

Monthly Outlook

Juli/August 2021

# Review, recharge and restart

Zurückschauen, Auftanken & Durchstarten

# Inhalt

## Review, recharge and restart

Zurückschauen, Auftanken & Durchstarten

Seite 3

CIO Kommentar

Seite 5

Wirtschaft & Märkte

Seite 14

Im Fokus & Unsere Anlagestrategie

Seite 27

Im Dialog

# CIO Kommentar

## Review, recharge and restart

### Zurückschauen, Auftanken & Durchstarten

Die erste Jahreshälfte liegt hinter uns, eine willkommene Gelegenheit kurz innezuhalten und auch mal zurückzuschauen. Viele Hoffnungen, die wir nach dem Schreckensjahr 2020 gehegt hatten, sind in den vergangenen Monaten wahr geworden. Wir möchten nicht zu euphorisch klingen und wissen, dass es viele Unsicherheiten, Probleme und Wunden gibt, die noch heilen müssen. Aber lassen Sie uns zunächst auf die positiven Entwicklungen schauen.

Die von uns allen herbeigesehnte medizinische Lösung der Pandemie in Form von breit verfügbaren Impfstoffen rückt näher, auch wenn – als großer Wermutstropfen – derzeit primär nur für die Industrienationen. Während zu Beginn des Jahres in Kontinentaleuropa noch die Enttäuschung über den schleppenden Impfstart überwog, läuft die Kampagne mittlerweile auf Hochtouren. Pro Woche werden aktuell Impfdosen in der Größenordnung von 5 %-7 % der Bevölkerung verabreicht. Mitte des Jahres waren etwa 40 % der Bevölkerung in der EU vollständig geimpft. Aufgrund der Erfolge des Dreiklangs Impfen, Testen und Abstandhalten sind die Inzidenzen in vielen Ländern Europas und in Nordamerika im Vergleich zum Frühjahr deutlich niedriger. Die Restriktionen konnten zurückgefahren werden. Davon profitiert nun die Konjunktur. Während im ersten Quartal das EWU-weite Bruttoinlandsprodukt noch schrumpfte, nahm die Wirtschaft im Frühjahr mächtig Fahrt auf und dürfte – so die Erwartungen – im laufenden Quartal kräftig wachsen. Das haben die Kapitalmärkte goutiert und eine Rally hingelegt. Im ersten Halbjahr 2021 konnten die führenden Aktienindizes in Europa und den USA etwa 15 % zulegen. Über eine lange Phase hinweg hatten die europäischen Werte sogar die Nase vorn – eine Erfahrung, die Aktieninvestoren hierzulande schon länger nicht mehr gemacht haben. Im Zuge der wirtschaftlichen Erholung zog allerdings auch die Inflation an, getrieben von Nachhol- und Basiseffekten, aber auch aufgrund von Kapazitäts- und Lieferengpässen. Die Zentralbanker gehen jedoch davon aus, dass diese Effekte die Teuerung nur vorübergehend nach oben treiben und sie sich sukzessive wieder normalisieren wird. Wir teilen diese Ansicht. Eine Bestätigung steht aber noch aus.

Wie bereits erwähnt, gibt es aber auch noch Wolken am Himmel. Die wohl wichtigste Frage ist die nach dem weiteren Verlauf der Pandemie. Wie effektiv wirken die zugelassenen Impfstoffe gegen Virusvarianten? Ist die Impfbereitschaft hoch genug, um baldmöglichst Herdenimmunität zu erreichen? Entstehen möglicherweise noch aggressivere Varianten, die die bisherigen Erfolge in Frage stellen? Wir kennen die Antworten darauf nicht, sind aber überzeugt davon, dass der

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)

oben genannte Dreiklang der richtige Weg ist, um die Pandemie unter Kontrolle bringen zu können. Und auch im Falle eines ungünstigeren Szenarios wissen wir, dass die uns zur Verfügung stehenden Mittel und Maßnahmen ausreichen werden, um weitere Herausforderungen zu bestehen. Bereits jetzt wird an Impfstoffmodifikationen gearbeitet. Wir sind überzeugt davon, dass die Wissenschaft die Antwort auf die Herausforderungen liefern wird.

An den Aktienmärkten liegt vermutlich der größte Teil der post-Corona-Rally bereits hinter uns. Das bedeutet aber nicht, dass die Erholung damit schon beendet ist. Normalisierung bedeutet eben auch, dass Probleme und Herausforderungen, die bereits vor der Pandemie bestanden haben und von ihr in den Hintergrund gedrängt wurden, wieder in das Sichtfeld der Anleger rücken werden. Der Klimawandel ist eine der wichtigsten. Aber auch hier sind wir davon überzeugt, dass die Antworten auf die damit verbundenen Probleme und Risiken für die europäische Wirtschaft eher eine Chance darstellen. Wie auch in der Pandemie machen Wissenschaft, Innovationen und vor allem die zielgerichteten Investitionen einen gewichtigen Teil der Lösungen aus. Innovationen und Investitionen aber bedeuten mehr Wachstum und eröffnen Perspektiven für Arbeitnehmer und Unternehmen gleichermaßen.

Nach wie vor präferieren wir Aktien gegenüber festverzinslichen Wertpapieren und setzen bei ersteren insbesondere auf europäische Werte. Unser fundamental orientierter Ansatz zur Einzeltitelselektion, der besonderen Wert auf Qualität und Stabilität der Unternehmen legt, hat sich in der Krise bewährt. Anfangs setzten wir auf defensive Branchen, insbesondere auf den Gesundheitssektor und die Informationstechnologie. In der Erholung schieben sich zyklischere Sektoren in den Vordergrund, welche im besonderem Maße von Wachstum profitieren können. Sehr erfreulich ist auch die Entwicklung in unseren nachhaltigen Anlagestrategien. Sie zeigten einmal mehr, dass die Berücksichtigung sogenannter ESG-Kriterien („Environmental, Social, Governance“, also eine unternehmerische Sozialverantwortung) die Erfolgsaussichten von Anlagen nicht beeinträchtigen muss, sondern im Gegenteil sogar steigern kann. An der Impfstoffentwicklung waren europäische Unternehmen maßgeblich beteiligt. Das unterstreicht die Wettbewerbsfähigkeit und Innovationskraft der Wirtschaft in Europa. Deswegen ist uns auch vor künftigen Herausforderungen nicht bange.

# Wirtschaft & Märkte

Auf dem Weg zurück zur ökonomischen Normalität

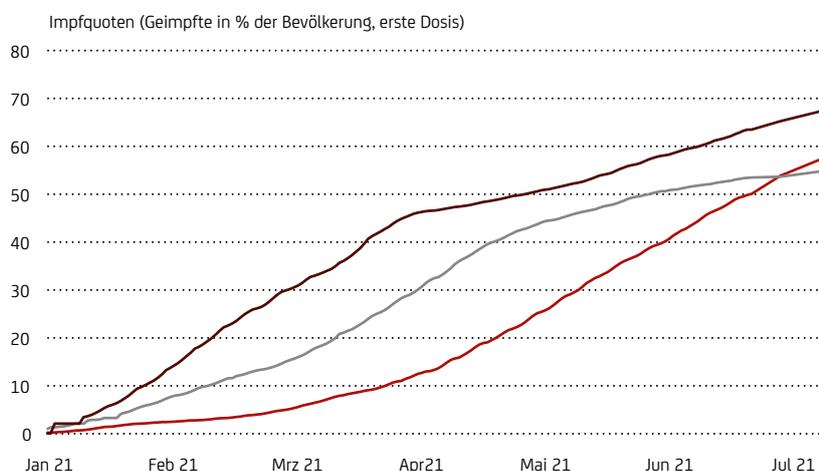
## Impferfolge machen Hoffnung

Seit eineinhalb Jahren hält Corona die Welt in Atem. Jede Pandemiewelle brachte nicht nur millionenfaches Leid, sondern schickte auch die Wirtschaften auf Talfahrt – ließ sich das Infektionsgeschehen bislang doch nur mit harten Lockdowns und Mobilitätseinschränkungen unter Kontrolle bringen. In jedem Wellental aber sprang der Konjunkturmotor wieder an. Nachholeffekte im Verbund mit massiver geld- und fiskalpolitischer Unterstützung sorgten für einen raschen Aufholprozess – bevor nachlassende Disziplin und kältere Witterung die Fallzahlen erneut nach oben trieben.

Am ausgeprägtesten war diese Schaukelbewegung in Europa, das bereits drei Corona-Wellen und zwei Rezessionen („double dip“) verkraften musste. Nun aber scheint zumindest der wirtschaftliche Zick-Zack-Kurs auszulaufen – weil sich die anfänglich so enge Korrelation zwischen Infektionsgeschehen, Lockdown und Wirtschaftswachstum spürbar gelockert hat und im Herbst gänzlich zusammenbrechen sollte.

Grund dafür sind die raschen Impffortschritte. In Sachen Erstimpfung hat der Euroraum jüngst die USA überrundet (siehe Grafik 1). Rechnet man das Tempo der vergangenen Wochen hoch, könnte die Herdenimmunität mit ca. 80 % vollständig Geimpften noch vor dem Winter erreicht sein.

### 1. FLOTTES IMPFTEMPO IN EUROPA



Quelle: [www.ourworldindata.org/Corona-vaccinations](http://www.ourworldindata.org/Corona-vaccinations), UniCredit Wealth Management

Wurden in der ersten Welle noch flächendeckend Betriebe geschlossen, war danach „nur noch“ der Dienstleistungssektor betroffen.

Je ansteckender eine Virusmutation, desto höher ist allerdings der Prozentsatz an Geimpften, um Herdenimmunität zu erreichen.

- Großbritannien
- EWU-4
- USA

Grund für Entwarnung ist das aber nicht. Der Weg bis zur Herdenimmunität ist noch steinig. Die rasche Ausbreitung der hochinfektiösen Delta-Variante unterstreicht das Risiko wieder ansteigender Infektionszahlen. Gleichzeitig könnte die Impfbereitschaft schwinden. Und selbst Herdenimmunität bedeutet nicht das Ende von Corona (wenn auch das der Pandemie). Analog zur Influenza-Grippe dürfte es zu wiederkehrenden Corona-Wellen insbesondere in den Winterhalbjahren kommen. Die vierte Welle noch in diesem Jahr ist vorprogrammiert.

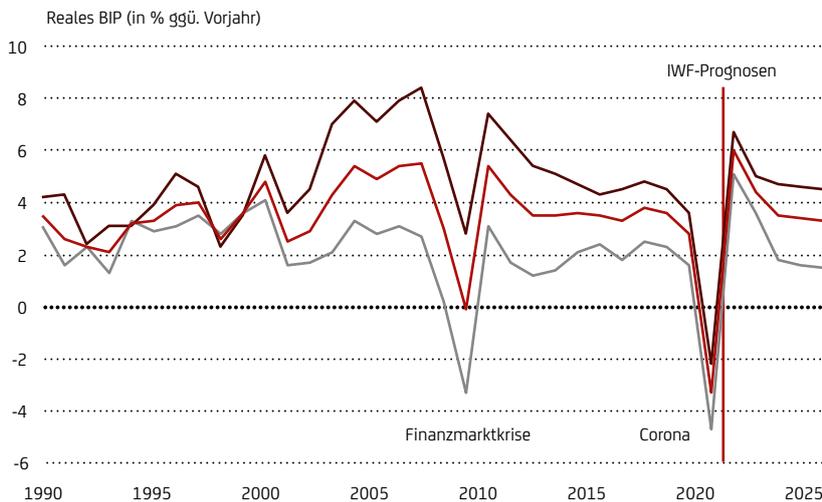
Allerdings sollte sich das Infektionsgeschehen durch (Auffrischungs)Impfungen jenseits lokaler Ausbrüche in Schach halten lassen, vor allem aber nicht mehr das Gesundheitssystem gefährden und damit neue, weitreichende Lockdowns notwendig werden lassen. Hoffnung macht die Entwicklung in Großbritannien. Dort ist zwar die Inzidenz wieder stark angestiegen, die Zahl der Krankenhausesweisungen bzw. die der Todesfälle aber nur sehr verhalten – obwohl mit gut 50 % vollständig Geimpften auch dort Herdenimmunität noch nicht erreicht ist. Das Ende der Pandemie in Europa und Nordamerika rückt also näher – solange nicht Mutationen entstehen, die gegen die aktuellen Impfstoffe resistent sind. Letzteres aber ist lediglich ein Risiko- und nicht unser Basisszenario.

Auch ökonomisch ist die Aussicht auf Herdenimmunität noch vor dem Winter eine gute Nachricht. Die im ersten Halbjahr einsetzende Belegung der Weltwirtschaft dürfte sich nicht nur beschleunigen, sondern vor allem verstetigen. Ein Rückschlag wie im vergangenen Jahr, als der Wachstumsschub im Sommer schon im Herbst ein jähes Ende fand, sollte sich nicht wiederholen. Weltweit wird das reale BIP wohl bis ins übernächste Jahr hinein überdurchschnittlich zulegen – auch wenn sich die Wachstumsraten sukzessive abflachen und auf ihren Potenzialpfad einschwenken (Normalisierung, siehe Grafik 2). Doch der Reihe nach!

In Asien und Lateinamerika dürfte es dagegen noch länger dauern, bis Herdenimmunität erreicht ist. Hier kommt die Impfkampagne nur sehr schleppend voran. Zudem sind mutations- und saisonbedingt (Winter auf der Südhalbkugel) die Infektionszahlen zwischenzeitlich wieder spürbar gestiegen.

Eine ähnliche Entwicklung wie beim Wachstum erwarten wir auch für die Inflation.

## 2. WACHSTUM SCHWENKT MITTELFRISTIG WIEDER AUF TRENDPFAD EIN



- Schwellen- & Entwicklungsländer
- Weltwirtschaft
- Industrieländer

Quelle: Refinitiv Datastream, IWF, UniCredit Wealth Management

## Weltwirtschaft: Wachstumsbelebung im 1. Halbjahr ...

Nach holprigem Start hat die Weltwirtschaft im ersten Halbjahr deutlich Fahrt aufgenommen – obwohl die globalen Fallzahlen erst im April ihren Höchststand erreicht haben. Mit einem Plus von annualisiert 4½ % dürfte das weltweite BIP in den ersten sechs Monaten gut einen Punkt stärker als im langjährigen Durchschnitt gewachsen sein. Das ist deutlich mehr als ursprünglich erwartet. Nach oben überrascht hat allerdings auch die Inflation. Der Nachfragesog im Verbund mit stark steigenden Rohstoffpreisen und Transportkosten sowie Angebotsengpässe bei wichtigen Vorleistungsgütern (z. B. Halbleitern) ließ die weltweite Teuerung überraschend schnell auf ein Mehrdekadenhoch steigen (siehe Grafik 3). Das gilt auch für die Kerninflation, also die Teuerung ohne die volatilen Bestandteile Energie und Nahrungsmittel.

### 3. KERNINFLATION STEIGT AUF DEN HÖCHSTEN STAND SEIT FAST 20 JAHREN



Quelle: Refinitiv Datastream, OECD, UniCredit Wealth Management

Die Wachstumsbelebung im ersten Halbjahr verlief regional jedoch sehr ungleichmäßig. Dafür waren in erster Linie das unterschiedliche Ausmaß wirtschaftspolitischer Stimuli sowie ein divergierendes Impftempo verantwortlich. Die (zum Teil erst angekündigten) Billionen USD schweren Fiskalprogramme haben die US-Konjunktur im Frühjahr mit annualisiert knapp 10 % sogar regelrecht boomen lassen. Die USA liefen damit China den Rang als globaler Wachstumsheld ab – obwohl das Wachstumspotenzial im Reich der Mitte weit höher ist (5½ % vs. 1¾ %). Dort hat die Rückführung der fiskal- und kreditpolitischen Impulse das Wachstum vorübergehend sogar unter Potenzial gedrückt. Zur überlegenen US-Performance trugen aber auch das Ausbleiben der dritten Corona-Welle sowie die anfänglich rasanten Impffortschritte bei.

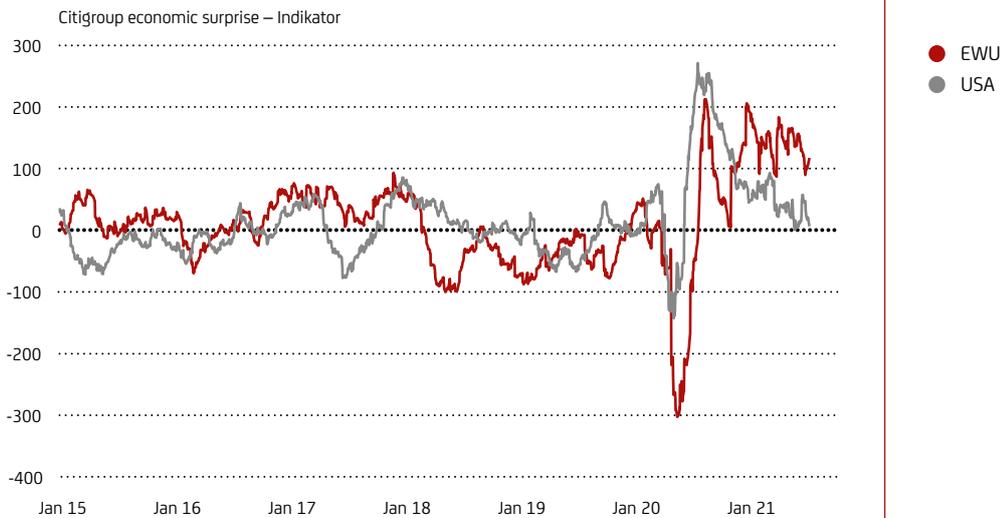
Dagegen rutschte der alte Kontinent zum Jahreswechsel pandemiebedingt in die „double dip“-Rezession und konnte erst im Verlauf des Frühjahrs wieder Fahrt aufnehmen – dann allerdings kräftig. Unsere ursprünglich erwarteten +5 % annualisiert für das zweite Quartal könnten sich bald schon als zu vorsichtig erweisen. Nach wie vor überraschen die zeitnahen Konjunkturdaten positiv (siehe Grafik 4).

Noch liegen keine offiziellen Daten vor. Die BIP-Berichte für das zweite Quartal werden erst ab Ende Juli veröffentlicht. Allerdings erlauben die zeitnahen Konjunkturdaten erste Hochrechnungen („nowcast“).

- Inflation (OECD, % in ggü. Vorjahr)
- Kerninflation (OECD, % in ggü. Vorjahr)

US-Präsident Biden hat in den ersten drei Monaten seiner Amtszeit Fiskalprogramme im Höhe von 6 Bio. USD auf den Weg gebracht („Rescue Plan“, „Jobs Plan“ und „Families Plan“). Hinzu kommen die 900 Mrd. die im vergangenen Dezember noch unter Trump freigegeben wurden. Selbst wenn viele der Maßnahmen über Jahre verteilt sind, bedeuten sie schon jetzt enorme Anschlag- und Ankündigungseffekte.

## 4. EUROPA ÜBERRASCHT WEITERHIN POSITIV



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Asien und Lateinamerika waren zuletzt die schwächsten Glieder der Weltwirtschaft. Steigende Fallzahlen und neue Lockdowns, ein schleppendes Impftempo, Reisebeschränkungen sowie das begrenzte Potenzial wirtschaftspolitischer Gegenmaßnahmen – schwächere Währungen zwangen die ersten Notenbanken bereits zu Zinserhöhungen – nahmen die Volkswirtschaften dort wieder in den Würgegriff des Virus. Die Wirtschaftsleistung der Schwellenländer dürften im abgelaufenen Quartal kaum mehr als stagniert haben – und ohne China sogar spürbar geschrumpft sein.

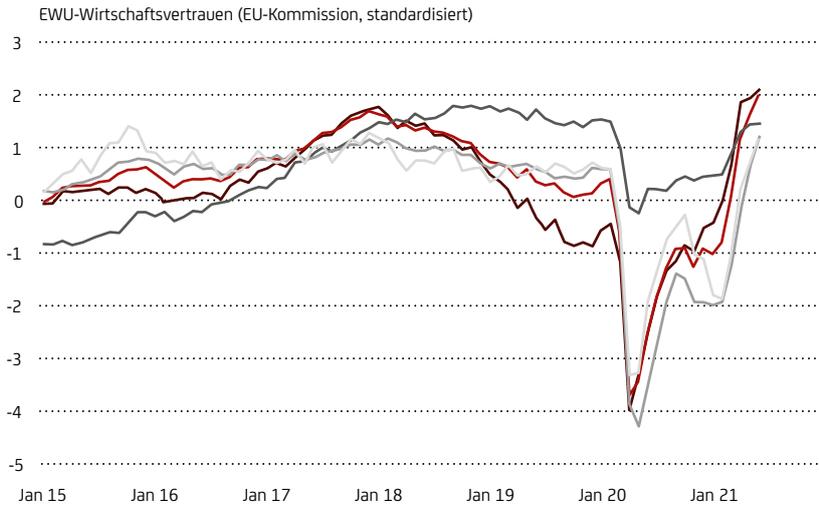
Besonders betroffen waren Indien, Argentinien, Peru, Kolumbien, Malaysia und Singapur. Deren Wirtschaftsleistung dürfte im zweiten Quartal 2021 um annualisiert 5 %-25 % zurückgegangen sein.

### ... gefolgt vom Wachstumsschub in der zweiten Jahreshälfte

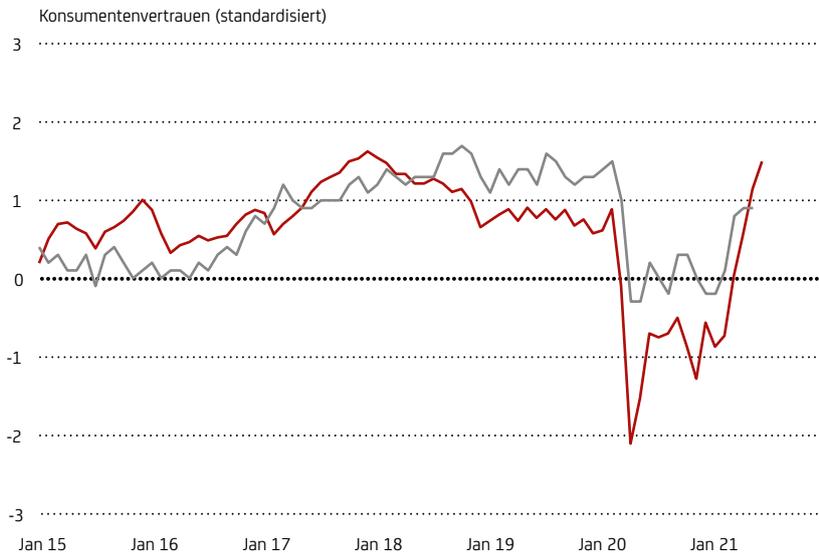
Kurzfristig könnte die Wachstumsschwäche der Schwellenländer noch andauern. Die Zeichen aber stehen auch dort auf Erholung. Die Konjunktur sollte sich im Laufe des zweiten Halbjahrs sukzessive befestigen (technische Gegenreaktion, Nachholeffekte). Darüber hinaus kommt der Region die stärker werdende Nachfrage der etablierten Industrieländer nach Rohstoffen, Vorprodukten und Technologiegütern zugute.

Die stärkste Dynamik erwarten wir allerdings in Europa. Der Wirtschaftsraum ist mit reichlich Schwung in die zweite Jahreshälfte gestartet. Das hohe Impftempo, weitere Lockerungen und steigende Mobilitätsindizes lassen für das laufende Quartal einen regelrechten Wachstumsschub erwarten. Die Stimmung von Konsumenten und Unternehmen könnte besser kaum sein. Die Indikatoren haben mittlerweile nicht nur ihr Vor-Corona-Niveau hinter sich gelassen, sondern mehrheitlich sogar neue zyklische Hochs erreicht (siehe Grafiken 5).

5. STIMMUNGSHOCH IN EUROPA



- Verarbeitendes Gewerbe
- Wirtschaftsvertrauen insgesamt
- Bau
- Dienstleistungen
- Einzelhandel



- EWU
- USA

Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

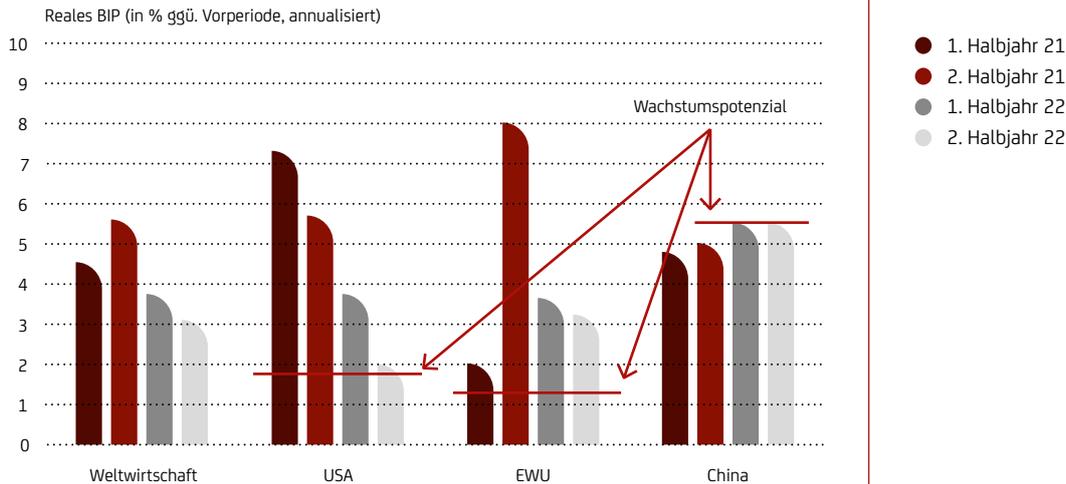
Der Private Verbrauch wird dabei zum Konjunkturmotor. Die Aussicht auf Herdenimmunität und die Öffnung des von Corona so gebeutelten Dienstleistungs- bzw. Einzelhandelssektors dürfte dazu führen, dass sich die zurückgestaute Konsumnachfrage im Sommer regelrecht entlädt. Normalisiert sich, wie von der OECD prognostiziert, die Sparquote bereits im Verlauf des zweiten Halbjahrs, wird allein dadurch ein zusätzlicher privater Verbrauch von 5 % eines Quartals-BIP generiert. Flankiert wird die starke Konsumkonjunktur von einer anziehenden Investitions- und Exporttätigkeit. Das zumindest ist die Botschaft der entsprechenden Frühindikatoren wie etwa der Stimmungs- oder Auftragsindizes.

Zu Beginn des Frühjahrs lag die Sparquote in Deutschland bei 20 %. Bis Jahresende 2021 sollte sie laut OECD auf gut 12 % zurückgehen. Der langfristige Durchschnitt liegt bei knapp 11 %.

Kein Wunder also, dass die Wachstumserwartungen für den Euroraum in den letzten Wochen nach oben gezogen wurden. Nicht wenige Beobachter erwarten für das laufende Quartal nun ein zweistelliges BIP-Wachstum. Und weil die zugrundeliegende Dynamik jenseits von Basiseffekten eher noch zunehmen oder

zumindest hoch bleiben sollte, dürfte die EWU-weite Wirtschaftsleistung im zweiten Halbjahr um insgesamt rund 8 % (annualisiert) zulegen können. Damit übernimmt der Euroraum die globale Wachstumsführerschaft (siehe Grafik 6) und sollte die USA auch noch im kommenden Jahr hinter sich lassen. Folglich dürften sich auch bei uns die Corona-Lücken rascher schließen als bislang projiziert.

## 6. DER EURORAUM LÄUFT DEN USA DEN RANG AB



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

## Schrittweise Normalisierung im kommenden Jahr

Freilich ist die Wachstumsdynamik immer auch basisgetrieben. Was tiefer fällt, kann auch wieder stärker aus der Krise herauswachsen. Zudem ist das nun nachlassende Expansionstempo in den USA alles andere als eine Enttäuschung. Zum einen bleiben auch dort die BIP-Zuwächse bis Ende kommenden Jahres voraussichtlich über Potenzial. Die zugrundeliegende Stärke der US-Wirtschaft steht außer Zweifel. Das zeigt das ganze Spektrum der Konjunkturindikatoren – angefangen von den Früh- und Stimmungsindizes über gleichlaufende Kennziffern wie Produktion und Einzelhandelsumsätze bis hin zu nachlaufenden Arbeitsmarktzahlen. Sie alle weisen jenseits temporärer Rücksetzer („too much, too soon“) klar nach oben und haben ihre Vor-Corona-Niveaus meist hinter sich gelassen oder sogar neue Zyklushochs erreicht.

Zum zweiten ist die nachlassende US-Dynamik lediglich Ausdruck einer beginnenden, gesunden Normalisierung nach dem starken Aufholprozess davor – weil die Nachholeffekte abebben und die Durchschlagskraft der wirtschaftspolitischen Impulse sukzessive nachlässt. Zudem ist die US-Wirtschaft der europäischen vorausgelaufen. Die BIP-Lücke jenseits des Atlantiks war bereits im Frühjahr geschlossen, der US-Trendpfad dürfte gegen Ende des Jahres wieder erreicht sein. Was in den USA nun anläuft (und China schon hinter sich hat) – Abschwächung bzw. Einschwenken auf Potenzial – dürfte sich zeitversetzt auch in Europa und den Schwellenländern vollziehen. Nach zwei Jahren heftiger Ausschläge sollte 2022 wirtschaftlich den Beginn der Normalisierung markieren.

Das BIP-Niveau von vor der Pandemie (statisch) könnte nun schon zum Jahreswechsel, der zugrundeliegende Potenzialpfad (dynamisch) sollte Ende 2022 erreicht sein.

Diese Einschätzung gilt allerdings nur dann, wenn die Krise Folge eines externen Schocks wie etwa einer Naturkatastrophe oder eben einer Pandemie war. Ist eine Rezession indes das Ergebnis von strukturellen Verkrustungen, fällt die Erholung erfahrungsgemäß nicht nur schwächer aus, sondern zieht sich auch in die Länge.

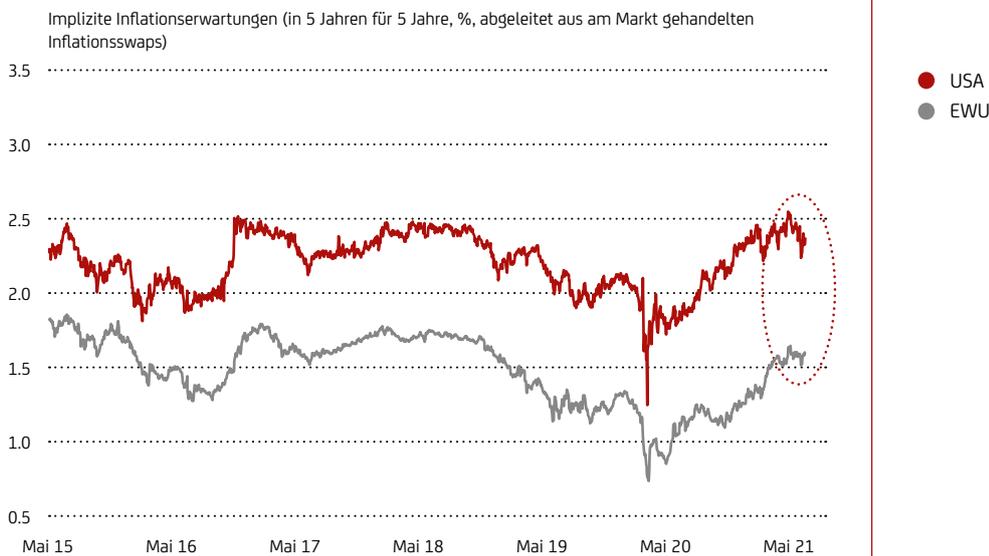
Was aber sind die Risiken für unseren doch recht optimistischen weltwirtschaftlichen Ausblick? Kurzfristig sind es die Virusmutationen, die das Bild trüben könnten. Mit jeder Impfung aber werden die Abwärtsrisiken weniger. Belastungen könnten auch aus noch länger anhaltenden Angebotsengpässen bei Vorprodukten wie Halbleitern resultieren. Entlädt sich hingegen die zurückgestaute Konsumnachfrage unerwartet schnell und heftig, würde der Wachstumsschub im Sommer noch stärker ausfallen.

### Geld- und Fiskalpolitik – vom Rücken- zum Gegenwind?

Und jenseits der kurzen Frist? Droht ab dem kommenden Jahr angesichts rasant gestiegener Inflation und öffentlichen Verschuldung nicht ein kräftiger geld- und fiskalpolitischer Gegenwind, der die weltwirtschaftliche Erholung über die Basiseffekte hinaus einbremsen oder sogar abbrechen lassen könnte? Wir rechnen – um es gleich vorwegzunehmen – nicht damit! Viel mehr als der Beginn der wirtschaftspolitischen Normalisierung ist für 2022 nicht zu erwarten.

Warum nicht? Zum einen sollte sich der rasante Inflationsanstieg als vorübergehend erweisen und die Teuerung allmählich wieder auf oder unter die Notenbankziele zurückfallen – wenn der Nachfrigestau abgearbeitet ist, die gestiegenen Rohstoff- bzw. Transportkosten aus den Jahresraten herausfallen und die Angebotsengpässe beseitigt sind. Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale gibt es auch keine. Die Notenbanken können daher beruhigt durch den momentanen Preisdruck „hindurchschauen“, zumal die mittelfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer fest verankert erscheinen (siehe Grafik 7).

#### 7. MITTELFRISTIGE INFLATIONSERWARTUNGEN GUT VERANKERT



Die zuletzt recht schwache deutsche Industrie- bzw. Autoproduktion (-0,3 % bzw. -7,2 % ggü. Vormonat) leidet noch immer am Mangel an Halbleitern und anderen Vorprodukten.

Unsere Researchkollegen erwarten, dass die EWU-weite Verbraucherpreis-inflation zum Jahreswechsel ihre Spitze bei 2¾ % erreichen wird, 2022 aber wieder unter das EZB-Ziel von 2 % zurückfällt. In den USA hingegen scheint der Zenit schon jetzt erreicht (bei allerdings hohen 5 %). Gegen Ende 2022 sollte sich die Teuerung dort wieder seinem 2 %-Ziel nähern.

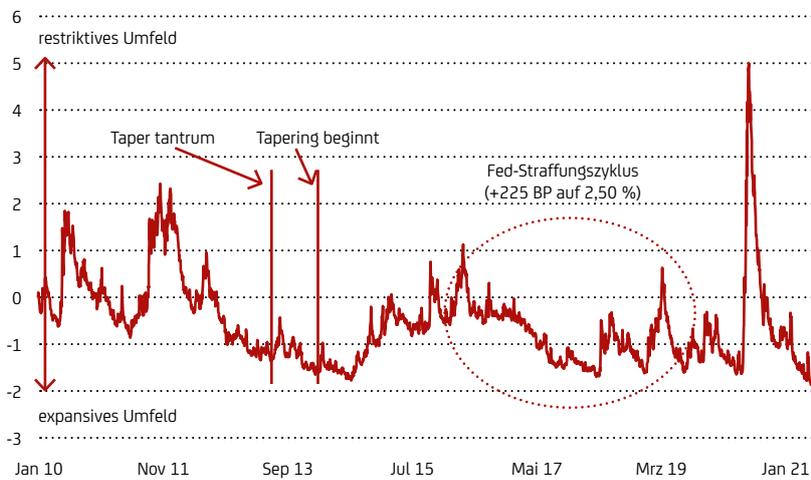
Allerdings müssen die Zentralbanken jetzt schon ihre Ausstiegsstrategie festzurufen, fällt die Notwendigkeit der hyperexpansiven Geldpolitik ab dem kommenden Jahr doch sukzessive weg. Wie so oft sollte die Fed in Vorleistung gehen und zum Jahreswechsel mit der Rückführung ihrer Wertpapierkäufe beginnen („Ta-

pering“). Und auch die EZB dürfte ihr Pandemiekaufprogramm zurückfahren – wenn auch erst im Laufe des nächsten Jahres.

Nachhaltige Auswirkungen auf das finanzwirtschaftliche Umfeld, sprich Renditen, Kurven und Spreads, sollte das „Tapering“, weil weitgehend eingepreist, nicht haben. Das gilt auch für die erste Phase der Zinserhöhungszyklus, der allerdings nicht vor Mitte 2023 starten dürfte. Der letzte Fed-Zyklus jedenfalls hat den „US Financial Conditions“-Indikator nicht wirklich steigen lassen (siehe Grafik 8). Es wird also noch Jahre dauern, bis die (US)Geldpolitik nachhaltig restriktiv wird.

Das EZB-Tapering sollte anfänglich weniger stark ausfallen als das der Fed. Schließlich wird es noch dauern, bis die letzten Länder die Corona-Lücken geschlossen haben. Auch der erwartete Rückfall der Inflation unter das EZB-Ziel von 2 % spricht für ein verhaltenes Tapering insgesamt.

### 8. NOCH EIN LANGER WEG BIS ZU EINER RESTRIKTIVEN US-GELDPOLITIK



● USA Financial Conditions Indicator (Office of Financial Research)

Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Gleiches gilt für die Fiskalpolitik. Die gigantischen Fiskalpakete haben eine noch schlimmere Corona-Rezession verhindert und eine rasche, wenn auch sehr volatile Erholung angeschoben. Werden die Impulse zurückgefahren, bedeutet das immer eine Wachstumsbelastung („fiscal drag“). Erfolgt die Rückführung überhastet und aggressiv (Steuererhöhung und/oder Ausgabenkürzungen), kann sogar die Erholung abbrechen. Ein Beispiel dafür ist die schuldengetriebene Austeritätspolitik 2010/11 im Euroraum. Die aber sollte sich diesmal nicht wiederholen. Warum nicht?

In den Jahren 2010/11, also kurz nachdem die Weltwirtschaft aus der Finanzmarktkrise gewachsen war, zog Europa die Fiskalzügel spürbar an. Ende 2011 fiel der Euroraum in die Rezession zurück (Staatsschuldenkrise). Der dogmatische Austeritätskurs trug auch dazu bei, dass die Erholungsphase 2012-18 ungewöhnlich schwach ausfiel.

1. Das Gros der Fiskalprogramme ist zeitlich gestreckt, die Ausgaben zum Teil sogar über zehn Jahre verteilt. Das gilt insbesondere für die USA, aber auch für die EU-Programme (Wiederaufbaufonds, mehrjähriger Finanzplan) und zum Teil auch die nationalen Hilfspakete. Die fiskalische Rückführung dürfte also dosiert erfolgen, ein regelrechter Kursschwenk hin zu einer wirklich restriktiven Politik ist nicht zu erwarten.
2. Corona hat die Notwendigkeit einer raschen (geld- und) fiskalpolitischen Reaktion noch einmal unterstrichen. Europa, vor allem Deutschland wurde schon davor für seine dogmatische Austeritätsorientierung heftig kritisiert. Hier hat inzwischen ein gewisser Sinneswandel eingesetzt. Der Einstieg

in die gemeinschaftliche Fiskalpolitik und die überfällige Orientierung Richtung öffentlicher Zukunftsinvestitionen lässt hoffen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt dürfte flexibler gehandhabt werden.

3. Über die Notwendigkeit der Haushaltskonsolidierung sollte weniger der Schuldenstand als die Zinsbelastung entscheiden. Und die bleibt die kommende Jahre extrem niedrig. Öffentliche Investitionen lassen sich derzeit (fast) zum Nulltarif finanzieren. Schulden- und Zinsendienstquoten gehen über die Stimulierung des Wachstums sogar zurück.
4. Gesamtwirtschaftlich dürfte ein dosiertes „fiscal (und auch monetary) tapering“ durch ein stärker werdendes zugrundeliegendes Wachstum (ohne Impulse „von außen“) aufgefangen werden. Zudem besteht die Chance, dass mit den jüngsten Hinwendung öffentlicher Mittel zu Digitalisierung, Zukunftstechnologien, Infrastruktur und Klimawandel das Potenzialwachstum künftig höher ausfällt.
5. Man sollte die Fiskalmultiplikatoren nicht überschätzen. Genauso wie die massiven Transferzahlungen 2020/21 nicht gänzlich wachstumswirksam waren, weil Teile davon gespart wurden, könnte auch die Bremswirkung von „fiscal tapering“ im Entsparprozess geringer ausfallen.

Gründe genug also zu konstatieren, dass die gesamtwirtschaftliche Verfassung in den kommenden Jahren stark genug sein sollte, eine dosierte Rückführung der fiskalischen und monetären Impulse ohne spürbare Rückschläge zu verkraften. Die Erholung geht also weiter, selbst wenn sich die Wachstumsraten normalisieren. Das sind gute Aussichten nach fast zwei Jahren Krise und heftiger Ausschläge.

Strukturelle Fiskalpolitik gilt daher als antizyklisch. Historisch ist der Fiskalimpuls („fiscal thrust“) daher mit dem zugrundeliegenden Wachstum negativ korreliert.

Wenn der „fiscal drag“ geringer ausfällt als es die Lehrbuchmultiplikatoren suggerieren, fällt das zugrundeliegende Wachstum entsprechend höher aus. Messen lässt sich nämlich nur das gesamtwirtschaftliche Wachstum.

# Im Fokus & Unsere Anlagestrategie

## Halbjahresrückblick und Ausblick

In dieser kombinierten "In Focus & Unsere Anlagestrategie"-Rubrik wollen wir Ihnen einen ausführlichen Rück- und Ausblick auf die wichtigsten Anlageklassen sowie eine prägnante Zusammenfassung unserer aktuellen Positionierung in allen Anlageklassen bieten.

### Aktienmärkte: Stark

#### Der Rückblick: Sehr gutes erstes Halbjahr 2021

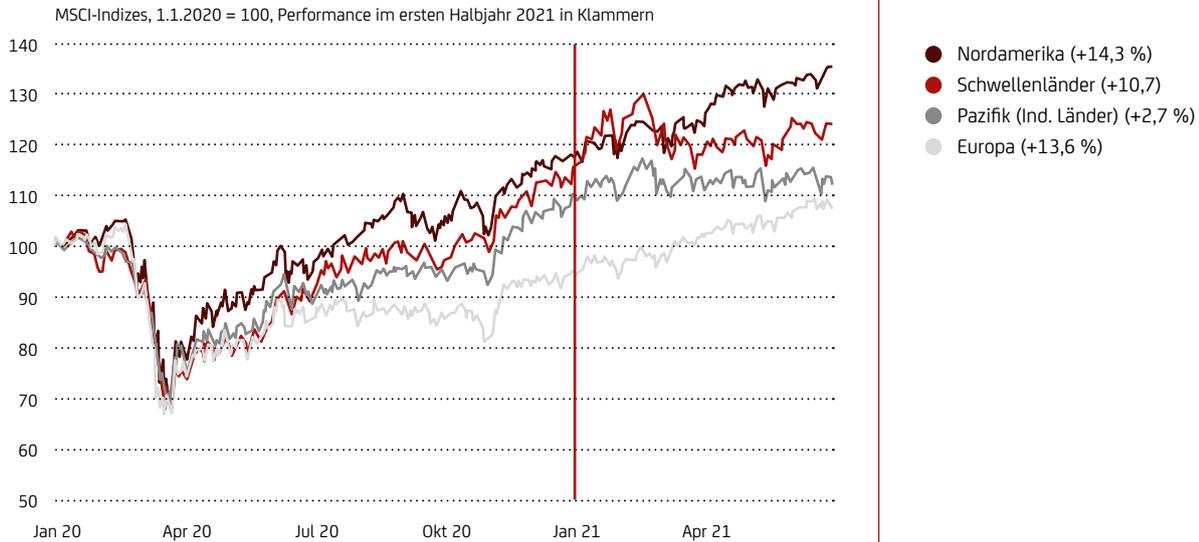
Während in der zweiten Jahreshälfte 2020 europäische Aktienmärkte noch verhaltener zulegten als der Rest der Welt, war das erste Halbjahr 2021 geprägt von einer fulminanten Rallye auch in Europa (siehe Grafik 9). Zwischenzeitlich lag der alte Kontinent sogar vor den USA. Am Ende des zweiten Quartals aber konnten die Märkte jenseits des Atlantiks noch einmal spürbar anziehen und die europäischen Indizes knapp ausstechen. Zum 30.6.2021 standen bei nordamerikanischen Aktien ein kumuliertes Halbjahresergebnis von +14,3 % auf dem Kurszettel, dicht gefolgt von Europa mit +13,6 % (MSCI-Indizes). Deutlich zurück lagen die Schwellenländer, deren Performance insbesondere durch die schwächere Entwicklung chinesischer Werte (1. Halbjahr: nur +1,2 %) eingebremst wurde. Im Regionenvergleich schnitt das Pazifik-Segment mit +2,7 % am schwächsten ab.

Die Erholungsrallye befeuerte im ersten Halbjahr 2021 also insbesondere die Aktienmärkte der westlichen Industrienationen, während die Schwellenländer zusammen mit Asien/Pazifik nach dem fulminantem Jahr 2020 eine Verschnaufpause einlegten. Das liegt einerseits daran, dass China in Sachen post-Corona-Normalisierung schon deutlich weiter fortgeschritten ist („first-in, first out“) und somit strukturelle Probleme, die auch schon vor der Pandemie die Märkte beeinflussten, stärker zum Tragen kommen. Dazu zählt beispielsweise die hohe Verschuldung von Unternehmen und Provinzen, aber auch die zunehmende Konfrontation mit dem Westen. Andererseits verschärfte sich die Corona-Infektionslage u.a. in Indien, was zu einem harten Lockdown führte und Wirtschaft sowie Märkte nach unten zog. Die steigenden Rohstoffpreise beeinflussen

Der MSCI-Index für die Pazifik-Region bezieht sich nur auf die dortigen Industrieländer.

die Schwellenländer hingegen in unterschiedlichem Maße. Einerseits profitieren Rohstoffproduzenten, andererseits sahen sich Länder wie China steigenden Preisen für Ausgangsprodukte gegenüber, die nicht immer an die Kunden weiterge- reicht werden konnten.

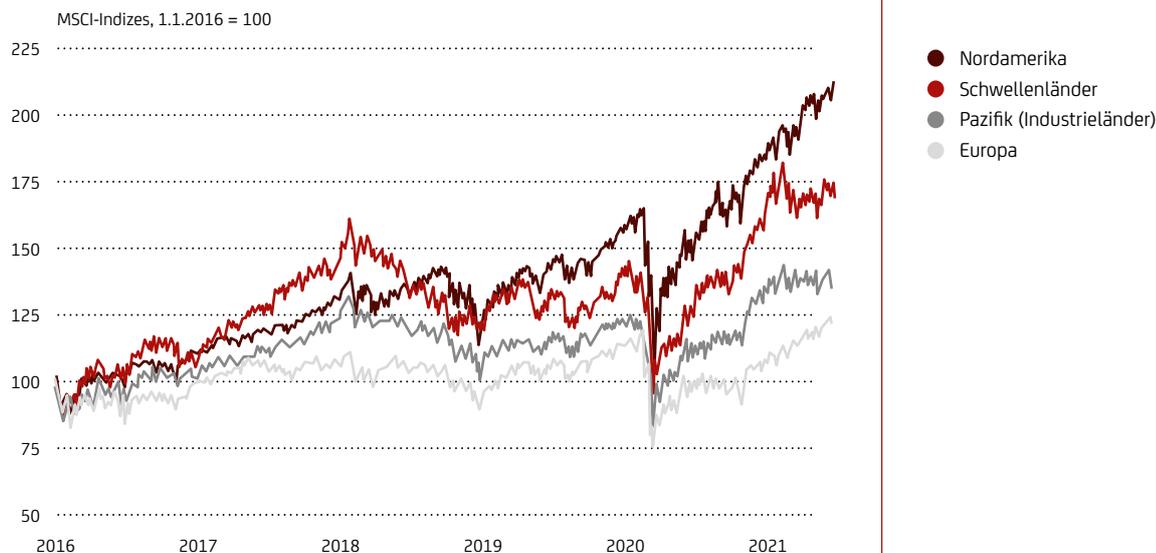
## 9. AKTIENMÄRKTE IN ZEITEN VON CORONA



Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.  
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management. Stand: 30.6.2021

Während europäische Aktien im ersten Halbjahr 2021 mehr oder weniger gleichauf mit Nordamerika abschlossen und somit besser als die Schwellenländer- und die Pazifikregion performten, läuft der alte Kontinent in der längerfristigen Perspektive noch immer hinterher, zum Teil sogar deutlich (siehe Grafik 10). So tendierten europäische Aktien auf Basis der MSCI-Preisindizes zwischen 2016 und 2020 kaum mehr als seitwärts. Erst im Herbst 2020 setzte die Rally ein, die bis Jahresmitte anhielt und die Aktienindizes auf neue Höchststände trieb. Die entsprechenden Nordamerika-Werte haben sich im gleichen Zeitraum hingegen verdoppelt. Der Index der Schwellenländer liegt etwas hinter seinem nordamerikanischen Pendant zurück. Die Lücke zwischen Europa und der Pazifik-Region (Industrieländer) ist in der ersten Jahreshälfte 2021 aber geschrumpft.

## 10. AKTIENMÄRKTE IN ZEITEN VON CORONA



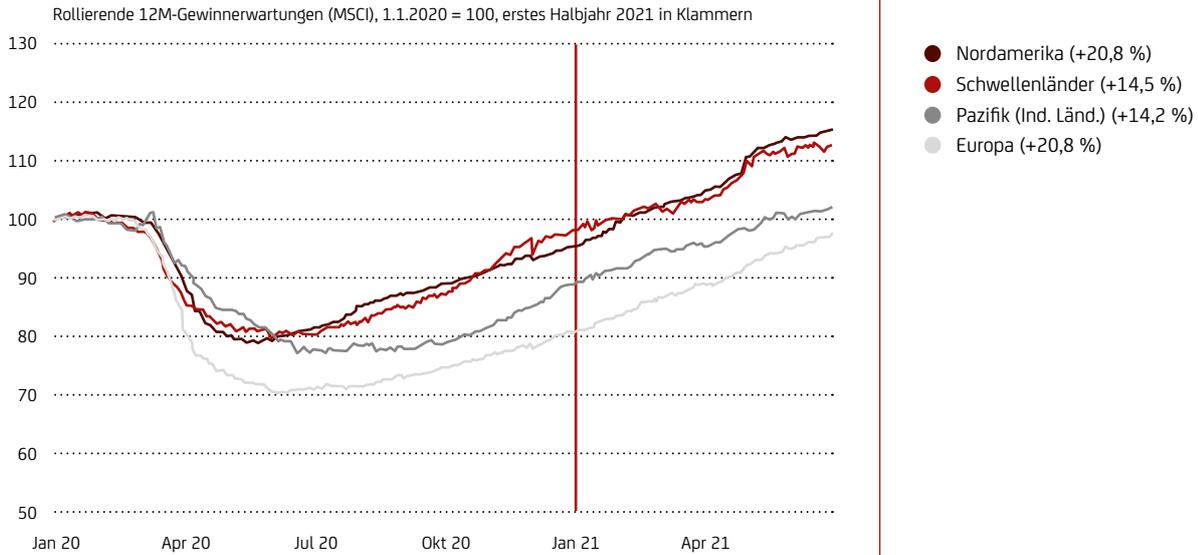
Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.  
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management. Stand: 30.6.2021

### Der Ausblick: Breite wirtschaftliche Erholung als Unterstützung

Die Aktienmärkte folgen in groben Zügen der Entwicklung der Gewinnerwartungen. Das lässt sich sehr deutlich an der relativen Entwicklung während der Corona-Krise veranschaulichen. In Europa waren die Gewinnerwartungen im ersten Halbjahr 2020 stärker eingebrochen als etwa in Nordamerika oder in den Schwellenländern (siehe Grafik 11). In der Pazifikregion waren die Minuskorrekturen zum Höhepunkt der Krise zwar ähnlich stark ausgeprägt wie in Nordamerika, die Erholung danach lange Zeit aber deutlich verhaltener. Im laufenden Jahr legten die Gewinnerwartungen in Europa und Nordamerika mit jeweils +20,8 % stärker zu als in den Schwellenländern (1. Halbjahr: +14,5 %) oder in der Pazifik-Region (+14,2 %).

In Kapitalmarktanalysen werden dafür häufig die rollierenden 12-Monats-Gewinnschätzungen herangezogen. Sie basieren auf den durchschnittlichen Schätzungen vieler Aktienanalysten (Konsensschätzungen).

## 11. GEWINNERWARTUNGEN PRÄGEN DIE AKTIENMARKTPERFORMANCE



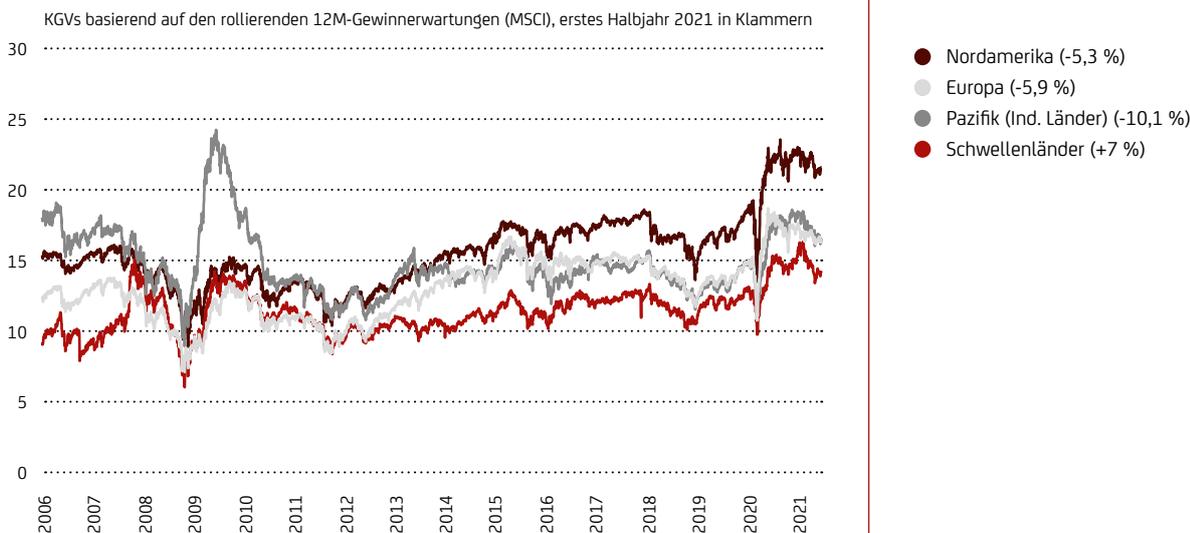
Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.  
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management. Stand: 30.6.2021

Ein weiterer Zusammenhang ist hier interessant. Im Jahr 2020 übertraf die Aktienperformance in allen Regionen die Erholung der Gewinnerwartung. Daraus folgt, dass die Bewertungen, sprich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Ende letzten Jahres höher waren als Anfang 2020. Diese Entwicklung hat sich im ersten Halbjahr 2021 umgekehrt. Die Aktienindizes legten weniger stark zu als die Gewinnerwartungen. Somit waren die Bewertungen rückläufig (siehe Grafik 12).

Ein einfaches Rechenbeispiel verdeutlicht den Zusammenhang. Das KGV wird ermittelt, indem man den Kurs durch den (erwarteten) Gewinn einer Aktie dividiert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis gibt also das Vielfache des (erwarteten) Jahresgewinns an, den ein Anleger für eine Aktie bezahlt. Steigt der Kurs beispielsweise um 15 %, die Gewinnerwartung aber um 20 %, so verringert sich das KGV um den Faktor  $(1+0,15)/(1+0,20) = 0,958$ . Im Umkehrschluss bedeutet ein konstantes KGV, dass sich der Kurs im Gleichklang mit dem (erwarteten) Gewinn bewegt.

Das KGV des deutschen Aktienindex DAX lag zum Jahreswechsel bei 15½, ein Jahr zuvor noch bei 14,1. Beim US-amerikanischen S&P 500-Index lauteten die entsprechenden Werte 22,6 bzw. 14,4.

## 12. DAS KURS-GEWINN-VERHÄLTNISS IST ZULETZT WIEDER GESUNKEN



Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.  
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management. Stand: 30.6.2021

Das aber heißt, dass in der Frühphase der post-Corona-Erholung die Märkte stärker gestiegen sind als die Gewinnerwartungen, während sich aktuell diese Entwicklung umkehrt. Die Märkte haben also ein Teil der Erholung schon vorweggenommen. Eine derartige Entwicklung ist, insbesondere angesichts der V-förmigen Erholung, nicht ungewöhnlich.

### Unsere Positionierung

Die Aktienmärkte bleiben vor dem Hintergrund der Erholung der Weltwirtschaft – alimentiert durch die geld- bzw. fiskalpolitischen Impulse im Verbund mit den zunehmenden Impferfolgen – im laufenden Jahr insgesamt gut unterstützt. Allerdings liegt vermutlich der größte Teil der post-Corona-Rally bereits hinter uns. Hinzu kommt, dass die Sorgen über Virus-Varianten, welche die Konjunkturerholung verzögern könnten, die Stimmung an den Märkten immer wieder beeinträchtigen dürften. Eine volatile Seitwärtsbewegung in den Sommermonaten ist daher ein durchaus denkbarer Entwicklungspfad für Aktien. Insgesamt aber übersteigen die Chancen das Risikopotential doch deutlich, auch aufgrund der niedrigen Zinslandschaft. Einerseits können sich Unternehmen dadurch sehr günstig finanzieren, andererseits machen niedrige und sogar negative Renditen Aktien mehr oder weniger alternativlos. Wir bleiben deswegen in Aktien überdurchschnittlich positioniert, setzen also auf eine robuste Aktienmarktentwicklung. In diesem Umfeld dürften zyklische Werte wie die Chemie- und Industriesektoren zunehmend in den Fokus der Investoren rücken.

Regional präferieren wir Europa gegenüber den USA. Europa ist epidemiologisch gut aufgestellt, verfügt über Industrien, die in der Erholungsphase der Weltwirtschaft gefragt sein dürften, und weist im Schnitt günstigere Bewertungen auf. Auch Schwellenländer bleiben interessant.

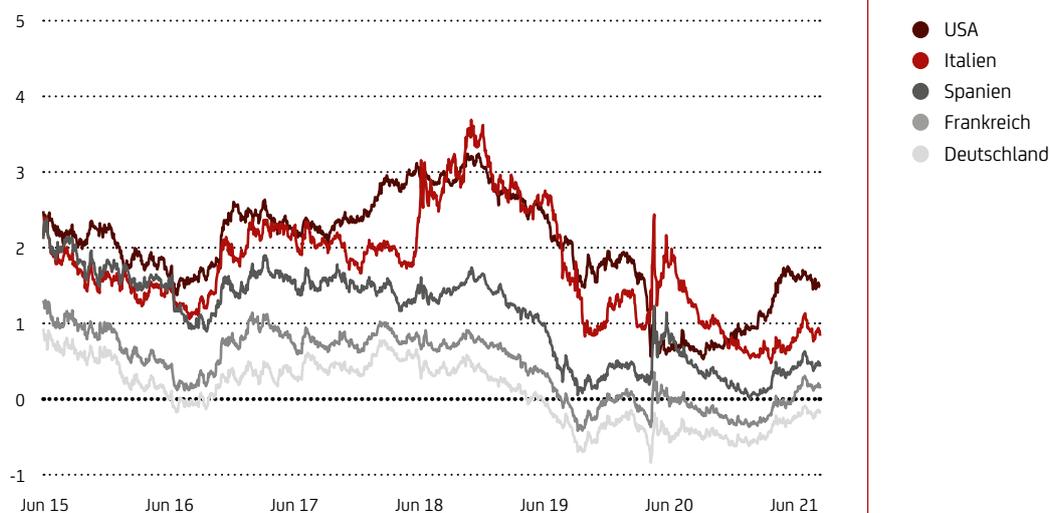
## Rentenmärkte: Schwach

### Der Rückblick: Renditevolatilität hält Anleger in Atem

Die Renditen länger laufender Staatsanleihen sind vor allem im ersten Quartal deutlich angestiegen. US-Treasuries waren im besonderen Maße betroffen. Die entsprechende 10-jährige Rendite kletterte zwischenzeitlich auf 1,75 % – ein kräftiger Anstieg im Vergleich zu einem Renditeniveau von unter 1 % zum Ende letzten Jahres. Im zweiten Quartal sind die Renditen im USD-Raum dann wieder zurückgegangen. Im Euroraum hingegen sind sie im Schnitt weniger stark gestiegen. Zudem war die Entwicklung über die beiden Quartale hinweg gleichförmiger (siehe Grafik 13).

Ein wesentlicher Treiber an den Rentenmärkten waren neben den steigenden Inflationserwartungen die Einschätzungen der zukünftige Notenbankpolitik. In den USA hat die von der Federal Reserve veröffentlichte Prognose der Notenbankgouverneure, die nun die ersten Zinsanhebungen bereits für das Jahr 2023 erwarten, für einigen Wirbel gesorgt. Das hat Spuren im kürzeren und mittleren Laufzeitsegment der USD-Kurve hinterlassen. Die entsprechenden Renditen sind deutlich gestiegen und haben sich auch in der Phase rückläufiger Langfristzinsen nicht wieder zurückgebildet.

13. RENDITEN AUSGEWÄHLTER 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (%)



Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die 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 s.g. 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 nachfolgend 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.

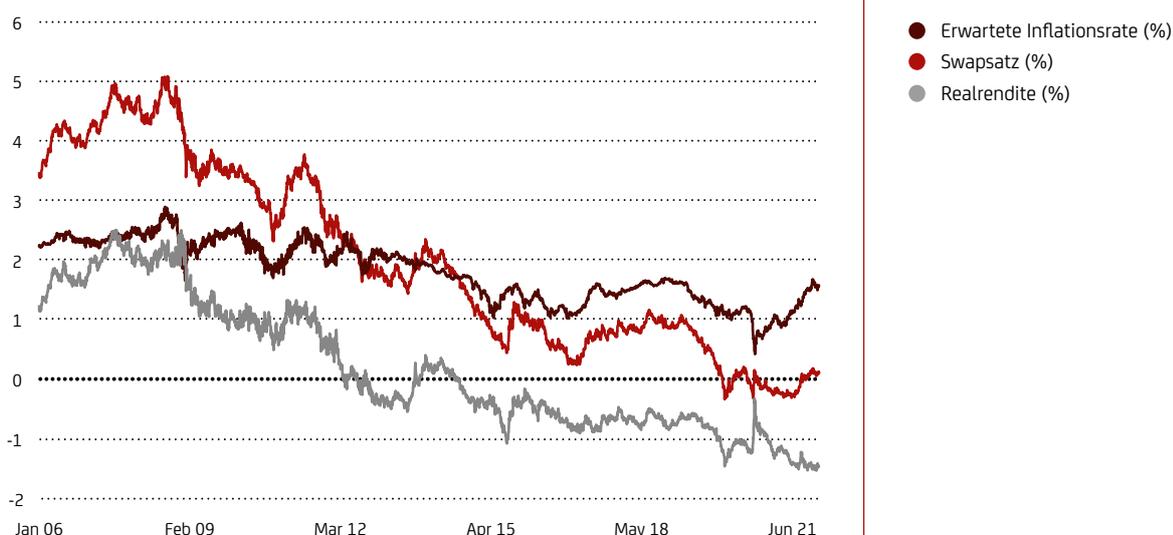
Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Stand: 30.6.2021

Die Entwicklungen am Rentenmarkt lassen sich sehr schön anhand der Realrendite veranschaulichen, also dem inflationsbereinigten Langfristzins. Dazu haben wir in der Grafik 14 den 10-jährigen EUR-Swapsatz herangezogen und vergleichen sie mit der impliziten Inflationserwartung (für den Zeitraum der kommenden 10 Jahre).

Letztere kann aus den sogenannten Inflationsswaps abgeleitet werden. Auf diese Weise stellen wir sicher, dass sich sowohl der Zinssatz als auch das Inflationsmaß auf denselben Zeitraum beziehen und somit keine zeitlichen Inkonsistenzen entstehen. Als Differenz der beiden Größen erzielen sich die 10-jährige Realrendite, also diejenige inflationsbereinigte Rendite, die ein Anleger erwirtschaften würde, der bei dem aktuellen 10-Jahres Swapsatz anlegt – unter der Annahme, dass sich die Inflation in den kommenden zehn Jahren genauso entwickelt wie in den Inflationsswaps erwartet.

Diese Realrendite ist sowohl für den Euroraum als auch für die USA (hier nicht dargestellt) tief im negativen Bereich (siehe Grafik 14). Das bedeutet, dass Anleger sich mit einer deutlich negativen inflationsbereinigten Rendite begnügen müssen, wenn sie zu aktuellen Konditionen in sichere festverzinsliche Papiere investieren, diese bis zur Endfälligkeit halten und sich die Inflation bei durchschnittlich 1,6 % einpendeln würde. Das aber heißt, dass die Inflationsswaps einen eher moderaten Zinspfad einpreisen, bei dem sich nach der aktuellen Phase erhöhter Inflation in ein bis zwei Jahren eine Teuerung von deutlich unter 2 % einstellen sollte.

#### 14. REALRENDITE IM EURORAUM



Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Zu synthetischen Anleihen siehe die Fußnote der vorangegangenen Grafik.  
Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Stand: 30.6.2021

#### Der Ausblick: Debatte über das Zurückfahren der Anleihekäufe wird den Herbst bestimmen

Die EZB wird auch in den kommenden Monaten ihre extrem expansive Geldpolitik fortführen und damit die Renditen auf niedrigem Niveau halten – für viele „sichere Häfen“ sogar im negativen Terrain. Bereits im Herbst werden aber sowohl die Fed als auch die EZB über die Zukunft ihrer Anleihekaufprogramme debattieren und entscheiden müssen. Das sogenannte PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) der EZB ist derzeit auf den März 2022 terminiert. Für die Europäische Zentralbank wird aber nicht nur das absolute Kaufvolumen

entscheidend sein. Neben dem PEPP läuft ja das seit 2015 bestehende gängige Kaufprogramm weiter (APP, Asset Purchase Programm). Während die EZB im Rahmen des PEPP monatlich derzeit für ca. 80 Mrd Euro Anleihen kauft, sind es beim APP etwa 20 Mrd. Neben dem höheren Kaufvolumen im PEPP – das zumindest teilweise auch auf das APP überwältzt werden könnte – unterscheiden sich beide Programme auch in ihrer Flexibilität. Während die EZB im PEPP mehr oder weniger frei entscheiden kann, wie viele Staatsanleihen sie aus den jeweiligen Mitgliedsstaaten kaufen will, sind die Anteile im APP fixiert. Die PEPP-Flexibilität hat in Pandemiezeiten ein Auseinanderdriften der Zinsbedingungen in den einzelnen Mitgliedsländern verhindert. In den ersten Monaten von Corona ist die Zinsdifferenz beispielsweise zwischen Italien und Spanien einerseits und Deutschland andererseits stark gestiegen, da die beiden Peripherieländer deutlich stärker von der Pandemie getroffen wurden und somit die wirtschaftlichen Folgen für sie auch dramatischer waren.

### Unsere Positionierung

Deutlich negativ bleibende Zinsen und Renditen (nominal wie real) sind für uns kein Grund, von unserer Untergewichtung top-bewerteter europäischer Staatsanleihen abzurücken. In diesem Umfeld erachten wir Papiere der Peripherieländer Italien und Spanien interessanter als beispielsweise Bundesanleihen. Einen erheblichen positiven Performancebeitrag dürften aber diese Papiere derzeit nicht liefern. Auch bei US-Treasuries sehen wir keinen Grund, uns strategisch aggressiv zu positionieren, drohen bei weiter steigenden Renditen doch Kursverluste.

Europäische Unternehmensanleihen mit guter Bonität bieten Renditevorteile zu Staatsanleihen (inkorporieren aber auch höhere Risiken). Hinzu kommt die stark bleibende EZB-Nachfrage, denn die Notenbank wird im Rahmen von APP auch weiterhin Unternehmensanleihen erwerben. Engagements in europäischen Unternehmensanleihen guter Bonität („investment grade“) bleiben interessant. Wir erwarten zumindest eine stabile Entwicklung bei den Risikoaufschlägen („spreads“) und würden dabei kürzere Laufzeiten (1 bis 5 Jahre) präferieren. Auch bei hochwertigen US-Unternehmensanleihen sehen wir Renditepotenziale. Im Hochzinssegment bleiben wir indes generell zurückhaltend. Auf der Suche nach Rendite eröffnen sich auch Kaufgelegenheiten für Schwellenländeranleihen. Höhere langfristige US-Renditen und ein vorübergehend stärkerer USD haben uns hier aber defensiver und selektiver werden lassen.

### Währungen und Rohstoffe: EUR-USD und Gold mit leichtem Aufwärtspotenzial

#### Der Rückblick: US-Dollar gibt insgesamt nach

Während der US-Dollar in der Frühphase der Corona-Krise als globaler „sicherer Hafen“ bei Anlegern noch stark gefragt war und deutlich zulegen konnte, vollzogen die Währungsmärkte danach eine Kehrtwende. Der Greenback musste deutlich Federn lassen, sodass EUR-USD bis in das Jahr 2021 hinein zulegte und zeitweise die Marke von 1,22 erreichte. Seither schwankt der Wechselkurs in einer Bandbreite zwischen 1,18 und 1,22 – ohne dass sich ein neuer Trend etablieren konnte. Zum Ende des ersten Halbjahres handelte EUR-USD am unteren Ende dieser Handelsspanne, hat aber durchaus das Potential, bis Jahresende wieder die obere Grenze zu erreichen. Vor dem Hintergrund eines vermutlich weitgehend ähnlich verlaufenden Konjunkturzyklus in den USA und Europa (der

US-Vorsprung im Frühjahr dürfte sich mit dem Sommer umdrehen) und ähnlich negativen Realrenditen in beiden Währungsräumen spricht wenig für einen ausgeprägten Währungstrend über den kürzeren Zeithorizont.

Nach dem Höhenflug im letzten Jahr hat sich der Goldpreis im ersten Halbjahr 2021 in einer volatilen Seitwärtsbewegung entwickelt. Dabei war die USD-Realrendite die treibende Kraft. Mit steigender (d.h. weniger negativer) Realrendite fiel der Goldpreis zeitweise auf Werte unter 1.700 US-Dollar pro Feinunze, konnte sich dann aber wieder befestigen und schloss das zweite Quartal bei 1.770 USD. Zeitweise kletterte der Goldpreis sogar wieder in den Bereich von 1.900 USD.

#### **Ausblick und Positionierung: Zunehmender Risikoappetit stützt EUR-USD, Gold von niedrigen Realrenditen unterstützt**

Der Risikoappetit global agierender Anleger bleibt auch im zweiten Halbjahr 2021 ein bestimmender Faktor für die Währungsmärkte. Zwischenzeitlich könnten wieder steigende regionale oder lokale Corona-Fallzahlen (neue Virusvarianten) striktere Lockdownmaßnahmen erforderlich machen und so vorübergehend zu wichtigen Treibern für die Wechselkurse werden. Generell aber dürfte mit der zunehmenden weltwirtschaftlichen Erholung der Bedarf an „sicheren Häfen“ wie dem USD abnehmen. Das hilft dem Euro ebenso wie strukturelle Vorteile (bessere Haushalts- und Leistungsbilanzsalden). Eine leichte Untergewichtung des Greenback erscheint vor diesem Hintergrund angezeigt. Wir raten dazu, US-Engagements im festverzinslichen Bereich währungszusichern – auch wenn es per se Performance kostet.

Der Goldpreis bleibt aus unserer Sicht gut unterstützt. Mit der erwarteten wirtschaftlichen Erholung sollte auch die Güterpreis-inflation anziehen, letztlich aber nur moderat. Da jedoch die Geldpolitik expansiv bleibt, dürfte die Lücke zwischen Nominalzinsen und Inflationsrate größer werden, die Realrenditen könnten folglich noch weiter in negatives Terrain abrutschen. Rückläufige Opportunitätskosten der Goldhaltung stützen indes den Preis des Edelmetalls. Darüber hinaus kann Gold auch künftig seinen Absicherungscharakter gegen Marktrücksetzer entfalten. Selbst wenn die Realrenditen nicht noch weiter in den negativen Bereich rutschen sollten, ist der Goldpreis durch das aktuelle Niveau sehr gut unterstützt.

## Asset Allocation

ANLAGE		INVESTMENTUNIVERSUM	▲*	UNSERE POSITIONIERUNG		
				UNTERGEWICHTEN	NEUTRAL GEWICHTEN	ÜBERGEWICHTEN
ANLAGEKLASSEN		Aktien Global		○	○	●
		Anleihen Global	▼	●	○	○
		Geldmärkte	▲	○	●	○
		Alternative Anlagen		○	●	○
ANLAGE- KLASSEN IM DETAIL		USA		○	●	○
		AKTIEN				
		Europa		○	○	●
		Schwellenländer		○	○	●
		Pazifik (industrialisierte Länder)		○	●	○
		RENTEN				
		EWU Staatsanleihen		●	○	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen		○	●	○
		EURO Unternehmensanleihen <sup>1</sup>		○	○	●
		EURO Anleihen (high yield)		●	○	○
ROHSTOFFE						
	Schwellenländer-Anleihen		○	○	●	
	Rohöl		○	●	○	
	Gold		○	○	●	

\*Veränderung gegenüber dem 23.3.2021

<sup>1</sup>Mit Toprating

### Aktien

#### Aktien global: Übergewichten

Die Kombination aus massiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen, Impferfolgen und einer sich verstärkenden globalen Erholung stützt Aktien, trotz der immer noch anhaltenden Unsicherheit aufgrund der Pandemie (Corona-Mutationen).

#### 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 interessante Dividendenrenditen, die deutlich über den Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen liegen, unterstützen genauso wie günstigere Bewertungen.

#### US-Aktien: Neutral

Die boomende US-Wirtschaft aufgrund der sehr expansiven Fiskalpolitik von Präsident Biden stützt den Markt ebenso wie die raschen 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. Niedrige Impfraten geben Anlass zur Sorge.

#### Asien-Pazifik-Aktien (Entwickelte Märkte): Neutral

Japanische Aktien werden durch die globale Erholung und die hohe Gewichtung wertorientierter/zyklischer Sektoren unterstützt. Belastungen resultieren aus steigenden Inzidenzen bzw. niedrigen Impfquoten.

## Renten

### Renten Global: Untergewichten (zuvor: neutral)

Anleihen sind anfällig geworden. Der Inflationsdruck (wenn auch temporär) und die Erwartung weiter steigender Staatsanleiherenditen belasten.

### Euro Investment Grade-Unternehmensanleihen: Übergewichten (zuvor: stark Übergewichten)

Unterstützung kommt auch weiterhin von den Käufen der EZB. Der geringer gewordene „Spread“ (Renditedifferenz) macht sie indes anfälliger für steigende Zinsen. Wir bevorzugen angesichts des erhöhten Kapitalpuffers der europäischen Banken finanziell 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.

### EWU-Staatsanleihen: Stark untergewichten (zuvor: untergewichten)

Wir akzentuieren die Untergewichtung von Kern-Euro-Staatsanleihen angesichts ihrer hohen Benchmark-Duration. 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 inflationsgebundenen Anleihen. Dies könnte sich als hilfreich erweisen, um mit dem Basisszenario eines vorübergehenden Anstiegs der Inflation umzugehen.

### Nicht-EWU-Staatsanleihen: Neutral

Trotz der immer noch akkommodierenden Geldpolitik erwarten wir einen kontinuierlichen Anstieg der Renditen von US-Treasuries bis zum Jahresende.

### Schwellenländer-Anleihen: Übergewichten

Auf der Suche nach Rendite eröffnen sich hier Kaufgelegenheiten. Höhere langfristige US-Renditen und ein stärker gewordener USD haben uns aber defensiver und selektiver werden lassen.

### Geldmärkte: Neutral

Geldmarktanlagen scheinen als Absicherung gegen Unsicherheit (Risikostreuung) 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

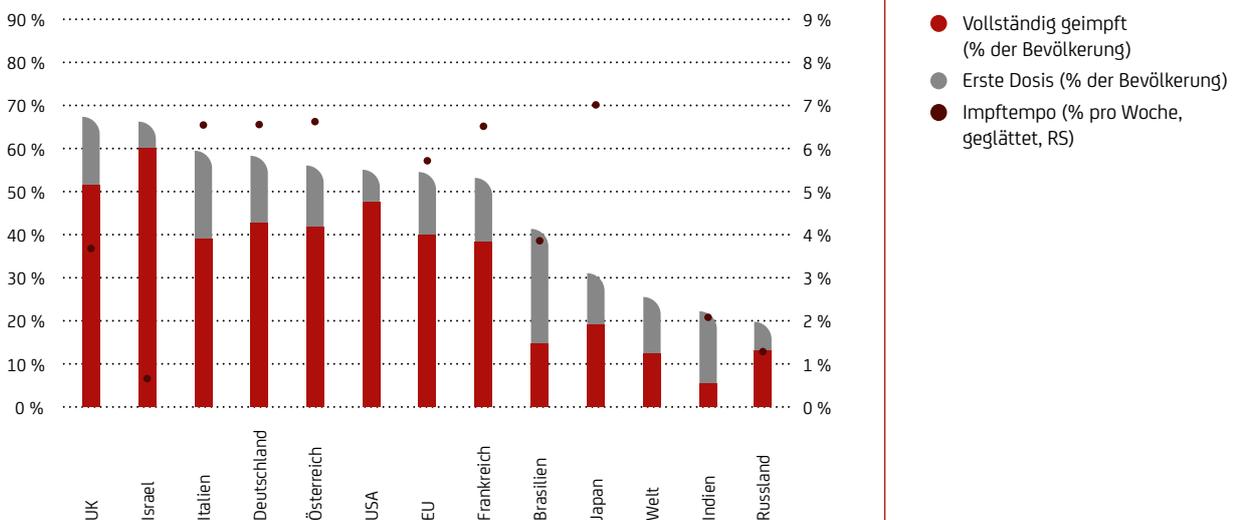
Der Dollar hat in letzter Zeit aufgrund des verbal etwas „hawkischeren“ Fed und seiner Rolle als „sicherer Hafen“ zulegen können. Längerfristig dürfte der Dollar aufgrund der sogenannten Zwillingdefizite (Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite) wieder schwächer tendieren.

## Unsere Hauptrisiko-Szenarien

### 1. Ein deflationäres Risiko in Verbindung mit einer Verschlimmerung der Pandemie durch die Ausbreitung neuer Varianten

Die folgende Impfgrafik 15 zeigt, dass es vor allem die Schwellenländer und Japan sind, die am stärksten von der Ausbreitung der Delta-Variante bedroht sind. Japan hat bereits den Notstand ausgerufen und Zuschauer von den Olympischen Spielen verdammt. In Europa ist davon erneut die Tourismussaison in Ländern wie Spanien und Portugal betroffen. Frankreich hat seine Bürger davor gewarnt, dort ihren Urlaub zu verbringen. Auch die Wiederöffnung der Schulen birgt Risiken.

15. CORONA-IMPFUNGEN NACH LÄNDERN



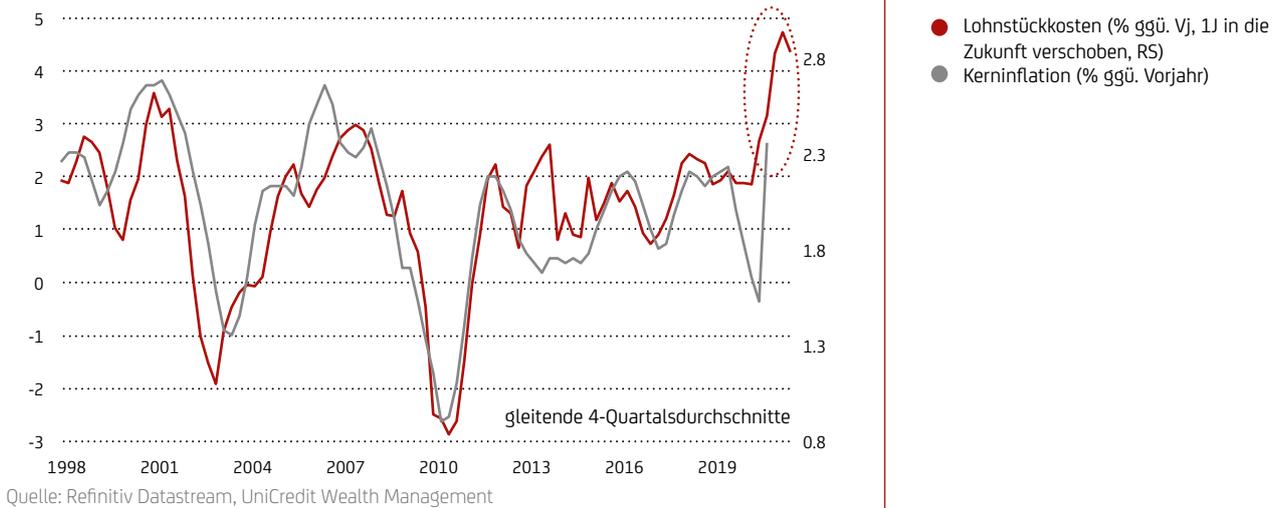
Quelle: www.ourworldindata.org, UniCredit Wealth Management

### 2. Ein länger anhaltendes Überschießen der Inflation

Während wir für die kommenden Monaten ein (weiteres) Überschießen der Inflation aufgrund des Nachfragesogs im Zuge der Öffnung der Wirtschaft (insbesondere des Dienstleistungssektors) und der anhaltenden Angebotsknappheit erwarten, bleibt die zugrunde liegende Preisdynamik nach unserer Einschätzung weitgehend unter Kontrolle. Mittelfristig dürfte der Inflationspfad der Zielmarke der Fed nahekommen bzw. die der EZB (nun 2 %) sogar wieder unterschreiten.

So erwartet die Fed, dass der Anstieg der Inflation nur vorübergehender Natur ist und sich der Lohndruck, der die langfristige strukturelle Teuerung treibt (siehe Grafik 16), sich nach dem Auslaufen der Arbeitslosenunterstützung im September normalisieren und unter Kontrolle bleiben sollte. Allerdings haben derzeit viele US-Unternehmen Schwierigkeiten, Arbeitskräfte zu finden, zumal deren Lohnangebote nicht höher, z. T. sogar niedriger sind als die staatlichen Arbeitslosenunterstützungen.

### 16. LÖHNE TREIBEN DIE ZUGRUNDELIEGENDE INFLATION



Der enorme fiskalische Stimulus der USA birgt jedoch ein hohes Inflationsrisiko, da er im Vergleich zur US-Produktionslücke zu groß ist. Zusätzlich zu der aktuellen angebots- und rohstoffgetriebenen Teuerung hat sich dank der Konjunkturpakete und des Nachholbedarfs ein Nachfrageüberschuss von 2,1 Billionen USD angesammelt. Aus diesen Gründen ist ein länger anhaltendes Überschießen der Inflation auf 4 %-6 % zwar nicht unser Basisszenario, aber ein beachtliches Risiko, das genau im Auge behalten werden sollte.

# Im Dialog

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

## Italien

Welche Rolle spielen die Zentralbanken beim Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft?



Das Verhalten von Verbrauchern und Produzenten spielt eine grundlegende Rolle beim Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft – einer Wirtschaft, die Umwelt, Gemeinschaften und die Bedürfnisse künftiger Generationen deutlich stärker respektiert als bisher. Dabei haben Politiker, die über mächtige Instrumente wie Steuererleichterungen oder Abgaben verfügen, die Möglichkeit, nachhaltige Verhaltensweisen anzuregen. Aber auch Zentralbanken können das. Die Bedeutung, die die Währungsbehörden innerhalb unserer Volkswirtschaften spielen, ist in den letzten Jahren aufgrund der Politik der quantitativen Lockerung (Wertpapierkaufprogramme) als Antwort auf wiederkehrende Krisen ständig gewachsen. So lag die Relation von Zentralbankbilanzen und Bruttoinlandsprodukt vor zehn Jahren noch bei 15 % (Fed) bzw. 20 % (EZB). Heute liegen diese Werte bei 40 % bzw. 70 %.

Zu Thema „Zentralbanken und Nachhaltigkeit“ möchte ich gerne auf eine Pressemitteilung der EZB vom 8. Juli verweisen. Dort werden diverse Punkte diskutiert, die in ihrer Kombination durchaus einen Fahrplan für den Zeitraum 2021-2024 definieren können. Die EZB wird die Berücksichtigung des Klimawandels in ihren geldpolitischen Rahmen einbeziehen, hat er doch Auswirkungen auf die wichtigsten Wirtschaftsindikatoren wie Produktion, Beschäftigung und Produktivität. All diese sind eng mit der Inflation verbunden. Da alle Maßnahmen der EZB letztlich von ihrem Preisstabilitätsziel geleitet werden, müssen sie auch Umweltrisiken berücksichtigen. Die Forschungsabteilungen der EZB werden ihre eigenen Modelle entwickeln, um zu beurteilen, wie der Klimawandel die geldpolitische Transmission beeinflusst.

## Unsere Experten:

Alessandro Caviglia



CIO  
Cordusio Sim

Darüber hinaus wirken sich die enormen Veränderungen in den zukünftigen Energieproduktionsprozessen bereits auf die potenzielle Performance und das Risiko der von der EZB gehaltenen Vermögenswerte aus, zum Beispiel auf Unternehmensanleihen von Versorgern, Bergbau- und Ölunternehmen. Daher muss die Zentralbank, wie jeder professionelle Fixed-Income-Portfoliomanager, ESG-Faktoren in ihre Auswahlkriterien integrieren. Die gleichen Konzepte gelten auch für das Sicherheitenmanagement, wenn die Zentralbank Märkten oder Institutionen Liquidität zur Verfügung stellt. Je „tugendhafter“ der als Kreditgarantie bereitgestellte Vermögenswert ist, desto niedriger wird der von der EZB angewandte Abschlag ausfallen. Die Zentralbank wird im Rahmen ihrer Tätigkeit zur Überwachung des Finanzsystems auch Leitlinien für Finanzinstitute bereitstellen, um einen gemeinsamen und vergleichbaren Satz von Indikatoren für die Risikobewertung, Berichterstattung und Offenlegung im Bereich Nachhaltigkeit zu haben.

Dabei erwarten wir, dass nicht nur die EZB, sondern viele andere Zentralbanken diese Richtung einschlagen werden. Mit einer breiten Palette von Initiativen in den kommenden Jahren denken wir auch, dass es positive Ausstrahleffekte auf die Vermögensverwaltungsbranche insgesamt geben wird. Da die Zentralbanken heute wahrscheinlich der wichtigste Akteur auf dem Markt sind, sollten sich die Aktivitäten bei der Emission von Anleihen stark an ihren Zulassungskriterien orientieren. Aus heutiger Sicht sind wir indes der Meinung, dass die Aktienwelt in Bezug auf die verfügbaren Möglichkeiten derzeit beste Anlageort ist. Investoren haben hier ein breites Anlageuniversum mit sowohl generischen ESG- und SRI-Lösungen als auch Produkten, die auf bestimmte Branchen und Themen mit einem sehr hohen Nachhaltigkeitsprofil und -einfluss abzielen.

Die Maßnahmen der Zentralbanken werden aber auch das nachhaltige festverzinsliche Anlageuniversum bereichern – insbesondere in den Segmenten mit einem intrinsisch niedrigeren ESG-Profil. In den Sektoren Schwellenländer-Anleihen („Emerging Market Debt“) und Hochzins-Anleihen („Global High Yield“) zum Beispiel impliziert die aktuelle Länder- und Branchenzusammensetzung ein relevantes Engagement in Unternehmen und Regierungen mit einem mittelhohen Nachhaltigkeitsrisiko. Und wie uns die Portfoliotheorie lehrt: Je breiter die Palette der Möglichkeiten, desto besser die Ergebnisse für Kunden, Investoren ... und die Zukunft des Planeten!

Die Begrifflichkeit ESG gilt mittlerweile als Standardformulierung für nachhaltige Anlagen bzw. nachhaltiges Handeln von Unternehmen und umfasst die Kriterien Umwelt (Environment), unternehmerische Sozialverantwortung (Social) und Aufsichtsstrukturen (Governance).

SRI ist ein weiterer Begriffsstandard für nachhaltige Anlagen bzw. nachhaltiges Handeln von Unternehmen. SRI steht für sozial verantwortliches Investieren („Socially Responsible Investing“).

## Österreich

### Ist die Inflationsangst Anlass für einen negativen Marktausblick?



Die Renditen von Staatsanleihen, die bereits im vergangenen Jahr nach oben tendierten, zogen im ersten Quartal 2021 spürbar an, um dann im Frühjahr wieder nachzugeben. Insgesamt sind die Langfristzinsen seit Jahresbeginn um rund 50 Basispunkte (10jährige US-Treasuries) und um etwa 30 Ticks (10jährige Bundesanleihen) gestiegen. Investoren in Nominalanleihen mussten also Verluste hinnehmen.

Der Aufwärtstrend bei den Renditen dürfte auch mittelfristig anhalten. Dennoch macht sich die US-Notenbank noch keine Sorgen über die erreichten Niveaus. Auch wir erwarten einen weiteren Renditeanstieg am langen Ende. Hinter diesen Bewegungen stehen auch höhere Inflationserwartungen, insbesondere auf kurze bis mittlere Sicht. Allerdings sind die Zinsbewegungen, die wir derzeit sehen, noch kein Grund zur Sorge. Vielmehr tragen sie zu einer Normalisierung der Situation bei.

Daher, und das ist wichtig: Jetzt ist wohl nicht die Zeit, aus dem Aktienmarkt auszusteigen. Obwohl wir im letzten Jahr viele Warnungen gehört haben, gibt es immer noch einige überzeugende Gründe, eine Qualitätsstrategie bei Aktienanlagen zu verfolgen. Zum Beispiel legt die Sektorrotation derzeit eine Präferenz für Qualitätsaktien nahe. Unser Ansatz, Unternehmen mit starken Wettbewerbsvorteilen und Preissetzungsmacht auszuwählen, erweist sich als vorteilhaft, insbesondere in einem Umfeld steigender Inflation. Die Bewertungen an den Aktienmärkten sind auch im Vergleich zu anderen Anlagealternativen interessant. Zudem ist die teilweise sehr "bullische" Stimmung in letzter Zeit zunehmend abgeebbt – unserer Meinung nach ein gutes Zeichen. Zwar scheinen sich in kleineren Segmenten wie Kryptowährungen oder bei den viel zitierten "Meme-Aktien" in Verbindung mit konzertierten Aktionen in den sozialen Medien spekulative Blasen aufzubauen. Doch handelt es sich dabei unseres Erachtens nur um Nebenschauplätze, die keinen oder nur einen geringen Einfluss auf die Finanzmärkte insgesamt haben. Andererseits ist das Schreckenswort "Tapering" häufig zu hören. Es gibt mehr und mehr Warnungen vor einer Rückführung der Liquidität durch die Zentralbanken oder sogar vor steigenden Leitzinsen. Als besorgniserregend schätzen wir die derzeitige Entwicklung aber nicht ein.

Die Region Asien blieb in diesem Jahr hinter den Erwartungen zurück. Nichtsdestotrotz hat sie unserer Meinung nach immer noch ein großes Potenzial. So zum Beispiel kehrte insbesondere China schneller zu Wachstum zurück als die USA oder Europa. Ein weiterer Faktor in dieser Region ist das überschaubare Volumen an Staatsschulden und Finanzhilfen der Zentralbanken, die

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and  
Schoellerbank (Austria)

Meme-Aktien sind Papiere, die die Aufmerksamkeit von Investoren auf sich ziehen, die in sozialen Netzwerken unterwegs sind. Die virale Aktivität dieser Kleinanleger kann zu starken Preisveränderungen in einer sehr kurzen Zeitspanne führen.

zurückgezahlt werden müssen. Das unterscheidet sie von der westlichen Welt.

Allerdings wird die Reise an den Aktienmärkten wohl steinig werden und taktische Entscheidungen müssen mit großer Sorgfalt getroffen werden. Eine reine "Buy-and-Hold"-Strategie verliert an Appeal, die aktive Vermögensallokation bleibt der Königsweg.

## Deutschland

**Die EZB hat kürzlich sowohl ihre geldpolitische Strategie als auch ihre „Forward Guidance“ angepasst. Was bedeutet das für die Anleger?**



Die europäische Wirtschaft hat sich seit Gründung der Europäischen Zentralbank fundamental verändert, wie Frau Prof. Dr. Isabel Schnabel, Mitglied des Direktoriums der EZB, erst kürzlich noch einmal betonte. Die Veränderungen reflektieren drei wesentliche makroökonomische Trends – Digitalisierung, Globalisierung und demografischer Wandel. Verstärkt durch die zwei schlimmsten Krisen seit dem Zweiten Weltkrieg, der Finanzkrise und der Corona-Pandemie, hat sich die Herausforderung an die Geldpolitik weg von der Bekämpfung zu hoher Inflation und hin zu der Verhinderung von zu geringer Teuerung oder sogar Deflation gewandelt. Die bisher gültige geldpolitische Strategie hat diese Herausforderung nicht adäquat reflektiert. Hinzu kam das Problem, dass viele Zentralbanken mit ihrem traditionellen Werkzeugen, z. B. dem Setzen des Leitzinses, am unteren Ende ihrer Möglichkeiten angekommen sind.

Strukturelle Faktoren wie die alternde Gesellschaft und sinkendes Produktivitätswachstum haben, so Frau Prof. Schnabel, zu einem Anstieg der Ersparnisse sowie einer nachlassenden Investitionstätigkeit geführt. Dies ließ den sogenannten realen Gleichgewichtszins (eine abstrakte und nicht direkt messbare ökonomische Größe) immer weiter zurückgehen – und in Europa sogar in den negativen Bereich abrutschen. Diese Entwicklung ist aber nicht nur ein europäisches, sondern ein globales Phänomen. Gleichzeitig ist die Inflation immer weiter gesunken. Das stellt vor allem die Zentralbanken der Industrieländer vor große Herausforderungen. Sie müssen neue Methoden und Werkzeuge entwickeln. Im Fokus der Öffentlichkeit stand insbesondere die Definition von Preisstabilität, auf die wir im Folgenden näher eingehen wollen. Darüber hinaus hat die EZB auch zum Thema Nachhaltigkeit Stellung bezogen. Näheres dazu finden sie im Beitrag meines Kollegen Alessandro Caviglia.

Künftig wird die EZB die Preisentwicklung von Immobilien bzw. eigengenutztem Wohneigentum in die Inflationsmessung integrieren. Sie reagiert damit auf entsprechende Kritik u.a. aus Ländern mit stark gestie-

Philip Gisdakis



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

genen Immobilienpreisen. Nach Schätzungen der UniCredit Volkswirte könnte allein deshalb die jährliche Inflationsrate um 0,1-0,2 Prozentpunkte höher ausfallen als bisher.

Darüber hinaus hat die EZB ihr bisheriges Inflationsziel präzisiert, barg die alte Formulierung „unter, aber nahe 2 %“ doch das Risiko, eher als Obergrenze und nicht zentrale Zielgröße interpretiert zu werden, also als asymmetrisches Ziel. Die neue Formulierung eines symmetrischen 2 %-Ziels, bei dem sowohl das Über- wie auch das Unterschließen über einen mittelfristigen Zeithorizont nicht erwünscht ist, bietet hier deutlich mehr Klarheit.

Um die Operationalisierung dieses Inflationsziel in geldpolitische Entscheidungen noch greifbarer zu machen, ist EZB-Präsidentin Christine Lagarde in ihrer jüngsten Pressekonferenz auch die neue geldpolitische Orientierung („Forward Guidance“) eingegangen. Demnach werden die Leitzinsen solange nicht steigen, bis die EZB zu der Überzeugung gekommen ist, dass die Inflation deutlich vor dem Ende ihres Projektionszeitraums und dann dauerhaft für den Rest des Projektionszeitraums 2 % erreicht und der Ansicht ist, dass die Inflation vom Zeitpunkt der Zinsanhebung auch die 2 % erreichen wird. Dies könnte auch eine vorübergehende Phase bedeuten, in der die Inflation den Zielwert moderat übersteigt.

Diese komplizierte Formulierung soll z. B. dem Fall Rechnung tragen, dass die von der EZB projizierte Inflation in der Zukunft nur vorübergehend die 2 %-Marke überschreitet. Damit möchte sie vermeiden, die Zinsen zu früh anzuheben. Wichtig ist hierbei, dass die EZB nicht die realisierte (also die tatsächlich gemessene Inflation) steuert, sondern die mittelfristig erwartete. In der Pressenkonferenz erläuterte Christine Lagarde, dass die Formulierung „deutlich vor dem Ende ihres Projektionszeitraums“ bedeutet, dass das Erreichen des 2 %-Ziels etwa in der Mitte des jeweiligen Projektionszeitraumes erfolgt und dann für den Rest des Projektionszeitraums dauerhaft dort verbleibt. Die jüngsten EZB-Einlassungen geben aber keinen Aufschluss darüber, welche Intensität der geldpolitische Stimulus umfassen muss, um die Inflation auf Ziel zu bringen. Hierzu wird sie vermutlich in der September-Sitzung weitere Einblicke geben. Dann könnte es auch um die Zukunft der Anleihekaufprogramme gehen.

Frau Lagarde hat auch noch einmal betont, dass es bei der neuen „Forward Guidance“ nicht darum geht, die Zinsen dauerhaft niedrig zu belassen, sondern darum, das 2 %-Inflationsziel so schnell wie möglich zu erreichen.

Aktuell erstreckt sich der EZB-Prognosezeitraum bis 2023. Er wird gegen Ende des Jahres jeweils um ein weiteres Jahr verlängert.

# 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: 23.07.2021