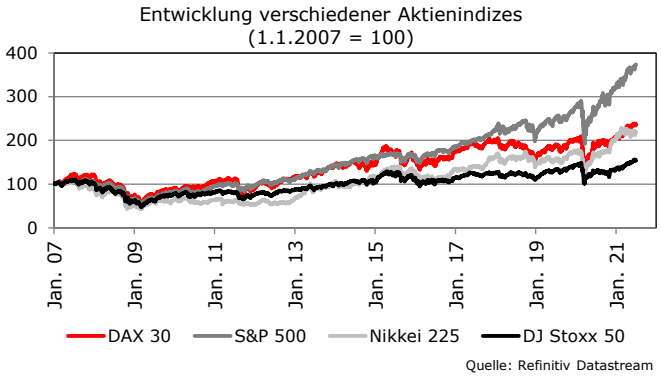
M.M.WARBURG & CO
BANK

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

1. Juli 2021

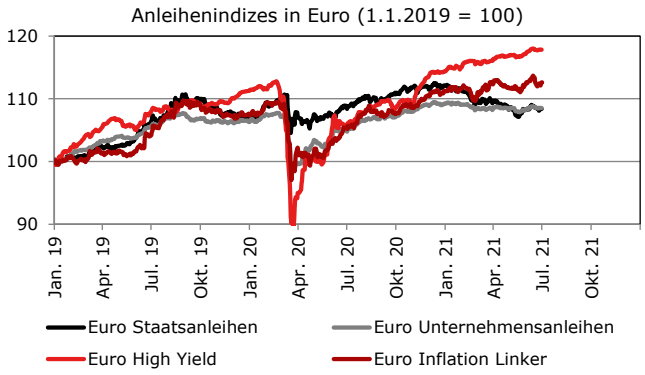
Was können Anleger im zweiten Halbjahr 2021 erwarten?

Fast alle Anleger werden mit den Ergebnissen ihrer Kapitalanlage im ersten Halbjahr 2021 zufrieden sein. Beflügelt von starken Wirtschaftsdaten haben die meisten Aktienmärkte ihre positive Kursentwicklung fortgesetzt. Dabei schlugen sich europäische und US-amerikanische Aktienindizes ähnlich gut, während Aktien aus den Schwellenländern nicht ganz mit der Performance in den Industrieländern mithalten konnten. So weist der MSCI World-Index, der die Wertentwicklung von mehr als 1.500 Unternehmen aus den Industrieländern abbildet, im Vergleich zum MSCI Emerging Markets-Index eine deutlich bessere Wertentwicklung auf. Auf Branchenebene schnitten Value-Sektoren besonders erfolgreich ab. In Europa wiesen die Automobil- und Bauunternehmen sowie Banken die beste Wertentwicklung auf, in den USA Energieunternehmen und Firmen aus dem Finanzsektor. Die anfängliche Skepsis, ob und wie schnell sich die Weltwirtschaft von der Corona-Pandemie erholen könne, ist dank des beschleunigten Impftempos und der rückläufigen Neuinfektionszahlen einem zunehmenden Optimismus gewichen.



Quelle: Refinitiv Datastream

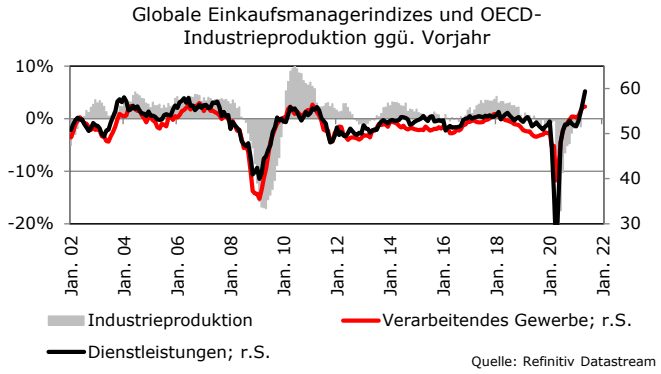
Weniger gut lief es hingegen für die sonst erfolgsverwöhnten Anleiheinvestoren, denn diese mussten den wirtschaftlichen Rahmendaten im bisherigen Jahresverlauf Tribut zollen. Während es bei europäischen Staatsanleihen auch im zweiten Quartal zu Kursverlusten kam, hat sich die Situation am US-Rentenmarkt stabilisiert. Unternehmensanleihen haben sich sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks besser geschlagen als Staatsanleihen, wobei die Wertentwicklung umso besser war, je schlechter die Qualität eines Unternehmens von den Ratingagenturen eingeschätzt wurde. Das ist darauf zurückzuführen, dass in diesem Marktsegment aufgrund der starken Konjunkturerholung die impliziten Ausfallwahrscheinlichkeiten am deutlichsten gesunken sind. Dies hat dazu geführt, dass festverzinsliche Wertpapiere aus dem High-Yield-Bereich die beste Wertentwicklung aufweisen und seit Jahresbeginn sogar eine Wertsteigerung von rund drei Prozent erzielt haben.



Auch Anleihen aus Schwellenländern haben sich im zweiten Quartal erholt, sodass seit Jahresbeginn nur noch ein kleines Minus zu verzeichnen ist. Obwohl in Ländern

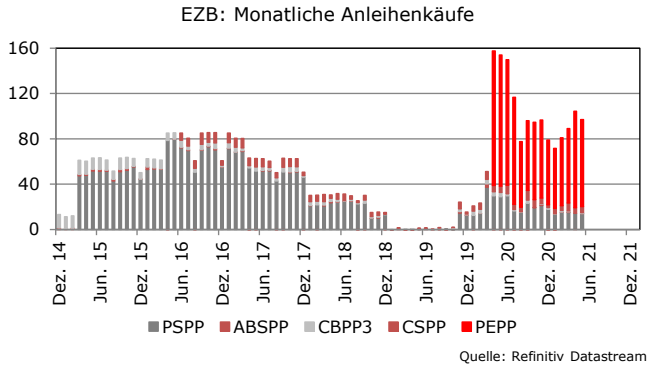
wie Russland, Brasilien, Mexiko und der Türkei die Notenbanken aufgrund hoher Inflationsraten angefangen haben, ihre Geldpolitik zu straffen, wurden die daraus resultierenden Rückgänge der Anleihekurse von den Kursgewinnen der jeweiligen Währungen zum Teil mehr als ausgeglichen.

Die globale Wirtschaft wird sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr überdurchschnittlich stark wachsen. Die expansive Geld- und Fiskalpolitik sind dabei Garant der wirtschaftlichen Erholung. Im Unterschied zur Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009, von der sich die Weltwirtschaft nur langsam erholte, verläuft der Aufholprozess diesmal wesentlich dynamischer. Hierbei spielen vor allem die Konjunkturpakete in den Industrieländern eine wesentliche Rolle. Insbesondere die USA übernehmen die Rolle des globalen Konjunkturmotors, von dem viele andere Volkswirtschaften profitieren.



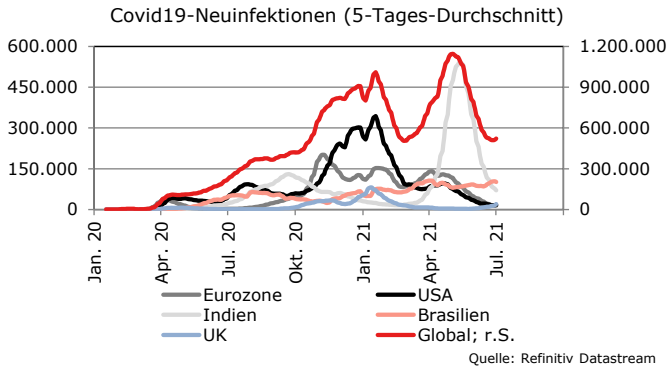
Die Kehrseite der Medaille der schnellen wirtschaftlichen Erholung ist ein deutlicher Anstieg der Inflationsraten. Viele Haushalte und Unternehmen verfügen dank des guten Krisenmanagements von Regierungen und Zentralbanken über hohe finanzielle Reserven. Die aufgestaute Nachfrage führt angesichts noch nicht wieder komplett hergestellter Lieferketten und Kapazitäten auf der Angebotsseite zu fehlenden Vorleistungsgütern sowie hohen Transport- und Rohstoffkosten. Derzeit können viele Unternehmen ihre höheren Kosten auf die Preise überwälzen, doch sollte dies nur von temporärer Natur sein. Bei einigen Rohstoffen könnte der Höhepunkt der Preisentwicklung bereits erreicht sein, dies gilt beispielsweise für Nahrungsmittel wie Sojabohnen und Weizen, für Baumwolle sowie für Kupfer und Holz. Von daher wird sich die US-Inflationsrate von mittlerweile fünf Prozent in den nächsten Monaten wieder zurückbilden wird. In Deutschland und in der Eurozone ist dagegen im zweiten Halbjahr mit einer Beschleunigung des Preisauftriebs zu rechnen. Doch auch hier sinkt die Inflationsrate zu Beginn des Jahres 2022 wieder auf Werte von unter zwei Prozent.

Trotz der fulminanten konjunkturellen Erholung und der gestiegenen Inflationsraten nehmen die Notenbanken nur langsam den Fuß vom Gas. In den USA hat unter den Mitgliedern der Federal Reserve bereits eine Diskussion begonnen, wann die Anleiheaufkaufprogramme reduziert oder sogar eingestellt werden könnten. Dieses sogenannte „Tapering“ der Anleihekäufe könnte im vierten Quartal 2021 oder spätestens zu Beginn des Jahres 2022 beginnen. Eine Erhöhung des Leitzinses halten wir dagegen nicht vor dem Jahr 2023 für wahrscheinlich. In der Eurozone dürfte es sogar noch länger dauern, bis die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik zu normalisieren beginnt. Das „PEPP“ genannte Notfallprogramm, das im März vergangenen Jahres aufgelegt wurde, wird planmäßig im März 2022 beendet. Allerdings gibt es darüber hinaus auch noch andere Anleihekaufprogramme, die wahrscheinlich fortgeführt werden. Zudem wird die EZB sowohl die auslaufenden Anleihen als auch die erhaltenen Zinszahlungen noch lange Zeit reinvestieren, sodass die Notenbank ein wichtiger Marktakteur bleiben wird. Zinserhöhungen erwarten wir – auch aufgrund der fragilen Staatsfinanzen in vielen Ländern der Eurozone, die auf anhaltend niedrige Zinsen angewiesen sind – in absehbarer Zeit nicht.

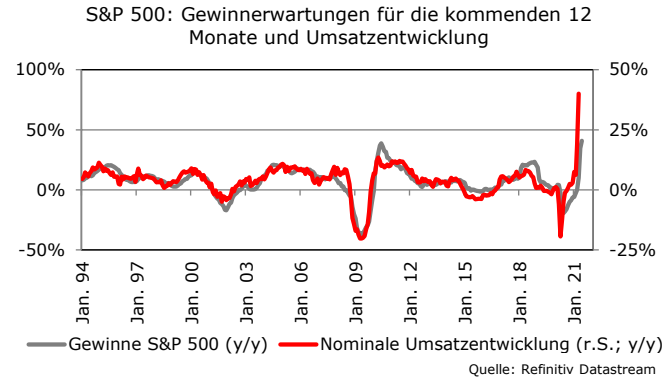


Angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung, nachlassender Inflationsängste und unverändert niedriger Zinsen gehen wir davon aus, dass sich die positive Tendenz an den Aktienmärkten im zweiten Halbjahr fortsetzt. Allerdings dürfte die Entwicklung weniger gradlinig verlaufen als im ersten Halbjahr. Das liegt zum einen daran, dass die Anzahl der positiven Konjunkturüberraschungen abnimmt, zum anderen besteht das Risiko, dass durch die rasche Verbreitung der Deltavariante des Coronavirus neue wirtschaftliche Beschränkungen not-

wendig werden. Die Wahrscheinlichkeit einer vierten Infektionswelle ist zwar aufgrund des Impffortschrittes gesunken, dennoch bleibt dies ein nicht nur für den Kapitalmarkt wichtiges Thema.

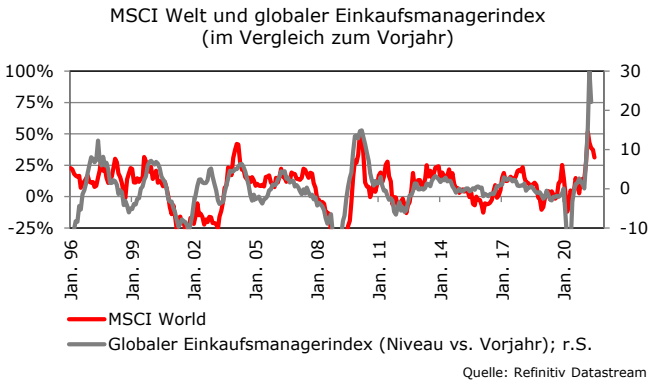


An unseren im April erhöhten Aktienkursprognosen halten wir fest, wobei diese zum Teil auch schon fast wieder erreicht sind. So erwarten wir von der nun beginnenden Berichtssaison für das abgelaufene zweite Quartal weitere positive Impulse für den Aktienmarkt, da die Gewinnerwartungen der Unternehmensanalysten viel zu vorsichtig sein dürften. So wird für die Unternehmen im S&P 500 ein Gewinnrückgang von fast zehn Prozent gegenüber dem Vorquartal prognostiziert. Mit Ausnahme des Pandemie-Jahres 2020 legten die Gewinne dagegen in den vergangenen Jahren in Q2 immer gegenüber Q1 zu (im Durchschnitt um etwa sechs Prozent), wobei der Zuwachs angesichts der guten Konjunktur in diesem Jahr sogar überdurchschnittlich stark ausfallen könnte. Bestärkt wird unsere Vermutung zu niedrig angesetzter Gewinnprognosen von dem üblicherweise zu beobachtenden engen Zusammenhang zwischen der makroökonomischen Umsatzentwicklung in den USA und den Unternehmensgewinnen (s. Chart). Von daher dürfte die Berichtssaison sehr gut ausfallen und dazu beitragen, dass der Diskussion über die zu hohe Bewertung von Aktien etwas der Wind aus den Segeln genommen wird.



Bei den Anleihen bleiben wir zunächst vorsichtig und würden nur selektiv Neuengagements eingehen. Die bessere Wertentwicklung von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen sollte sich fortsetzen, allerdings ist das Potenzial für eine weitere Spreadeinengung mehr oder weniger ausgereizt. Während sich in den USA der von uns erwartete Rückgang der Inflationsrate von derzeit fünf Prozent auf rund vier Prozent zum Jahresende und dann auf etwa zwei Prozent bis Mitte 2022 positiv auf die Anleihekurse auswirken könnte, bleibt die zu erwartende Rückführung der Anleihekäufe der Notenbank, das Tapering, ein nicht zu unterschätzendes Risiko. Mehr als eine Seitwärtsbewegung am US-Rentenmarkt erwarten wir von daher nicht. In Deutschland wird die Inflationsrate im Spätherbst bis auf knapp vier Prozent und in der Eurozone auf fast drei Prozent ansteigen. Auch dies ist kein Umfeld, in dem die Bäume für europäische Anleihen in den Himmel wachsen.

Von daher gehen wir davon aus, dass auch im zweiten Halbjahr die These gilt: Aktien schlagen Renten. Auch wenn die Kursschwankungen zunehmen dürften, scheinen neue Rekorde am Aktienmarkt nur eine Frage der Zeit zu sein. Somit empfiehlt sich unseres Erachtens nach derzeit noch, an einer hohen Aktienquote festzuhalten. Möglicherweise wird im Laufe des zweiten Halbjahres der Moment kommen, wieder etwas vorsichtiger zu agieren, doch lässt sich dies für den Moment noch nicht absehen. Zumal für Anleger nach wie vor ein großes Problem besteht: Es gibt weiterhin kaum eine sinnvolle Anlagealternative zu Aktien.



Marktdaten

Aktienmärkte	Stand 01.07.2021 16:50	Veränderung zum 24.06.2021 -1 Woche	31.05.2021 -1 Monat	31.03.2021 -3 Monate	30.06.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	34580	1,1%	0,1%	4,8%	34,0%	13,0%
S&P 500	4309	1,0%	2,5%	8,5%	39,0%	14,7%
Nasdaq	14515	1,0%	5,6%	9,6%	44,3%	12,6%
Russell 2000	2327	-0,3%	2,5%	4,8%	61,4%	17,8%
DAX	15601	0,1%	1,2%	3,9%	26,7%	13,7%
MDAX	34249	-0,3%	3,2%	8,0%	32,5%	11,2%
TecDAX	3553	0,5%	4,1%	4,7%	20,3%	10,6%
EuroStoxx 50	4077	-1,1%	0,9%	4,0%	26,1%	14,8%
Stoxx 50	3527	-0,5%	2,5%	6,1%	18,0%	13,5%
SMI (Swiss Market Index)	11981	-0,1%	5,4%	8,5%	19,3%	11,9%
FTSE 100	7112	0,0%	1,3%	5,9%	15,3%	10,1%
Nikkei 225	28707	-0,6%	-0,5%	-1,6%	28,8%	4,6%
Brasilien BOVESPA	125623	-3,0%	-0,5%	7,7%	32,2%	5,5%
Russland RTS	1662	-0,2%	4,0%	12,5%	37,0%	19,8%
Indien BSE 30	52319	-0,7%	0,7%	5,7%	49,8%	9,6%
China CSI 300	5230	1,4%	-1,9%	3,6%	25,6%	0,4%
MSCI Welt (in €)	3017	0,8%	4,3%	6,1%	29,4%	16,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1375	1,2%	2,7%	3,2%	30,4%	10,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	172,61	28	267	133	-391	-503
Bobl-Future	134,14	10	-58	-94	-84	-104
Schatz-Future	112,16	3	11	6	2	-12
3 Monats Euribor	-0,54	2	3	3	-12	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	0	0	2	-3	0
3 Monats $ Libor	0,15	0	1	-5	-16	-9
Fed Funds Future, Dez 2021	0,09	0	2	1	11	0
10-jährige US Treasuries	1,47	-1	-11	-27	82	56
10-jährige Bunds	-0,20	3	-2	14	30	38
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	-2	-4	-5	1	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,23	-1	-8	5	20	26
US Treas 10Y Performance	693,34	0,4%	1,6%	3,8%	-4,9%	-3,2%
Bund 10Y Performance	665,44	0,2%	0,6%	-0,4%	-2,0%	-2,8%
REX Performance Index	493,42	0,0%	0,3%	-0,1%	-0,8%	-1,2%
IBOXX AA, €	0,27	-1	-4	4	-5	25
IBOXX BBB, €	0,66	-2	-7	-3	-67	11
ML US High Yield	4,60	1	-18	-32	-238	-38
Wandelanleihen Exane 25	7436	-10,8%	-10,6%	-9,2%	-1,6%	-10,7%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	535,98	1,4%	3,2%	14,7%	64,7%	30,9%
MG Base Metal Index	428,62	1,5%	-2,9%	9,5%	52,1%	20,8%
Rohöl Brent	75,69	0,1%	8,6%	19,2%	83,5%	45,9%
Gold	1774,15	-0,4%	-6,9%	4,1%	-0,5%	-6,5%
Silber	25,99	-0,3%	-6,7%	6,7%	42,9%	-1,5%
Aluminium	2509,50	3,8%	2,1%	14,7%	56,7%	27,2%
Kupfer	9351,50	-0,4%	-8,8%	6,4%	55,7%	20,7%
Eisenerz	211,80	-0,9%	3,0%	26,9%	105,7%	35,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	3383	6,6%	30,3%	65,3%	88,0%	147,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1861	-0,6%	-2,8%	1,2%	5,9%	-3,3%
EUR/ GBP	0,8606	0,3%	0,1%	1,0%	-5,3%	-3,9%
EUR/ JPY	132,29	0,1%	-1,1%	1,8%	9,6%	4,6%
EUR/ CHF	1,0971	0,0%	-0,1%	-0,9%	3,0%	1,6%
USD/ CNY	6,4638	-0,1%	1,5%	-1,4%	-8,5%	-1,0%
USD/ JPY	111,11	0,2%	1,4%	0,4%	2,9%	7,6%
USD/ GBP	0,7257	0,8%	3,2%	0,1%	-10,3%	-0,8%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.