. Dabei sollte aus unserer Sicht auf die teilweise teuren Wachstumswerte verzichtet werden. Zwar erwarten wir auch dieses Jahr 10-15% höhere Gewinne bei diesen Werten, allerdings dürfte die Steigerungsrate gegenüber dem letzten Jahr etwas enttäuschen. Qualitativ gute Value-Titel können dagegen Gewinnsteigerungen in Höhe des Doppelten erzielen und damit interessanter sein. So sollten z.B. (Rück-)Versicherungstitel, die von den steigenden Zinsen aber auch steigenden Wertpapierkursen profitieren, wie auch zyklische Industrie- und Chemieaktien, die im Hinblick auf die allgemein verbesserte Wirtschaftslage höhere Gewinne erzielen, weiterhin gute Steigerungsmöglichkeiten bieten. Rohstoffwerte sind zwar seit einigen Monaten gut angezogen, können aber im Jahresverlauf noch weiter zulegen. Ihre Bewertung ist weiterhin nicht zu teuer und der massiv steigende Welthandel treibt auch die Nachfrage nach Rohstoffen an. Gerade aus China sollte eine starke Rohstoffnachfrage kommen. Auch Agrarpreise können in dem Zuge wieder anziehen und so Titel aus der Zukunftsbranche „Agrar&Ernährung“ unterstützen.

## 5. Anleihenmarkt

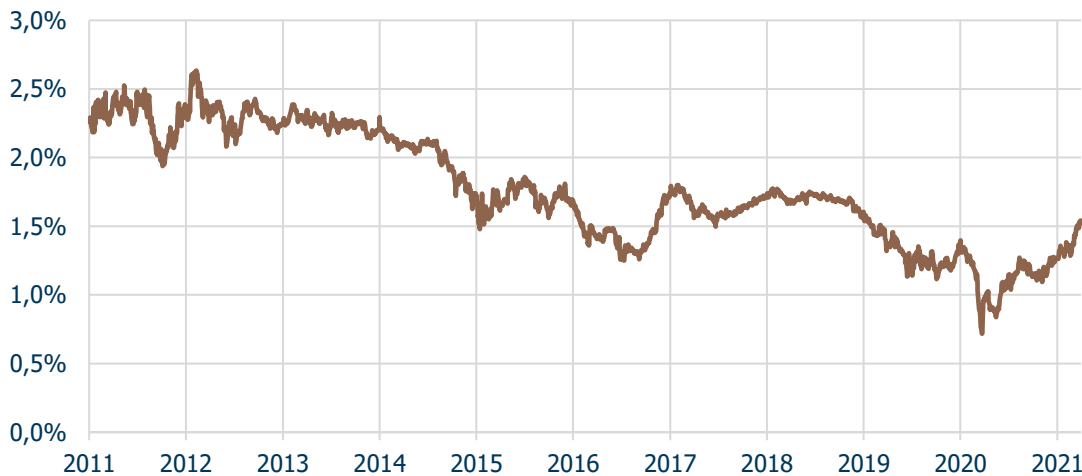
### 5.1 *Wie stark entwickelt sich der Inflationstrend?*

Die aktuelle Konjunkturerholung und eine deutlich anspringende Inflationsrate führten dazu, dass sich die Kurse am Anleihemarkt mehrheitlich zurückbildeten. So stieg die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von -0,6% auf -0,3%, was Kurverluste für die entsprechenden Anleihen bedeutete. In den USA stiegen die Renditen von 0,9% auf 1,7% noch deutlicher und so korrigierten diese Anleihen um rund 7%. Besonders stark korrigierten die ultralangen Laufzeiten, wie z.B. die 100-jährige Österreich-Anleihe, die in den letzten drei Monaten um fast 30% einbrach.

Ein gradueller Zinsanstieg in diesem Jahr war grundsätzlich zu erwarten, vom Tempo in den letzten Wochen wurden viele Marktteilnehmer jedoch überrascht. Um diese Dynamik einzugrenzen und einen moderaten bzw. langsamen Zinsanstieg zu „begleiten“, musste die EZB nach mehreren verbalen Interventionen an ihrer Sitzung am 11. März konkreter werden. Hier wurde betont, im Rahmen der bestehenden Anleihekaufprogramme (CSPP, PEPP) die Anleihekäufe in den kommenden Monaten zu beschleunigen, um einem ungewollten Anstieg der Langfristzinsen in der Eurozone entgegenzuwirken und somit weiter für günstige Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft zu sorgen. Mit diesem vorbeugenden Ansatz unterstreicht die EZB aus unserer Sicht die implizite Kontrolle der Zinsstrukturkurve. Die neuen Inflationsprognosen der Notenbank liegen mit 1,5% (2021), 1,2% (2022) und 1,4% (2023) immer noch deutlich unter dem Ziel von 2%. Das schafft weiter viel Raum für eine anhaltende monetäre Unterstützung durch die Notenbank.

Viele Marktteilnehmer haben ihre Einschätzungen zur Inflation bereits angepasst. So erwartet man, abgeleitet an der „5-Jahres Inflation in 5 Jahren“ (siehe Grafik) einen Anstieg auf über 1,5%, so hoch wie seit Anfang 2019 nicht mehr. Wenn man diese Zahl im längerfristigen Vergleich betrachtet, sieht man, dass es in den letzten sieben Jahren nie höher als knapp unter 2% hinausging. Eine Lohn-/Preisspirale ist weiterhin nicht absehbar. Auch sind strukturelle Treiber von Disinflation wie eine alternde Bevölkerung, die Digitalisierung und, wenn auch abgemildert, die Globalisierung weiter in Kraft, die dauerhafte Inflationsraten von über 2% schwer vorstellbar machen.

### Inflationserwartung der Marktteilnehmer



Quelle: Bloomberg

Aus volkswirtschaftlicher Sicht wäre ein langsam steigendes Renditeumfeld durchaus zu begrüßen, da es ein Gegengewicht zu aufkeimenden Exzessen und Ineffizienzen am Finanzmarkt bildet. Durch einen zu schnellen und zu starken Zinsanstieg könnte die noch im Frühstadium befindliche Konjunkturerholung aber bereits ins Stocken geraten. Die pandemiebedingten Einbußen der Wirtschaft sind in der EU größer als in den USA und auch die Auszahlung von Geldern aus dem EU-Rettungsfonds verzögern sich und kommen somit deutlich verspätet in der Wirtschaft an.

### 5.2 Unternehmensanleihen: Verbessertes technisches Bild im 2. Quartal

Die anspringende Konjunktur, hohe Sparquoten und die Ölpreis-Basiseffekte werden die Inflationsraten vorübergehend deutlich erhöhen und lasten weiter auf den Anleihekursen. Allerdings sollte das technische Bild für Anleihen im zweiten Quartal für eine Stabilisierung/Erholung sorgen. Während sich die monatlichen Anleihekäufe der EZB auf bis zu EUR 100 Mrd. erhöhen werden, wird das Angebot nach einem Rekordquartal in puncto Neuemissionen im 2. Quartal niedriger ausfallen. Allein im April rechnet die Commerzbank mit negativen Nettoemissionen, also das Neuangebot abzüglich von Fälligkeiten in Höhe von EUR 65 Mrd. Hierbei sind noch keine EZB-Käufe berücksichtigt.

Das beherzte Eingreifen der europäischen Notenbank dürfte, um die Renditen am langen Ende unter Kontrolle zu halten, zu einer Stabilisierung führen und eine Abkopplung von einem stärkeren Renditeanstieg in den USA schaffen. Allerdings werden sich die Zinsen nicht vollends von weiter steigenden Zinsen der US-Treasuries isolieren können. Mittlerweile rentieren die 10-jährigen US-Treasuries wieder höher als die durchschnittliche Dividendenrendite des S&P 500, die aktuell auf dem tiefsten Niveau seit über zehn Jahren notiert. Dieser Umstand sollte zu Tauschoperationen führen und dient als weitere Stütze für den Anleihemarkt.

Aktuell sehen wir weiterhin ein attraktives Umfeld für Unternehmensanleihen. Als interessante Emittenten erachten wir Unternehmen, die zum einen als Marktführer in ihrer Branche agieren und zum anderen über starke Ankeraktionäre verfügen. Beispielhaft sind hier zu nennen die Unternehmen VOSSLOH, NESTE OYJ, UCB, KEMIRA und HAPAG LLOYD.

Aktuell rentieren die Portfolien im Durchschnitt mit knapp 2% p.a. und erzielen dadurch einen attraktiven „Carry“ bei einer durchschnittlichen Kapitalbindungsdauer von rund 5 Jahren.

## 6. Währungen

Am Devisenmarkt bestrafte Anleger den schleppenden Verlauf der Impfkampagne in der Eurozone, indem sie andere Währungsräume mit erfolgsversprechenderen Perspektiven bevorzugten. Eine schnellere Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivitäten, die höhere Zinsen mit sich brachten, waren die Hauptursachen, dass sich z.B. der USD um +4,14% und auch das GBP um sogar 5%

gegenüber dem Euro aufwerteten. Im Gegenzug wurden im Rahmen der allgemeinen Erholung von Konjunktur und Finanzmärkte sogenannte „sichere Häfen“, wie der Schweizer Franken und der Japanische Yen mehrheitlich verkauft und werteten sich gegenüber dem Euro um 2,3% bzw. 2,9% im abgelaufenen Quartal ab.

Für den EUR/USD erwarten wir weiterhin eine Handelsspanne zwischen 1,15/1,25, wobei das Erreichen der 1,15er Marke im zweiten Quartal durchaus realistisch erscheint. Die transatlantische Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen sollte sich noch mehr ausweiten, da die EZB sich entschlossener gegen den Zinssteigerungstrend stemmt und die USA deutlich mehr Anleihen begeben muss, um die massiven Konjunktur- und Infrastrukturpakete finanzieren zu können. Internationale Investoren werden vermutlich mehr USD nachfragen.

## 7. Gold

Der Goldpreis gab im Zuge der großen Rotation nach und notierte in USD zum Ende des 1. Quartal 10% tiefer um 1.700 USD/Unze. Viele Belastungsfaktoren kamen seit Jahresanfang zusammen. Neben den Umschichtungen in Risikoanlagen wie z.B. Aktien bremste vor allem der Anstieg der 10-jährigen US-Treasury's. Diese legten in der Spitze auf 1,8% zu und ließen den Realzins, der eine wesentliche Einflussgröße für die Goldentwicklung ist, ansteigen. Hinzu kam ein starker USD, der ebenfalls auf dem Goldpreis lastete. Alle Faktoren sollten aber aus unserer Sicht temporärer Natur sein. Wir erwarten einen Goldpreis, der sich wieder in Richtung seines alten Hochs von 2.075 USD/Unze zum Jahresende bewegen sollte. Gold bleibt für uns die Krisenwährung und damit bei einer weiter stark steigenden Geldmenge ein wertstabiler Anker für die Portfolios.

### **Wichtige Hinweise**

*Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*