UniCredit
Wealth Management

Monthly Outlook
September 2021

Nach der Sommerflaute

HypoVereinsbank
Wealth Management
Member of UniCredit

Inhalt

Nach der Sommerflaute

Seite 3 CIO Kommentar

Seite 5 Im Fokus

Seite 9 Wirtschaft & Märkte

Seite 17 Unsere Anlagestrategie

Seite 23 Im Dialog

CIO Kommentar

Nach der Sommerflaute

Die Sommerpause des zweiten Corona-Jahres war verhältnismäßig ereignisarm, wenn man einmal von den überraschenden und dramatischen Entwicklungen in Afghanistan absieht. Letzteres hat Implikationen auf geostrategischer Ebene – auch für die westlichen Industrienationen –, aber keine unmittelbaren Konsequenzen für Weltwirtschaft und internationale Kapitalmärkte. Unsere Hoffnung bleibt, dass das leid- und kriegsgeplagte Land einen friedlichen Weg in die Zukunft findet und dass zentrale Menschenrechte beachtet werden – das schließt selbstverständlich die Rechte von Mädchen und Frauen sowie die von Minderheiten mit ein. Für das Land selbst und seine Bevölkerung wird die wirtschaftliche Entwicklung von entscheidender Bedeutung sein. Afghanistan zählt zu den ärmsten Ländern der Welt und seine Wirtschaft ist in hohem Maße auf Unterstützungszahlungen angewiesen. Ob und in welcher Höhe diese in Zukunft fließen, ist ungewiss. Eine inklusive Gesellschaftsordnung ist hier ein zentraler Faktor, sowohl bezüglich etwaiger Wirtschaftshilfen, als auch aus der Perspektive der Binnenwirtschaft. Der Ausschluss großer Teile der Bevölkerung vom gesellschaftlichen Leben wäre nicht nur aus der Sicht der Menschenrechte eine Katastrophe, sondern auch aus wirtschaftlicher Perspektive.

Für die internationalen Kapitalmärkte deutlich relevanter waren während der Sommerpause zwei Entwicklungen: der starke Anstieg der Corona-Infektionsraten in Asien, den USA und einigen europäischen Ländern sowie mehrheitlich hinter den Erwartungen zurückgebliebenen Konjunkturzahlen – allen voran die zuletzt recht schwachen US-Arbeitsmarktdaten. Letzteres führte dazu, dass nun die Mehrheit der Beobachter nicht mehr davon ausgeht, dass die Rückführung des Anleihekaufprogramms der Fed, also das sogenannte „Tapering“, unmittelbar bevorsteht. Vielmehr wird die Fed wohl die Implikationen der Delta-Welle auf den Arbeitsmarkt abwarten wollen. Da der Oktober-Bericht erst Anfang November publiziert wird, dürfte der „Tapering“-Startschuss erst im Dezember fallen. Diese Zeitachse galt allerdings schon vor der Sommerpause von vielen Marktbeobachtern als das wahrscheinlichste Szenario.

Die steigenden Infektionszahlen hatten (zusammen mit Lieferkettenproblemen und Chinas Wachstumsschwäche) aber nicht nur Auswirkungen auf die Fed-Erwartungen, sondern dämpften auch die Wachstumsprognosen. Die Konsensschätzungen für das US-Wirtschaftswachstum im laufenden und den kommenden zwei Quartalen gingen um annualisiert je einen halben Prozentpunkt zurück. Die Prognosen für das restliche Jahr 2022 wurden indes nur geringfügig angehoben.

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)

Steigende Infektionsraten bereiten zunehmend Kopfzerbrechen. Das gilt insbesondere in Ländern mit vergleichsweise niedrigen Impfraten. In Europa gehört Deutschland zu den Staaten mit bisher eher unzureichendem Impfschutz. Länder, die von der Pandemie mit voller Wucht getroffen wurden und viel Leid, aber auch schärfere Lockdown-Maßnahmen erlebt haben, zeigen bis dato eine höhere Impfbereitschaft und werden voraussichtlich im Herbst weniger belastet sein. Dazu gehören Italien, Spanien und Portugal.

Der bereits vorhandene Impfschutz in der Bevölkerung, insbesondere unter den vulnerablen Gruppen, wird aber dafür sorgen, dass die Delta-Welle insgesamt weniger dramatische Konsequenzen haben wird als die Infektionswelle im vergangenen Herbst. Die höheren Impfraten in Europa im Vergleich zu den USA im Verbund mit der günstigeren Bewertung europäischer Aktienmärkte und der vermutlich länger anhaltenden geldpolitischen Unterstützung durch die EZB dürften europäischen Aktien im Vergleich zu ihren US-Pendants einen Vorteil verschaffen. Das unterstreicht unsere schon länger währende Präferenz für europäische Werte.

Insgesamt stellt sich das Gesamtbild allerdings etwas weniger euphorisch da als noch zu Beginn des Sommers. Aber auch damals schon erschienen uns die hochgeschraubten Erwartungen als etwas übertrieben. Das Gesamtbild eines positiven globalen Aktienumfeldes bleibt aus unserer Sicht bis auf weiteres intakt. Insgesamt sollte der Branchenmix aber weniger zyklisch werden. Unternehmen mit solidem Geschäftsmodell und robusten Bilanzen werden sich auch weiterhin positiv entwickeln. Hier können Schwächephasen, die durchaus zu erwarten sind, zu selektiven Zukäufen genutzt werden. Eine positive Entwicklung bei den Impfraten – insbesondere in solchen Ländern mit größeren ungeimpften Bevölkerungsgruppen – könnte den Märkten zusätzliche Unterstützung geben.

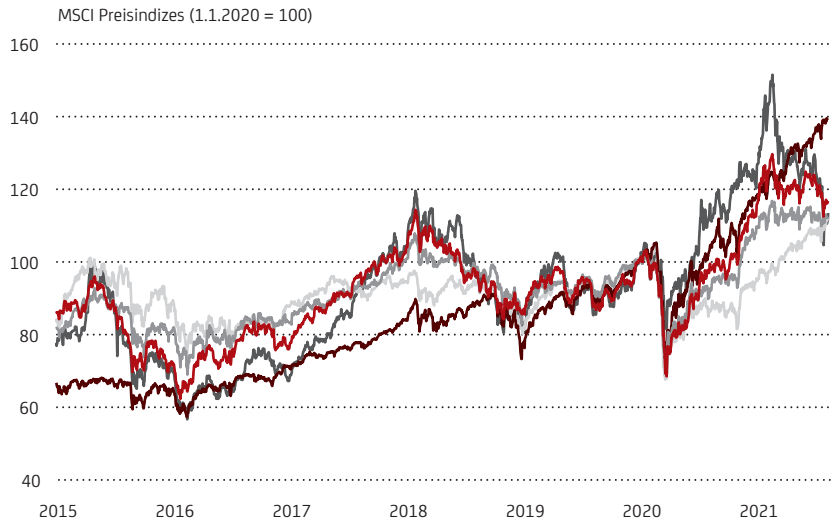
Im Fokus

Chinas Aktienmarkt – vom Corona-Gewinner zum globalen Verlierer

Im letzten Jahr waren chinesische Aktien die Corona-Gewinner schlechthin. Der MSCI China-Index legte um starke 27% zu und lag damit deutlich vor seinem nordamerikanischen Pendant (+18%). Dieses Jahr hingegen läuft der chinesische Aktienmarkt deutlich hinterher. Dabei waren chinesische Aktien noch fulminant ins Jahr gestartet. Bis Mitte Februar stiegen sie nochmals um fast 20%, bevor sie einbrachen und wieder auf das Vor-Corona-Niveau zurückfielen (siehe Grafik 1). Was hat es mit dieser Achterbahnfahrt auf sich? Diese Frage wollen wir im Folgenden erörtern.

Im bisherigen Jahresverlauf hat der chinesische Aktienmarkt 11% eingebüßt und liegt damit weit hinter Nordamerika und Europa, die jeweils um 18% zulegen konnten

1. AKTIENINDIZES IM VERGLEICH



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management.
Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können womöglich nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei Anlagen in Fremdwährungen kann die Rendite als Folge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Stand: 3.9.2021.

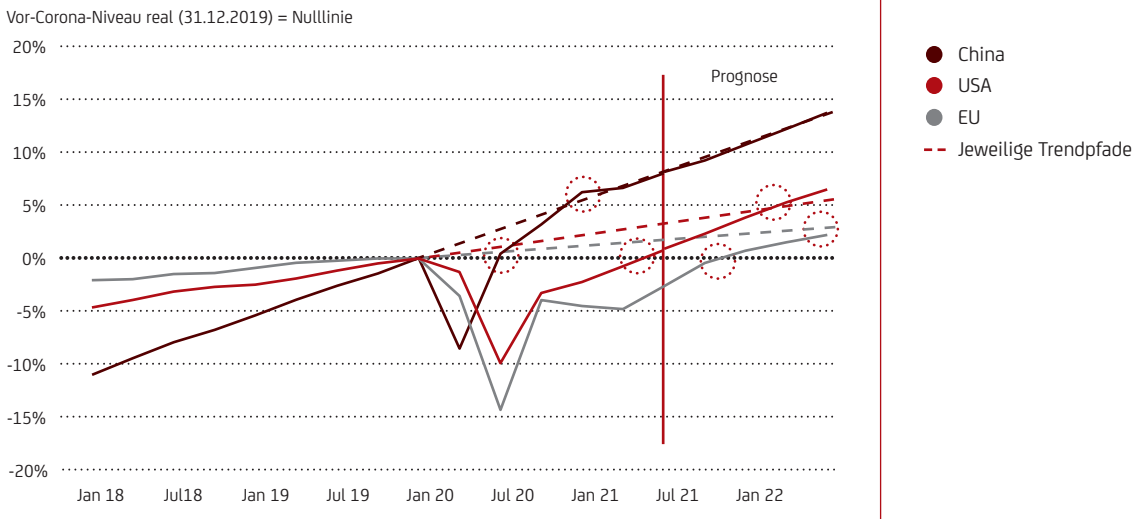
China und die chinesischen Aktienmärkte galten lange Zeit als die Gewinner der Corona-Pandemie. Mit schnellen und drastischen Lockdown-Maßnahmen gelang es der Regierung, die Epidemie schnell unter Kontrolle zu bringen. Während in Europa und den USA das öffentliche Leben über weite Teile des letzten Jahr stillstand, sah man in China bereits im Sommer 2020 wieder Bilder von feiernden Sommerurlaubern. Zwar spürte auch die chinesische Wirtschaft Auswirkungen des Konjunktureinbruchs in der westlichen Welt und der globalen Lieferkettenprobleme, aber der Binnenkonsum erholte sich schnell und spürbar.

Der wirtschaftliche Erfolg China lässt sich anhand von Grafik 2 veranschaulichen. Sie zeigt die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) für China, die USA und dem Euroraum. Zur visuellen Unterstützung haben wir die jeweiligen Vor-Corona-Trendpfade extrapoliert und Prognosewerte (basierend auf Bloomberg-Konsensschätzungen) ergänzt.

China stürzte schon im ersten Quartal 2020 in die Corona-Rezession und damit früher als in Europa und den USA. Aber bereits im zweiten Quartal erholte sich die chinesische Wirtschaft und konnte das Vorkrisenniveau wieder erreichen. Wenig später hatte die chinesische Wirtschaftsleistung auch zu ihrem Vor-Corona-Trendpfad aufgeschlossen. Wie beeindruckend diese Entwicklung ist, zeigt insbesondere der Vergleich mit Europa. Hierzulande wird das Vorkrisen-BIP voraussichtlich erst im laufenden Quartal erreicht. Zu seinem (flacheren) Trendpfad wird sich der Euroraum voraussichtlich erst Mitte 2022 aufschließen können. Chinas Wirtschaft hingegen dürfte insgesamt mit der beachtlichen Vorkrisengeschwindigkeit weiter wachsen.

Den USA gelang beides schon etwas früher (Jahresbeginn bzw. Jahresende 2021) als Europa. Aber auch sie laufen China hinterher.

2. BIP-VERLAUF IM VERGLEICH

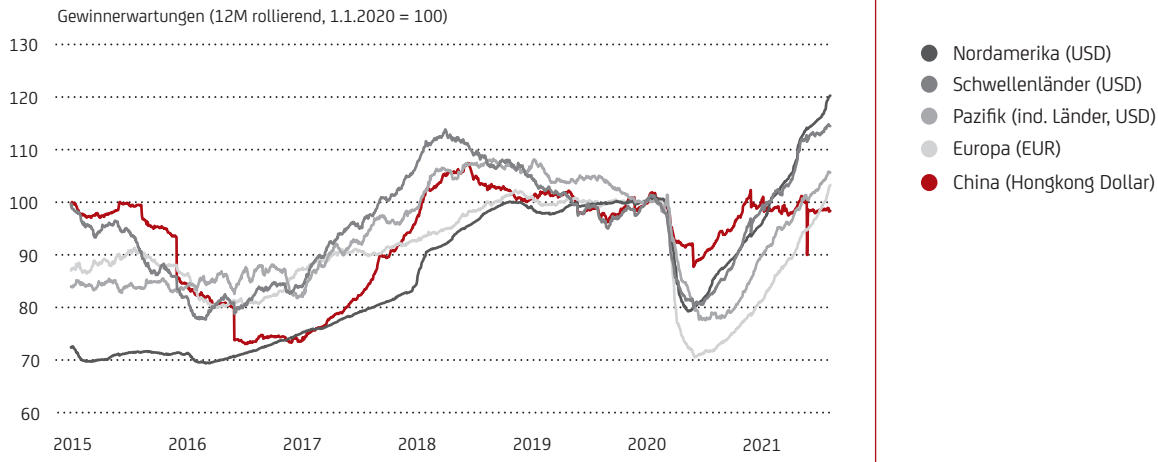


Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

Allerdings lässt sich diese beeindruckende Erholung nicht auf den chinesischen Aktienmarkt übertragen – weder in Bezug auf die Preis-, noch in Bezug auf die Gewinnentwicklung. Grafik 3 zeigt die erwartete Gewinnentwicklung (basierend auf den rollierenden 12 Monats-Konsensschätzungen) von chinesischen Aktien mit der entsprechenden Entwicklung der großen regionalen Indizes (Nordamerika, Europa, pazifische Industrieländer und Schwellenländer). Dem verhalteneren

Einbruch und der schnellen Erholung folgte in China bald schon die Seitwärtsbewegung. Demgegenüber stiegen die Gewinnerwartungen in den übrigen Regionen weiter spürbar an.

3. GEWINNERWARTUNGEN IM VERGLEICH



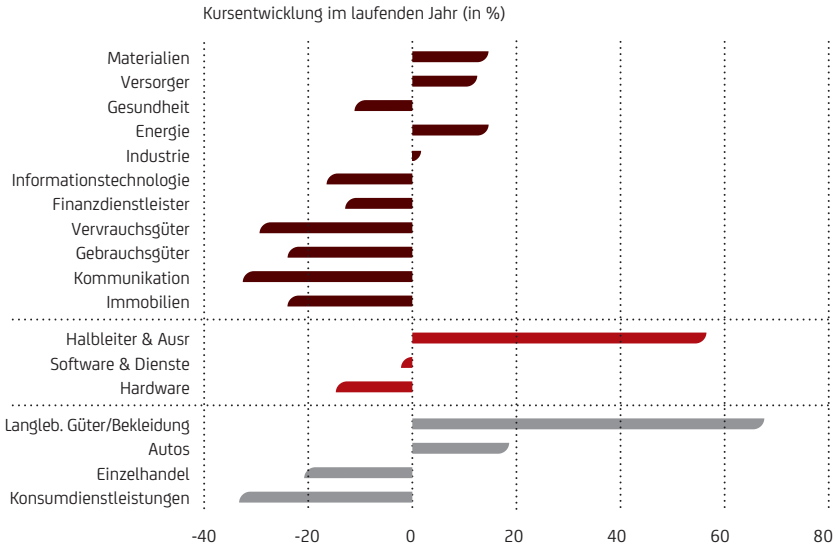
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management.
Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können womöglich nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei Anlagen in Fremdwährungen kann die Rendite als Folge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Stand: 3.9.2021.

Eine detaillierte Analyse der chinesischen Aktienmarktperformance zeigt aber sehr schnell, dass die Kursentwicklung letztlich nur von wenigen Branchen getrieben war. Grafik 4 veranschaulicht die Performance der Hauptsektoren des Index. Auffällig ist, dass es Branchen gibt, die dieses Jahr eine sehr starke Wertentwicklung erfahren haben und solche, die sehr schwach waren. Die Mitte der Performancetabelle ist dünn besiedelt.

Schaut man sich die Sub-Sektoren detaillierter an, akzentuiert sich das Bild. Wir haben das im unteren Teil der Abbildung für die Branchen Informationstechnologie und zyklische Konsumgüter („Consumer Discretionary“) dargestellt. Der Sub-Sektor Halbleiter & Ausrüstung („Semiconductor & Equipment“) gehörte zu den Starperformern. Die Sub-Sektoren Software und Hardware mussten dagegen Federn lassen. Noch stärker ausgeprägt waren die Unterschiede zwischen langlebigen Konsumgüter & Bekleidung („Durables & Apparel“) und Autos einerseits, die stark performten, und dem Einzelhandel bzw. Dienstleistungen für Verbraucher andererseits, die starke Verluste hinnehmen mussten.

Zurückzuführen ist die vor allem auf den globalen Nachfragesog bzw. die Lieferengpässe von Halbleitern und entsprechenden Ausrüstungen.

4. SEKTORENTWICKLUNG MSCI CHINA



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management.
Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können womöglich nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.
Stand: 3.9.2021

Hauptgrund für die erheblichen Performanceunterschiede waren die Regulierungsinitiativen der chinesischen Regierung. Sie konzentrierten sich auf bestimmte Branchen wie Finanzdienstleister, Immobilien und den privaten Bildungssektor. Letzterer gehört zum Bereich Verbraucher-Dienstleistungen, die einen Einbruch von 40% hinnehmen mussten. Das erklärt auch das Minus bei Hard- und Software.

Die Sektorentwicklungen sind somit Folge der politischen Agenda. Wachsende Einkommensunterschiede gepaart mit hohen Kosten für Wohnungen, Gesundheitsvorsorge und Nachhilfeunterricht belasten breite Teile der Bevölkerung. Hinzu kommt, dass der stark wachsende Technologiesektor bis dato wenig reguliert wurde und sich so wettbewerbsschädliche Monopole und Oligopole herausgebildet haben. Ziel der Regulierungsmaßnahmen ist es, die wachsende Ungleichheit zu verringern und die Familien zu entlasten – nicht zuletzt, um die demografischen Probleme zu mildern (niedrige Geburtenrate). Es spielen aber auch andere politische Faktoren eine Rolle. So versucht die chinesische Regierung nicht nur die Bildungs- und Medieninhalte stärker zu kontrollieren, sondern auch mehr Daten von Konsumenten und der Finanzwirtschaft abzugreifen. Zudem soll der Einfluss von ausländischen Investoren auf wichtige Branchen und Unternehmen zurückgedrängt werden. Hinzu kommen wieder steigende Infektionszahlen (Delta) und der jüngste Schwächeanfall der Binnenkonjunktur (siehe unseren Beitrag in der Rubrik Wirtschaft & Märkte).

All diese Entwicklungen bedeuten nicht, dass man sich aus entsprechenden Anlagen zurückziehen muss. Allerdings sollten Anleger selektiv vorgehen und die Entwicklungen genau beobachten. Eine mittelfristig robuste Wirtschaftsentwicklung in China, welche auf einem inklusiven Wachstum basiert und breiteren Bevölkerungsschichten wirtschaftliche Partizipation ermöglichen sollte, dürfte auch für europäische Firmen von Vorteil sein. Der chinesische Absatzmarkt bleibt interessant und europäische Unternehmen, die hier wettbewerbsfähig aufgestellt sind, profitieren davon.

Nachhilfeunterricht ist in den Augen chinesischer Eltern unumgänglich, um die Kinder für die künftigen Herausforderungen fit, also „wettbewerbsfähig“ zu machen.

Wirtschaft & Märkte

Ein durchwachsener Sommer

Delta-Welle, Lieferengpässe, Chinas Wachstumspause und „Tapering" – das sind die Themen, die Wirtschaft und Finanzmärkte zuletzt am meisten beschäftigten und immer wieder die Stimmung von Investoren, Unternehmen und Verbrauchern verhagelten. Aber auch zeitnahe harte Konjunkturdaten wie Produktion und Einzelhandelsumsätze haben zuletzt mehrheitlich enttäuscht. Gut möglich also, dass die Wachstumsdynamik im Sommerquartal hinter den hochgeschraubten Erwartungen zurückbleibt. Ins Stocken geraten oder gar abbrechen wird der globale Aufholprozess indes nicht. Die Weltwirtschaft dürfte im Sommer nicht nur stärker als im Frühjahr wachsen, sondern mit knapp 6% auch fast doppelt so stark wie ihr Potenzial. Mehr noch, das zweite Halbjahr wird – zumindest für die Industrieländer – wohl das wachstumsstärkste seit Beginn der Corona-Krise, sollten sich die gegenwärtigen Belastungen doch als relativ kurzlebig erweisen.

Das impliziert, dass sich die derzeitigen Wachstumsverluste (gegenüber den Erwartungen) im Herbst und Winter wieder weitgehend aufholen lassen.

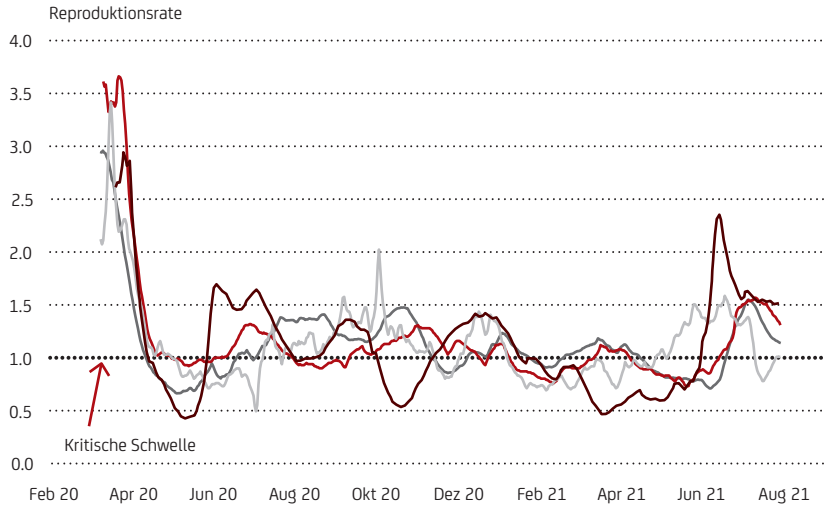
Delta-Welle unterwegs, aber keine neuen Lockdowns

Die hochinfektiöse Delta-Mutante hat die Corona-Infektionszahlen im Sommer weltweit kräftig steigen lassen. Das gilt in erster Linie für Länder mit niedrigen Impfquoten insbesondere in Asien. Aber auch vormalige Impfweltmeister wie Israel, die USA oder Großbritannien sehen sich mittlerweile hohen Inzidenzzahlen von 500 und mehr pro eine Million Einwohner gegenüber. Fehlende Herdenimmunität, eine wachsende Sorglosigkeit („freedom day") und zum Teil auch ideologische Ignoranz dürften hier die Hauptrolle spielen.

Kontinentaleuropa hält sich in puncto Infektionsgeschehen demgegenüber deutlich besser. Mehr noch, es gibt erste Anzeichen dafür, dass die Delta-Welle seinem Höhepunkt zustrebt und danach wieder abebben sollte. So ist die Reproduktionsrate, also die Zahl derer, die ein Infizierter rechnerisch ansteckt, auch in den Hochinzidenzländern bereits wieder rückläufig und nähert sich der kritischen Grenze von 1 (siehe Grafik 5).

Die Entwicklung verläuft national aber recht unterschiedlich. Die Inzidenzen in Spanien und Frankreich stiegen Anfang des Sommers rasch und stark, gehen nun aber wieder deutlich zurück. In Italien hat sich bereits ein Plateau auf überschaubarem Niveau ausgebildet. Diese Entwicklung beginnt sich in Deutschland aber erst abzuzeichnen.

5. DELTA-WELLE KÖNNTE ZENIT BALD ERREICHEN



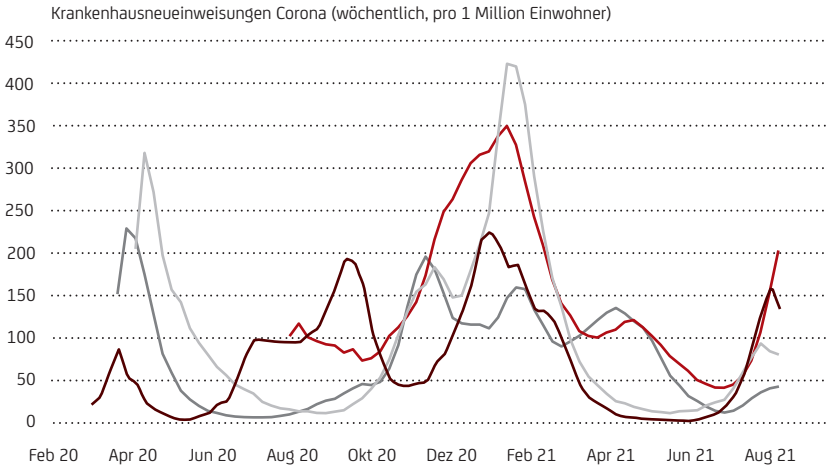
Israel
USA
EWU-4 (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien)
Großbritannien

Quelle: www.ourworldindata.org/Corona-vaccinations, UniCredit Wealth Management

Hinzu kommt, dass dank der Impffortschritte sowie der verbesserten Behandlungsmethoden die Gesundheitssysteme deutlich weniger anfällig sind als noch zu Beginn der Pandemie. Die Zahl von Krankenhauseinweisungen, Intensivpatienten und Toten ist im Zuge der Delta-Welle zwar ebenfalls gestiegen, bleibt aber deutlich hinter den Hochs früherer Wellen zurück, vor allem in Europa (siehe Grafik 6).

Sorgen bereitet uns allerdings die Entwicklung in den USA. Dort ist nicht nur die Zahl der Krankenhauseinweisungen rasant gestiegen, sondern auch die der Intensivpatienten. Letztere liegt sogar nur noch geringfügig unter dem bisherigen Hoch zu Beginn des Jahres.

6. KEINE AKUTE GEFÄHRDUNG DER GESUNDHEITSSYSTEME



USA
Israel
Großbritannien
EWU-4

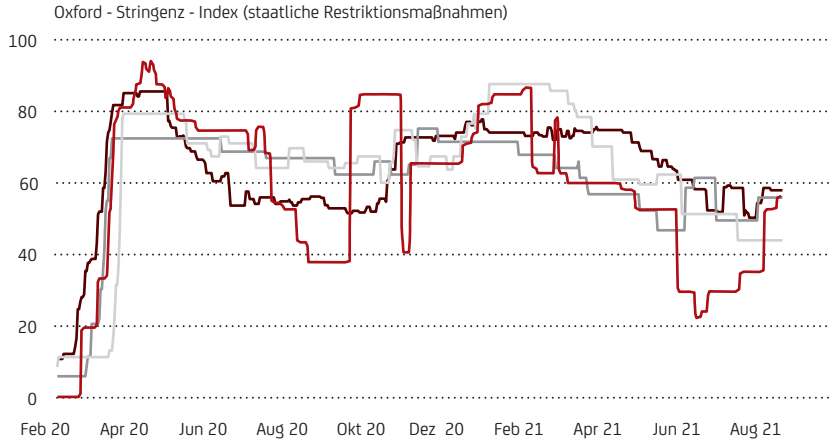
Quelle: www. ourworldindata.org, UniCredit Wealth Management

Das macht neuerliche „Lockdowns" im Dienstleistungsgewerbe, wie sie in der zweiten und dritten Welle noch gang und gäbe waren, überflüssig – ganz zu schweigen von den umfassenden Betriebsschließungen zu Beginn der Pandemie. Mehr noch, dank der Impffortschritte konnten die Restriktionen gegenüber Früh-

Vor allem in Asien, aber auch in Israel oder Frankreich wurden die Restriktionen zumindest zwischenzeitlich wieder verschärft.

jahr sogar gelockert werden. Die vielbeachteten Oxford-Stringenzindizes sind im Trend gefallen (siehe Grafik 7) – auch wenn der Rückgang vorübergehend ins Stocken geraten ist.

7. IMPFFORTSCHRITTE MACHEN WEITERE LOCKERUNGEN MÖGLICH



Quelle: www. ourworldindata.org, UniCredit Wealth Management

Und weil weitere Öffnungsschritte anstehen – auch wenn uns Abstands- und Hygienevorschriften noch weit ins nächste Jahr hinein begleiten dürften –, werden die so wichtigen Mobilitätsindizes im Trend wohl weiter steigen. In den Segmenten Einzelhandel & Erholung sind die Vor-Corona-Niveaus EWU-weit sogar schon wieder erreicht. Nachholbedarf gibt es indes noch beim öffentlichen Verkehr bzw. den Berufspendlern.

Derzeit werden weitere Öffnungsschritte insbesondere im Sport- und Kulturbetrieb vorbereitet. Auch der sich abzeichnende Wechsel vom Inzidenz- zu Hospitalisierungsindikator als Leitlinie könnte weitere Erleichterungen mit sich bringen.

Für die wirtschaftliche Entwicklung sind das gute Nachrichten, waren in den vergangenen Quartalen Stringenz- bzw. Mobilitätsindizes stark mit der BIP-Entwicklung korreliert. Die weitgehende Öffnung des Dienstleistungssektors (im Verbund mit Nachholeffekten bei Konsum und Investitionen sowie wirtschaftspolitischen Stimuli) war dann auch die zentrale Annahme für unsere Erwartung eines Wachstumsspurts im zweiten Halbjahr.

Lieferengpässe wohl nur vorübergehender Natur

Es ist also immer weniger die Pandemie, die den (globalen) Lieferketten zusetzt und die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor einbremst. Dafür klagen immer mehr Unternehmen über nicht Corona-induzierte Lieferengpässe, Lieferverzögerungen und Material- und Bauteilemangel. Das schränkt nicht nur ihre Produktionsmöglichkeiten ein, sondern trägt maßgeblich zum kräftigen Inflationsanstieg bei.

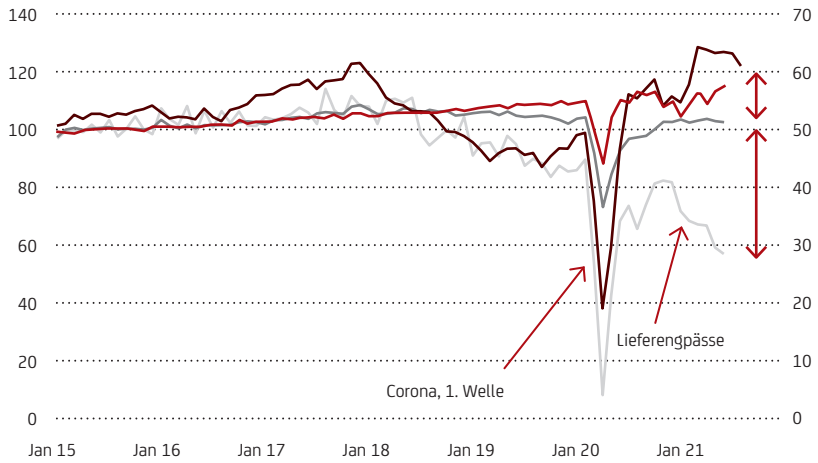
Laut Ifo-Institut beklagen sich derzeit zwei Drittel der deutschen Industriebetriebe über Lieferkettenprobleme. Es fehlen vor allem Chips und Elektronikbauteile, Kunststoffgranulate, Stahl & Industriemetalle aber auch Baumaterialien. Hinzu kommen fehlende Transportkapazitäten (Schiffe und Flugzeuge). Kein Wunder, dass sich derzeit nicht nur die Autobauer, sondern auch die Elektrobrache, der

Zu Beginn des Jahres waren es nicht einmal 20%.

Maschinenbau, die Kunststoffindustrie, der Bau sowie der Handel Lieferkettenproblemen gegenübersehen.

Eine Studie des renommierten Kieler Instituts für Weltwirtschaft (ifw) kommt zu dem Schluss, dass die Industrieproduktion in Deutschland aktuell rund 10% unter dem Niveau lag, das die Auftragseingänge eigentlich hätten erwarten lassen. Das koste Deutschland derzeit rund einen BIP-Punkt, so die Forscher. Die Spreizung von Auftragseingängen, Nachfrage und (Auto)Produktion beschränkt sich indes nicht nur auf Deutschland, sondern gilt EWU-weit (siehe Grafik 8).

8. PRODUKTION LEIDET UNTER LIEFERKETTENPROBLEMEN



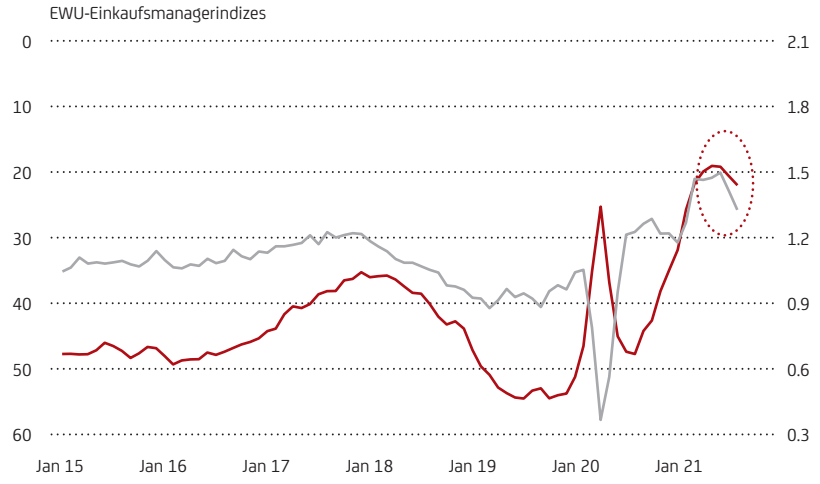
- EWU-Auftragseingänge (Einkaufsmanagerindex, RS)
- Einzelhandelsumsätze (EWU, Index)
- Produktion Verarb. Gewerbe (EWU, Index)
- Autoproduktion (EWU, Index)

Quelle: Refinitiv Datastream, Markit, UniCredit Wealth Management

Die Lieferkettenprobleme werden die Industrie wohl noch eine Zeit lang begleiten. Jenseits der kurzen Frist aber stehen die Zeichen auf Besserung. In der Vergangenheit, so die Autoren der ifw-Studie, sind Abweichungen in der Langfristbeziehung zwischen Auftragseingängen und Produktion mit etwa 20% bis 40% innerhalb eines Monats recht rasch abgebaut worden. Es sollte daher noch 3 bis 6 Monate dauern, bis diese Abweichungen durch kurzfristige Anpassungen bei der Industrieproduktion größtenteils korrigiert sind (Aufholeffekt). Mit ersten Korrekturen rechnen sie bereits im laufenden Quartal. Das deckt sich mit unseren Erwartungen. Einen ersten Anhaltspunkt dafür liefern auch die Einkaufsmanagerindizes. Die Lieferzeiten der Lieferanten gingen zuletzt ebenso zurück wie die Relation von Auftragseingängen zu Lagerhaltung (siehe Grafik 9).

Zu den Details und Berechnungen siehe „Bedeutung von Lieferengpässen für die laufende Produktion in Deutschland“, ifw-Box 2021.09 (link)

9. HOFFNUNG AUF ENTSPANNUNG BEI LIEFERKETTENPROBLEMEN



Lieferzeit Lieferanten (invertiert)
Relation Aufträge zu Lagerhaltung (RS)

Quelle: Markit, UniCredit Wealth Management

Hinzu kommt, dass die Unternehmen ihre Lieferketten verstärkt diversifizieren. Mehr Lagerhaltung, mehr Zulieferer, mehr Lieferländer und Zurückverlagerungen lauten die Devisen. Auch das sollte bald schon für Besserung sorgen – zumal die Sonderbelastungen wie die Blockade des Suez-Kanals, die Extremwetterereignisse in den USA oder die brandbedingten Ausfälle bei der Chipproduktion in Japan der Vergangenheit angehören.

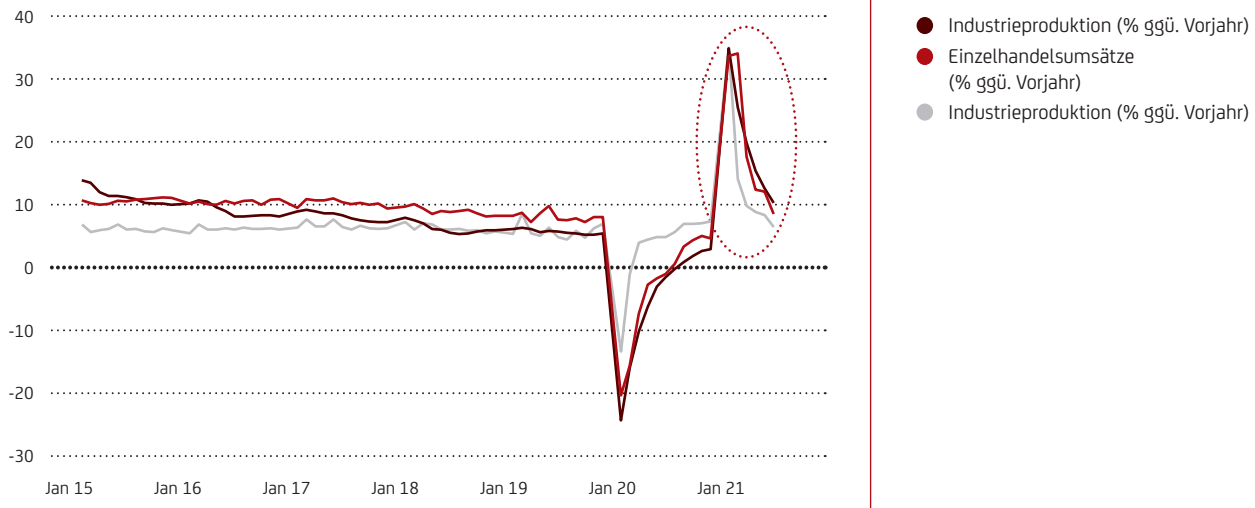
All das spricht dafür, dass neben der Produktion im Dienstleistungssektor (zunehmende Öffnung) auch der Industrieausstoß wieder anziehen dürfte. Der „soft patch" der vergangenen Wochen sollte daher sukzessive auslaufen.

Chinas Schwächeanfall dürfte rasch wirtschaftspolitisch korrigiert werden

Dass nach der lehrbuchmäßigen, V-förmigen Erholung Chinas BIP-Wachstum kurzzeitig auch wieder unterschießen könnte, war zu erwarten. Dass dort die Wirtschaftsleistung im laufenden Quartal aber einbricht und wohl kaum mehr als stagnieren dürfte, hatte allerdings niemand auf der Rechnung. Stark nachgebende Stimmungs-, Früh- aber auch harte Konjunkturdaten sprechen aber eine klare Sprache (siehe Grafik 10). Im Monatsvergleich waren sie im Juli sogar meist rückläufig. Und der August sollte kaum besser gewesen sein.

Das BIP-Plus von 4,9% (annualisiert) zu Jahresbeginn kam für uns daher nicht überraschend. Das Wachstum lag mit 6,1% im Frühjahrsquartal dann schon wieder über Chinas Wachstumspotenzial von 5¾%.

10. WACHSTUMSEINBRUCH IN CHINA



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Zum Teil dürfte der Schwächeanfall auf die überaus harschen Mobilitätseinschränkungen im Zuge wieder steigender Corona-Zahlen (Delta) zurückzuführen sein. Das Gros des Rückschlags scheint allerdings der (Wirtschafts)Politik geschuldet zu sein. Die rasche, V-förmige Erholung im Verbund mit der Erholung der Weltwirtschaft seit Mitte letzten Jahres hat die Machthaber in Peking dazu verleitet, die geld- in fiskalpolitischen Zügel spürbar zu straffen – zumal erste (spekulative) Verspannungen insbesondere im Immobilienmarkt erkennbar wurden. Die Folge: Das Wachstum der landesweiten Kreditvergabe („total social financing") ging ebenso spürbar zurück wie die Emission öffentlicher Anleihen zur Finanzierung von Ausgabenprogrammen.

Da verwundert es kaum, dass sich die Bauinvestitionen, vor allem aber die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen mächtig abgeschwächt haben. Letztere sind im Juli sogar zurückgegangen (-10% ggü. Vorjahr).

Dazu gesellten sich starke regulatorische Eingriffe insbesondere in den Immobiliensektor (der heißzulaufen drohte) und bei großen (privaten) IT- und Social Media-Firmen (siehe dazu auch unseren „Im Fokus"-Beitrag). Und von den globalen Lieferkettenproblemen blieb China ebenso wenig verschont wie der Rest der Welt.

Allerdings dürfte auch der Wachstumseinbruch in China vorübergehender Natur bleiben. Denn die wirtschaftspolitische Kehrtwende läuft bereits an, schließlich ist ein solides Wirtschaftswachstum die alleinige Legitimation für die kommunistischen Machthaber. Schon im Juli wurden die Mindestreservesätze der Banken gesenkt. Weitere zwei bis drei Zinssenkungen dürften folgen. Gleichzeitig schaltet die Fiskalpolitik schon wieder auf expansiv. Finanzierungs- und Ausgabenspielräume gibt es genügend. So sind im ersten Halbjahr die Staatseinnahmen weit über Plan gewachsen. Demgegenüber liegen die Anleiheemission der Zentral- und Regionalregierungen deutlich unter Soll. Das spricht für rasch steigende Volumina, die insbesondere in die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen gelenkt werden dürften.

Auf ihrer Juli-Sitzung betonte das Politbüro, dass es Aufgabe der Finanzpolitik sei, die Wirtschaftstätigkeit Ende dieses und Anfang nächsten Jahres zu unterstützen.

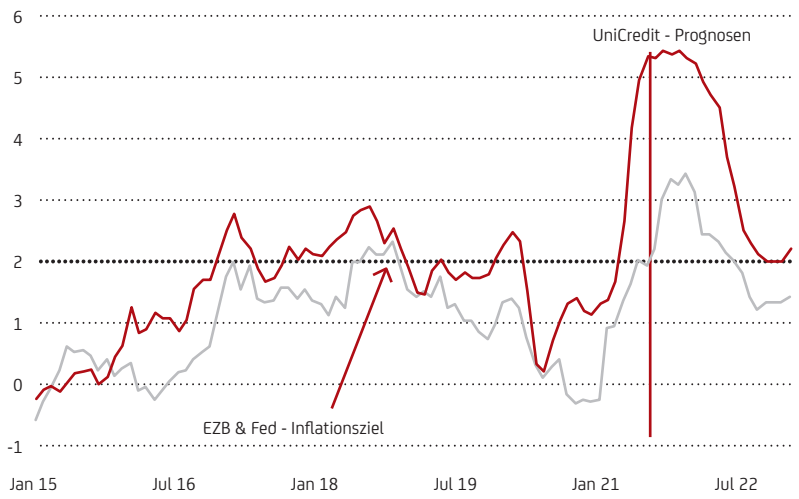
Wir gehen deshalb davon aus, dass Chinas Wirtschaft bereits im vierten Quartal mit rund 7½% wieder über Potenzial wachsen sollte. Das gilt, abgeschwächt, dann auch für den Jahresauftakt 2022. Nachhaltige weltwirtschaftliche Belastungen sollte Chinas momentane Wachstumspause also nicht haben.

„Tapering“ – die Notenbanken bleiben entspannt

Bleibt noch das Thema Inflation und Notenbanken. Schattenseite des starken weltwirtschaftlichen Aufholprozesses und der Lieferkettenprobleme sind rasant steigende Preise. Weltweit haben die Inflationsraten inzwischen neue zyklische Hochs markiert und dabei immer wieder die Erwartungen hinter sich gelassen. Kein Wunder, dass an den Märkten Spekulationen hochkamen, wonach die Notenbanken die geldpolitischen Zügel früher als bislang erwartet anziehen könnten. Ganz oben auf dem Radarschirm steht dabei die amerikanische Notenbank, die international den Takt vorgibt.

Die aber gibt sich weiterhin gelassen. Der derzeitige Preisdruck, so Fed-Chef Powell erst kürzlich beim Notenbanktreffen in Jackson Hole, sei nur vorübergehender Natur und die Inflation werde auf ein Niveau zurückgehen, das mit dem Fed-Ziel von durchschnittlich 2% vereinbar ist. Wir teilen diese Einschätzung. Zwar steht uns der Inflationshöhepunkt erst bevor, im kommenden Jahr aber sollten die Teuerung spürbar zurückgehen (siehe Grafik 11) – wenn der Nachfragestau abgearbeitet ist, die gestiegenen Rohstoff- bzw. Transportkosten aus den Jahresraten herausfallen und die Angebotsengpässe beseitigt sind. Entscheidend dabei ist, dass es vorher nicht zu einem Lohndruck kommt. Der aber ist trotz enger werdender Arbeitsmärkte derzeit nicht zu erkennen.

11. PREISDRUCK NUR VORÜBERGEHEND



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Damit bleibt es auch bei dem schon zuvor skizzierten „Tapering“-Zeitplan. Die Fed dürfte noch in diesem Jahr die Rückführung ihrer Wertpapierkäufe ankündigen – wahrscheinlich auf der Offenmarktausschusssitzung Mitte Dezember, bei überraschend starken Arbeitsmarktzahlen möglicherweise auch schon Anfang November. Nachhaltige Auswirkungen auf das finanzwirtschaftliche Umfeld dies- und jenseits des Atlantiks, sprich Renditen, Kurven und Spreads, sollte das eigentliche „Tapering“, weil weitgehend eingepreist, nicht haben. Das zeigen die Erfahrungen aus dem Jahr 2013 („Taper Tantrum“). Das gilt dann auch für die Fed-Zinserhöhungen, die ohnehin nicht vor 2023 starten sollten. Powell verwies in Jackson Hole explizit darauf, dass der Startschuss für „Tapering“ nicht den Zeitplan für Zinserhöhungen präjudiziere.

Im August lagen die Verbraucherpreise im Euroraum 3% über Vorjahr und damit so hoch wie Ende 2011. In den USA muss man sogar bis Mitte 2008 zurückgehen, um ähnlich hohe Inflationsraten wie zuletzt (+5,3%) zu finden.

In den vergangenen drei Monaten wurden in den USA durchschnittlich 750.000 neue Jobs geschaffen, auch wenn der letzte Monat enttäuscht hat. Trotzdem, Beschäftigung und auch Arbeitslosenquote (5,2%) nähern sich sukzessive ihren Vor-Corona-Niveaus. Das gilt auch für den Euroraum.

- US-Verbraucherpreisinflation (in % ggü. Vorjahr)
- EWU-Verbraucherpreisinflation (in % ggü. Vorjahr)

Demgegenüber könnte die (beginnende) geldpolitische Normalisierung der USA den Schwellenmärkten mehr zu schaffen machen. Sie sind konjunkturell nicht robust genug (Einkaufsmanagerindex unter der kritischen Schwelle von 50), einen (moderaten) US-Renditeanstieg problemlos wegzustecken. Das könnte nicht nur Kursverluste bei Fremdwährungsanleihen bedeuten, sondern auch bei Aktien. Es gilt also, Schwellenländerengagements noch stärker zu begleiten.

Auch unsere geldpolitischen Erwartungen für den Euroraum haben sich nicht geändert. Die EZB dürfte den „Tapering"-Vorgaben der Fed folgen – allerdings mit zeitlicher Verzögerung und wohl auch weniger „aggressiv". Schließlich sollte die EWU-weite Inflation im zweiten Halbjahr 2022 anders als in den USA wieder unter das Notenbankziel rutschen. Und auch der Zinserhöhungszyklus dürfte im Euroraum später einsetzen als in den USA.

Die Erholung geht weiter, Normalisierung im kommenden Jahr

Als Fazit lässt sich festhalten, dass die Entwicklungen über den Sommer hinweg keinen Anlass bieten, unser Weltbild nachhaltig anzupassen. Gut möglich, dass das laufende Quartal angesichts der Lieferkettenprobleme, dem Durchhänger in China und der Stimmungseintrübung etwas hinter den hochgesteckten Erwartungen zurückbleibt. Das aber lässt sich in den Folgemonaten weitgehend aufholen. Hinzu kommt, dass das makroökonomische Indikatorenspektrum immer noch extrem güterwirtschaftlich geprägt ist. Genuine Kennzahlen für den Dienstleistungssektor gibt es nur wenige. Dabei sind es gerade die weiteren Öffnungsschritte im Dienstleistungsgewerbe, die für die Impulse sorgen sollten – zusammen mit Auf- und Nachholeffekten beim privaten Konsum (Entsparen) und der Investitionstätigkeit (knappe Kapazitäten, leere Läger) sowie der immer noch stark expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Wir erwarten insbesondere für den Euroraum, aber auch für die Weltwirtschaft insgesamt einen Wachstumsspurt im laufenden Halbjahr. 2022 wird dann zum Jahr der Normalisierung – geldpolitisch, weil die führenden Notenbanken mit der Rückführung beginnen, und makroökonomisch, weil sich das Wachstum seinen Potenzialraten von oben nähern. Dass dabei auch die Konjunkturindikatoren von ihren zwischenzeitlichen Höchstständen abbröckeln, sollte dann niemanden mehr überraschen.

Für sich genommen bedeuten nachlassende geldpolitische Impulse eine Wachstumsbelastung („monetary drag"). Eine gleichgerichtete Entwicklung erwarten wir auch für die Fiskalpolitik („fiscal drag").

Unsere Anlagestrategie

Robuste Gewinne und zurückhaltende Fed stützen Aktien

ANLAGE		INVESTMENTUNIVERSUM	▲*	UNSERE POSITIONIERUNG: UNTERGEWICHTEN	NEUTRAL GEWICHTEN	ÜBERGEWICHTEN
ANLAGEKLASSEN		Aktien Global		○	○	●
		Anleihen Global	▼	●	○	○
		Geldmärkte	▲	○	●	○
		Alternative Anlagen		○	●	○
ANLAGE-KLASSEN IM DETAIL	AKTIEN	USA		○	●	○
		Europa		○	○	●
		Schwellenländer		○	○	●
		Pazifik		○	●	○
	RENTEN	EWU Staatsanleihen		●	○	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen		○	●	○
		EURO Unternehmensanleihen[1]		○	○	●
		Unternehmensanleihen Europa		●	○	○
		Schwellenländer-Anleihen		○	○	●
	ROHSTOFFE	Rohöl		○	●	○
		Gold		○	○	●

[1]Mit Toprating

Trotz der Sorgen über die Ausbreitung der Delta-Mutante und dem zwischenzeitlich unsicheren Timing des Fed-„Tapering“ waren Aktien angesichts der sehr positiven Gewinnsaison den Sommer über gut unterstützt. Zudem hat sich die Fed zuletzt klar gegen ein vorgezogenes „Tapering“ positioniert. Doch der Reihe nach.

Die Berichtssaison konnte bislang überzeugen. Die Ergebnisse US-amerikanischer und europäischer Unternehmen für das abgelaufene Quartal zeigten aufgrund der anziehenden Weltwirtschaft und der günstigen Vergleichsbasis ein kräftiges Gewinnwachstum. In den USA übertrafen 85% der Unternehmen die Gewinnerwartungen (siehe Abbildung 12). Der Gewinn pro Aktie lag um 90% über Vorjahr und um 17% über den Projektionen. Die größten Gewinnzuwächse verzeichneten die Sektoren, die im vergangenen Jahr am stärksten unter der Pandemie gelitten hatten, nämlich Energie, Rohstoffe, Industrie- und zyklische Konsumgüter sowie Finanzwerte. Eine deutliche Erholung gab es mit +27% auch beim Umsatzwachstum (erwartet: +22%). Dabei konnten alle Sektoren ein zweistelliges Wachstum verzeichnen. Gleichzeitig markierte der Anteil der Unternehmen, die die Umsatzerwartungen übertrafen (83%), den höchsten Stand seit 2009.

12. KENNZAHLEN DER US-BERICHTSSAISON FÜR DAS 2. QUARTAL 2021

	Anzahl der berichtenden Unternehmen/ Gesamt	% der berichtenden Unternehmen	% der Unternehmen, die die Gewinnschätzungen pro Aktie übertroffen haben	% der Unternehmen, die die Gewinnschätzungen pro Aktie nicht erreicht haben	EPS (Gewinn je Aktie) Überraschung	Gewinn je Aktie im Vorjahresvergleich	% der Unternehmen, die die Umsatzschätzungen übertroffen haben	% der Unternehmen, die die Umsatzschätzungen nicht erreicht haben	Umsatz Überraschung	Umsatzwachstum im Vorjahresvergleich
S&P500	**439 / 497**	**88%**	**85%**	**13%**	**17%**	**90%**	**83%**	**11%**	**5%**	**27%**
Energie	22 / 22	100%	77%	18%	15%	-	73%	23%	12%	115%
Materialien	27 / 28	96%	67%	26%	4%	105%	74%	19%	3%	36%
Industrie	70 / 73	96%	83%	14%	12%	420%	83%	6%	2%	28%
Verbrauchsgüter	42 / 62	68%	83%	17%	21%	524%	83%	14%	2%	48%
Gebrauchsgütergüter	22 / 30	73%	86%	9%	10%	22%	82%	14%	6%	17%
Gesundheitswesen	59 / 64	92%	92%	8%	9%	26%	95%	2%	4%	19%
Finanzen	65 / 65	100%	91%	8%	28%	137%	78%	14%	5%	11%
IT	54 / 74	73%	94%	6%	16%	53%	91%	4%	5%	24%
Kommunikation	21 / 22	95%	90%	10%	25%	69%	90%	5%	5%	24%
Versorger	28 / 28	100%	75%	25%	5%	7%	61%	29%	5%	11%
Immobilien	29 / 29	100%	79%	17%	9%	36%	86%	10%	4%	18%
Ohne Finanzen /Immobilien	**345 / 403**	**86%**	**85%**	**14%**	**14%**	**83%**	**83%**	**10%**	**5%**	**31%**
Ohne Energie	**417 / 475**	**88%**	**86%**	**13%**	**17%**	**74%**	**83%**	**10%**	**4%**	**22%**

Quelle: JP Morgan basierend auf Bloomberg, UniCredit Wealth Management;
Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung.

In Europa übertrafen 64% der Unternehmen im Stoxx600-Index die Gewinnerwartungen (siehe Abbildung 13). Der Gewinn pro Aktie lag um 71% über Vorjahr und damit um 16% über den Projektionen. Zehn von elf Sektoren verzeichneten ein zweistelliges Wachstum. Das stärkste Plus lieferten die zyklischen und rohstoffbezogenen Sektoren. Bei den Umsätzen übertrafen 69% der Unternehmen die Projektionen. Sie lagen um 28% über Vorjahr (erwartet: +25%). Hier konnten bis auf Immobilien alle Sektoren zulegen.

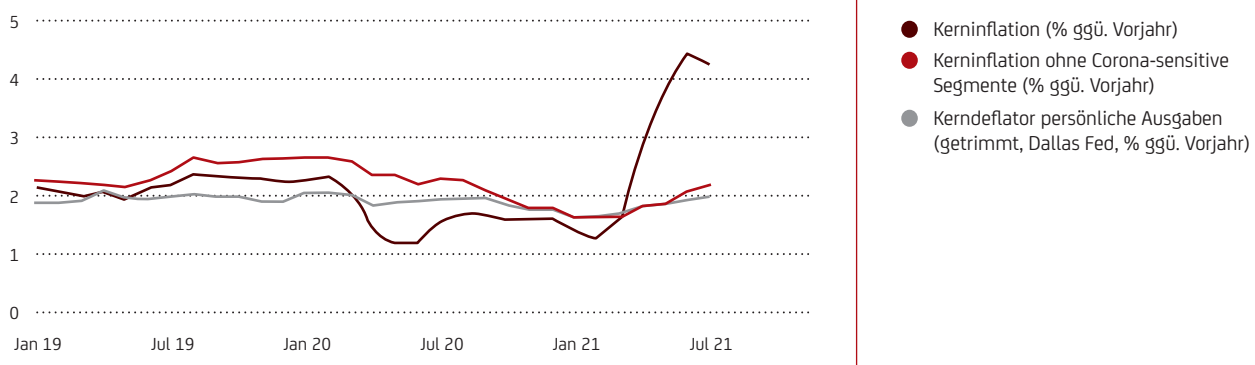
13. KENNZAHLEN DER EUROPÄISCHEN BERICHTSSAISON FÜR II/2021

	Anzahl der berichtenden Unternehmen/ Gesamt	% der berichtenden Unternehmen	% der Unternehmen, die die Gewinnschätzungen pro Aktie übertroffen haben	% der Unternehmen, die die Gewinnschätzungen pro Aktie nicht erreicht haben	EPS (Gewinn je Aktie) Überraschung	Gewinn je Aktie im Vorjahresvergleich	% der Unternehmen, die die Umsatzschätzungen übertroffen haben	% der Unternehmen, die die Umsatzschätzungen nicht erreicht haben	Umsatz Überraschung	Umsatzwachstum im Vorjahresvergleich
Stoxx600	**387 / 437**	**89%**	**64%**	**36%**	**16%**	**71%**	**69%**	**18%**	**3%**	**28%**
Energie	15 / 18	83%	73%	27%	19%	310%	60%	40%	-6%	66%
Materialien	34 / 38	89%	76%	24%	12%	56%	84%	3%	4%	36%
Industrie	73 / 83	88%	59%	41%	7%	-	67%	20%	2%	25%
Verbrauchsgüter	42 / 46	91%	79%	21%	36%	81%	69%	20%	5%	66%
Gebrauchsgütergüter	22 / 34	65%	50%	50%	1%	38%	63%	11%	0%	8%
Gesundheitswesen	36 / 42	86%	62%	38%	12%	15%	77%	11%	4%	12%
Finanzen	63 / 64	98%	80%	20%	27%	67%	78%	8%	5%	4%
IT	29 / 30	97%	60%	40%	-1%	69%	57%	29%	2%	21%
Kommunikation	29 / 32	91%	30%	70%	17%	32%	71%	21%	3%	4%
Versorger	24 / 25	96%	59%	41%	22%	36%	57%	33%	14%	32%
Immobilien	20 / 25	80%	45%	55%	-235%	6%	46%	31%	9%	-5%
Ohne Finanzen /Immobilien	**304 / 348**	**87%**	**61%**	**39%**	**15%**	**75%**	**68%**	**20%**	**2%**	**34%**
Ohne Energie	**372 / 419**	**89%**	**64%**	**36%**	**16%**	**58%**	**69%**	**17%**	**4%**	**24%**

Quelle: JP Morgan basierend auf Bloomberg, UniCredit Wealth Management;
Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung.

Zweiter Treiber bei Aktien war das (Online)Treffen der Zentralbanker in Jackson Hole (26.-28. August). Dabei hat der Fed-Vorsitzende Jerome Powell seine Strategie vorgestellt, die man als „dovish tapering" bezeichnen könnte: Die Fed ist demnach bereit, ihre Ankäufe von Vermögenswerten, die sich derzeit auf 120 Mrd. USD pro Monat belaufen, bald zu reduzieren. Gleichzeitig machte er aber auch klar, dass sich der Inflationsanstieg – da primär Corona-getrieben – als vorübergehend erweisen sollte, die Fed daher schrittweise und pragmatisch vorgehen wolle und „Tapering" nicht den Beginn des Zinserhöhungszyklus präjudiziere.

14. ANSTIEG DER US-KERNINFLATION PRIMÄR CORONA-GETRIEBEN



Quelle: Pantheon Macroeconomics, UniCredit Wealth Management

Die Finanzmärkte haben positiv auf Powells zurückhaltende Äußerungen reagiert. Die Renditen von US-Staatsanleihen blieben niedrig (rutschen kurzfristig sogar unter 1,30% (10J)), was wiederum die risikobehafteteren Anlageklassen bzw. Carry Trades begünstigt hat. Mit anderen Worten: Die realen Anleiherenditen (TIPS-Renditen) sind nach wie vor niedrig, die Risikoprämie für Aktien bleibt hoch. Historisch betrachtet rechtfertigt diese Risikoprämie, also die Differenz zwischen der Rendite von Aktien und der von Unternehmens- bzw. Staatsanleihen, nach wie vor unsere strategisch positive Einstellung zu Aktien.

Unsere Anlagestrategie im Überblick

Aktien

Aktien global: Übergewichten

Die Kombination aus massiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen 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. Die höhere Gewichtung von Value- und zyklischen Sektoren gegenüber dem US-Aktienmarkt und attraktive Dividendenrenditen, die deutlich über den Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen liegen, unterstützen genauso wie günstigere Bewertungen.

US-Aktien: Neutral
Die starke US-Wirtschaft vor dem Hintergrund der sehr expansiven Fiskalpolitik von Präsident Biden hilft dem Markt. 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
Anleihen sind anfällig geworden. Der Inflationsdruck (wenn auch nur temporär) und die Erwartung steigender Staatsanleiherenditen belasten.

Euro Investment Grade-Unternehmensanleihen: 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 finanzielle nachrangige Schuldtitel.

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

EWU-Staatsanleihen: Untergewichten
Wir sind angesichts der hohen Benchmark-Duration bei Euro-Staatsanleihen der Kernländer untergewichtet. 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 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 zwischenzeitlich stärker gewordener USD haben uns aber defensiver und selektiver werden lassen.

Geldmärkte: Neutral
Geldmarktanlagen scheinen lediglich als Absicherung gegen Unsicherheit erwägenswert (Risikostreuung).

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
Kurzfristig scheint sich der EUR-USD nach der zurückhaltenden („dovishen“) „Tapering“-Ankündigung der Fed Richtung 1,18-1,20 zu bewegen. Längerfristig dürfte der US-Dollar aufgrund des sogenannten Zwillingsdefizits – Handels- und Haushaltsdefizit der USA – noch schwächer werden.

Im Dialog

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

Italien

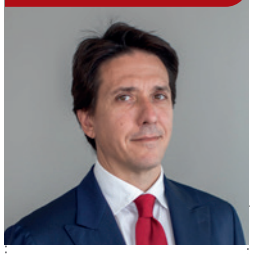
Die Inflationszahlen steigen rapide. Können wir wirklich sicher sein, dass dieser Anstieg nur vorübergehend ist?

Lassen Sie uns mit einer medizinischen Parallele beginnen. Die Inflation ist in gewisser Weise wie die Temperatur des menschlichen Körpers. Eine zu hohe Temperatur ist auch wirtschaftlich nicht gut, denn sie ist ein Symptom für ein schlechtes Funktionieren in bestimmten Bereichen oder Sektoren, das sogar zu einem völligen Stillstand des Wirtschaftskörpers führen kann. Eine zu niedrige Temperatur ist auch nicht wünschenswert, denn sie ist das Symptom dafür, dass sich die Wirtschaft abkühlt und an Schwung oder gar Vitalität verliert. Die langjährige Deflation in Japan, das heißt ein sogar rückläufiges Preisniveau, war eine Folge sehr schlechter demografischer Entwicklung und großer Produktivitätsprobleme angesichts des zuvor erreichten sehr hohen Niveaus. Ein weiteres Merkmal ist, dass die Volatilität umso größer ist, je stärker der Inflationsanstieg ausfällt. Eine hohe Inflation ist also schwieriger in den Griff zu bekommen. Andererseits ist Deflation nicht minder hartnäckig und erschwert die Wiederbelebung der Wirtschaftsdynamik erheblich.

Die Bestimmung des gesunden Niveaus, das dem Bereich von 36-37 Grad Celsius der menschlichen Körpertemperatur entspricht, ist indes eine andere Geschichte. Es ist wahrscheinlich je nach (Zyklus)Alter der Konjunktur und ihrem Entwicklungsstand recht unterschiedlich. In der Regel beobachten wir in Schwellenländern ein höheres „faires“ Inflationsniveau. Wenn sich die Wirtschaft dann weiterentwickelt und stabilisiert, geht die Wohlfühltemperatur tendenziell zurück. Darüber hinaus sind Technologie und Globalisierung starke Kräfte, die sich auf die langfristige Inflationsentwicklung aus-

Unseren Experten:

Alessandro Caviglia



CIO
Cordusio Sim

wirken. Sie wirken als mächtige Vitamine oder Integratoren, die den Umlauf von Produktionsfaktoren sehr schnell und effizient machen. In den letzten Jahrzehnten hat die westliche Wirtschaft davon stark profitiert.

Nun zum eigentlichen Thema. Die jüngste „Temperaturmessung" im Euroraum vom 31. August zeigte einen Preisanstieg von 3% gegenüber Vorjahr (davor: +2,2%). Das war der stärkste Anstieg seit 10 Jahren. Die Kerninflation, d.h. die Teuerung ohne die volatileren Komponenten wie Energie und Lebensmittel, stieg dabei von 0,6% auf 1,6%. Beide Inflationsmaße lagen über den Konsenserwartungen, was Staatsanleihemärkte in Aufruhr versetzte. Die Zentralbanker versichern uns, dass diese Bewegungen nur vorübergehender Natur sind. Aber ist dem wirklich so? Müssen wir uns nicht Sorgen machen? Stehen wir am Rande eines Wendepunkts im säkularen Abwärtstrend der Inflation?

Schauen wir ein wenig unter die Oberfläche dieser Zahlen, um weitere Informationen zu erhalten. Die Gesamtinflationsrate ist stark durch einen anhaltenden Anstieg der Energieinflation auf 15,4% im Jahresvergleich beeinflusst. Auch der erneute Teuerungsschub für Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak auf 2% ist ein Teil der Erklärung. Diese Zahlen stehen im Einklang mit der Geschichte von globalen Lieferkettenproblemen und höheren Transportkosten. Letzteres dürfte aber kaum nachhaltig sein. Tatsächlich werden die Energiepreise immer weniger zur Teuerung beitragen. Steigt der Ölpreis von 35 USD auf 70 USD pro Fass, trägt das zu 100% bei. Wenn er um 70 USD pendelt, wirkt er nach einem Jahr überhaupt nicht mehr preistreibend.

Bei der Kerninflation stieg die Teuerung bei den Waren ohne Energie deutlich auf 2,7%. Treiber waren nicht zuletzt bestimmte Güter (vor allem Bekleidung) in Frankreich und Italien, für die man nach einer vorübergehenden Korrektur im Juli, die auf eine Verschiebung des Zeitpunkts des Sommerschlussverkaufs zurückzuführen war, wieder erheblich mehr ausgeben musste. Das korrigiert sich wieder. Darüber hinaus führt die letztjährige temporäre Mehrwertsteuersenkung in Deutschland jetzt zu positiven Basiseffekten, die noch bis Ende des Jahres anhalten werden. Zusammenfassend lässt sich sagen: Ja, wir können unseren Zentralbankern vertrauen, und die meisten Auswirkungen, die wir sehen, werden sich als vorübergehend erweisen.

Dennoch haben wir zwei wichtige Feststellungen zu treffen. Erstens: Vorübergehend bedeutet nicht drei Monate, sondern wahrscheinlich einige Quartale. Die Pandemie hat zu einer enormen Veränderung des Verbraucherverhaltens geführt, die letztlich die Engpässe verursacht hat, die wir jetzt erleben. Die meisten dieser

Veränderungen werden nicht vorübergehend sein (wir haben bereits den Übergang von der Kontaktwirtschaft zur Fernwirtschaft diskutiert), so dass sie Anpassungen in der globalen Produktionskette erfordern, die mehr Aufwand und Zeit als erwartet in Anspruch nehmen werden. Zweitens zeigen uns die geopolitischen Ereignisse, dass wir in eine Ära eingetreten sind, in der die Globalisierungskräfte nicht mehr so stark sind und wir sogar Phasen einer De-Globalisierung erleben könnten, vor allem wegen der Konfrontation zwischen den USA und China. Das dürfte zu einem höheren „fairen" Inflationsniveau beitragen, wenn Menschen und Kapital, ob Real- oder Finanzkapital, auf Hindernisse für ihren freien Verkehr in der Welt stoßen.

Trotzdem lässt sich konstatieren, dass wir keine Gefahr sehen, wonach die Inflation außer Kontrolle geraten könnte. Die Teuerung wird sich wieder beruhigen und stabilisieren, möglicherweise aber langsamer als erwartet und auf einem höheren Niveau als in den vergangenen Jahrzehnten.

Österreich

US-Arbeitsmarkt –Zeichen von Schwäche?

Oliver Prinz

Co-CIO Bank Austria and Schoellerbank (Austria)

Der US-Arbeitsmarkt hat in den vergangenen Monaten einen Aufschwung erlebt, der sich auch in vielen Wirtschaftsindikatoren widerspiegelte. Da sich die Fed verstärkt auf den Arbeitsmarkt und nicht so sehr auf die Inflationszahlen konzentriert, kommt den Arbeitsmarktberichten eine wachsende Bedeutung zu. Kein Wunder, dass Analysten und Investoren immer mehr auf eine baldige Rückführung der Wertpapierkäufe („Tapering") der Fed und spätere Zinserhöhungen setzten.

Allerdings haben die Arbeitsmarktzahlen für den August schwer enttäuscht. Sie zeigten den drastischen Rückgang der Zahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft. Mit 235.000 neuen Jobs blieb die Zahl um fast eine halbe Million unter den Erwartungen (733.000), was den stärksten Rückgang neu geschaffener Stellen seit dem letzten Winter impliziert. Auch die Erwerbsquote liegt mit 61,7% weiterhin unter Konsens. Gleichzeitig sind die durchschnittlichen Stundenlöhne deutlich gestiegen, Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung blieben allerdings niedrig. Der jüngste US- Arbeitsmarktbericht enthält einige Ungereimtheiten, auf die ich näher eingehen möchte.

Das niedrige Beschäftigungswachstum ist auf mehrere Faktoren zurückführen. Erstens klafft eine große Lücke zwischen dem Dienstleistungssektor und dem Verarbei-

tenden Gewerbe. Letzteres scheint keine größeren Probleme zu haben und weist solide Zuwächse auf. Anders der Dienstleistungssektor, der einen Rückgang der Beschäftigung im Einzelhandel meldete. Noch immer gibt es da etwa 285.000 Arbeitsplätze weniger als im Februar 2020. Die bei weitem größte Auswirkung auf das Beschäftigungswachstum hat aber der Bereich Freizeit und Gastgewerbe. Dort gingen im August zum ersten Mal seit Monaten Stellen verloren. Gegenüber Februar 2020 fehlen immer noch herbe 10% oder 1,7 Millionen Arbeitsplätze. Gleichzeitig stiegen die Löhne im August im Freizeit- und Gastgewerbe am stärksten (+1,3 % gegenüber Vormonat), was eher auf ein angebots- als auf ein nachfrageseitiges Problem hindeutet. Deutlich gestiegene Infektionsraten werden als eine der Triebfedern für diese Entwicklung diskutiert, da die Arbeitnehmer aus Angst diesen Jobs fernbleiben. Obwohl dies teilweise zutreffen dürfte, scheinen aber sowohl die anhaltende Corona-Arbeitslosenunterstützung als auch noch die Neuorientierung von Arbeitnehmern, die zuvor in diesem Bereich tätig waren, von größerer Bedeutung zu sein. Die beiden letztgenannten Faktoren deuten auf ein Angebotsproblem hin, das zum einen das Wirtschaftswachstum in den betreffenden Branchen hemmt und zum anderen die (Lohn)Inflation weiter anheizt. Das impliziert aber nicht unbedingt ein generelles Problem auf dem US-Arbeitsmarkt. Auch die stetig wachsende Zahl offener Stellen, wie sie dem JOLTS-Bericht („Job Opening and Labor Turnover Survey“) vom Juli zu entnehmen ist (861.000 offene Stellen), stützt diese These. Aufgrund der zunehmenden Inflationstendenzen, die durch eine angebotsseitige Verknappung auf dem Arbeitsmarkt unterstützt werden, wird die Fed daher wahrscheinlich auf Kurs bleiben.

Langfristig bleiben wir für den Aktienmarkt positiv gestimmt, erwarten aber kurzfristig eine höhere Volatilität. Die Schwäche des Arbeitsmarktes, wie sie in den August-Daten zum Ausdruck kommt, kann auf ein angebotsseitiges Problem zurückgeführt werden, das die Inflationstendenzen akzentuiert. Die Fed wird also gegen Jahresende wohl mit ihrem „Tapering“ beginnen. Sollte der Lohnkostendruck nachhaltig zunehmen, könnte das die Fed-Einschätzung eines nur vorübergehenden Inflationsanstiegs untergraben. Das allerdings ist bislang nur ein Risiko- und nicht unser Basisszenario.

Deutschland

Welchen Einfluss hat die Bundestagswahl auf Wirtschaft und Märkte?

Am 26. September findet die Bundestagswahl statt. Nach Abschluss der Koalitionsvereinbarungen wählt das neue Parlament dann (auf Vorschlag des Bundespräsidenten) den Bundeskanzler bzw. die Bundeskanzlerin. Aktuelle Umfragen legen nahe, dass die kommende Bundesregierung von einer lagerübergreifenden Koalition getragen wird – also von einer oder zwei Parteien des Mitte-rechts-Lagers (CDU/CSU, FDP) und ein oder zwei Parteien des Mitte-links-Lagers (Grüne, SPD). Dabei ist es üblich geworden, mögliche Bündnisse nach Parteifarben und/oder entsprechenden Farb-Analogien (z.B. Länder-Flaggen) zu benennen.

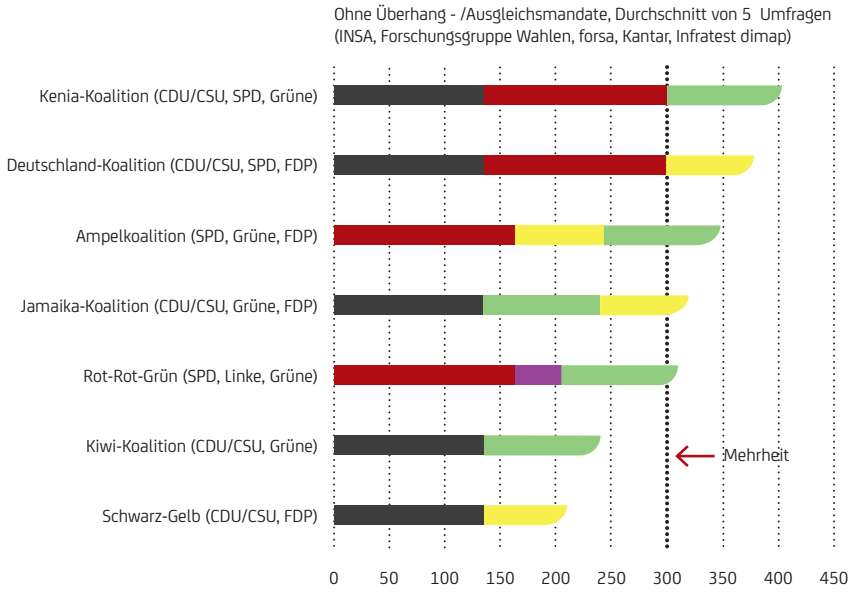
Aktuell wären wohl nur Dreier-Parteien-Koalitionen regierungsfähig. Die seit 1961 üblichen Zweier-Bündnisse würden damit der Vergangenheit angehören. Derzeit bekäme eine Kenia-Koalition aus CDU/CSU (schwarz), SPD (rot) und Grünen die meisten Sitze (siehe Grafik 15). Es folgen das Deutschland-Bündnis aus CDU/CSU, SPD und FDP (gelb), die sogenannte Ampel (SPD, FDP und Grüne) und die Jamaika-Koalition aus CDU/CSU, Grünen und FDP. Nach den jüngsten Zugewinnen der SPD wäre selbst ein rot-rot-grünes Bündnis aus SPD, Die Linke und Grüne mehrheitsfähig. Die im Frühjahr noch mögliche Kiwi-Koalition (CDU/CSU, Grüne) hätte derzeit keine Mehrheit.

Philip Gisdakis

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

Einer rot-rot-grünen Koalition kommt derzeit allerdings die geringste Wahrscheinlichkeit aller fünf Optionen zu.

15. MÖGLICHE REGIERUNGSKOALITIONEN IN DEUTSCHLAND



Quelle: www.bundestagswahl-2021.de/koalitionen, UniCredit Wealth Management

Offen bleibt zudem, wer stärkste Kraft im neuen Bundestag wird. Lange Zeit sah es danach aus, als würde erneut die CDU/CSU die Nase vorn haben – Koalitionen unter ihrer Beteiligung also von Armin Laschet, dem Kandidaten der Union, als Bundeskanzler angeführt werden. In den letzten Wochen aber hat die CDU/CSU an Unterstützung verloren. Gleichzeitig konnte die SPD unter ihrem Kandidaten, dem bisherigen Finanzminister Olaf Scholz, spürbar aufholen und sich in Umfragen sogar an die Spitze setzen. Die Abstände zwischen den beiden Parteien sind allerdings zu gering, um sich heute schon festlegen zu können. Auch Die Grünen unter ihrer Kandidatin Annalena Baerbock haben nach ihrem Zwischenhoch im Mai an Zustimmung eingebüßt. Ihr werden derzeit keine großen Chancen mehr eingeräumt, als Nachfolgerin von Angela Merkel ins Kanzleramt einzuziehen.

Weil nun gleich fünf Bündnisse regierungsfähig erscheinen, muss man wohl mit einer langen Regierungsbildungsphase rechnen. Nachhaltige Implikationen für die Kapitalmärkte sind in diesem Fall wohl nicht zu erwarten. Die deutsche Öffentlichkeit ist an längere Koalitionsverhandlungen sowohl auf Landes-, als auch auf Bundesebene gewöhnt. Vor acht Jahren dauerte es fast drei Monate, nach der Wahl 2017 sogar fast sechs Monate, bis das neue Bundeskabinett vereidigt wurde.

Die spezifischen Impulse, die eine zukünftige Bundesregierung letztendlich setzen wird, hängen von der entsprechenden „Farbenkombination“ ab. Die Wahlprogramme der regierungsfähigen Parteien aber implizieren, dass eine zukünftige Bundesregierung wohl einen Klima-orientierten, Europa-fokussierten und – bis auf ein rot-rot-grünes Bündnis womöglich – auch wirtschaftsfreundlichen Kurs einschlagen wird. Während im Wahlkampf üblicherweise auf die programmatischen Unterschiede abgestellt wird, um sich als Partei den Wähler mit einem klaren Profil zu präsentieren, so wechseln die politischen Akteure in Deutschland nach einer Wahl üblicherweise auf einen kooperativen Pfad. Für eine Koalition werden dann die verbindenden Elemente der Parteiprogramme betont. Dieser Prozess der Koalitionsbildung ist in Deutschland etabliert und einige der oben genannten Koalitionen gibt oder gab es bereits auf Landesebene.

Die Eckpfeiler der deutschen Wirtschafts-, Finanz- und Außenpolitik dürften – außer vielleicht bei rot-rot-grün – also weiterhin Bestand haben. Die kurzfristigen Implikationen für die Finanzmärkte sollten sich damit in Grenzen halten. Ein verbindendes Element zwischen allen genannten Parteien könnte ein Fokus auf verstärkte Investitionen in den Bereichen Klimaschutz (Dekarbonisierung der Wirtschaft & erneuerbare Energien), Digita-

lisierung (Breitbandausbau, 5G-Netz, Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung), Bildung (die Pandemie hat die Schwächen des deutschen Bildungssystems offengelegt) sowie Gesundheit & Pflege sein. Umfassende Initiativen in diesen Bereichen könnten wachstumsfördernd sein und somit positive Impulse für die deutsche und europäische Wirtschaft bringen – und damit auch für die Finanzmärkte.

Im Falle eines rot-rot-grünen Bündnisses dürfte die Marktreaktion dagegen stark davon abhängen, auf welche „radikalen" wirtschafts-, verteidigungs- und außenpolitischen Elemente ihres Wahlprogramms Die Linke in einer Koalitionsvertrag verzichten müsste. Schon mit Beginn von ernsthaften Verhandlungen sollte man aber mit spürbarer Verunsicherung für Wirtschaft und Märkte rechnen.

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: 06.09.2021