

MARKTKOMMENTAR

Die Fed bleibt eine Taube

G7 GIPFELTREFFEN IN CORNWALL

G-7 Industrienationen beschließen
Klimaziele, Impfprogramme und China-Kurs

VERMÖGEN

KNOW HOW & MARKTUMFELD

NEWSLETTER JUNI 2021

INHALT

03 **MARKTKOMMENTAR**
Gerhard Winzer, Chef-Volkswirt

05 **G7 BESCHLIEßEN KLIMAZIELE UND CHINA KURS**
Erste AM Communications & APA

07 **POSITIONIERUNG IN DER VERMÖGENSVERWALTUNG**
Wilhelm Spitaler, Discretionary Portfolio Management

09 **DISCLAIMER**
Impressum



Die Fed bleibt eine Taube (dovish)

Kommentar von Chef-Ökonom Gerhard Winzer

Aktien neigen seit einigen Tagen zur Schwäche. Der wichtigste Grund dafür ist die Befürchtung, dass früher als erwartete Leitzinsanhebungen in den USA nachträglich für den Finanzmarkt sein könnten. In diesem Blog wird dargelegt, warum das auf absehbare Zeit im wahrscheinlichsten Szenario nicht passieren wird.

Average Inflation Targeting

Generell strebt die US Zentralbank (Fed) die beiden Ziele maximale Beschäftigung und eine Inflationsrate von 2% auf lange Sicht an. Um das zu erreichen, hat die Zentralbank im vergangenen Jahr das sogenannte Average Inflation Targeting eingeführt. Weil die Inflation in der Vergangenheit unter 2% lag und die langfristigen Inflationserwartungen Gefahr liefen, in Richtung Null zu driften (Deanchoring nach unten), strebt die Fed eine Inflation von moderat über 2% für einige Zeit an, damit die Inflation langfristig bei 2% liegt und die Inflationserwartungen bei 2% verankert bleiben. Die Kernstrategie der Fed ist, so lange eine akkommodierende Geldpolitik beizubehalten, bis die beiden Ziele (Beschäftigung, Inflation) erreicht sind.

Eckpunkte

Dabei hat die Fed zwei Eckpunkte definiert. Erstens, die

Leitzinsen werden erst dann von der aktuellen Bankbreite von 0% - 0,25% angehoben werden, wenn am Arbeitsmarkt maximale Beschäftigung erreicht, die Inflation auf 2% angestiegen und auf dem Weg ist, für einige Zeit moderat über 2% zu sein. Zweitens werden die monatlichen Anleiheankäufe im Ausmaß von US-Dollar 120 Milliarden so lange beibehalten werden, bis wesentliche Fortschritte in Richtung der beiden Ziele erreicht wurden. Eine Reduktion (Tapering) wird lange im Voraus bekannt gegeben werden.

Schlüsselgröße Inflationserwartungen

Tatsächlich vollzieht die Fed eine sehr vorsichtige Exit-Strategie aus der ultra-expansiven geldpolitischen Haltung. Das ist allerdings nur für den Fall von stabilen (nicht ansteigenden) langfristigen Inflationserwartungen darstellbar. Innerhalb nur eines Jahres hat sich das Risikoprofil für die Inflation verschoben. Aktuell sind die Inflationsraten aufgrund der Aufhebung der Lockdownmaßnahmen nach oben verzerrt. Das ist ein transitorisches Phänomen. Es gibt allerdings eine mögliche Verbindung zwischen kurzfristig erhöhten Inflationsraten und der langfristigen Inflationsentwicklung: die langfristigen Inflationserwartungen. Wenn selbige ansteigen, weil für einen beschränkten Zeitraum, sagen wir für ein Jahr, die

Inflationsraten erhöht sind, könnte eine Lohn-Preis Spirale in Ganz gesetzt werden. Das heißt, erst wenn die langfristigen Inflationserwartungen ansteigen (Deanchoring nach oben), wird die Fed unter Druck kommen, die Leitzinsen deutlich früher anzuheben. Die zahlreichen Indikatoren zu den Inflationserwartungen (der Konsumenten, Unternehmen, Volkswirte und Marktteilnehmer) deuten bis dato auf stabile Erwartungen hin.

Auf der Sitzung des geldpolitischen Ausschusses (FOMC) in der vergangenen Woche hat ein treibender Faktor (Pandemie) zwei Ereignisse (für die Zinserwartungen und Anleihekäufe) ausgelöst. Aufgrund der voranschreitenden Durchimpfung schätzt die Fed die Wachstumsrisiken geringer ein. Die Prognose für das Wirtschaftswachstum für 2021 wurde von 6,5% auf 7% nach oben revidiert. Aber auch die Inflationserwartung wurde von 2,4% auf 3,4% angehoben. Die mittelfristigen Prognosen wurden nur wenig verändert (BIP 2023: 2,4%, Inflation 2023: 2,2%).

Frühere Leitzinsanhebung...

Im Einklang mit dem gesunkenen Risiko hat die Fed angedeutet (Forward Guidance), die Leitzinsen etwas früher anzuheben. Sieben von 18 Mitgliedern (Minderheit) für 2022 und 13 von 18 Mitgliedern (Mehrheit) für 2023 sehen mindestens eine Zinsanhebung (Median: zwei Anhebungen). Im März hatte sie noch einen unveränderten Leitzinssatz für 2023 angedeutet. In unserem wahrscheinlichsten Szenario erfolgt die erste Leitzinsanhebung Ende 2022.

...und Tapering

Die Zeitlinie zum Tapering ist in eine neue Phase eingetreten. Bis vor kurzem hat Fed Chef Jerome Powell gemeint, nicht einmal über ein zukünftiges Tapering zu reden. Mittlerweile redet die Fed offiziell über den optimalen Zeitpunkt für die Bekanntgabe für ein Tapering. Im unserem wahrscheinlichsten Szenario erfolgt die Bekanntgabe im August (Zentralbankertreffen in Jackson Hole) für die tatsächliche Kaufreduktion Anfang 2022.

Die Fed ist nicht hawkish....

Die voranschreitende vorsichtige Exit-Strategie hat ein Repricing bewirkt: flachere Zinskurve (Unterschied zwischen 30jährigen und 2jährigen Staatsanleiherenditen), festerer USD (höhere Zinsen unterstützen), niedrigere am Anleihemarkt gepreiste Inflationsraten (10Y Breakeven Inflation Rate: 2,26%), höhere reale Staatsanleiherendite (10Y TIPS Yield: -0,79%) und fallende Aktienkurse (vor allem Zyklischer). Die Marktbewegungen lassen darauf schließen, dass die Marktteilnehmer eine auf Inflationsbekämpfung ausgerichtete Fed erwarteten (hawkische Haltung). Mit dem Voranschreiten der wirtschaftlichen Erholung würde die Fed in diesem Fall sukzessive (nicht notwendigerweise bei jedem FOMC-Treffen) die expansive geldpolitische Haltung reduzieren, zumindest in der Forward Guidance. Wie oben argumentiert, wird die Fed-Politik allerdings (vor allem) nur dann hawkish werden, wenn die langfristigen Inflationserwartungen nach oben ausbrechen. Das ist (zurzeit) nicht der Fall.

...sondern dovish

Insgesamt wird die geldpolitische Haltung der Fed sehr expansiv bleiben und Risk Assets unterstützen (dovische Haltung). Die negative Marktreaktion hat allerdings wieder einmal einen Hinweis dafür geliefert, dass die Märkte nicht besonders stabil sondern anfällig für eine Korrektur sind. Das derzeit wohl größte Risiko stammt weniger von der Geldpolitik, sondern der Pandemie. Eine abermalige Beschleunigung von COVID-19 Neuinfektionen aufgrund von Mutationen (zunehmende Cluster der Delta-Variante) stellt ein Abwärtsrisiko dar.

Quellen: Bloomberg; Board of Governors of the Federal Reserve System



Gerhard Winzer, Chef-Volkswirt

G-7 beschließen Klimaziele, Impfprogramme und China-Kurs

Mit frischem Schwung haben sich die Staatschefs der G7-Gruppe führender Industrienationen zuletzt bei ihrem Gipfel auf neue Ziele verständigt.

Der Schwerpunkt bei den Verhandlungen lag auf Klimazielen, Impfprogramme für arme Länder und eine gemeinsame Front gegen China. Für die G7, ein informeller Zusammenschluss der bedeutendsten Industrienationen, war der Gipfel im britischen Urlaubsort Carbis Bay eine Art Neustart nach dem Machtwechsel im Weißen Haus.

Während der Amtszeit von US-Präsident Donald Trump hatte dessen Abschottungspolitik unter dem Slogan „America First“ die Gruppe fast an den Rand der Spaltung gebracht. Der amtierende US-Präsident Joe Biden setzt nun wieder verstärkt auf multilaterale Kooperationen und gute Beziehungen zu befreundeten Ländern. So sprach die deutsche Kanzlerin Angela Merkel von einem gelungenen G7-Neustart. Zwar sei es nicht so, dass die Welt nun keine Probleme mehr habe, sagte Merkel: „Aber wir können mit neuem Elan an der Lösung dieser Probleme arbeiten.“

Ein zentraler Beschluss des Gipfels war die Zusage, ärmere Länder im Kampf gegen die Corona-Pandemie stärker mit Impfstoff zu unterstützen als bisher. Laut Abschluss-Kommuniqué gibt es Zusagen über 870 Mio. Impfdosen, die zur Hälfte bis Jahresende an bedürftige

Länder ausgeliefert werden sollen. Einige Organisationen kritisierten die Zusagen als unzureichend. So schätzt die Weltgesundheitsorganisation WHO den Bedarf armer Länder auf 11 Mrd. Dosen.

G7 peilen Klimaneutralität bis 2050 an

Eine wichtige Rolle spielte auch die Klimapolitik der Industrienationen. Unter Donald Trump waren die USA zwischenzeitlich aus dem Pariser Klimaschutzabkommen ausgestiegen. Biden hat diesen Ausstieg mittlerweile wieder rückgängig gemacht und damit ein gemeinsames Vorgehen ermöglicht. Konkret haben sich die G7 bei ihrem Gipfel auf eine Verringerung des Ausstoßes von Kohlendioxid bis 2030 um etwa die Hälfte gegenüber 2010 geeinigt. Vollständige Klimaneutralität soll spätestens 2050 erreicht werden. Das bedeutet, dass dann kein Kohlendioxid ausgestoßen wird oder CO₂-Emissionen vollständig kompensiert werden.

Zudem soll ein umfangreiches Hilfsprogramm Entwicklungsländern bei Investitionen gegen den Klimawandel unterstützen.



Die „Build Back Better World“ („B3W“) genannte Initiative soll hunderte von Milliarden Dollar an Infrastrukturinvestitionen für Länder mit niedrigem Einkommen bereitstellen, so die G7. Allein Deutschland will seinen jährlichen Beitrag bei den Infrastrukturhilfen bis spätestens 2025 von vier auf sechs Milliarden Euro erhöhen.

Mindeststeuersatz für fairen Wettbewerb

Thematisiert wurde auch eine in allen Ländern idente Mindestbesteuerung für Unternehmen um Steuerschlupflöcher künftig zu schließen. Geeinigt haben sich die G7 auf einen Mindeststeuersatz von 15 Prozent, dieser Vorschlag soll nun im Juli der größeren Runde der G20-Länder präsentiert werden. Während zur Gruppe der G7 die USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan und Kanada zählen, kommen im G20-Kreis auch weitere führende Volkswirtschaften wie China, Südkorea, Argentinien, Australien, Brasilien, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika und Türkei hinzu. Die Zusammenarbeit werde gerechtere Wettbewerbsbedingungen schaffen, mehr Steuereinnahmen erzeugen und gegen Steuervermeidung vorgehen, heißt es in der Erklärung der G7. Die Konjunkturprogramme im Kampf gegen die Krise haben die Staatshaushalte einiger Länder erheblich belastet, dies dürfte ein Mitgrund für den Wunsch nach einer fairen Verteilung der Steuereinnahmen sein.

G7 reagieren auf rasanten Machtgewinn Chinas

Ein beherrschendes Thema des Gipfels war schließlich

auch eine gemeinsame Positionierung gegenüber China. Denn nicht nur der Kurswechsel von Joe Biden, auch der rasante Aufstieg Chinas dürfte derzeit zu einem engeren Zusammenrücken der G7 beitragen. So wollen die G7 etwa der „neuen Seidenstraße“ Chinas und dem erstarkten Einfluss des Landes auf der Welt eine eigene Infrastrukturinitiative entgegensetzen. Davor hatte bereits der US-Senat Technologie-Investitionen in Höhe von 250 Mrd. Dollar beschlossen um Chinas globalen Einfluss etwas entgegensetzen.

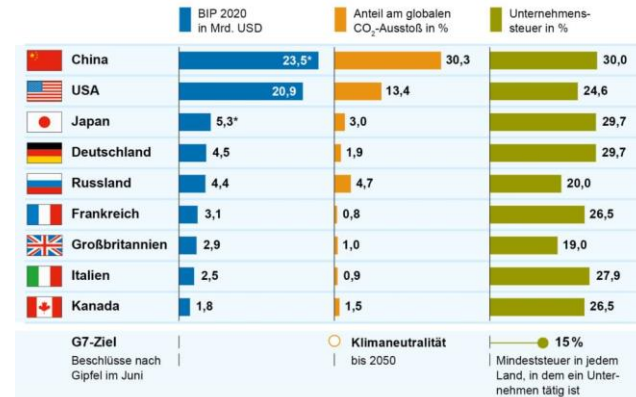
Auch die von Joe Biden angeregte Investitionsoffensive der G7 in arme Länder ist vor diesem Hintergrund zu sehen. Die westlichen Industrienationen wollen nicht länger zusehen, wie China Einfluss gewinnt.

Schließlich haben die G7 in ihrem Kommuniqué China auch ausdrücklich zur Einhaltung von Menschen- und Freiheitsrechten ermahnt. Konkret zeigten sich die G7-Länder aber geteilter Meinung über ihre China-Politik. Während die USA einen möglichst harten Kurs fordern, will Deutschlands Kanzlerin Merkel eine Konfrontation möglichst vermeiden. Für viele deutsche Konzerne, etwa aus der Automobil- oder Maschinenbaubranche, ist China ein hochbedeutender Absatzmarkt.

Auch die NATO hatte ihren kritischen Ton gegenüber China bei ihrem jüngsten Gipfel verschärft. Chinas Zielsetzungen und sein selbstbewusstes Auftreten stellen die regelbasierte internationale Ordnung und für die Sicherheit des Bündnisses relevante Bereiche vor „systemische Herausforderungen“, hieß es in der NATO-Abschlussklärung.

„Während die USA einen möglichst harten Kurs gegen China fordern, will Deutschlands Kanzlerin Merkel eine Konfrontation möglichst vermeiden.“

G7 peilen Klimaneutralität und Mindeststeuersatz an



Positionierung Vermögensverwaltung

Exit-Strategien im Vormarsch!

Der Exit aus der Pandemie beginnt sich – dank sinkender Infektionszahlen und steigender Durchimpfungen – abzuzeichnen. Auch die Zentralbanken beginnen, Exit-Strategien aus der ultra-akkommodierenden Geldpolitik zu zeichnen.

Steigende Inflationszahlen und Virus-Mutationen („Delta-Variante“) sorgen für Verunsicherung – beides sollte allerdings hoffentlich nur ein zeitlich sehr begrenztes Phänomen sein. Rein auf die wirtschaftliche Sicht konzentriert trifft steigende Nachfrage auf nur verhalten wachsende Industrieproduktion. Sollte es gelingen, die Produktion anzukurbeln, dann sollte auch der Preis- auftrieb wieder nachlassen und die Politik und die Notenbanken mit wieder sinkenden Inflationsraten unterstützen, um die Transformation von der pandemiebedingten Unterstützungspolitik wieder hin zu einer „normalen“ Geld- und Fiskalpolitik zu schaffen.

Wir bleiben – angesichts des positiven wirtschaftlichen Umfeldes (die amerikanische FED hat soeben ihre Wachstumsprognose von 6,5 % für 2021 auf 7,0 % nach oben revidiert) – weiterhin positiv für „risky assets“.

Auch in Europa dürften die niedrigen Lagerstände in der Automobilindustrie in Kombination mit hohem Auftragsstand für kräftige Wachstumsimpulse in den nächsten Monaten sorgen können.

Wir behalten daher unsere Übergewichtung in Aktien bei, nehmen allerdings im Anleiheportfolio einige Umschichtungen vor: Wir kaufen chinesische Staatsanleihen neu ins Portfolio und reduzieren im Gegenzug Positionen in Unternehmensanleihen und in Emerging-Markets-Staatsanleihen. Einerseits sollte es damit möglich sein, das Ertragspotenzial etwas zu steigern (10jährige chinesische Staatsanleihen rentieren derzeit deutlich über 3 % p.a.) und andererseits an der Entwicklung des chinesischen Renminbi zu partizipieren. Zusätzlich bieten – wie voriges Jahr zur Hochzeit der Pandemie zu bemerken war – Investments in chinesische Staatsanleihen Diversifikationsmöglichkeiten, was helfen sollte, die Schwankungen der Portfolios zu reduzieren.

Wir rechnen – wie schon in den Vormonaten – mit erhöhter Volatilität. Unsere langfristig positive Einschätzung für „risky assets“, allen voran Aktien, bleibt davon wohl unberührt, verlangt aber von uns und unseren Investoren Geduld und Gelassenheit.



Entwicklung **Aktien Global (Weltaktienindex in Euro)** versus **Rendite 10jähriger deutscher Bundesanleihen** und **Rendite 10jähriger US-Bundesanleihen** – letzte 15 Jahre (Stand 21.06.2021, Quelle: Bloomberg)

Bitte beachten Sie: Diese Informationen sind genereller Natur. Die individuell im Rahmen Ihrer Vermögensverwaltung auf Ihrem Depot erfolgten Transaktionen entnehmen Sie bitte dem nächsten Report, der Ihnen regelmäßig zur Verfügung gestellt wird. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.



▷ 0 bis 10 % Aktien

Assetklasse	Strategische Asset Allocation	Aktuelle Asset Allocation	Veränderung
Aktien	7,5 %	10,0 %	=
Staatsanleihen (EU+US+China)	40,0 %	15,5 %	+ 7,0 %
Unternehmensanleihen (EU+US)	15,0 %	26,0 %	- 2,5 %
HY & EM-Anleihen	7,5 %	17,5 %	- 4,5 %
Geldmarkt	10,0 %	11,0 %	=
Immobilien	10,0 %	10,0 %	=
Alternatives & Rohstoffe	10,0 %	10,0 %	=



▷ 0 bis 50 % Aktien

Assetklasse	Strategische Asset Allocation	Aktuelle Asset Allocation	Veränderung
Aktien	37,5 %	42,5 %	=
Staatsanleihen (EU+US+China)	15,0 %	7,5 %	+ 5,0 %
Unternehmensanleihen (EU+US)	14,0 %	7,5 %	=
HY & EM-Anleihen	13,5 %	12,5 %	- 5,0 %
Geldmarkt	0,0 %	5,0 %	=
Immobilien	10,0 %	10,0 %	=
Alternatives & Rohstoffe	10,0 %	15,0 %	=



▷ 0 bis 30 % Aktien

Assetklasse	Strategische Asset Allocation	Aktuelle Asset Allocation	Veränderung
Aktien	22,5 %	25,5 %	=
Staatsanleihen (EU+US+China)	28,0 %	15,5 %	+ 6,5 %
Unternehmensanleihen (EU+US)	13,0 %	13,0 %	- 3,0 %
HY & EM-Anleihen	6,5 %	13,5 %	- 4,0 %
Geldmarkt	10,0 %	7,5 %	+ 0,5 %
Immobilien	10,0 %	10,0 %	=
Alternatives & Rohstoffe	10,0 %	15,0 %	=



▷ 30 bis 70 % Aktien

Assetklasse	Strategische Asset Allocation	Aktuelle Asset Allocation	Veränderung
Aktien	60,0 %	64,0 %	=
Staatsanleihen (EU+US+China)	5,0 %	4,0 %	+ 2,0 %
Unternehmensanleihen (EU+US)	7,5 %	0,0 %	=
HY & EM-Anleihen	7,5 %	10,0 %	- 2,0 %
Geldmarkt	0,0 %	2,0 %	=
Immobilien	10,0 %	5,0 %	=
Alternatives & Rohstoffe	10,0 %	15,0 %	=

DISCLAIMER

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Gesetzlicher Hinweis:

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt. Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com abrufbar und stehen dem/der interessierten AnlegerIn kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere AnlegerInnen und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer AnlegerInnen hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Diese Unterlage ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch erstellt worden und dient Ihren Informationszwecken. Sie basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Jede Form der Kenntnisnahme, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts durch nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Die Richtigkeit der Daten, die aufgrund veröffentlichter Informationen in dieser Unterlage enthalten sind, wurde vorausgesetzt, aber nicht unabhängig überprüft. Wir haften nicht für die Vollständigkeit, die Zuverlässigkeit und die Genauigkeit des Materials, wie aller sonstigen Informationen, die dem Empfänger schriftlich, mündlich oder in sonstiger Weise übermittelt oder zugänglich gemacht werden.

Aussagen gegenüber dem Adressaten unterliegen den Regelungen des ggf. zugrundeliegenden Angebots bzw. Vertrages. Es kann nicht zugesichert

werden, dass ein Portfolio die dargestellten Gewinne oder Verluste erzielen oder dass ein Portfolio denselben Grad an Genauigkeit früherer Projektionen erreichen wird. Im Gegensatz zu tatsächlichen Wertentwicklungen beruhen Simulationen nicht auf bestimmten Transaktionen; es kommt ihnen somit nur eine begrenzte Aussagekraft zu. Hinweise auf die frühere Performance lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Entwicklungen zu. Die hierin geäußerten Meinungen geben unsere aktuelle Einschätzung zu den Entwicklungen auf den globalen Finanzmärkten wieder, die sich jederzeit und auch ohne vorherige Bekanntmachung ändern kann. Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen. Die hierin enthaltenen Informationen können eine auf den individuellen Anleger abgestellte, anleger- und anlagegerechte Beratung nicht ersetzen. Wir warnen ausdrücklich vor einer Umsetzung ohne weitergehende detaillierte Beratung und Analyse ihrer spezifischen Vermögens- und Anlagesituation. Ohne diese Analyse können jegliche in dieser Unterlage enthaltenen Informationen bzw. deren Umsetzung zu einem unerwünschten Anlageergebnis bis hin zum Totalverlust führen.

Stand: Juni 2021

IMPRESSUM: Erste Asset Management,

Am Belvedere 1, 1100 Wien | Email: eamcommunication@erste-am.com