

Monthly Outlook

November 2021

Ruhe bewahren und weitermachen



Inhalt

Ruhe bewahren und weitermachen

Seite 3

CIO Kommentar

Seite 5

Im Fokus

Seite 10

Wirtschaft & Märkte

Seite 19

Unsere Anlagestrategie

Seite 25

Im Dialog

CIO Kommentar

Ruhe bewahren und weitermachen

Es war die Sorge vor einem sich abschwächenden Wachstum und gleichzeitig anziehender Inflation, die den Aktienmärkten nach der Sommerpause mächtig zugesetzt hat. Lieferkettenprobleme, rasant steigende Transportkosten und explodierende Energiepreise, Arbeitskräftemangel sowie die Furcht vor einer ausgeprägten Immobilienkrise in China sorgten für reichlich Nervosität an den Aktienmärkten. Im September gaben die europäischen Indizes um bis zu 4% nach, ihre US-Pendants sogar noch etwas mehr. Gleichzeitig zogen die Staatsanleiherenditen spürbar an. Im Oktober konnten Aktien wieder zulegen und ihre Vormonatsverluste wettmachen. Die Rentenmärkte traten allerdings nur auf der Stelle. Die Volatilität an den Märkten blieb indes hoch.

Dahinter steckt die Tatsache, dass die Industrieländer ihren Wachstumshöhepunkt der Post-Pandemie-Erholung wohl hinter sich gelassen haben. In Europa legte die Wirtschaft im Frühjahr und Sommer um gut 2% gegenüber dem jeweiligen Vorquartal zu. Annualisiert, das heißt aufs Jahr hochgerechnet, sind das rund 8½%. Den Konsensschätzungen zufolge dürfte sich das Wachstumstempo im laufenden und den beiden Folgequartalen im Schnitt allerdings halbieren und im zweiten Halbjahr 2022 dann auf annualisiert nur noch 2% zurückfallen. Aber selbst das ist immer noch mehr als das Trendwachstum von vor der Pandemie. In den USA liegt der Höhepunkt der Wachstumserholung schon etwas weiter zurück. In Frühjahr 2021 wuchs die US-Wirtschaft um annualisiert 6,7%. Die Dynamik hat sich aber schon diesen Sommer deutlich verlangsamt, dürfte aber auch im kommenden Halbjahr über Potenzial bleiben. Für die Investoren sind die Aussichten damit komplex und zwiespältig. Einerseits sollte auch im nächsten Jahr – so zumindest die Konsenserwartungen – die Wachstumsdynamik über der von vor der Pandemie liegen, was Aktien eigentlich unterstützt, andererseits lässt die Wachstumsdynamik aber spürbar nach und die Risiken nehmen zu. Das sorgt für Gegenwind.

In so einem Umfeld ist es hilfreich, in Szenarien zu denken. In unserem Basiszenario (mit einer aus unserer Sicht höheren Eintrittswahrscheinlichkeit) gehen wir – wie der Konsens – von einer sukzessiven Wachstumsverlangsamung aus, erwarten aber noch Zuwachsraten über dem Trend von vor der Pandemie. Damit bleiben Aktien gut unterstützt und sind aufgrund des erwartbaren Renditeanstiegs auch interessanter als Rentenpapiere. Diese Einschätzung rechtfertigt also eine Übergewichtung von Aktien gegenüber festverzinslichen Wertpapieren.

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)

Da die Aussichten in einem sich abkühlenden Wirtschaftsumfeld aber nicht mehr so rosig sind wie im Aufwind der Erholung, haben wir die Übergewichtung etwas reduziert. Um eine Analogie aus dem Straßenverkehr zu bemühen: Steigt die Verkehrsdichte, nimmt man etwas Gas weg und hält Ausschau nach Gefahrensituationen. Wirklich auf die Bremse steigen muss man aber nicht.

Wie sieht nun das Risikoszenario aus? Die belastenden Faktoren sind weithin bekannt. Zu der ohnehin angelegten Wachstumsabkühlung nach dem Höhepunkt der Post-Corona-Erholung gesellen sich Ängste vor noch höheren Inflationsraten, was wiederum das Wachstum einbremst. Dabei könnte die Inflationsdynamik durch weiter steigende Energiepreise (beispielsweise durch einen besonders kalten Winter), anhaltende Lieferengpässe, hoch bleibende Transportkosten sowie neue Corona-Infektionswellen im Herbst und Winter noch verschärft werden. Darüber hinaus könnte die globale Wachstumsdynamik auch durch eine verschärfte Immobilienkrise in China stärker abkühlen als bislang veranschlagt. Das Angstwort, das sich hinter all dem verbirgt, lautet Stagflation, also eine stagnierende Wirtschaft bei gleichzeitig stark steigender Inflation. Ein solches Umfeld würde nicht nur den Zentralbanken mächtig zusetzen – inflationsbedingt müssten sie die Geldpolitik straffen, was die schwächelnde Wirtschaft noch mehr einbremst; eine Lockerung hingegen würde realwirtschaftlich verpuffen, gleichzeitig aber die Inflation schüren –, sondern auch den Anlegern Sorge bereiten. Steigende Inflation belastet die Anleihenmärkte, während die darbenende Wirtschaft den Aktien zu schaffen macht. Die Diversifikation über die Assetklassen hinweg funktioniert dann nicht mehr richtig.

Wir halten eine wirklich stagflationäre Entwicklung jedoch für wenig wahrscheinlich. Es wäre deshalb ein geldpolitischer Fehler, in einen nur temporären Inflationsschub hinein zu straffen. Allerdings birgt die Argumentation der Zentralbanken, die auf die zeitliche Begrenzung der inflationären Kräfte („transitorische Inflation“) abstellt, eine gewisse Gefahr. Denn niemand weiß, wie lange die Phase anhalten wird. Es gibt aber noch einen weiteren Grund für die Zentralbanken ruhig zu bleiben. Die aktuell hohen Inflationsraten sind zum einen Basiseffekten geschuldet (im vergangenen Jahr war die Inflation niedrig, zum Teil sogar negativ), zum anderen den bereits geschilderten Angebotsschocks. Bei Letzteren sprechen Ökonomen von „cost push“-Inflation. Mit geldpolitischer Straffung kann die Zentralbank aber keine Angebotsprobleme lösen (die OPEC würde beispielsweise die Fördermengen nicht erhöhen, wenn die Zentralbanken in den Industrieländer ihre Zinsen anheben). Demnach lautet die Devise: Nerven bewahren, auch wenn die Inflation länger als erwartet hoch bleiben sollte. Das bedeutet im Übrigen nicht, dass die Zentralbanken pandemiebedingte Maßnahmen, wie z.B. die Anleihekaufprogramme, nicht sukzessive zurückführen sollten. Das „Tapering“, in den USA ist es ohnehin schon eingepreist, dürfte aber nicht allzu große Verwerfungen verursachen, wenn die Zentralbanken schrittweise und behutsam vorgehen. Zusätzliche geldpolitische Straffung erscheint auf absehbare Zeit aber nicht angebracht.

Unmittelbaren Straffungsbedarf gibt es nicht, da sowohl die Fed als auch die EZB sich nun symmetrische Inflationsziele gegeben haben und damit das Überschießen der Inflation über 2% für einen gewissen Zeitraum tolerieren.

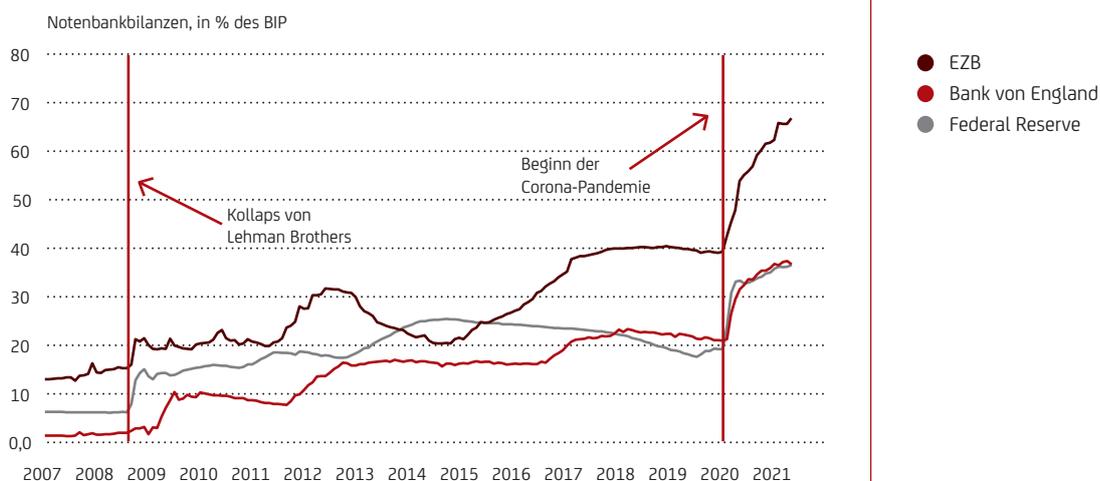
Im Fokus

Notenbanken bereiten Ausstieg vor, Fed und Bank von England drücken aufs Tempo

Weltwirtschaft dürfte sich weiter erholen

Die Ausbreitung der Delta-Variante hat die weltwirtschaftliche Erholung im Sommer belastet. In vielen Industrienationen aber lassen die negativen Auswirkungen der Pandemie mehr und mehr nach. Ein immer noch hoher Nachfragebedarf auf der Konsumentenseite angesichts angehäufter Ersparnisse während der Pandemie sowie die Notwendigkeit, leerräumte Lagerbestände wieder aufzustocken, sprechen dafür, dass das Wachstum der Industrienationen auch im nächsten Jahr noch sehr solide ausfallen wird – trotz der jüngsten Angebotsschocks. Vor diesem Hintergrund bereiten die Notenbanken den Ausstieg aus ihren pandemiebedingten Maßnahmen vor (siehe Grafik 1), wobei vor allem die US-Notenbank sowie die Bank von England eine früher als bisher erwartete Straffung ihrer expansiven Geldpolitik signalisieren.

1. NOTENBANKEN BEREITEN AUSSTIEG VOR



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

Fed beginnt wohl früher mit Rückführung ihrer Wertpapierkäufe

Auf ihrer Sitzung im September hat die US-Notenbank angekündigt, dass sie bereits im November dieses Jahres mit der Drosselung ihres Anleihekaufprogramms beginnen wird und ihre Nettoankäufe gegen Mitte 2022 ganz einstellen will. Als Grund für die Reduzierung der Anleihekäufe verweist die Fed auf die Erholung der US-Wirtschaft, die sich in substanziellen Fortschritten bei der Inflationsentwicklung in Richtung ihres mittelfristigen 2%-Ziels sowie einer anhaltenden Verbesserung am Arbeitsmarkt widerspiegelt. Insbesondere bei der Inflation orientiert sich die US-Notenbank seit kurzem an der Strategie des „Average Inflation Targeting“, bei dem sie das Überschießen der Inflation über ihr 2%-Ziel für einen gewissen Zeitraum toleriert. Da die aktuellen Jahresraten beim US-Verbraucherpreisindex jedoch mit über 5% sehr hoch ausfallen und auch andere US-Inflationsmaße in diese Richtung tendieren, dürfte dies wesentlich dazu beigetragen haben, den Ausstieg aus ihrer expansiven Geldpolitik früher als erwartet einzuleiten.

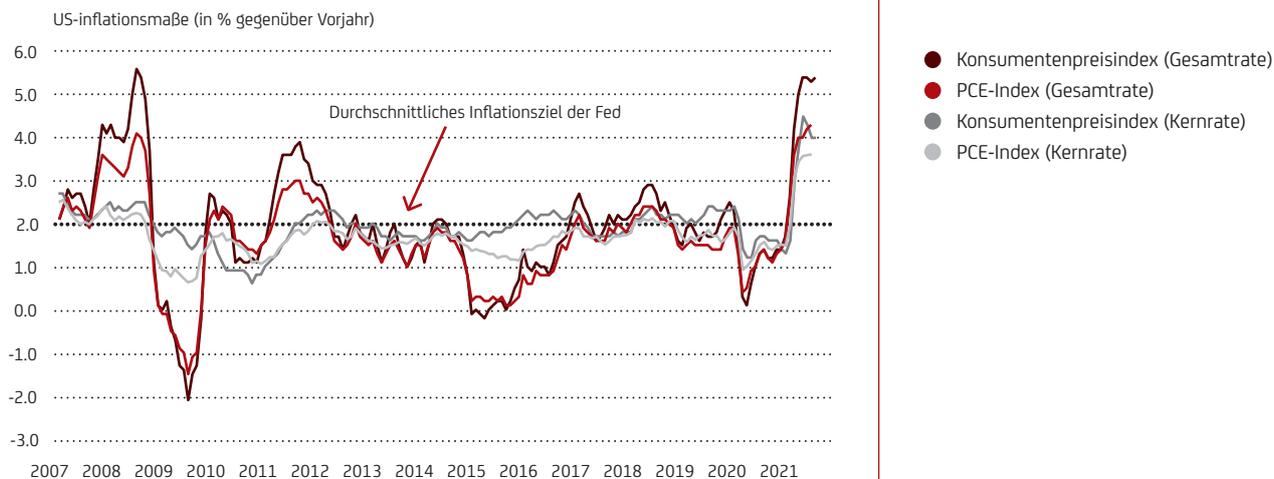
Dabei sind insbesondere die Verbraucherpreise stärker und nachhaltiger gestiegen, als die Fed bisher angenommen hat (siehe Grafik 2). Allerdings sind die in Grafik 2 dargestellten Inflationsraten zu einem nicht unerheblichen Teil durch Basiseffekte mitverursacht, die durch die starken Inflationsrückgänge während der Hochphase der Corona-Pandemie vor einem Jahr entstanden sind. Neben diesen Basiseffekten wirken auch angebotsseitige Beschränkungen bei Materialien und Vorprodukten bzw. der jüngste Energiepreisschock inflationstreibend (siehe unseren Wirtschaft & Märkte-Beitrag). Trotz dieser unerwarteten Entwicklung geht die Fed nach wie vor davon aus, dass die aktuell sehr hohen Inflationsraten nur vorübergehender Natur sind – zu Recht, wie wir meinen.

Der PCE-Index misst die Preissteigerungen der privaten Konsumausgaben in den USA („Personal Consumption Expenditures“) und gilt als wichtigster Preisindikator der Fed. Ähnlich wie der Konsumentenpreisindex bezieht sich der PCE-Index auf einen festgelegten Warenkorb, der sich aber von dem des Konsumentenpreisindex unterscheidet. Zudem basiert hier die Erhebungen auf den Einkäufen der privaten Haushalte, während der PCE-Index in seiner Erhebung auf die Verkäufe der Unternehmen zurückgreift. Die Kernrate bezieht sich in beiden Fällen auf den jeweiligen Index ohne Berücksichtigung der Güterkategorien Lebensmittel und Energie.

Dabei soll das aktuelle monatliche Kauftempo für US-Staatsanleihen und Hypothekendarlehen in Höhe von insgesamt 120 Mrd. Euro schrittweise zurückgefahren werden.

Unter dem Ansatz des „Average Inflation Targeting“ ist die Fed bestrebt, eine durchschnittliche Inflation von 2% über einen bestimmten Zeitraum hinweg zu erreichen. Dabei wird ein (moderates) Überschießen der Inflationsrate über die Marke von 2% für einen bestimmten Zeitraum toleriert, falls die Inflation zuvor unterhalb der Marke gelegen hat. Jedoch ist weder die exakte Dauer noch die exakte Höhe der zukünftigen Abweichungen klar definiert.

2. INFLATIONSraten LIEGEN DEUTLICH ÜBER DEM ZIELwert VON 2%



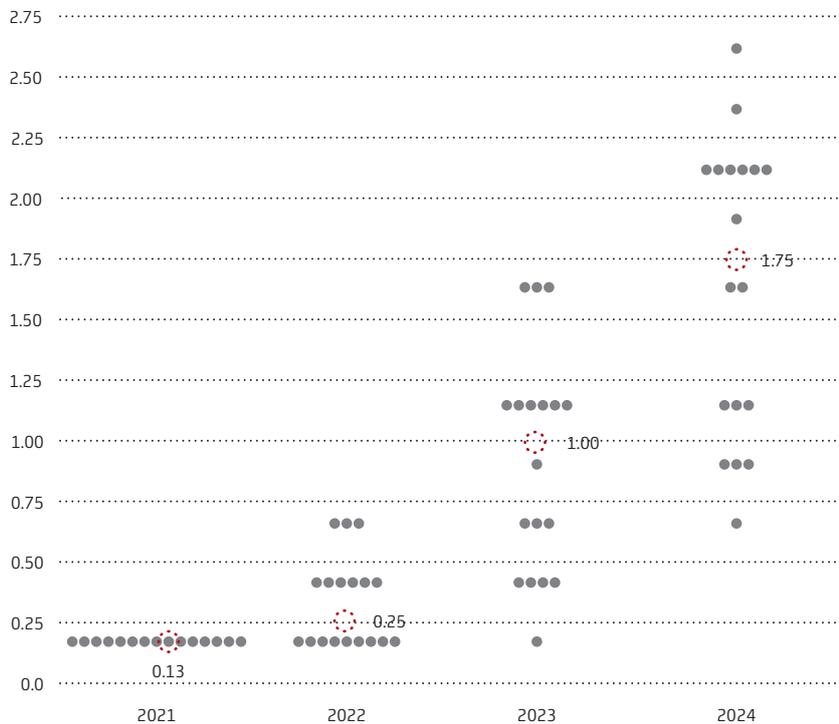
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

Infolge des verbesserten gesamtwirtschaftlichen Umfelds geht die US-Notenbank in ihren Zinsprojektionen nun auch von einem früheren Zeitpunkt einer ersten Zinsanhebung aus. Erwartete die Fed auf ihrer Juni-Sitzung mehrheitlich noch keine Erhöhung der Zinsen vor Ende nächsten Jahres, so gehen die Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses (FOMC) nun davon aus, dass es bereits im nächsten Jahr einen Zinsschritt geben könnte. Der sogenannte „Dot-Plot“ zeigte zuletzt eine gleichmäßige Stimmenverteilung für und gegen eine Zinsanhebung im nächsten Jahr (siehe Grafik 3). Der frühere Zeitpunkt einer ersten Anhebung folgt dabei dem Grundsatz der Fed, den Zinsanhebungszyklus möglichst bald nach Beendigung der Nettoankäufe erfolgen zu lassen (sogenanntes „Sequencing“). Die Fed-eigenen Zinsprojektionen signalisieren zudem drei weitere Zinsanhebungen von je 25 Basispunkten im Jahr 2023 (gegenüber zwei im Juni), gefolgt von drei weiteren Anhebungen 2024. Unserer Einschätzung nach wird die erste Zinsanhebung von 25 Basispunkten Anfang 2023 erfolgen, gefolgt von einem zweiten Schritt in gleicher Höhe im zweiten Halbjahr.

Der „Dot-Plot“ bildet die Erwartungen der stimmberechtigten Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses (FOMC) bezüglich der künftigen Zinspolitik der Fed ab. Dabei repräsentiert jeder „Dot“ in Grafik 3 ein Mitglied. Für jedes Jahr wird dann im Anschluss der Median über die einzelnen „Dots“ gebildet, der dann die erwartete Zielrate für den Leitzins der Fed und damit die einhergehende Anzahl an erwarteten Zinsanhebungsschritten darstellt.

3. FED „DOT-PLOT“ SIGNALISIERT ERSTE ZINSANHEBUNG 2022

Einschätzungen der FOMC-Mitglieder über die zukünftige Geldpolitik:
Der Median spiegelt die Mitte des Zielbereichs für den Leitzins wider (in %)



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

● Median berechnet aus den „Dots“
● Erwartungen der stimmberechtigten FOMC-Mitglieder

Aufs Tempo drückt auch die Bank von England. Zwar teilte sie auf ihrer letzten Sitzung im September mit, dass sie an ihrer expansiven Geldpolitik festhalte, dennoch forderten bereits zwei Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses (MPC) ein vorzeitiges Ende des Ankaufprogramms (gegenüber nur einem Mitglied im August). Darüber hinaus sieht die britische Notenbank die Bedingungen einer wirtschaftlichen Erholung als weitgehend erfüllt an, sodass eine moderate Straffung der Geldpolitik innerhalb ihres Prognosezeitraum bis 2023 angebracht sein dürfte. Dies wurde zudem kürzlich von Äußerungen des Chefs der Bank von England, Andrew Bailey, gestützt, der betonte, dass die Notenbank handeln müsse, um dem mittelfristigen Inflationsdruck zu begegnen, auch wenn er die aktuell hohen Inflationsraten als vorübergehend betrachte. Wir gehen davon aus, dass der geldpolitische Ausschuss mit seinem Ausblick den Grundstein für eine mögliche Zinsanhebung in Höhe von 15 Basispunkten bereits im Februar nächsten Jahres gelegt hat.

Auf ihrer September-Sitzung beließ die britische Notenbank ihren Leitzins unverändert bei 0,10% und bestätigte auch ihr Ankaufprogramm für Staats- und Unternehmensanleihen in Höhe von insgesamt 895 Mrd. Pfund.

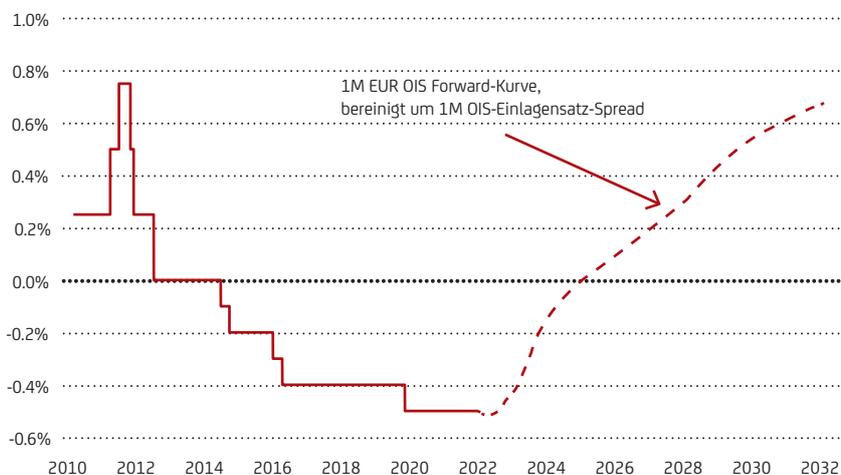
EZB plant Ende des Pandemie-Notfallprogramms Anfang 2022

Im Euroraum scheint die EZB bestrebt zu sein, ihr Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) erst im März 2022 auslaufen zu lassen. Um ein sogenanntes „Kliff“, d.h. ein abruptes Abfallen der Anleihekäufe, zu verhindern und einen sanften Ausstieg aus dem PEPP zu gewährleisten, der die Finanzierungskonditionen im Euroraum stabil hält, denkt die EZB bereits über ein weiteres Ankaufprogramm nach. Dieses könnte dann zusätzlich zu dem parallel laufenden Ankaufprogramm APP („Asset Purchase Programme“) in Kraft treten. Stattdessen wäre aber auch ein höheres Tempo der APP-Anleihekäufe sowie eine Erhöhung der APP-Flexibilität denkbar, z.B. im Hinblick auf Anlageklassen und Länder hinweg. Auch die EZB wird mit Zinserhöhungen vermutlich erst dann einsetzen, nachdem sie ihre Nettoankäufe im Rahmen ihrer Ankaufprogramme beendet hat. Dies spricht dafür, dass die Zinsen noch für einen langen Zeitraum auf ihrem aktuellen Niveau verbleiben werden. Derzeit gehen die Finanzmärkte – gemessen an der OIS-Zinsstrukturkurve („Overnight-Index-Swap“) – zwar davon aus, dass eine erste Anhebung des EZB-Einlagesatzes von 10 Basispunkten schon gegen Ende 2022 erfolgt (siehe Grafik 4). Das ist in unseren Augen aber zu früh.

Das APP („Asset Purchase Programme“) umfasst die Ankäufe von unterschiedlichen Gruppen von Wertpapieren im Euroraum. So kauft die EZB im Rahmen dieses Programms aktuell neben Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit einer hohen Bonität („Investment Grade“), auch forderungsbesicherte Wertpapiere („Asset-Backed Securities“) und gedeckte Schuldverschreibungen in Höhe von monatlich insgesamt 20 Mrd. Euro.

Der Overnight-Index-Swap ist ein Zinstauschgeschäft, bei dem ein fixer Zins gegen einen EONIA getauscht wird. Dabei ist der EONIA der Zinssatz, zu dem im Interbankenmarkt im Euroraum unbesicherte Tagesgelder ausgetauscht werden.

4. FINANZMÄRKTE PREISEN RECHT FRÜHE ZINSANHEBUNG EIN



● EZB-Einlagesatz (in %)

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: 28.10.2021.

Wirtschaft & Märkte

Stagflation? Nein! Aber ...

Folgt der Sommerflaute nun ein trüber Herbst oder womöglich sogar ein kalter Winter? Die Sorgenfalten von Analysten und Investoren jedenfalls sind tiefer geworden. Das Gespenst der Stagflation geht um. Die Abfolge von Angebotsschocks – Lieferkettenprobleme, anschwellende Transportkosten, rasant steigende Gas- bzw. Energiepreise sowie Arbeitskräftemangel – dürfte nicht nur die Inflation anheizen, sondern bremst auch das weltwirtschaftliche Momentum weiter ein. Woche für Woche werden die Inflationserwartungen nach oben und die Wachstumsprognosen nach unten revidiert. Auch wir müssen Anpassungen vornehmen.

Was sich bei flüchtiger Betrachtung anfühlen mag wie Stagflation, ist aber keine und wird auch keine werden! Die Weltwirtschaft sollte trotz akzentuierter Abschwächung auch in den kommenden Monaten über Potenzial wachsen (Aufholeffekte, wirtschaftspolitische Stimuli), während die Inflation allein schon vor dem Hintergrund von Basiseffekten und abflauendem Nachholbedarf mittelfristig wieder zurückgehen dürfte. Zudem herrscht eher Arbeitskräftemangel denn steigende Arbeitslosigkeit und die langfristigen Inflationserwartungen sind dank der Glaubwürdigkeit der Notenbanken gut verankert. Allerdings wird die Teuerung kurzfristig wahrscheinlich noch weiter zunehmen und sich damit als hartnäckiger und langwieriger erweisen als bislang veranschlagt. Zudem fällt das globale Wachstum auch im Herbst und Winter hinter die ursprünglichen Erwartungen zurück. Dabei könnte es diesmal Europa stärker treffen als den Rest der Welt. Im Sommer lag der Fokus noch auf China und den USA.

Lieferkettenprobleme wohl langwieriger als erwartet

Bislang war es vor allem die Corona-induzierte Störung der (globalen) Lieferketten, die den Güterproduzenten zu schaffen machte – verbunden mit der Hoffnung auf eine baldige Entspannung. Empirische Untersuchungen und ein erster Silberstreif bei so wichtigen Daten wie Lieferzeiten und Lagerhaltung nährten diese Erwartung – erst recht, als Corona dank der Impffortschritte zumindest in den entwickelten Volkswirtschaften seine Schrecken zu verlieren begann.

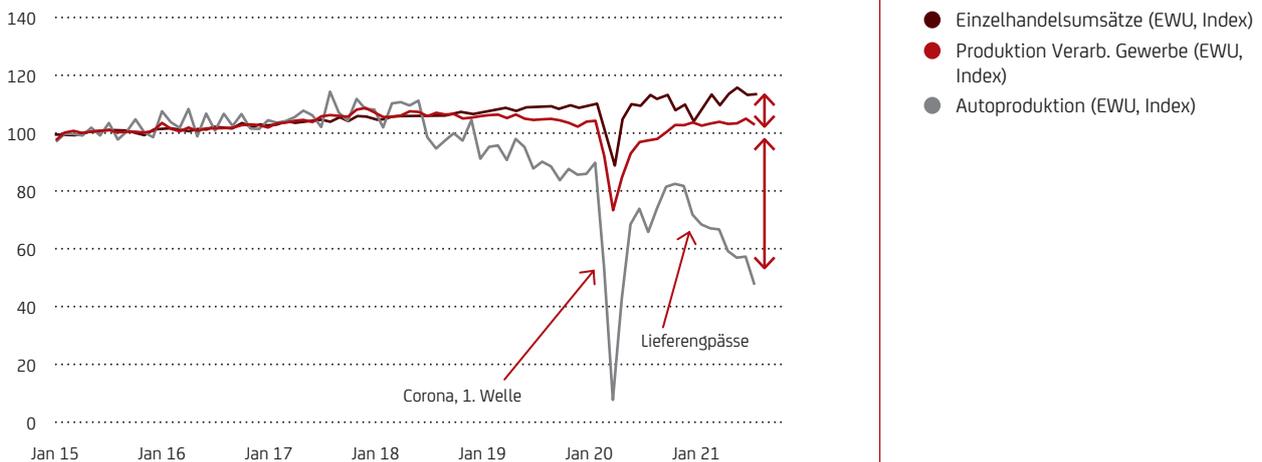
Stagflation beschreibt eine Situation wirtschaftlicher Stagnation gepaart mit anziehender Inflation. Auslöser stagflationärer Phasen sind in der Regel Angebotsschocks. Das prominenteste Beispiel einer Stagnation sind die 1970er Jahre, die von rasant gestiegenen Ölpreisen ausgelöst wurde (Ölpreiskrisen).

Zu den Details dazu siehe unsere Ausführungen im September Monthly Outlook, Seite 12.

Die Hoffnung auf rasche Besserung scheint sich allerdings zu zerschlagen, hat sich doch die Entwicklung zuletzt weiter verschärft. Laut Ifo-Konjunkturumfrage beklagten mittlerweile 77% der deutschen Hersteller Engpässe und Probleme bei der Beschaffung von Vorprodukten und Rohstoffen – ein neuer Rekordwert. Im August waren es noch knapp 70%. In der besonders stark betroffenen Automobilbranche (fehlende Halbleiter) kam es sogar wieder zu Kurzarbeit und Betriebsschließungen (Opel/Stellantis) – Instrumente, die fatal an die Anfangszeit von Corona erinnern. Schlimmer noch, die Beschaffungsprobleme der Industrie sind nun auch im Einzelhandel angekommen. Drei von vier Händler berichten über Lieferprobleme und warnen vor Engpässen im Weihnachtsgeschäft – mit der Folge, dass auch sie jetzt Preiserhöhungen ins Visier nehmen.

In den übrigen, stark in die Weltwirtschaft integrierten EWU-Ländern dürfte es kaum anders sein als in Deutschland. Die Schere zwischen (Auto)Produktion auf der einen und (realisierter) Nachfrage auf der anderen Seite jedenfalls hat sich zuletzt auch im gesamten Euroraum weiter geöffnet (siehe Grafik 5).

5. EWU: BRUMMENDE NACHFRAGE, DARBENDE PRODUKTION



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Vor diesem Hintergrund fällt es schwer, weiterhin auf eine rasche Besserung zu setzen. Das sehen mittlerweile nicht nur wir so, sondern auch die Notenbanken. Die Lieferkettenprobleme seien „eine Bedrohung für das Wachstum“, so EZB-Chefin Christine Lagarde jüngst auf dem Zentralbankforum. Es sei unklar, wie lange diese Flaschenhalse noch Bestand haben. Fed-Chef Jerome Powell wurde noch konkreter. Die Lieferkettenprobleme werden sich vermutlich bis ins nächste Jahr hineinziehen, so seine Einschätzung, und damit auch die Inflation länger auf einem höheren Stand halten als gedacht.

Und als seien die Lieferkettenprobleme noch nicht Belastung genug, gesellten sich auch noch Knappheiten von Transportkapazitäten, Energie sowie Arbeitskräften hinzu. Auch hier trifft eine anschwellende Nachfrage auf ein beschränktes, während der Pandemie spürbar zurückgeschraubtes Angebot bzw. auf fehlende Kapazitätsreserven oder leere Läger. Das verstärkt den Druck auf Inflation und Produktion gleichermaßen.

Zuletzt kamen die Sportartikelhersteller hinzu, nachdem Vietnam Corona-bedingt aus der globalen Lieferkette nun gänzlich herausgefallen ist.

Im Fahrradeinzelhandel berichteten sogar 100% aller Befragten über Lieferprobleme ([Link](#)).

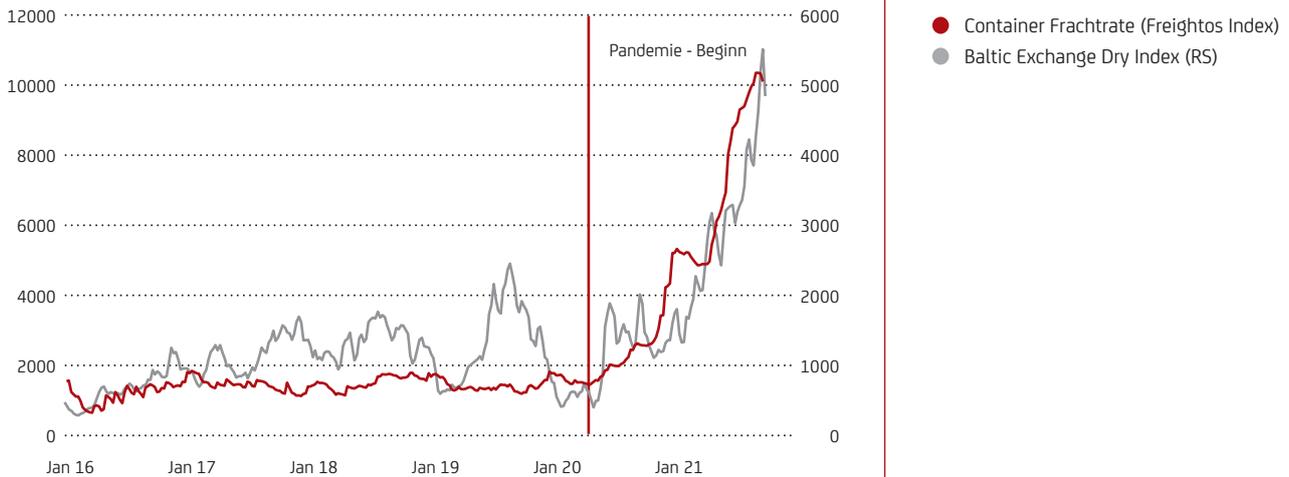
- Einzelhandelsumsätze (EWU, Index)
- Produktion Verarb. Gewerbe (EWU, Index)
- Autoproduktion (EWU, Index)

Zu den Details siehe [hier](#).

Rasant gestiegene Transport – und Energiepreise

Nicht nur für die Vorprodukte selbst müssen die Unternehmen tiefer in die Tasche greifen, auch die gestiegenen Transportkosten machen ihnen zunehmend zu schaffen. Extrem verteuert hat sich vor allem der Containerfrachtverkehr. Seit Pandemiebeginn sind die Preisindizes je nach Abgrenzung um den Faktor sieben oder acht gestiegen (siehe Grafik 6).

6. ZWEI INDIZES, EINE BOTSCHAFT: EXPLODIERENDE TRANSPORTKOSTEN



Quelle: Refinitiv Datastream, Bloomberg, UniCredit Wealth Management

Damit ist die Leidensgeschichte für die Importeure aber noch nicht zu Ende. So liegen zum Beispiel Containerschiffe derzeit zwei bis drei Mal so lange wie üblich vor oder im Hafen von Los Angeles, bis die Ladung gelöscht werden kann – sicher kein Einzelfall. Und dann müssen die Waren noch per LKW weiter verteilt werden. Der akute Fahrermangel und dessen Folgen für die Versorgung der Wirtschaft in Großbritannien gingen viral – wobei das Thema dort noch durch den Brexit potenziert wird. Dem Grundproblem knapper Transportkapazitäten sehen sich aber auch andere (entwickelte) Volkswirtschaften gegenüber.

Das gilt erst recht für den Energiepreisschock, der sich erst kürzlich in den Fokus der Anleger schob. Auslöser der Sorgen war die Explosion der Erdgaspreise insbesondere in Europa (und Asien). Binnen zwölf Wochen haben sie sich verdreifacht, seit Pandemiebeginn sogar verzehnfacht (siehe Grafik 7). Das Begründungsmuster ist das „altbekannte“: Eine spürbar anziehende Nachfrage im Vorfeld der Heizperiode auf der Nordhalbkugel trifft auf eine weit unterdurchschnittliche Lagerhaltung gepaart mit unzureichendem Angebot. So haben die Niederlande erst vor kurzem das Ende der Erdgasförderung in Groningen angekündigt (Umweltbedenken), in Norwegen bremsen Wartungsarbeiten die Produktion spürbar ein und im Golf von Mexiko sorgte die Hurrikansaison für Gegenwind. Eine besondere Rolle für die Erdgasversorgung in Westeuropa kommt indes Russland zu. Es gibt Vorwürfe, Vladimir Putin würde die Lieferungen knapp halten, um die Öffnung der Nord Stream 2-Pipeline zu „erzwingen“.

Auf ausgewählten Routen ist der Anstieg der Transportkosten sogar noch eklatanter. Das gilt nicht zuletzt auf den Seeweg von China nach der US-Westküste (Faktor 13). Teilweise müssen die Containerschiffe sogar leer zurückfahren.

- Container Frachtrate (Freightos Index)
- Baltic Exchange Dry Index (RS)

Brexit-bedingt hätten rund 20.000 ausländische Fahrer Großbritannien verlassen (Vorbehalte gegen Migranten, Visaerfordernis). Zudem seien die Arbeitsbedingungen schlecht. In Zeiten von Corona hätten dann auch viele LKW-Fahrer ihren Job an den Nagel gehängt.

Der Wahrheitsgehalt ist schwer zu eruieren. Im laufenden Jahr liegen Russlands Gasexporte nach Westeuropa um etwa 15% über Vorjahr, aber spürbar unter 2019.

7. PREISSCHUB BEI ERDGAS STRAHLT AUCH AUF ÖLPREIS AUS



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Möglicherweise hat aber Russland selbst Förderprobleme oder bedient nun vorrangig die anschwellende Flüssiggasnachfrage aus Asien – zu einem höheren Preis. Schließlich steckt der weltgrößte Erdgasimporteur, China, mitten in einer Energiekrise.

So dramatisch der Gaspreisanstieg auch anmutet, gesamtwirtschaftlich würde er für sich genommen – weil vergleichsweise unbedeutend – kaum nachhaltige Inflations- und konjunkturelle Bremswirkungen entfalten. Das ist trotzdem kein Grund sich zurückzulehnen, strahlt der Gaspreis mittlerweile doch auf die Ölnotierungen aus (Substitution, siehe Grafik 7). Diese haben nach dem Durchhänger im Sommer (unter 70 USD pro Fass) inzwischen die Marke von 85 USD erreicht – ein Niveau, das allenfalls erst am Höhepunkt der Heizperiode zum Jahreswechsel angepeilt wurde. Rohöl aber ist der deutlich bedeutendere Konjunkturfaktor. So besagt eine Daumenregel, dass ein Preisanstieg um 10 US-Dollar, wenn nachhaltig, die Verbraucherpreise um 0,3-0,5 Prozentpunkte steigen lässt. Rechnerisch wäre dies im laufenden Quartal also ein Inflationsimpuls von rund einem dreiviertel Punkt. Das ist zwar eine veritable Zusatzbelastung, aber beileibe keine Dimension, die Inflationsängste schüren sollte. Erst wenn der Ölpreis rasch die 100er-Marke erreichen und darüber bleiben sollte, droht die Inflation aus dem Ruder zu laufen.

Soweit wollen wir aber nicht gehen. Zum einen sehen wir bereits erste Entspannungstendenzen. So sind die Erdgaspreise zuletzt um gut 10% zurückgegangen und der Ölpreis hat sich stabilisiert. Der Spielraum nach oben scheint, weil die Energieknappheit mittlerweile eingepreist ist, weitgehend ausgereizt. Zum anderen schmilzt der gesamtwirtschaftliche Nachfrageüberhang mit der Wachstumsverlangsamung bzw. Normalisierung zusehends ein. Gleichzeitig wächst der Druck auf die Förderländer, ihre Produktion hochzufahren, um die Weltwirtschaft nicht zu gefährden. Hinzu kommt, dass die Regierungen in Europa den Energiepreisanstieg (auf den Endverbraucherstufen) entweder begrenzen oder ihn zumindest kompensieren wollen (Energieschecks). Nein, einen lang anhaltenden Teuerungsschub erwarten wir nicht, schon gar nicht einen wie in den 1970er Jahren.

- Ölpreis Brent (USD pro Fass, RS)
- Erdgaspreis (EEX, EUR/MWh)

Strenge Dekarbonisierungsaufgaben, Wassermangel und hohe Preise für Gas haben in China schon im Sommer zu weitreichenden Stromabschaltungen und Betriebsstilllegungen geführt. Durch den Beginn der Heizperiode (Zentralversorgung, Vorrang für Haushalte gegenüber der Industrie) hat sich das Problem verschärft. In anderen Teilen Asiens sind die Vorräte an Erdgas und Rohöl ebenfalls unterdurchschnittlich. Dort kam es schon im letzten Winter zu Engpässen.

Europa liegt wegen eines recht hohen fixen Steueranteils am unteren Ende dieser Spanne; er dämpft die Transmission. Die USA rangieren dagegen eher am oberen Rand.

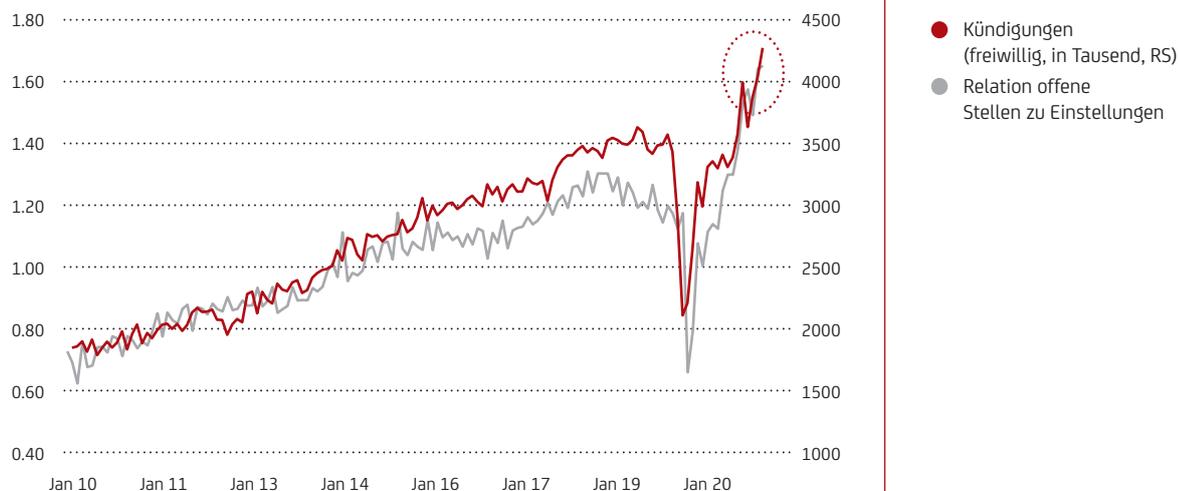
Mit den gestiegenen Preisen können zudem Grenzanbieter (Fracking, Ölschiefer) wieder rentabel produzieren und in den Markt zurückkehren.

Zunehmender Arbeitskräftemangel sorgt für Lohndruck

Bleibt noch eine letzte neue Knappheit, die von Arbeitskräften. Genauso wie die bislang diskutierten Problemkreise tritt auch dieser Angebotsschock ungewöhnlich früh im Zyklus auf. Er trifft primär die Angelsachsen. Das mag zunächst überraschen, schließlich liegt z.B. die US-Arbeitslosenquote mit 4,8% noch immer über ihrem Vor-Corona-Niveau (3,5%). Zudem haben die vielbeachteten US-Arbeitsmarktberichte in den beiden Vormonaten doch recht enttäuscht.

Das aber ist primär auf ein mangelndes Arbeitskräfteangebot zurückzuführen. Es kann nicht mit der steigenden Nachfrage mithalten. Die US-Erwerbsbeteiligung ist sogar zurückgegangen. Das mag teils Corona-bedingt sein, teils auch auf die staatliche Unterstützung zurückzuführen sein (die nun ausgelaufen ist). Gleichzeitig stieg das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Neueinstellungen auf ein neues Rekordhoch. Das gilt auch für die Zahl der (freiwilligen) Kündigungen (siehe Grafik 8). Unternehmen haben demnach Schwierigkeiten, offene Stellen zu besetzen, und Arbeitnehmer sind eher bereit sind, ihren bisherigen Arbeitsplatz zu besseren Konditionen zu wechseln. Da ist es kein Wunder, dass die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt für zunehmenden Lohnkostendruck sorgt. So zogen die US-Stundenlöhne zuletzt deutlich auf 4,5% gegenüber Vorjahr an. Kritisch wird es spätestens dann, wenn es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt. Noch aber ist es nicht so weit (Prognoserisiko).

8. ANSPANNUNG AM US-ARBEITSMARKT



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Auch in Kontinentaleuropa wird der Arbeitsmarkt enger. Die Arbeitslosenquote hat mit 7,5% EWU-weit schon (fast) wieder ihr Vor-Corona-Niveau erreicht. Anzeichen für ein spürbar anziehendes Lohnwachstum gibt es allerdings keine. Aktuell ist der Anstieg der Tariflöhne mit rund 1½% gegenüber Vorjahr anders als in den USA historisch noch immer sehr niedrig (siehe Grafik 9). Das liegt an den unterschiedlichen Arbeitsmarktsystemen. Die angelsächsischen Arbeitsmärkte gelten als sehr flexibel („hire & fire“), die Löhne reagieren schneller auf ein sich veränderndes Konjunkturmilieu. Europäische Unternehmen halten mit Instrumenten wie Kurzarbeitergeld ihre Beschäftigten dagegen auch in Krisenzeiten in den Betrieben, ersparen sich dann aber Such- und Abwerbekosten. Auch der Lohnfindungsprozess (Tarifparteien) glättet die Lohnentwicklung langfristig. Wir erwarten deshalb auch für die nächsten Quartale keine überzogenen Anstiege.

Statt der erwarteten 575.000 im September und 625.000 im August wurden tatsächlich nur 194.000 bzw. 235.000 neue Jobs geschaffen.

In Großbritannien ist die Lage am Arbeitsmarkt ähnlich angespannt – akzentuiert allerdings durch die Brexit-Folgen.

Die jüngsten Lohnabschlüsse für Deutschland implizieren für die kommenden 24 Monate ein Plus von 2%-2½% (jeweils gegenüber Vorjahr). Der richtungsweisende IG-Metallabschluss steht erst für Ende kommenden Jahres an.

9. EURORAUM: KEINE ANZEICHEN FÜR LOHNCOSTENDRUCK

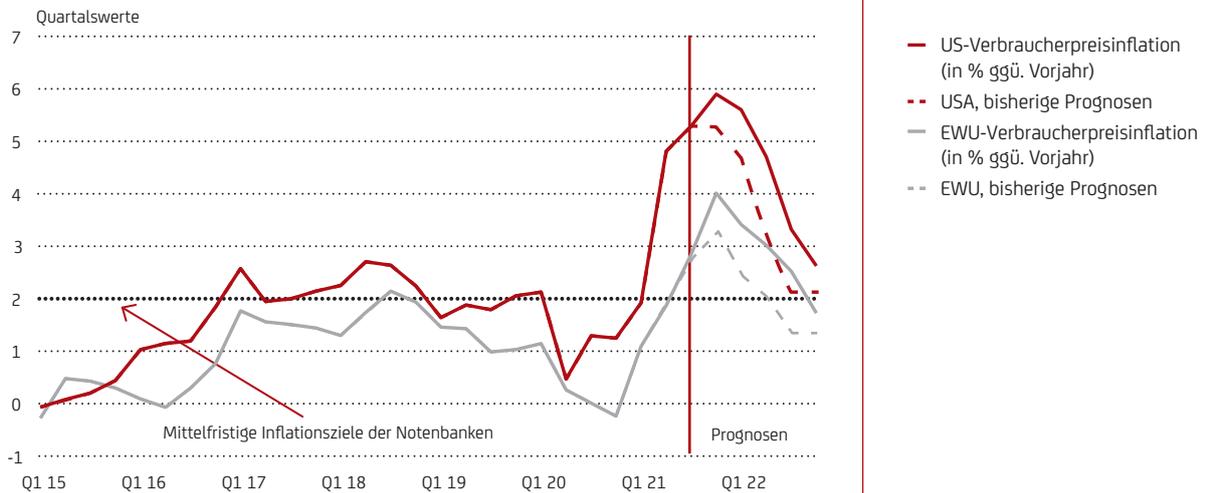


Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Inflationsanstieg: Ausgeprägter und hartnäckiger – aber weiterhin nur temporär. Inflationserwartungen bleiben gut verankert

Vor dem Hintergrund der unerwarteten und frühen Häufung von Angebotschocks kommen auch wir nicht umhin, den Pfad unserer Inflationsprognosen nach oben und hinten zu ziehen (siehe Grafik 10).

10. INFLATION: HÖHER UND HARTNÄCKIGER, ABER TEMPORÄR



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Anders als bisher gedacht dürften die Verbraucherpreise in den kommenden Monaten weiter steigen und dabei kurzfristig auch die Marke von 4% (Euroraum) bzw. 6% (USA) tangieren, womöglich überschreiten. Der Inflationshöhepunkt steht wohl erst zur Jahreswende an. Es wird dann auch ein, zwei Quartale länger dauern, bis die Teuerung wieder in die Zielregion von EZB und Fed zurückfindet. Was sich allerdings nicht ändert ist unsere Überzeugung, dass der Inflationsanstieg temporärer Natur bleibt. Warum?

1. Das Gros des derzeitigen Anstiegs ist Basiseffekten geschuldet. Auch der jüngste Energiepreisanstieg fällt auf Jahressicht wieder aus der Statistik.
2. Ist der aufgestaute Konsum erst einmal abgearbeitet, schmilzt der aktuelle Nachfrageüberhang. Zudem sollten sich die Angebotsknappheiten jenseits der kurzen Frist sukzessive verringern.
3. Wir erwarten keine wirklichen Zweitrundeneffekte (Lohn-Preis-Spirale), vor allem nicht im Euroraum.
4. Die mittelfristigen Inflationserwartungen sind dies- und jenseits des Atlantiks trotz des jüngsten Anstiegs noch immer gut verankert (siehe Grafik 11) – den Notenbanken sei Dank.

Aktuell liegt die Verbraucherpreis-inflation bei 3,4% im Euro-raum und 5,4% in den USA.

Die Risiken für die USA sind zwar höher, bleiben aber über-schaubar.

11. INFLATIONSERWARTUNGEN GUT VERANKERT

Implizite Inflationserwartungen (in 5 Jahren für 5 Jahre, %, abgeleitet aus am Markt gehandelten Inflationsswaps)



Quelle: Refinitiv Datastream, 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: 28.10.2021.

Wir hatten zwar den Nachfragesog (aufgestauter Konsum/Entsparen) im Zuge der wirtschaftlichen Öffnung mit dem Abflauen von Corona auf unserem Radarschirm, die Flexibilität der Angebotsseite allerdings unterschätzt. Die Angebotschocks treiben folglich nicht nur die Preise weiter nach oben, sondern bremsen die Erholung auch im Winter noch ein.

Zum einen drücken fehlende Vorprodukte die Güterproduktion unmittelbar, zum anderen verringert die Teile der steigenden Kosten, die nicht überwältigt werden können, die Produktivität der Unternehmen. Die stärkste konjunkturelle Bremswirkung resultiert allerdings aus dem starken Inflationsanstieg, verringert sich dadurch doch die reale Kaufkraft der Konsumenten erheblich.

Sind bereits unsere Erwartungen eines annualisiert zweistelliges BIP-Plus im Euroraum für den Sommer nicht mehr zu halten, gilt das erst recht für das laufende Quartal. Der Einzelhandel scheint schon an Dynamik einzubüßen, die Produktion war zuletzt wieder rückläufig, die Unternehmensstimmung trübt sich weiter ein und auch die Auftragseingänge waren schon deutlich höher. Wir rechnen daher für die letzten drei Monate des Jahres „nur mehr“ mit einem Plus des realen BIP im Euroraum von annualisiert 3½% (bzw. knapp 1% gegenüber Vorquartal; bisher: +5½% bzw. +1¼%).

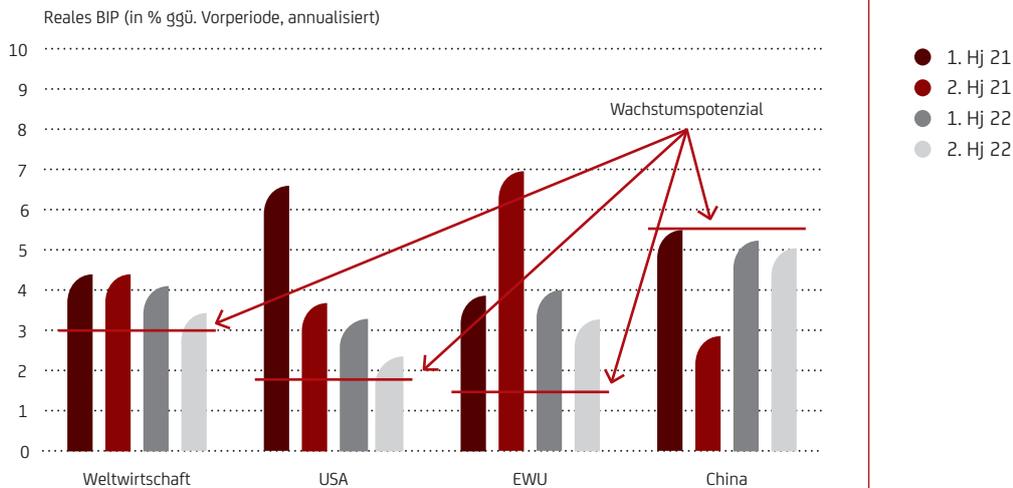
Das ist zwar eine ausgeprägte Verlangsamung nach zwei starken Quartalszuwächsen, aber immer noch ein Wachstum deutlich über Potenzial – und selbstredend keine Stagnation. Unterstützung kommt dabei von dem immer nicht abgearbeiteten Konsumrückstau bzw. Überhang an Ersparnissen sowie der anziehenden Wertschöpfung im Dienstleistungssektor mit dem Abflauen der Corona-Pandemie. Dazu gesellen sich die anhaltenden fiskal- (EU-Wiederaufbaufonds) und geldpolitischen Stimuli – auch wenn die Notenbanken den Ausstieg aus der stark akkommodierenden Politik vorbereiten (siehe unseren Im Fokus-Bericht). Zudem rangieren die Stimmungskennzeichen trotz der jüngsten Rückschläge klar im Expansionsbereich. Und weil das BIP-Niveau von vor der Pandemie noch immer nicht erreicht ist, dürfte das Wachstum EWU-weit weiterhin über Potenzial bleiben – und in den kommenden zwei Quartalen möglicherweise sogar wieder etwas stärker ausfallen, wenn die Angebotschocks an Durchschlagskraft verlieren. Danach aber schwächt sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum sukzessive auf Trend ab (siehe Grafik 12).

Für Grenzanbieter könnte das auch das Ende des Unternehmens bedeuten.

Viel mehr als um immer noch starke 7%-8% annualisiert (oder 1¼%-2% gegenüber Vorquartal; Q2 2021: +9,2%) dürfte das EWU-weite reale BIP im dritten Quartal 2021 nicht gewachsen sein. Die Zahlen werden Ende Oktober veröffentlicht.

Aktuell liegt der aggregierte Einkaufsmanagerindex für den Euroraum mit 54,3 Punkten noch immer klar über der kritischen Schwelle von 50, die Expansion von Schrumpfung trennt.

12. WACHSTUMSABSCHWÄCHUNG, KEINE STAGNATION



In den USA ist die Post-Corona-Normalisierung indes bereits unterwegs, nachdem das Vor-Pandemieniveau schon im vergangenen Frühjahr wieder erreicht wurde. Das BIP-Wachstum hat sich bereits im Sommer spürbar abgeschwächt (+2% annualisiert, Q2 2021: +6,7%). Gut möglich, dass es ähnlich wie im Euroraum in den kommenden Quartalen wieder etwas höher ausfällt, sich danach aber endgültig auf Potenzial abschwächt (1¾%-2%).

Noch ein Wort zu China. Dort trat die Wirtschaft im abgelaufenen Quartal in der Tat nur auf der Stelle. Das hatten wir vor dem Hintergrund der überzogenen wirtschaftspolitischen Straffung sowie der aufkommenden Energie- und Immobilienkrise auch so erwartet – verbunden mit der Hoffnung, wonach das bislang übliche wirtschaftspolitische Gegensteuern die Wirtschaft rasch wieder auf Potenzialkurs zurückbringen sollte. Die Hoffnung aber hat zuletzt einen Rückschlag erhalten. Nicht nur lässt Peking große Immobilienentwickler in die Insolvenz gehen und setzt ihre Dekarbonisierungsziele rigoros um (Stromabschaltungen bei (Staats)Betrieben), die Regierung scheint nunmehr auch einen stärkeren Fokus auf qualitatives Wachstum zu legen. Bleibt aber das Ausmaß der antizyklischen Maßnahmen hinter unseren Erwartungen zurück, gilt das auch für das dortige Wirtschaftswachstum. Gut möglich, dass es mit rund 5% künftig nicht mehr an das bisherige Potenzial heranreicht. Aber auch das ist keine Stagnation.

Nein, wirtschaftliche Stagnation, wie es das Stagflationsgespenst suggeriert, ist auf absehbare Zeit unwahrscheinlich – sowohl im Euroraum, als auch in den USA, in China oder weltwirtschaftlich. Das gilt erst recht in Zeiten, in denen die Fiskalpolitik milliardenschwere Zukunftsinvestitionsprogramm zur Bekämpfung der Klimakrise und Modernisierung der Volkswirtschaften auflegt. Selbst der langjährige Zauderer Deutschland scheint seine Zurückhaltung nun aufzugeben, wie die aktuellen Sondierungs- bzw. Koalitionsgespräche zeigen (siehe unseren Im Dialog-Beitrag).

Im Sommerquartal wuchs die chinesische Volkswirtschaft offiziellen Angabe zufolge um 4,9% gegenüber Vorjahr, im wichtigeren Vorquartalsvergleich aber nur um 0,8% annualisiert. Auf Basis alternativer Saisonbereinigungsverfahren kommen weltweit agierende Investmenthäuser dagegen auf ein Minus von bis zu 3%.

Unsere Anlagestrategie

Stagflationsängste können unsere Präferenz für risikobehaftete Anlagen nicht untergraben

| ANLAGE | | INVESTMENTUNIVERSUM | UNSERE POSITIONIERUNG | | |
|--|------------------|---------------------------------------|-----------------------|----------------------|---------------|
| | | | UNTERGEWICHTEN | NEUTRAL GEWICHTEN | ÜBERGEWICHTEN |
| ANLAGEKLASSEN | | Aktien Global | ○ | ○ | ● |
| | | Anleihen Global | ● | ○ | ○ |
| | | Geldmärkte | ○ | ● | ○ |
| | | Alternative Anlagen | ○ | ● | ○ |
| | | USA | ○ | ● | ○ |
| ANLAGE- KLASSEN IM DETAIL | AKTIEN | Europa | ○ | ○ | ● |
| | | Pazifischer Raum ¹ | ○ | ● | ○ |
| | | Schwellenländer | ○ | ○ | ● |
| | RENTEN | EWU Staatsanleihen | ● | ○ | ○ |
| | | Nicht-EWU Staatsanleihen | ○ | ● | ○ |
| | | EUR Unternehmensanleihen ² | ○ | ○ | ● |
| | | EUR-Unternehmensanleihen (high yield) | ● | ○ | ○ |
| | ROHSTOFFE | Schwellenländer-Anleihen | ○ | ○ | ● |
| | | Rohöl | ○ | ● | ○ |
| | | Gold | ○ | ○ | ● |

¹ Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

² mit Toprating

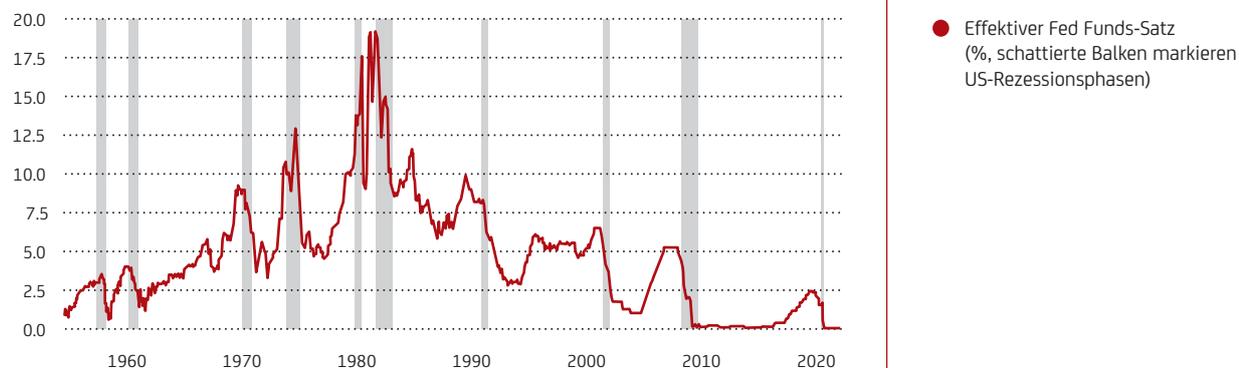
In den letzten Wochen waren die Aktien- und Anleihemärkte primär von der Befürchtung einer stagflationären Entwicklung geprägt. Ein Szenario niedrigen Wachstums und höherer Inflation macht die Verteidigung der Portfoliorenditen problematisch. Aktien werden durch die Abwärtsrevision der künftigen Gewinnentwicklung bestraft. Das gilt insbesondere dann, wenn die Bewertungen teuer sind, d.h. die Spielräume für eine Bewertungsausdehnung ausgereizt erscheinen. Andererseits werden Anleihen durch den Anstieg der Zinsen bzw. Zinserwartungen belastet. Schließlich liegt es an den Zentralbanken, die Inflationsdynamik einzubremsen, wie dies z.B. in den 1970er und in der ersten Hälfte der 1980er Jahre der Fall war. Mit anderen Worten, es besteht eine positive Korrelation zwischen den Aktien- und den Anleihekursen, die die traditionellen ausgewogenen Portfolios unterminiert. Die einzigen Vermögenswerte, die das Portfolio in einem Stagflationsszenario schützen können, sind inflationsgebundene Anleihen, Gold und – nominal gesehen – Bargeld (Cash).

Stagflation wird aber nicht nur von Investoren, sondern auch von Ökonomen und Zentralbanken gefürchtet. Verfestigt sich der Inflationsanstieg durch eine Aufwärtsspirale von Lohnforderungen (Lohn-Preis-Spirale), wie es in den 1970er Jahren der Fall war, macht das die Geldpolitik deutlich schwieriger und schmerzhafter – bremsen kräftig steigende Zinsen doch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit das ohnehin schon darbenende Wirtschaftswachstum noch weiter ein.

Kurzfristig können die Stagflationsängste den Finanzmärkten durchaus noch zusetzen, längerfristig aber wohl nicht. Sie sind in unseren Augen nämlich überzogen. Wir gehen davon aus, dass das globale Wachstum auch im kommenden Jahr und wahrscheinlich 2023 trotz Abschwächung/Normalisierung insgesamt solide und über Potenzial bleiben wird und die Inflation mittelfristig wieder zurückkommt (siehe unseren Wirtschaft & Märkte-Beitrag). Denn im Gegensatz zu den 1970er Jahren ist die Wahrscheinlichkeit einer Aufwärtsspirale bei den Löhnen wesentlich geringer, da der Anteil der an die Inflation gebundenen Löhne ebenso wie der Anteil der gewerkschaftlich organisierten Arbeitnehmer vernachlässigbar ist. Darüber hinaus steigt, auch als Folge der Pandemie, die Produktivität der Unternehmen, insbesondere in den USA. Es wird wichtig sein, die Entwicklung der Erwerbsquote in den USA zu verfolgen, deren niedriges Niveau sich zum Teil durch die großzügigen Arbeitslosenunterstützungen im Zusammenhang mit der Pandemie erklärt. Ein Anstieg der Erwerbsquote würde den Lohndruck verringern. Dem steht allerdings die Anhebung des Mindestlohns auf 15 Dollar pro Stunde in vielen Bundesstaaten gegenüber. Insgesamt können wir aber getrost an unserer Auffassung festhalten, dass die Geldpolitik zunächst noch expansiv bleiben wird, selbst wenn der Expansionsgrad sukzessive zurückgehen sollte („Tapering“).

In den USA liegt das Niveau der Fed Funds (Leitzins) nach wie vor weit unter dem, was die Entwicklung des BIP und der Inflation erfordern würde, wie es die Taylor Rule, die von dem Ökonomen John B. Taylor aufgestellte Regel für die Festlegung der kurzfristigen Zinssätze, nahelegt. Und vor allem würde der neue Zinserhöhungszyklus, der wohl erst im Laufe des übernächsten Jahres anlaufen würde, auf einem viel niedrigeren Niveau (möglicherweise bei 2,5%) enden als in vergangenen Zinszyklen, liegt das Startniveau derzeit doch bei nahe Null (siehe Grafik 13).

13. US-LEITZINS DERZEIT NAHE NULL



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Die EZB wird wohl noch länger warten und die Zinsen wahrscheinlich nicht vor 2024 anheben – eine geldpolitische Divergenz zur Fed, die den Dollar wohl stützen wird. EZB-Chefin Christine Lagarde betonte, dass die jüngste Verlangsamung der PEPP-Käufe kein Anzeichen für eine Drosselung sei, sondern vielmehr eine Rekalibrierung der Stimulierung, die es der EZB ermöglichen würde, die günstigen finanziellen Bedingungen aufrechtzuerhalten.

Was bedeutet das für unsere Allokationsstrategie?

Die anziehende Inflation bzw. die Erwartung höherer Staatsanleiherenditen unterstützen unsere strukturelle Untergewichtung globaler Anleihen. Die Renditen des Anleihenportfolios werden sich nach Abzug der Gebühren auf die Inflationsabsicherung beschränken, wobei die realen Renditen wohl bei Null liegen oder sogar negativ ausfallen. Dies legt nahe, die Gewichtung von Anleihen zu reduzieren, das Durationsrisiko zu verringern, sich auf qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen und selektiv auf Anleihen aus Schwellenländern zu konzentrieren. Gleichzeitig bleiben Aktien insgesamt übergewichtet.

Was unsere regionale Aktienallokation betrifft, so halten wir an unserer Übergewichtung Europas fest, was durch höhere Impfraten und ein verbessertes Gewinnwachstum der Unternehmen unterstrichen wird. Die europäischen Aktienmärkte profitieren zudem von einer hohen Gewichtung der zyklischen und wertorientierten Sektoren. Darüber hinaus nimmt Europa in der „grünen“ Wirtschaft, auch dank des „EU Next Generation“-Programms, künftig wohl eine globale Führungsposition ein. Wir gewichten auch Schwellenländer-Aktien über, trotz der gegenwärtigen Konjunkturprobleme in China. Gleichzeitig belassen wir US-Aktien auf neutral. Unterstützung kommt dabei von Bidens stark expansiver Finanzpolitik, Gegenwind von einer wenig interessanten Bewertung von US-Aktien. Wir bleiben auch bei der Marktgewichtung Japans – unterstützt durch die globale Erholung sowie einer hohen Gewichtung von wertorientierten/zyklischen Sektoren.

Bei der Sektorallokation erwarten wir, dass sich die Rotation in die sogenannten Value-Sektoren fortsetzen wird, wobei Energie und Banken die wahrscheinlichsten Nutznießer sind. Letztere saugen Honig aus der Versteilerung der Renditekurve (siehe Grafik 14). Die interessanten Dividendenrenditen, die in Europa deutlich über den Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen liegen (bei allerdings unterschiedlichem Risikogehalt), könnten vom derzeitigen Umfeld nachlassenden Wachstums und (vorübergehend) höherer Inflation profitieren.

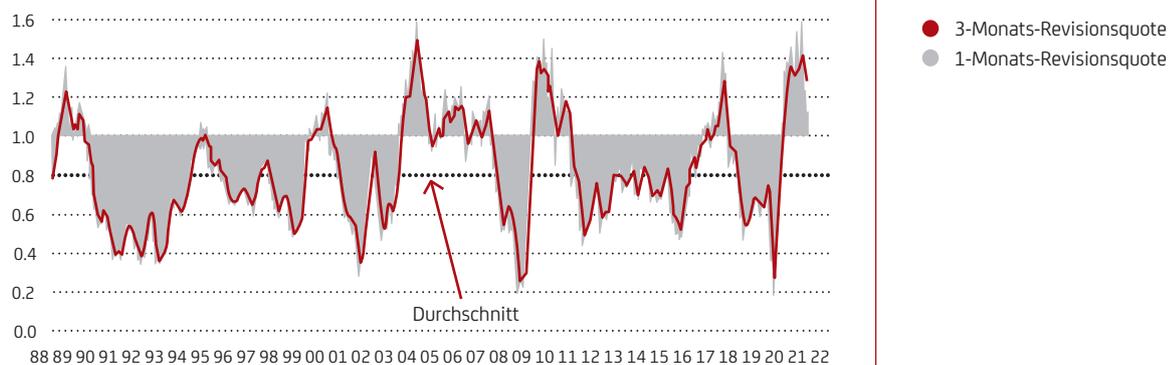
14. RENDITESPANNE 2- UND 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Was auch weiterhin für Aktien generell spricht, sind ermutigende Zahlen mit Blick auf die Gewinnrevisionsquoten und die jüngsten Unternehmensberichte. So liegt die weltweite Gewinnrevisionsquote (Zahl der Aufwärtskorrekturen in Relation zu Abwärtsrevisionsquoten) immer noch spürbar über ihrem langjährigen Durchschnitt, selbst wenn sie zuletzt etwas nachgegeben hat (siehe Grafik 15).

15. GEWINNREVISIONSQUOTE STÜTZT AKTIEN



Quelle: Bank of America, UniCredit Wealth Management

Auch die US-Berichtssaison für das dritte Quartal ist gut angelaufen. Während die Schätzungen für das Umsatzwachstum unverändert bei +14,1% lagen, sind die für das Gewinnwachstum von 29,4% auf 32% gestiegen. Die Verbesserung ist hauptsächlich auf den Finanzsektor zurückzuführen. Wir werden auf dieses Thema im nächsten Monat zurückkommen.

Was unser Risikoszenario anbelangt, so liegen die Gefahren primär in einem Überschießen der Inflation, was die großen Zentralbanken dazu veranlassen würde, restriktiver zu werden, sowie in einer ausgeprägteren Wachstumsverlangsamung in China vor dem Hintergrund der dortigen Immobilien- und Energiekrise. Das würde auch die weltwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen.

Unsere Anlagestrategie im Überblick

Aktien

Aktien global: Übergewichten

Die Kombination aus anhaltender fiskal- und geldpolitischer Stimulierung und der Erholung der Weltwirtschaft stützt Aktien – trotz Corona-Unsicherheit (Mutationen) und dem nachlassenden weltwirtschaftlichen Momentum.

Aktien Europa: Übergewichten

Die Geld- und Fiskalpolitik bleibt expansiv. 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 (bei allerdings unterschiedlichem Risikogehalt), unterstützen genauso wie günstigere Bewertungen.

US-Aktien: Neutral

Die solide 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

Interessante Bewertungen und steigende Impfraten sprechen für die Region, die Konjunkturprobleme Chinas indes geben Anlass zur Sorge. Eine ausgeprägte Länder- und Sektorselektion wird dringend empfohlen.

Asien-Pazifik-Aktien (Entwickelte Märkte): Neutral

Japanische Aktien werden durch die fortgesetzte, wenn auch sich abschwächende globale Erholung und die hohe Gewichtung wertorientierter/zyklischer Sektoren unterstützt. Bei Letzteren geben wir allerdings Europa den Vorrang.

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 und der kürzeren Laufzeiten finanziell nachrangige Schuldtitel.

Hochverzinsliche Unternehmensanleihen: Untergewichten

Trotz interessant anmutender Renditen bevorzugen wir unter den risikobehafteten Anlageklassen 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 und darüber hinaus.

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 lediglich als Absicherung gegen Unsicherheit (Risikostreuung) und zum „Parken“ von Liquidität 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 und gegen Unsicherheiten immer wieder entfalten können.

Währungen

EUR-USD

Vorerst unterstützt ein geldpolitisches Auseinanderdriften von Fed und EZB den US-Dollar. Längerfristig dürfte der US-Dollar aufgrund des sogenannten Zwillingdefizits – Handels- und Haushaltsdefizit der USA – wieder schwächer werden.

Im Dialog

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

Italien

Müssen die Investoren das „Tapering“ der Zentralbanken fürchten?



„Tapering“ bedeutet die schrittweise Rückführung der dem Finanzsystem von einer Notenbank zusätzlich zur Verfügung gestellten Liquidität. „Tapering“ geschieht in der Regel während einer Phase expansiver Geldpolitik, wenn die Zentralbank signalisiert, dass sie weniger akkommodierend sein will (und später dann auf eine neutrale und letztlich restriktive Geldpolitik umschwenkt), indem sie dem System Liquidität entzieht. „Tapering“ findet daher in einem immer noch unterstützenden geldpolitischen Umfeld statt, auch wenn es signalisiert, dass die monetären Bedingungen in Zukunft weniger akkommodierend sein werden und damit eine Belastung bedeuten („monetary drag“). Viel wichtiger für das Verständnis der potenziellen negativen Auswirkungen sind jedoch der Zeitpunkt, der Umfang und die Ausgangsbedingungen des „Tapering“.

Was den Zeitpunkt anbelangt, so ist man in den USA mittlerweile unisono der Meinung, dass die Drosselung der Wertpapierkäufe im nächsten Monat beginnen wird. Manche Ökonomen sind der Meinung, dass die Federal Reserve bereits vor Monaten mit der Drosselung hätte beginnen sollen, als sich deutlich abzeichnete, dass der weltweite Aufschwung Fahrt aufnimmt. In letzter Zeit hat indes Fed-Chef Jerome Powell deutlich zu verstehen gegeben, dass sich die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt verbessert haben sollten, bevor mit der Rückführung der Wertpapierkäufe begonnen wird. Diesseits des Atlantiks hat EZB-Chefin Christine Lagarde bekräftigt, dass das Pandemie-Kaufprogramm PEPP, das „Pandemic Emergency Purchase Programme“, mindestens bis März 2022 laufen wird. Dabei waren selbst die „hawkischen“ EZB-Mitglieder der Meinung, dass man bei einer

Unseren Experten:

Alessandro Caviglia



CIO
Cordusio Sim

Drosselung schrittweise vorgehen müsse. Man hat also den Eindruck, dass die Zentralbanker lieber noch etwas warten und behutsam vorgehen wollen, um in einem derart komplexen wirtschaftlichen Umfeld nicht den Aufschwung zu gefährden.

Was den Umfang anbelangt, so gibt die Fed etwa 120 Mrd. USD und die EZB 80 Mrd. EUR pro Monat aus. Derzeit veranschlagt man das Kürzungspotenzial auf etwa 15 Mrd. pro Monat, so dass wir ab dem Startmonat noch 6-8 Monate mit einem positiven Nettozuwachs bei den Wertpapierkäufen rechnen können. Wir sollten auch nicht vergessen, dass das PEPP für die EZB ein Unterstützungsprogramm ist, das über das APP, dem 2015 gestarteten und 2020 reaktivierten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (derzeit 20 Mrd. EUR monatlich) hinausgeht. Sobald der positive Nettobeitrag gleich Null ist, werden die Zentralbanken beginnen, fällig werdende Anleihen zu reinvestieren, um ihre Vermögenswerte stabil zu halten. Dies wird die Neutralitätsphase sein, die weitere 6-8 Monate dauern könnte. Die EZB hat bereits erklärt, dass die Reinvestition der Vermögenswerte mindestens bis März 2023 anhalten wird.

Und die Ausgangslage? Derzeit haben Fed und EZB mit 40% bzw. 60% des BIP den höchsten Stand an Aktiva in ihrer Bilanz – die Bank of Japan und die Schweizerische Nationalbank weisen sogar Werte von 120% bzw. 140% aus. Zudem sind die Zentralbanken der westlichen Welt seit Pandemiebeginn die Hauptkäufer bei den Primärauktionen von Staatsanleihen. Ihre Rolle in der Wirtschaft und auf den Finanzmärkten war noch nie so wichtig wie heute. Und die aktuellen monetären Bedingungen sind, gemessen an nahezu allen Indikatoren, die günstigsten seit Jahrzehnten. Das impliziert reichliche Liquidität. Um nur einige Beispiele zu nennen: Die aktuellen Realrenditen für 10-jährige US-Treasuries TIPS („Treasury Inflation-Protected Securities“) liegen bei -1%, die realen Renditen für inflationsgebundene deutsche Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit sogar bei rekordniedrigen -2%. Negative Realrenditen sind ein starker Anreiz für Anlageinvestitionen und künftiges Wachstum.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das „Tapering“ in Kürze beginnen wird, allerdings schrittweise, was Zeitpunkt und Umfang angeht, und in einem Umfeld besonders lockerer monetärer Bedingungen. Wirtschaft und Finanzmärkte sollten in der Lage sein, dies unter Beibehaltung des Potenzialwachstums und eines positiven Ausblicks zu verkraften.

Österreich

„US-Government Shutdown“ vorerst abgewendet, aber ...



In den letzten Wochen haben sich die Sorgenfalten der Investoren bezüglich der Entwicklung an den Finanzmärkten vermehrt. Neben steigenden Rohstoffpreisen und höher als erwarteter Inflationsdaten waren die notwendige Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA und die drohende Schließung von US-Bundesbehörden („Government Shutdown“) viel diskutierte Themen. Da in Europa das Thema Schuldenobergrenze und Schließung von US-Behörden vielen Leserinnen und Lesern kein Begriff ist, darf ich Ihnen die Auswirkungen und Herausforderungen näherbringen.

In der freien Enzyklopädie „Wikipedia“ kann man folgende Erklärung nachlesen: Ein „Government Shutdown“ beschreibt in den Vereinigten Staaten die Lage, in der die Behörden der Bundesregierung ihre Tätigkeit zu großen Teilen einstellen und nur noch die als unerlässlich angesehenen Aufgaben erledigen. Der Staats- und Verwaltungsapparat fährt bei einem solchen „Shutdown“ herunter, wenn die bisherige rechtliche Grundlage für die Bewilligung von Haushaltsmitteln ausläuft und sich Senat, Repräsentantenhaus und Präsident nicht rechtzeitig über weitere Haushaltsmittel einigen, indem sie ein entsprechendes Gesetz beschließen.

Im Herbst dieses Jahres drohte abermals ein „Government Shutdown“. Der Kongress beschloss zwar im letzten Moment eine Ausgabenermächtigung, die die Finanzierung der Bundesbehörden bis zum 3. Dezember sicherstellt. Das Grundproblem der Schuldengrenze ist allerdings nicht gelöst worden.

Im Hintergrund dieser verzwickten Lage tobt ein Kampf zwischen der demokratischen und republikanischen Partei um zwei massive Investitionspakete für Infrastrukturprojekte und Sozialprogramme, die Präsident Joe Biden durch den Kongress bekommen möchte. Die knappe Mehrheit der Demokraten im Kongress schränkt jedoch die Manövrierfähigkeit von Biden ein. Selbst innerhalb der demokratischen Partei ist man sich uneins über die Höhe und Ausgestaltung der zwei Pakete. Die Republikaner verweigern ihre Zustimmung, weil sie die Billionenpakete für zu teuer halten. Hinzu kommt, dass die Umfragewerte von Biden seit dem Abzug des US-Militärs aus Afghanistan sinken.

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and
Schoellerbank (Austria)

Was aber passiert, wenn sich der Kongress nicht auf eine Anhebung der Schuldengrenze einigen kann? Wird die Obergrenze nicht erhöht, kann sich der Staat kein weiteres Geld leihen, seinen Verbindlichkeiten nicht nachkommen und auch seine fällig werdenden Alt-schulden nicht begleichen. Die USA waren in der Vergangenheit schon öfters in dieser prekären Situation. Die handelnden Parteien konnten sich meist in letzter Minute einigen. Die Finanzmärkte schätzen diese Unsicherheit jedoch nicht.

Fazit: Trotz der Gewitterwolken an den Finanzmärkten und der Aussicht auf höhere Schwankungen an den Aktienmärkten ist das Glas in unseren Augen zumindest halb voll. Anleger sollten weiterhin die Aktienmärkte für den Kapitalaufbau nutzen und investiert bleiben. Wer zu lange auf eine Korrektur wartet, könnte den Anschluss verpassen.

Deutschland

Wie steht es um die Regierungsbildung in Deutschland?



Die Zeichen stehen klar auf die Bildung einer Ampelkoalition unter einem Bundeskanzler Olaf Scholz. Die Sondierungsgespräche sind abgeschlossen und die drei Parteien – SPD, Grüne und FDP – haben sich auf die Grundsätze geeinigt. Das Sondierungspapier wurde von den jeweiligen Parteigremien inzwischen abgesegnet, die Koalitionsgespräche haben begonnen.

Im Zentrum der zukünftigen Regierungsarbeit sollen zum einen Investitionen in der digitale Infrastruktur stehen. Dafür sollen Planungs- und Genehmigungsprozesse beschleunigt, der Gigabit-Ausbau vorangetrieben, die Verwaltung flexibler und eine umfassende digitalpolitische Strategie erarbeitet werden.

Zum anderen will man mittels technologischer Innovationen und neuer Geschäftsmodelle die Klimakrise begegnen und einen klimaneutralen Wohlstand gewährleisten. Dazu soll der Ausbau erneuerbarer Energien (Photovoltaik, Windkraft) vorangetrieben und der Kohleausstieg auf 2030 vorgezogen werden. Die Stromkosten möchte man durch das Streichen der Umlage für der Ausbau von erneuerbaren Energien absenken. Zudem sollen europaweit ab 2035 nur noch CO₂-neutrale Fahrzeuge zugelassen werden. Ziel ist es, Deutschland zum Leitmarkt für Elektromobilität zu machen. Ein generelles Tempolimit auf Autobahnen wird es nicht geben.

Philip Gisdakis



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

Sozialpolitische Kernpunkte sind der Mindestlohn von 12 Euro pro Stunde, Verbesserungen im Pflegebereich sowie ein Bürgergeld anstelle von Hartz IV (Arbeitslosengeld) zur Sicherung des Lebensunterhalts. Gleichzeitig soll bezahlbarer Wohnraum geschaffen und das Wahlalter auf 16 Jahre gesenkt werden.

Unklar bleibt bisher allerdings, wie die notwendigen staatlichen Investitionen finanziert werden sollen, hält das Sondierungspapier doch auch fest, dass es weder Steuererhöhungen geben, noch dass die gesetzliche Schuldenbremse angetastet werden soll. Hier wird also haushaltspolitische Kreativität von den Koalitionären gefragt sein.

Ebenso unklar ist bisher die Ressortverteilung. Es zeichnet sich bereits ein Tauziehen zwischen den Grünen und der FDP um das Finanzministerium ab, welches bei der Vielzahl von Investitionsvorhaben eine Schlüsselstellung einnehmen dürfte. Darüber hinaus wird es auch bezüglich der Außen- und Sicherheitspolitik Differenzen zu überbrücken geben. Das gilt z.B. für das NATO-Ziel für Verteidigungsausgaben in Höhe von 2% des BIP, die Sicherheit der Energieversorgung (u.a. Nord Stream 2), aber auch für eine gemeinsame Haltung zu einer vertieften Koordination der Finanzpolitik innerhalb der EU einschließlich einer diskutierten Reform des EU-Wachstums- und Stabilitätspaktes.

Es bleiben also noch einige Hürden bis zur Bildung einer Regierung und der Wahl des neuen Bundeskanzlers. Diese erscheint aber bis zur Weihnachtspause durchaus realistisch zu sein.

Ziel ist es, jährlich 400.000 neue Wohnungen zu bauen. Ein Viertel davon soll staatlich gefördert werden.

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: 28.10.2021