

2022 Yearly Outlook

Dezember 2021

„Dann traten wir
hinaus und sahen
die Sterne“

Dante Alighieri

Inhalt

„Dann traten wir hinaus und sahen die Sterne“

Seite 3

CIO Kommentar

Seite 5

Wirtschaft & Märkte

Seite 15

Schwerpunkt Megatrends & Märkte

Seite 27

Unsere Anlagestrategie

CIO Kommentar

„Dann traten wir hinaus und sahen die Sterne“

2021 war ein weiteres turbulentes Jahr mit zahlreichen Höhen und Tiefen. Der Jahresauftakt war geprägt von der Aussicht auf rasche Impfungen gegen Corona. In Kontinentaleuropa kam die Kampagne indes nur schleppend in Gang, nahm dann jedoch Fahrt auf. Die Impferfolge brachten ein Stück weit Normalität zurück und führten zu einer kräftigen wirtschaftlichen Erholung. An den Börsen sorgte das für neue Höhenflüge. Sowohl europäische als auch US-Aktienindizes erreichten zuletzt neue Allzeithochs. Unterbrochen wurde der Steigflug allerdings immer wieder von kleineren Rücksetzern, so zum Beispiel im Spätsommer, als die Immobilienkrise in China den Märkten zusetzte, oder zuletzt aufgrund der Sorge vor der vierten Corona-Welle bzw. dem Aufkommen der Omikron-Variante.

Ein Folgeeffekt der wirtschaftlichen Erholung war ein unerwartet rasanter Inflationsanstieg. Die Teuerung erreichte Niveaus wie schon seit Jahrzehnten nicht mehr. Dies war zum einen auf Basiseffekte zurückzuführen (also die Tatsache, dass die Jahresraten auf sehr niedrige Preisniveaus im vergangenen Jahr referenzierten), zum anderen auch auf stark steigende Energiepreise sowie Lieferengpässe. Dabei fiel die Inflationsentwicklung in den USA noch prononcierter aus als in Europa. Die amerikanische Zentralbank bereitet deswegen einen Kurswechsel vor. Es wird weithin erwartet, dass die Federal Reserve die Nettozukäufe ihrer Anleihekaufprogramme in der beiden kommenden Quartalen auf Null zurückfährt. Für den Sommer nächsten Jahres rechnen wir zudem mit einer ersten Zinserhöhung, der bis Ende 2023 vier weitere folgen sollten, möglicherweise auch mehr. Auch die Europäische Zentralbank dürfte Teile der außergewöhnlichen Maßnahmen zur Abfederung der Pandemie zurücknehmen. So sollte Ende März 2022 aller Voraussicht nach das PEPP-Programm (Pandemic Emergency Purchase Programme) enden. Die EZB wird allerdings sicherstellen, dass es nicht zu einem abrupten Ende der geldpolitischen Unterstützung im Euroraum kommt. Erste Zinserhöhungen sind nicht vor 2024 zu erwarten.

Aus wirtschaftlicher Perspektive sollte das kommende Jahr ein solides Umfeld für die Kapitalmärkte bieten. Die inflationsbereinigten Wachstumsraten dürften zwar niedriger ausfallen als im ersten Jahr der Post-Pandemieerholung, sie werden aber deutlich über dem Trend von vor Corona liegen, insbesondere in Europa. Demnach sollten auch die Unternehmensgewinne spürbar wachsen, bei uns vermutlich sogar knapp zweistellig. Dies dürfte europäischen Aktien weiteren Rückenwind bescheren, zumal sie im internationalen Vergleich nicht teuer sind.

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)

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in der Größenordnung von 15 (MSCI Europe) liegen deutlich unter den ihrer US-Pendants (MSCI US: knapp 22). Dabei sind die europäischen Bewertungen 2021 sogar zurückgegangen – und das, obwohl die Kurse spürbar zulegen. Sie konnten aber nicht mit dem Gewinnwachstum mithalten. Europäische Aktien stehen also nicht nur aus fundamentaler Sicht gut da, sie sind auch mit Blick auf die Bewertung interessant – zumal die übrigen Anlageklassen wenig Potential versprechen. Wir empfehlen deswegen, Aktien im Portfolio überzugewichten und präferieren dabei europäische Titel.

Anleihen bleiben in einem Umfeld mit steigenden Renditen (beginnende Normalisierung der Geldpolitik) und immer noch vergleichsweise hohen Inflationsraten wenig interessant. Wir lassen festverzinsliche Wertpapiere daher auf „untergewichten“. Dennoch gehören Anleihen in ein gut diversifiziertes Portfolio. Trotz eines soliden Wachstumsausblicks gibt es nämlich Risikofaktoren, die die Stimmung an den Börsen immer wieder mal eintrüben dürften. In einem solchen Umfeld ist mit erhöhter Volatilität zu rechnen. Anleihen können hier Stabilität bringen und eröffnen Anlegern die Möglichkeit, in schwächeren Phasen Umschichtungen in Aktien vorzunehmen, um von günstigeren Einstiegskursen zu profitieren.

Einer der größten Risikofaktoren 2022 ist die Pandemie selbst. Mit der hochinfektiösen Omikron-Variante kommt ein neuer Unsicherheitsfaktor hinzu. Mittelfristig sollten sich die wirtschaftlichen Folgen allerdings in Grenzen halten. Ein weiterer wichtiger Unsicherheitsfaktor sind die Lieferengpässe, unter denen vor allem die europäische Exportwirtschaft leidet, insbesondere die deutsche. Sollten sich diese Engpässe auflösen, ist mit einem spürbaren Nachholbedarf zu rechnen – im umgekehrten Fall, wenn z.B. die Omikron-Variante den globalen Lieferketten nochmal zusetzen würde, mit einer zwischenzeitlichen Verschärfung. Aber auch das Kapitalmarktumfeld selbst könnte zu einem Thema werden, sind steigende Renditen doch eine Belastung für hochbewertete Titel. Dies könnte insbesondere Teile des Technologiesegementes in den USA einbremsen und sich auf die Stimmung in der Breite auswirken. Schließlich ist ein substanzieller Teil der US-Aktienrally im abgelaufenen Jahr auf einige wenige, zum Teil sehr hoch bewertete Unternehmen zurückzuführen.

Die größte Hoffnung ist jedoch, dass die Pandemie im kommenden Jahr endgültig besiegt werden und unser aller Leben wieder in normalere Bahnen zurückkehren kann. Dafür sind allerdings noch Anstrengungen notwendig, wie zum Beispiel das Schließen der Impflücken, die in Teilen Europas noch immer zu groß sind. Sollte dies gelingen, steht einem guten Jahr 2022 nichts im Wege.

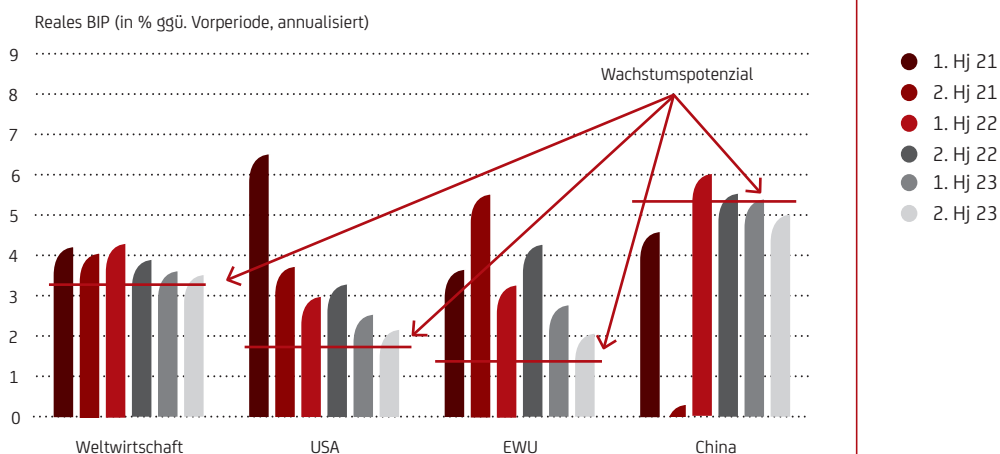
In diesem Sinne wünschen wir Ihnen ein frohes Weihnachtsfest und ein gutes, vor allem gesundes Jahr 2022. Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen.

Wirtschaft & Märkte

Der holprige Weg zurück zur Normalität

Folgt nach dem Jahr des weltwirtschaftlichen „Rebounds“ bereits wieder Ernüchterung oder sogar ein Rückschlag? Es mehren sich die Stimmen, wonach der rasche Aufholprozess – so unausgewogen, schwankend und unvollständig er bislang auch war – ebenso rasch wieder abbrechen könnte. Neue Corona-Wellen und Virusvarianten, Mobilitätseinschränkungen, Angebotsschocks, vor allem aber die rasant gestiegene Inflation und die sich abzeichnende schnellere Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik unterziehen der konjunkturellen Erholung einem regelrechten Stresstest und könnten, so die Skeptiker, dem Aufschwung ein frühes Ende bereiten. So weit wollen wir aber nicht gehen! Nach wie vor erwarten wir für die kommenden Quartale überdurchschnittliche Wachstumsraten, die sich bis Ende 2023 abschwächen sollten und Richtung Potenzial zurückfallen (Normalisierung, siehe Grafik 1).

1. WACHSTUM BLEIBT ÜBER POTENZIAL, SCHWÄCHT SICH ABER AB



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Was uns trotz aller Widrigkeiten Zuversicht gibt, sind der noch immer nicht abgearbeitete Nachfragerückstau, weitere (globale) Impffortschritte, die ambitionierten mehrjährigen Investitionsprogramme sowie die gesunden Bilanzen von Privathaushalten und Unternehmen mit ihren Spar- bzw. „Cash“-Überhängen. Allerdings dürfte der Expansionspfad insbesondere in der ersten Jahreshälfte 2022 hinter unseren früheren Erwartungen zurückbleiben. Gleichzeitig müssen wir die Inflation weiter nach oben korrigieren. Die Teuerung sollte sich als hartnäckiger und langwieriger erweisen als ursprünglich projiziert. Nach wie vor rechnen wir zwar mit einem spürbaren Rückgang nach dem Überschießen der vergangenen Monate. Die Inflationsraten sollten mittelfristig aber nicht mehr auf die Vor-Corona-Niveaus zurückfallen. Das setzt die Notenbanken unter Zugzwang. Wir erwarten für das kommende Jahr eine rasche Rückführung der Wertpapierkäufe („Tapering“) sowie erste Zinsanhebungen durch die Fed.

Die Inflation ist neben den Corona-Mutationen und der Geopolitik (China, Russland) dann auch das größte Abwärtsrisiko für unser Basisszenario. Sollte die Teuerung nicht wie erhofft nachhaltig zurückgehen, bedeutet das nicht nur anhaltende Kaufkraftverluste, sondern auch eine verschärfte Geldpolitik. Die USA stehen hier besonders im Feuer. Die noch recht gut verankerten Inflationserwartungen würden dann nach oben ausbrechen. Zudem könnten höhere Zinsen die Diskussion über die Tragfähigkeit der angeschwollenen öffentlichen Schulden befeuern und die fiskalpolitischen Initiativen einbremsen. All das würde dem Wachstum mächtig zusetzen und den Aufholprozess dann doch abbrechen lassen. Das allerdings ist für uns nur ein Risiko- und nicht das Basisszenario.

2021: Das Jahr der Erholung

Corona hält die Welt auch nach knapp zwei Jahren in Atem. Weltwirtschaftlich hat das Auf und Ab des Infektionsgeschehens für heftige Ausschläge gesorgt – und dürfte das auch in Zukunft tun, allerdings mit nachlassender Durchschlagskraft. Weitreichende Lockdowns führten 2020 zu der schwersten Rezession seit der Großen Depression, bevor die Wiederöffnung von Wirtschaft und Gesellschaft im Verbund mit milliardenschweren Hilfsprogrammen und ersten Impferfolgen für einen ebenso raschen wie kräftigen „Rebound“ im abgelaufenen Jahr sorgte.

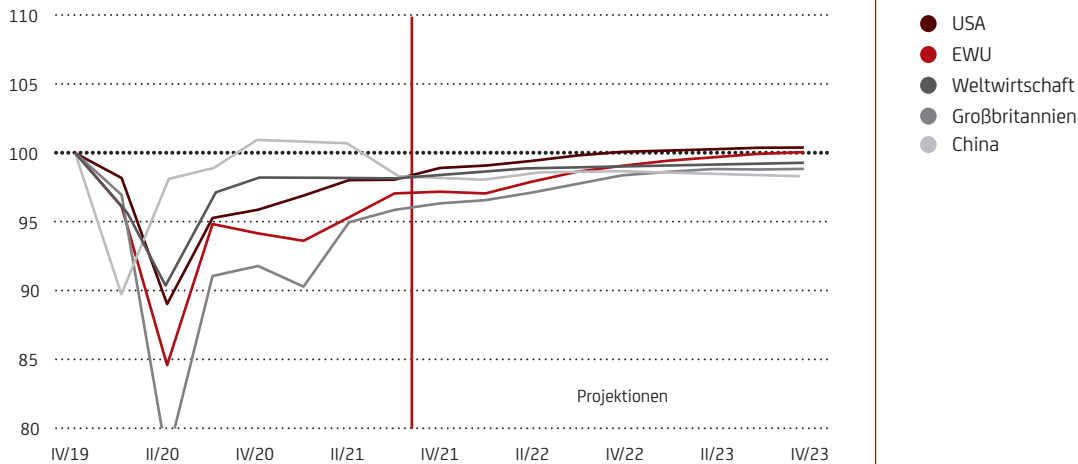
Noch aber ist der Aufholprozess unvollständig. Zwar hat die Weltwirtschaft ihr (statisches) Vor-Corona-Niveau schon hinter sich gelassen, liegt aber noch rund 1½%-2% unter ihrem Trendpfad – also dem BIP-Niveau, das sie Ende 2021 ohne Corona wohl erreicht hätte (siehe Grafik 2).

Zu den Details der Programme zum Klimaschutz, dem Ausbau der Digitalisierung sowie der materiellen und sozialen Infrastruktur siehe unseren Megatrends-Beitrag.

Schätzungen zufolge dürfte die globale Wirtschaftsleistung 2021 um 5½%-6% gewachsen sein. Im Jahr davor schrumpfte das reale BIP noch um 3½%.

2. WELTWIRTSCHAFT: EINSCHWENKEN AUF TREND

Reales BIP, Abweichung vom Vor-Corona-Trendpfad (= 100)



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Sektoral wie auch regional verlief der Aufholprozess allerdings recht unausgewogen. Während das Verarbeitende Gewerbe seinen Vor-Corona-Pfad schon im Sommer wieder erreicht hat, laufen die der Pandemie wesentlich stärker ausgesetzten Dienstleistungen noch immer hinterher. Deutlich unterdurchschnittlich performten auch die Schwellenländer, wofür in erster Linie das geringe Impftempo (zu wenig Impfstoffe) und rigorose staatliche Restriktionen (Asien) verantwortlich zeichnen. Selbst China, das mit seiner Bilderbuch-Erholung (V-Form) seinen Trendpfad bereits hinter sich gelassen hatte, fiel mit der konjunkturellen Vollbremsung im Sommer wieder unter seinen Potenzialpfad zurück (siehe Grafik 2).

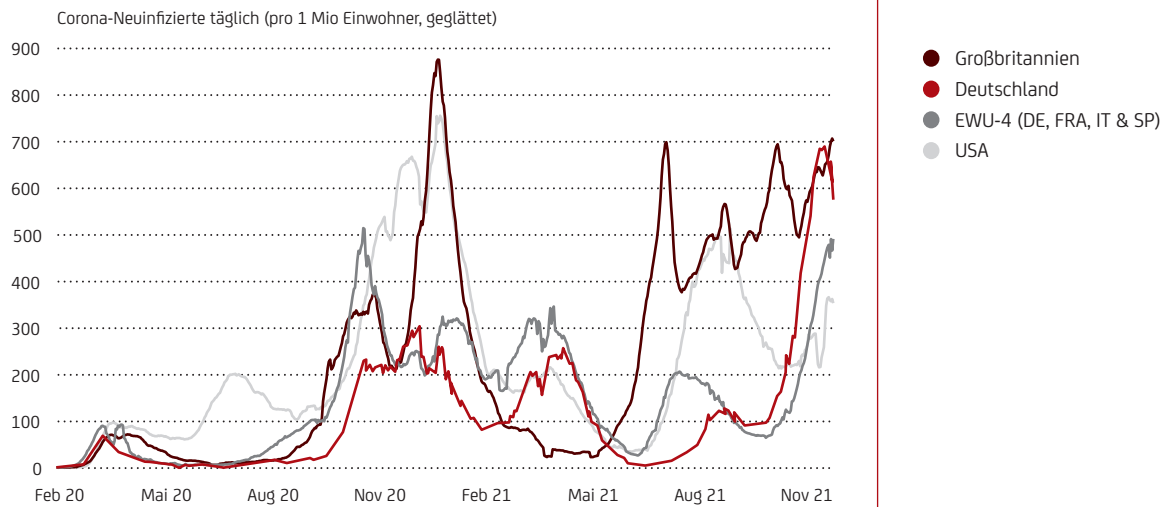
Innerhalb der Entwickelten Welt gaben, wie so oft, die USA den Takt vor und liefen im ersten Halbjahr 2021 in puncto Wachstum sogar China den Rang ab (siehe Grafik 1). Europa hingegen war zum Jahresauftakt Corona-bedingt noch in der Rezession gefangen („double-dip recession“). Doch schon im Frühjahr übernahm der Euroraum den Staffelstab von den USA und wurde zum globalen Wachstumsführer.

Zum Jahreswechsel dürfte der Dienstleistungssektor weltweit noch rund 3½% - 4% unter seinem Vor-Corona-Trend liegen.

Im zweiten und dritten Quartal 2021 wuchs das EWU-weite reale BIP um annualisiert jeweils gut 9%.

3. CORONA-WELLEN SORGEN FÜR REALWIRTSCHAFTLICHE VOLATILITÄT

Die Infektionszahlen steigen wieder



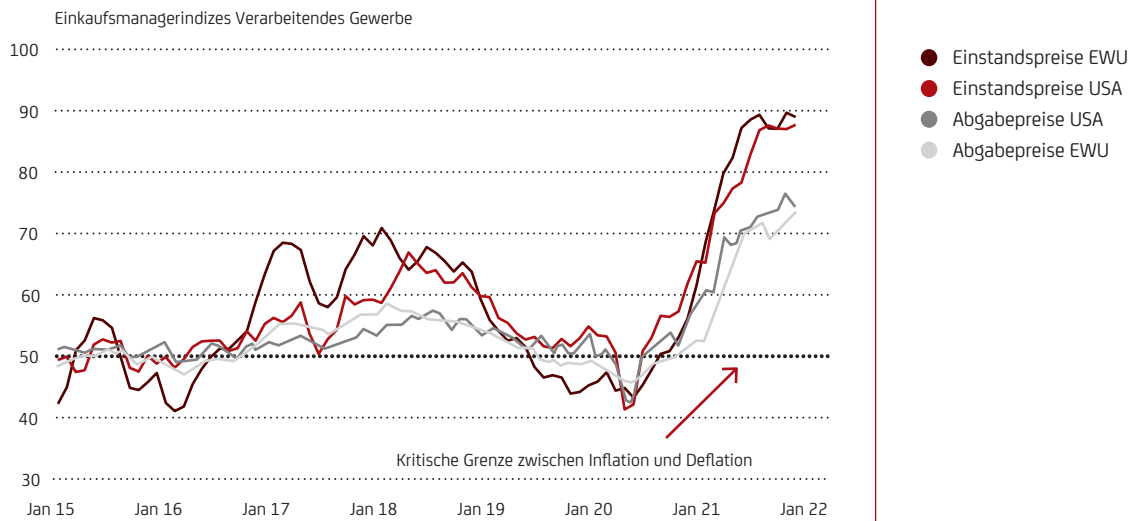
Quelle: www.ourworldindata.org/coronavirus, UniCredit Wealth Management

Die Gründe für die Aufholjagd waren dieselben wie in den USA: erste Impferfolge, wachsende Zuversicht, die Normalisierung der Mobilität im Zuge der Wiederöffnung der Wirtschaft, insbesondere aber der Nachfragesog nach dem Rückstau zuvor sowie die gigantischen geld- und fiskalpolitischen Hilfsprogramme.

Doch schon im Laufe des Sommers kam Gegenwind auf. Wir hatten zwar den Nachfragesog richtig antizipiert, die rasche Abfolge von Angebotsschocks allerdings nicht auf dem Radarschirm. Was mit Liefer(ketten)problemen begann, weitete sich rasch auf Transportengpässe, explodierende Frachtkosten, rasant steigende Energiepreise sowie einen wachsenden Fachkräftemangel aus. Das drückte die Industrieproduktion wieder nach unten, ließ vor allem aber die Inflationsraten regelrecht anschwellen. Sie stiegen zuletzt auf Mehrdekadenhochs – vor allem auf der Produzentenebene (siehe Grafik 4). Das wiederum schlug auf die Nachfrage zurück (Kaufkraftverluste). Stimmung und Konjunktur trübten sich wieder ein.

Besonders getroffen wurden Autobauer, aber auch die Elektrobranche, der Maschinenbau, die Kunststoffindustrie, der Bau sowie der Handel. Es fehlen vor allem Chips und Elektronikbauteile, Kunststoffgranulate, Stahl & Industriemetalle aber auch Baumaterialien.

4. INFLATIONSDRUCK – INSBESONDERE AUF VORGELAGERTEN EBENEN



Quelle: Markit, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Und als sei das noch nicht genug, wurde Europa gegen Jahresende von der nächsten Corona-Welle erfasst – eine Entwicklung, die wie im vergangenen Jahr auch auf die übrigen Weltregionen überschwappen könnte. Die globale Erholung sieht sich also schon sehr früh im Zyklus einer ersten Belastungsprobe gegenüber.

2022/23: Erholung geht weiter, Wachstumsraten schwächen sich aber ab

Wird die Weltwirtschaft den Stresstest bestehen? Wir meinen ja – gibt es doch eine ganze Reihe von Entwicklungen, die gegen ein Abbrechen und für eine Fortsetzung der Erholung sprechen:

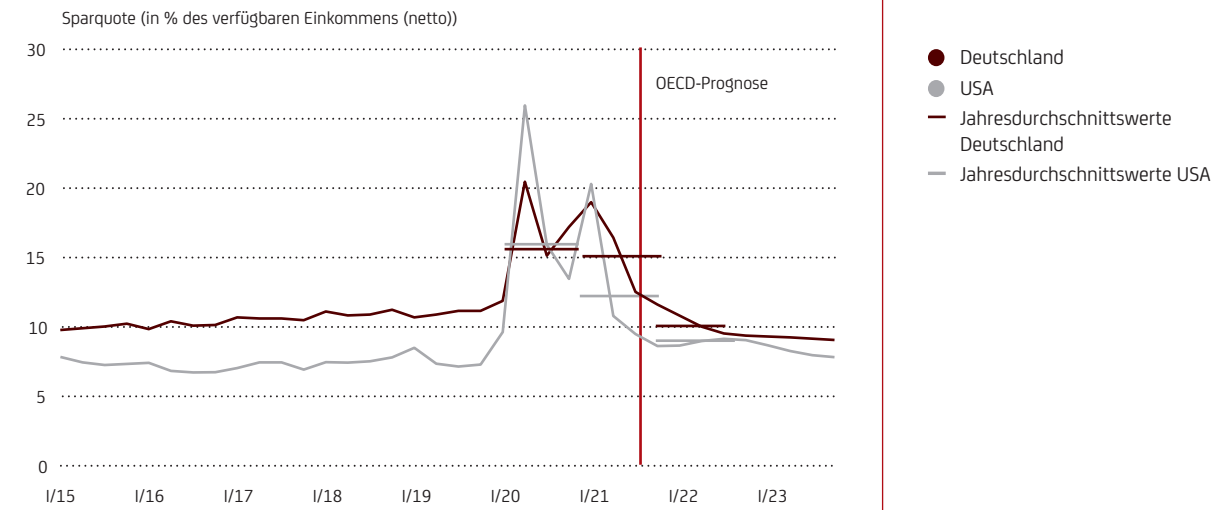
1. Auflösung des Nachfragerückstaus.

War er schon im abgelaufenen Jahr ein wesentlicher Wachstumstreiber, dürfte der Nachholbedarf beim Privaten Verbrauch auch 2022/23 für überdurchschnittliche Wachstumsraten sorgen. Die Normalisierung der Sparquoten ist noch nicht abgeschlossen, vor allem nicht in Europa (siehe Grafik 5). Hier erwarten wir für das kommende Jahr sogar deutlich stärkere Konsumimpulse. Ähnliches gilt für die Investitionstätigkeit. Nachholbedarf gepaart mit günstigen Finanzierungsbedingungen, einer hohen Kreditvergabebereitschaft der Banken sowie einem Überhang an „cash holdings“ sollten für den nötigen Rückenwind sorgen.

Das gilt erst recht, wenn die hochansteckende Omikron-Mutation die seit Frühjahr 2021 dominierende Delta-Variante als Treiber des globalen Infektionsgeschehens ablösen sollte.

Während in den USA die Sparquote 2021 um gut 4 Prozentpunkte zurückging (Jahresdurchschnitte), waren es in Deutschland (EWU-weite Zahlen liegen nicht vor) nur 1½ Punkte. 2022 sollten es laut OECD dann 5 Punkte sein (USA: 3 Prozentpunkte).

5. ABBAU DES ERSPARNISÜBERHANGS TREIBT DEN KONSUM



2. Steigende Einkommen, Vermögen und Gewinne.

Die enger werdenden Arbeitsmärkte dürften künftig für deutlich stärker steigende Einkommen sorgen. In den USA zeichnet sich das bereits ab. Flankenschutz für den Konsum kommt auch von weiter wachsenden Vermögen vor dem Hintergrund steigender Zinsen und Renditen sowie voraussichtlich zweistelliger Kursgewinne bei Aktien. Das impliziert anhaltend optimistische Gewinnerwartungen, was wiederum der Investitionsneigung der Unternehmen unter die Arme greift.

3. Gesunde Haushalts- und Unternehmensbilanzen.

Die Netto-Schuldenquoten sind, historisch gesehen, vergleichsweise niedrig. Das kontrastiert stark mit den vorangegangenen Rezessionen, als die unumgängliche Entschuldung von Firmen und Privathaushalten („deleveraging“) nur eine quälend langsame Erholung zuließ.

4. Die Angebotsschocks sollten sukzessive an Durchschlagskraft verlieren.

Während sich bei Fracht- und auch Energiekosten bereits erste Entspannungstendenzen zeigen, ist es für eine Entwarnung bei den Lieferkettenproblemen noch zu früh. Sie wirken länger als bislang veranschlagt. Hoffnung aber macht, dass die Lieferzeiten und Auftragsrückstände nicht weiter zunehmen (siehe Grafik 6). Zusammen mit der Wiederöffnung von Fabriken und der nun anziehenden (Auto)Produktion asiatischer Länder als wichtigste Industrielieferanten nährt das die Zuversicht, dass sich in Europa der Ausstoß im Verarbeitenden Gewerbe bald stabilisieren und mittelfristig wieder spürbar zulegen sollte. Auch die noch unzureichende Lagerhaltung dürfte für Impulse sorgen. Der entsprechende Einkaufsmanagerindizes liegen weltweit noch deutlich unter ihrem kritischen Wert.

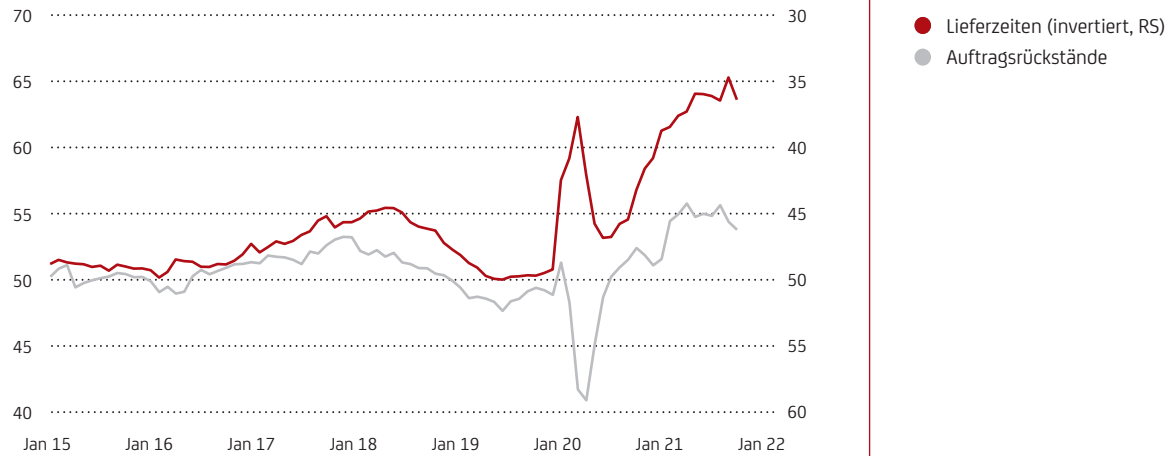
Während es unseres Erachtens gut drei Jahre dauern dürfte bis die Corona-Lücke geschlossen bzw. der Trendpfad wieder erreicht ist, waren es bei der globalen Finanzmarktkrise etwa neun Jahre.

Die Schwellenländer Asiens und Japan sollten daher die ausgeprägte Wachstumschwäche im Frühjahr und Sommer überwunden und im laufenden Quartal wieder kräftig zugelegt haben und dann auch mit viel Schwung ins neue Jahr starten.

6. NOCH KEINE ENTWARNUNG BEI LIEFERKETTENPROBLEMEN ...

... das Schlimmste aber dürfte hinter uns liegen

Einkaufsmanagerindex (Verarbeitendes Gewerbe, global)



Quelle: Markit, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

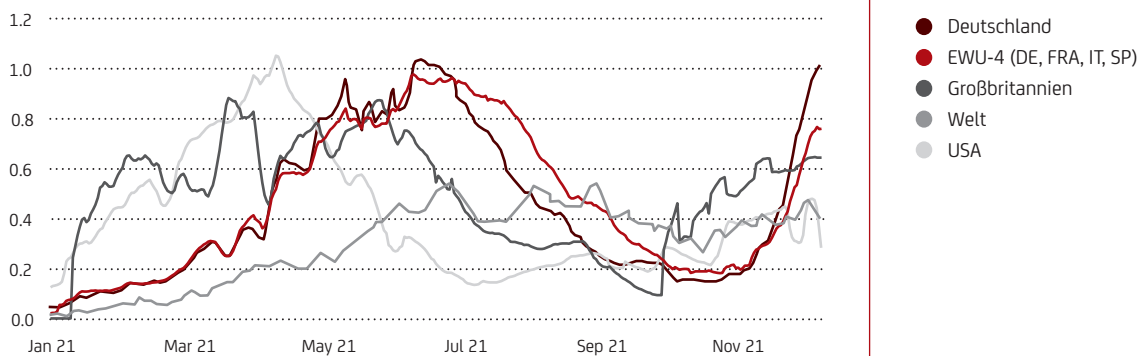
5. Zunehmende Impf- und Behandlungsfortschritte.

Gerade die jüngste Entwicklung zeigt, dass die Welt wohl (noch länger) mit wiederkehrenden Corona-Wellen leben müssen. Weiter steigende Impfquoten, die rasche Anpassung der Impfstoffe aber auch die vermehrte Ansteckung Ungeimpfter („Durchseuchung“) dürften das Infektionsgeschehen allerdings zunehmend beherrschbar machen. Vor allem aber, und das ist ökonomisch bedeutender, verringern sie Notwendigkeit und Schärfe staatlicher Restriktionsmaßnahmen. Reise- und Mobilitätseinschränkungen werden wohl deutlich abnehmen.

Längerfristig könnten sie ähnlich verlaufen wie die Grippe-Wellen (Influenza) – saisonal schwankend, aber letztlich ohne schwerwiegende Rückwirkungen auf die Konjunktur.

7. DAS IMPFTEMPO STEIGT WIEDER – IN KONTINENTALEUROPA

Impfdosen täglich (pro 100 Einwohner, geglättet)



Quelle: www.ourworldindata.org/coronavirus, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

6. Nachholbedarf bei Dienstleistungen.

Nach dem Abebben der vierten Corona-Welle dürfte die Aufholbewegung im Dienstleistungssektor nachhaltig Fahrt aufnehmen. Insbesondere die Reise-, Hotel- und Gastronomiebranche, aber auch Veranstaltungen sollten nach den Wintermonaten einen Aufschwung erleben.

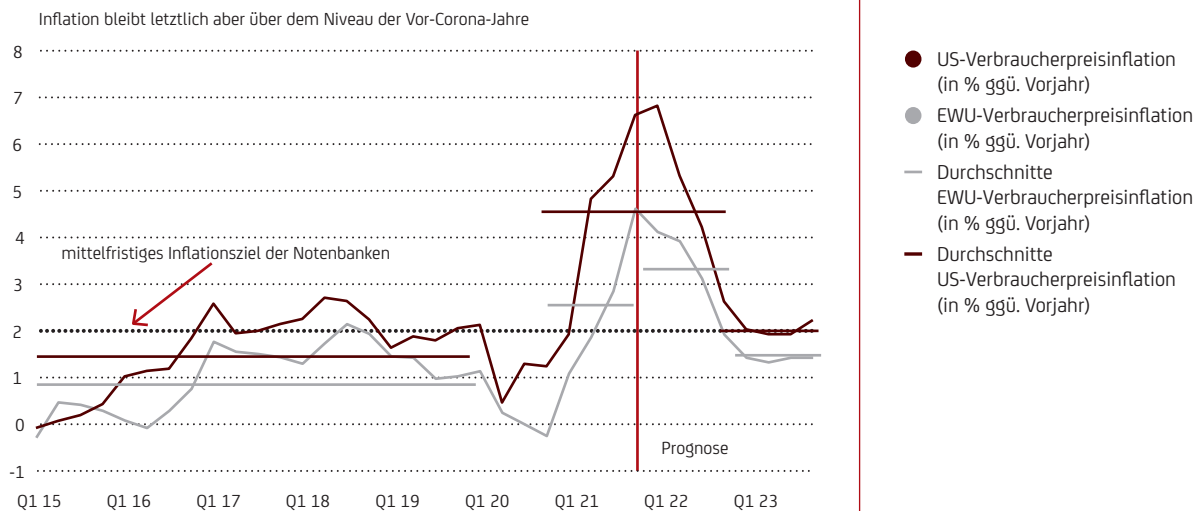
All das spricht für überdurchschnittliche Wachstumsraten 2022/23. Es gibt aber auch Belastungen, die die Dynamik einbremsen. Welche sind das?

1. Höhere Inflation.

Wir erwarten zwar weiterhin, dass sich die Teuerung im kommenden Jahr spürbar zurückbildet. Allerdings hat sich der Inflationshöhepunkt weiter nach oben und zeitlich nach hinten verschoben als ursprünglich projiziert. Zudem sollte sich auch der Rückgang der Inflation länger hinziehen, vor allem aber bei Niveaus enden, die über den Vor-Corona-Jahren liegen – speziell in den USA (siehe Grafik 8). Das bedeutet, insbesondere im ersten Halbjahr 2022, spürbare Kaufkraftverluste und dämpft die Konsumdynamik. Abbrechen lässt das die Erholung aber nicht.

Es waren vor allem Sonder- und Basiseffekte, die die Inflationsraten nach oben schnellen ließen. Mit ihrem Wegfall aber werden die Belastungen wie z.B. der starke Energiepreisanstieg mittelfristig wieder aus den Jahresraten herausfallen. Zudem nehmen die Nachfrageüberhänge bzw. die Angebotsschocks sukzessive ab. Zu den Details der Inflationsentwicklung siehe den Ausblick 2022-23 unserer Researchkollegen ([link](#)).

8. LANGWIERIGERE UND HARTNÄCKIGERE TEUERUNG



2. Beginnende Normalisierung der Geldpolitik.

Ein gestiegener Inflationsdruck gepaart mit enger werdenden Arbeitsmärkten setzt die Notenbanken unter Zugzwang. Wir rechnen mit einer raschen Rückführung der Wertpapierkäufe („Tapering“) und einer ersten Zinserhöhung durch die Fed im Sommer 2022, der bis Ende 2023 noch vier weitere folgen sollten, womöglich auch mehr. Damit wird die Fed zwar noch nicht restriktiv. Der Expansionsgrad nimmt aber ab. Realwirtschaftlich bedeutet das eine Wachstumsbelastung („monetary drag“) – allerdings eine überschaubare. Das gilt umso mehr für EZB, steht eine erste Zinserhöhung doch nicht vor dem Jahreswechsel 2023/24 an. Auch das „Tapering“ sollte weniger rasch erfolgen, selbst wenn das Pandemiekaufprogramm PEPP schon im Frühjahr ausläuft.

Gründe für die stärkere Zurückhaltung der EZB sind eine noch länger nicht geschlossene Produktionslücke im Euroraum sowie das erneute Unterschneiden der Inflation 2023 unter das 2%-Ziel.

3. Nachlassende fiskalpolitische Unterstützung.

Die massiven öffentlichen Hilfs- und Wiederaufbauprogramme waren die Wachstumstreiber schlechthin. Ab dem kommenden Jahr aber dürfte aus dem „fiscal thrust“ ein „fiscal drag“, also eine Wachstumsbelastung werden – allerdings auch eine überschaubare. Das liegt daran, dass die Regierungen – über die nächsten Jahre verteilt – Milliarden in Zukunftsinvestitionen stecken, um so den Klimaschutz, die Digitalisierung und den Ausbau der materiellen und sozialen Infrastruktur voranzutreiben. Das kompensiert die auslaufenden Hilfsprogramme weitgehend. Die Fiskalpolitik ist also weit davon entfernt wirklich restriktiv zu werden. Die Renaissance der Fiskalpolitik in Europa kontrastiert dann auch stark mit der Austeritätspolitik im Zuge der Eurokrise, die den Aufschwung nach der Finanzmarktkrise abbrechen ließ und den Euroraum wieder in die Rezession schickte.

Unter dem Strich gibt es also Gründe genug, die gegen ein frühzeitiges Abbrechen der Erholung nach dem Corona-Schock sprechen. Der Aufholprozess sollte sich fortsetzen. Mehr noch, die Weltwirtschaft dürfte auch 2022/23 überdurchschnittlich stark wachsen – auch wenn die Wachstumsraten nicht mehr die Größenordnungen erreichen, die wir noch im Sommer erwartet hatten. In unserem Basisszenario für den Euroraum rechnen wir nach dem Durchhänger im laufenden Winterhalbjahr (Inflation/Kaufkraftverluste, Angebotsschocks und Corona) mit einer Wachstumsbeschleunigung auf bis zu 5½% annualisiert, bevor sich ab dem Jahreswechsel 2022/23 die Zuwachsraten dann sukzessive Richtung Trend zurückbilden. Das aber sollte man nicht als Schwäche, sondern vielmehr als Normalisierung verstehen. Im Jahresdurchschnitt 2022 erwarten wir ein BIP-Plus von EWU-weit 4%, für 2023 von 3% (siehe Abbildung 9). Das dürfte etwas mehr sein als in den USA. Allerdings laufen wir dem US-Zyklus auch etwas hinterher.

2020/21 hat allein die Fiskalpolitik in den USA und im Euroraum jeweils rund 3½ Prozentpunkte zum Wachstum beigetragen und so die Rezession gemildert und den „Rebound“ getrieben.

Kaum war der Euroraum gegen Ende 2009 aus der Großen Rezession (Finanzmarktkrise) herausgewachsen, ließ die Euro-Staatsschuldenkrise das reale BIP Ende 2011 schon wieder schrumpfen. Es folgten fünf weitere Minusquartale.

9. UNSERE PROGNOSEN 2022/23

	2020	2021	2022	2023
Reales BIP (in % ggü. Vorjahr)				
Weltwirtschaft	-3,5	5,8	4,2	3,7
USA	3,4	5,5	3,5	2,7
EWU	-6,5	5,2	3,9	2,9
Deutschland	-4,9	2,7	3,5	3,7
Italien	-9,0	6,3	4,1	2,4
Österreich	-6,7	5,0	3,0	4,2
Inflation (in % ggü. Vorjahr)				
USA	1,2	4,7	4,7	2,0
EWU	0,3	2,6	3,2	1,4
Leitzinsen (in %, Jahresende)				
Federal Reserve	0,25	0,25	0,75	1,50
EZB	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50

Quelle: UniCredit Research, UniCredit Wealth Management

Inflation, China & Geopolitik als größte Abwärtsrisiken

Wo aber liegen die Risiken für unser doch recht zuversichtliches Basisszenario? Corona bleibt die „wild card“ auch für 2022/23 – und könnte erneut Schockwellen um die Welt schicken, falls Mutationen auftauchen, die den bisherigen Impfschutz aushebeln. Die Geopolitik ist ohnehin ein Dauerbrenner. Vermehrte Spannungen zwischen der westlichen Welt und Russland (Belarus, Ukraine) bzw. China (handels- und außenpolitisches Machtstreben, Taiwan, Menschenrechte) könnten die ohnehin schon zusammengeschmolzene Globalisierungsdividende noch weiter schmälern.

Die größten Abwärtsrisiken gehen derzeit allerdings von der Inflation aus. Allein die ständigen Aufwärtsrevisionen der vergangenen Monate mahnen zur Vorsicht. Sorge bereitet uns zum einen die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale. In den USA sind die Löhne schon kräftig gestiegen, im Euroraum noch nicht. Arbeits- und Fachkräftemangel schon so früh im Aufschwung sind indes eine schwere Hypothek, die man im Auge behalten muss. Was sich am Arbeitsmarkt zeigt, gilt auch gesamtwirtschaftlich. Die Corona-Produktionslücke wird sich viel früher schließen als nach früheren Rezessionen. Auch das übt Preisdruck aus und könnte die so wichtige Kerninflation (ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelsegmente) steigen lassen. Aber auch bei Energie drohen möglicherweise langwierigere und hartnäckigere Preisprobleme. Die jüngste Gaspreisexplosion war nicht zuletzt auf die Zusatznachfrage Chinas nach Flüssiggas zurückzuführen, das sukzessive Kohle bei der Verstromung ersetzen soll. Die ehrgeizigen Klimaziele könnten aber auch anderswo für anhaltenden Preisdruck bei Energie sorgen, etwa weil die CO₂-Preise EU-weit weiter steigen sollen.

Die Krux längerfristig überschießender Inflationsraten ist, dass die Inflationserwartungen, die jahrelang gut verankert waren (und es in unserem Basisszenario auch bleiben), nach oben ausbrechen dürften. Die Notenbanken würden dann ihre Geldpolitik schneller und stärker straffen. Insbesondere die Fed könnte sich dann früher als bislang veranschlagt dem restriktiven Terrain nähern. Höhere Zinsen und Renditen dürften auch auf andere Volkswirtschaften ausstrahlen und eine spürbare Straffung des bislang so günstigen globalen Finanzierungsumfelds nach sich ziehen. Das wiederum könnte die Diskussion über die Tragfähigkeit der in Corona-Zeiten angeschwollenen öffentlichen Schulden befeuern und die fiskalpolitischen Initiativen einbremsen. All das würde dem Wachstum mächtig zusetzen und die Erholung abbrechen lassen.

Globale Belastungen könnten auch von den binnenwirtschaftlichen Problemen Chinas ausgehen. Die konjunkturelle Vollbremsung diesen Sommer war nämlich nicht nur einer vorschnellen wirtschaftspolitischen Straffung nach dem Bilderbuch-V geschuldet, sondern auch der eskalierenden Immobilien- und Energiekrise und einer Vielzahl von Regulierungen. Hinzu kommen Strukturprobleme wie etwa die Überschuldung vieler Staatsbetriebe und Regionalregierungen sowie die Transformation des chinesischen Wirtschaftsmodells. Peking forciert den Umbau weg von Industrie und Exporten und hin zu Dienstleistungen und Konsum. Wir erwarten in unserem Basisszenario zwar, dass China dieser Balanceakt von Transformation und Lösung der Strukturprobleme halbwegs gelingen sollte. Aber er wird Wachstumspunkte kosten. Die Häufung der Herausforderungen inmitten des schärferen außenwirtschaftlichen und außenpolitischen Gegenwinds aber hat das Risiko einer (Wachstums)Rezession spürbar steigen lassen. Das würde nicht nur die Weltwirtschaft beeinträchtigen – China ist die zweitgrößte Wirtschaftsmacht – sondern auch für Turbulenzen und Verluste an den Aktienmärkten weltweit sorgen. Bleibt nur zu hoffen, dass der nächste weltwirtschaftliche Rückschlag nicht wieder von China ausgeht.

Für eine umfassende Diskussion der Risiken für unser Basisszenario siehe den „Sunday Wrap“ unseres „Group Chief Economist“, Erik F. Nielsen, vom 12. 12. 2021.

Zumindest gilt das für die Tariflöhne. Die jüngsten Lohnabschlüsse scheinen zudem konjunkturell vertretbar. Die Forderungen in kommenden Verhandlungsrunden aber dürften steigen.

Nach Angaben des IWF sind die Schuldenquoten 2020/21 (öffentliche Schulden in % des BIP) der großen Volkswirtschaften im Euroraum um gut 15 Prozentpunkte gestiegen. In den USA, Großbritannien und Japan waren es sogar rund 20 Punkte.

China hat zumindest in der Vergangenheit immer wieder bewiesen, dass es die Expertise, die ökonomischen Mittel und auch die wirtschaftspolitischen Durchgriffsmöglichkeiten hat, strukturelle Probleme zu meistern.

Schwerpunkt Megatrends

Was wir für die Zukunft erwarten



Auch im Jahr 2021 befand sich die Welt im Griff der Pandemie, wenngleich ein besserer Umgang mit dem Virus und voranschreitende Impfkampagnen dazu beigetragen haben, dass sich die globale Wirtschaft kräftig erholen konnte. Die von den Notenbanken injizierte Liquidität sowie die fiskalpolitische Hilfs- und Aufbauprogramme seitens der Regierungen unterstützten dieses Jahr nicht nur das BIP-Wachstum, sondern auch die Finanzmärkte.

Wir wollen in diesem Beitrag indes weiter in die Zukunft schauen und halten größtenteils an den von uns vor Jahresfrist bereits skizzierten Megatrends fest, wenngleich wir an einigen Stellen Anpassungen vorgenommen haben. So sehen wir nun eine neue Reflationierungs-Ära aufkommen, also die Kombination aus weiterhin expansiver Geld- und Fiskalpolitik, die nicht nur den Aufschwung nach der Pandemie, sondern vor allem das langfristige Wachstum in Europa und den USA stützen wird. Das zweite Thema, Geopolitik, beschäftigt sich mit dem anhaltenden wirtschaftlichen Aufstieg Asiens, wobei insbesondere der Aufstieg Chinas das wichtigste geopolitische Phänomen der letzten Jahrzehnte darstellt. Das Land sieht sich aber auch mit zunehmenden Gegenwinden konfrontiert, wie steigendem internationalen Druck bei der Einhaltung von Menschenrechten sowie Wachstumsrückgängen aufgrund des Umbaus seiner Wirtschaft vom Exportmodell hin zu einer dienstleistungsorientierten Volkswirtschaft. Neu in dieser Kategorie ist auch der zunehmende politische Wille, die europäische Integration voranzutreiben, was wir für die Wachstumsaussichten in Europa als positiv bewerten.

Des Weiteren hat die Pandemie bereits angelegte Trends weiter befeuert. So sehen wir einen starken Druck in Richtung neuer Technologien, mehr Klimaschutz sowie Gleichberechtigung bzw. Partizipation, wobei die beiden letzten Trends in engem Zusammenhang mit einer neuen Sensibilität für Umwelt, Soziales und „Governance“ (ESG) stehen. Ebenfalls mit der ESG-Thematik verknüpft ist der Trend hin zu einer gesunden Lebensführung, der vor allem mit einer besseren „Work-Life-Balance“, einer höheren Lebenserwartung sowie veränderten Konsumbedürfnissen einhergeht. Unser letzter Trend zur Infrastruktur 2.0 stellt eine Mischung aus digitaler, grüner und traditioneller Infrastruktur dar, die öffentliche und private Investitionen ankurbeln kann, indem sie intelligente Städte und neue Formen des Lebens sowie der Fortbewegung und Arbeit vorsieht. Damit ist dieser Trend eng mit den oben bereits genannten Trends verbunden.

Für unsere Anlagestrategie haben diese sieben Megatrends eine besondere Bedeutung. Da die Themen unserer Ansicht nach ein hohes Wachstumspotential beinhalten, werden wir unsere traditionellen Portfolien nach und nach daran ausrichten, um damit eine erkennbare Outperformance erzielen zu können.

1. Eine neue „Reflations“-Ära

Nach Jahren der fiskalpolitischen Abstinenz haben die entwickelten Nationen die wachstumsorientierte Fiskalpolitik wiederentdeckt. Zugleich bereiten sich die großen Zentralbanken darauf vor, ihre pandemiebedingten Notfallankaufprogramme schrittweise zurückzufahren, wenngleich sie ihre expansive Geldpolitik größtenteils beibehalten. Wir sind daher der Meinung, dass diese Entwicklungen eine neue Ära der Reflation einleiten, die zu großen und nachhaltigen Veränderungen führen werden.

Insbesondere in den USA dürften die langfristig angelegten Stimulusprogramme für eine Wachstumsbelebung sorgen. Der von US-Präsident Joe Biden vorgeschlagene „Build Back Better“-Plan wurde kürzlich vom US-Repräsentantenhaus bestätigt und liegt nun dem Senat zur Entscheidung vor. Auch wenn dieses Programm von den ursprünglich anvisierten 3,5 Bio. USD nun auf 1,75 Bio. USD reduziert wurde und davon auszugehen ist, dass der Plan in seiner jetzigen Form im Zuge der Senatsanhörung weiter revidiert werden dürfte, teilen wir die Auffassung, dass der davon ausgehende Stimulus das langfristige Wachstum der US-Wirtschaft deutlich unterstützen wird. Auch der von den EU-Mitgliedsstaaten beschlossene befristete Wiederaufbaufond in Höhe von 750 Mrd. EUR (NextGenerationEU, NGEU), der nicht nur die Folgen der Pandemie in den Mitgliedsstaaten abfedern soll, wird die wirtschaftliche Erholung und die mittel- bis langfristige Entwicklung in Europa unterstützen. Zudem hat die EU einen Rekord-Finanzrahmen für ihren langfristigen Haushalt von über 1 Bio. EUR verabschiedet, der Anfang dieses Jahres in Kraft getreten ist.

Die damit einhergehenden Wachstumseffekte werden dafür sorgen, dass sowohl die USA und Europa auch in den kommenden Jahren mit BIP-Wachstumsraten über dem langfristigen Trend wachsen werden. Was die mittelfristige Inflationsentwicklung anbelangt, gehen wir davon aus, dass sie um die von den Zentralbanken angestrebten 2% schwanken wird, wenngleich sie in den USA streckenweise höher ausfallen dürfte als in der Eurozone. Eine in beiden Regionen anfangs länger anhaltende, höhere Inflationsrate wird hauptsächlich auf höhere Energiekosten sowie Engpässe auf der Angebotsseite zurückzuführen sein.

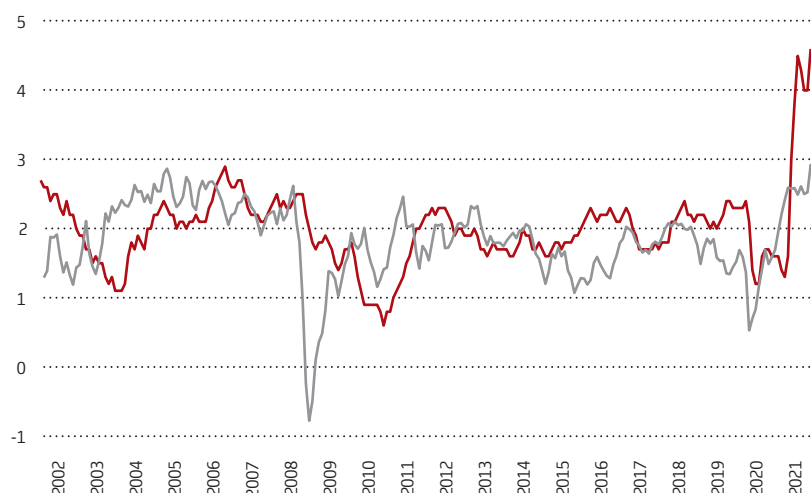
Auch die Finanzmärkte teilen die Ansicht einer länger als bisher angenommen höheren Inflationsrate. Demnach hat sich die „Breakeven“-Inflationsrate über die letzten Quartale deutlich erhöht und liefert aktuell keine Anzeichen dafür, dass sich der anhaltende Inflationsdruck rasch abbauen wird (siehe Grafik 10).

Bidens „Build Back Better“-Plan sieht u.a. Investitionen zur Bekämpfung des Klimawandels, zur Ausweitung der Gesundheitsversorgung und zur Bekämpfung der Kinderarmut vor. Dabei umfasst der größte Teil des Programms Investitionen in saubere Energie und andere Klimaschutzinitiativen.

Insgesamt hat die EU damit eine Konjunkturpaket im Gesamtwert von rund EU 1.8 Bio. EUR auf den Weg gebracht, wovon mehr als 50% in neue Prioritäten wie Forschung und Innovation, Klimaschutz und Digitalisierung fließen soll (Europäische Kommission, „The EU's 2021-2027 long-term Budget and NextGenerationEU – Facts and figures“, April 2021).

Die „Breakeven“-Inflationsrate ist ein wichtiger Indikator für die Echtzeit-Erwartungen der Finanzmärkte was zukünftige Inflationsentwicklungen betrifft. Sein Hauptwert liegt darin, dass er allgemeine Veränderungen der Inflations-tendenzen signalisieren kann. Die „Breakeven“-Inflationsrate ergibt sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Staatsanleihen und kann für unterschiedliche Laufzeiten berechnet werden.

10. FINANZMÄRKTE PREISEN LANGFRISTIG HÖHERE US-INFLATION EIN



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

- US-Verbraucherpreisinflation (Kernrate, in % gg. Vj.)
- US-Breakeven 5-Jahres-Inflationsrate (in %)

2. Geopolitik: Der anhaltende Aufstieg Asiens

Der zweite Megatrend betrifft den anhaltenden Aufstieg asiatischer Länder an die Weltspitze der entwickelten Volkswirtschaften. Den Anfang dazu machte Japan mit einem rasanten Wirtschaftswachstum in den 1960er Jahren. In den 1980er Jahren folgte dann China mit seiner Reform- und Öffnungspolitik und überholte Japan im Jahr 2010 als zweitgrößte Volkswirtschaft, hinter den USA auf Platz Eins.

Auch im internationalen Finanzbereich strebt China eine Führungsrolle an. So entfällt im Internationalen Währungsfonds (IWF) momentan der drittgrößte Stimmanteil auf China, gleich hinter Japan und den USA. Im Jahr 2016 festigte China seine Position an den internationalen Finanzmärkten durch die Aufnahme seiner Währung in den Weltwährungskorb des IWF und im Jahr 2018 mit der Aufnahme der chinesischen Festlandaktien in den MSCI Emerging Markets Index. Im Jahr 2020 folgte die Aufnahme chinesischer Staatsanleihen in den JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (GBI-EM) und den FTSE Russell Index. Daher ist es auch nicht überraschend, dass der RMB Globalization Index, der die ausländische Verwendung des Renminbis abbildet, seit dem Jahr 2018 um mehr als insgesamt 40% gestiegen ist und in diesem Jahr neue Höchststände erreicht hat (siehe Grafik 11).

Der Renminbi Globalisation Index (RGI) von Standard Chartered zielt darauf ab, das Gesamtwachstum der Offshore-Nutzung des Renminbis und damit das Ausmaß der Internationalisierung der chinesischen Währung zu messen. Der Index wird auf der Grundlage von vier Offshore-Marktkomponenten berechnet und umfasst wichtige Handelsplätze wie Hongkong, Singapur, London, New York und Paris.

11. CHINAS EINFLUSS AN DEN FINANZMÄRKTEN NIMMT WEITER ZU



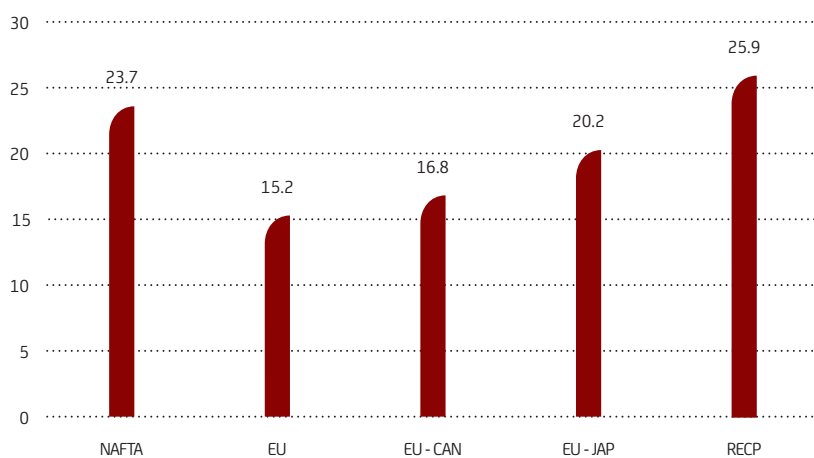
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

● Renminbi Globalisation Index (RGI)

Seine globale wirtschaftliche Integration treibt China seit dem Jahr 2013 mit Projekten zum Ausbau seiner Handelsnetze unter der Initiative „Neue Seidenstraße“ voran. Darüber hinaus konnte China mit 14 anderen Asien-Pazifik-Staaten im Jahr 2020 die weltgrößte Freihandelszone abschließen (Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP). Sie umfasst in etwa ein Drittel der Weltbevölkerung und erwirtschaftet rund 30% des weltweiten BIPs und ist somit größer als die Freihandelsabkommen zwischen den USA, Mexiko und Kanada (USMCA als Nachfolger von NAFTA) sowie der Freihandelsabkommen der Europäischen Union mit anderen Ländern (siehe Grafik 12). Aufgrund dieser Faktoren sehen wir langfristig ein immer noch hohes Wachstumspotential in der Region Asien, wenngleich Chinas Ausblick aufgrund des steigenden internationalen Drucks bei der Einhaltung von Menschenrechten und von Wachstumseinbußen durch die Transformation hin zu einer dienstleistungsorientierten Volkswirtschaft unsicherer wird.

Die „Neue Seidenstraße“ (auch „One Belt, One Road“) ist ein langfristiges Projekt Chinas zum Aufbau von Infrastrukturen in den Bereichen Transport und Handel. Als Vorbild für dieses Projekt dienen historische Routen zwischen China und dem Westen, die nun erweitert bzw. verändert werden sollen. Einbezogen in das Routensysteme werden Asien, Afrika und Europa.

12. ASIA-PAZIFIK-STAATEN SCHMIEDEN GRÖSSTES HANDELSABKOMMEN



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

● Gesamt-BIP der Mitgliedsstaaten selektierter Freihandelszonen, in 2020, in USD Bn.

Einen weiteren geopolitischen Trend sehen wir in dem politischen Willen, die europäische Integration weiter voranzutreiben. So wird die EU-Kommission zur Finanzierung ihres NGEU-Programms auf den Finanzmärkten Mittel aufnehmen, da die EU gemeinschaftlich über eine höhere Bonität verfügt als viele ihrer Mitgliedsstaaten. Des Weiteren wird eine Reform des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) angestrebt, bei der u.a. mehr Flexibilität bei der Auslegung des Paktes gefordert wird, um fiskalischen Anpassungspfade zu glätten und möglicherweise weniger Gewicht auf problematische Indikatoren zu legen (wie z.B. den strukturellen Haushaltssaldo). Aber auch die Einführung einer „goldenen Regel“, um einen Teil der öffentlichen Investitionen von den Haushaltsregeln ausnehmen zu können, wird ins Spiel gebracht. Wir bewerten die Entwicklung als positiv, da sie Europa nicht nur auf ein breiteres Wachstumsfundament stellt, sondern auch weil dadurch der Standort Europa im internationalen Wettbewerb gegenüber den USA und Asien an Attraktivität gewinnt.

De Angelis, Francesco und Frederico Mollet (2021), „Rethinking EU economic governance: The Stability and Growth Pact“, European Policy Center, November 2021.

3. Technologische Innovation

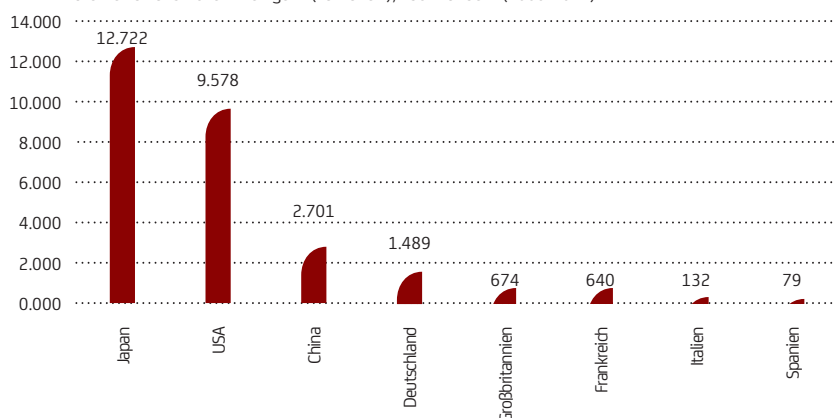
Der dritte Megatrend befasst sich mit dem Aufkommen technologischer Innovationen. Diese umfassen eine Vielzahl von Einzelaspekten, wie z.B. Digitalisierung, künstliche Intelligenz (KI), Robotics, Smart Cities, sowie Blockchain. Grundsätzlich ist eine kontinuierliche Weiterentwicklung von Technologien nichts neues, aber verglichen mit den Innovationen der letzten Jahrzehnte kommt bei diesem Trend nun ein neues wesentliches Element hinzu: nämlich das der maschinellen Intelligenz und der Entwicklung, dass diese Art von Intelligenz zunehmend in Konkurrenz zu menschlicher Intelligenz tritt und diese langfristig ersetzen wird.

Da diese neuen Technologien in alle Lebensbereiche Einzug halten, bergen sie ein hohes wirtschaftliches und berufliches Wachstumspotenzial. Andererseits können sie auch zu Verwerfungen auf dem Arbeitsmarkt führen, wenn Arbeitsplätze vernichtet werden und freigesetzte Arbeitskräfte nicht sofort an anderer Stelle eingesetzt werden können. Hierauf werden Regierungen und Unternehmen Antworten finden müssen, vermutlich über entsprechende Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen. Für europäische Unternehmen bergen die neuen Technologien eine Vielzahl von Chancen. Denn sie dienen nicht nur dazu, bestehende Produktions- und Arbeitsabläufe effizienter zu gestalten und damit die Produktivität zu erhöhen, sondern sie bieten den Unternehmen auch die Möglichkeit, sich als technologischer Innovator zwischen den USA und Asien zu positionieren. Beispielsweise bei Patenten zur künstlichen Intelligenz zeigt sich noch viel Aufholpotenzial für europäische Unternehmen (siehe Grafik 13).

Blockchain ist ein System, das Informationen derart aufzeichnet, sodass die Aufzeichnung nur sehr schwer oder gar nicht geändert oder gehackt werden kann, wodurch das System sehr sicher wird. Dieses System kann dann für jegliche Art von Transaktionen genutzt werden, wie z.B. Geldtransaktionen.

13. BISLANG KAMEN DIE MEISTEN PATENTE ZU KÜNSTLICHER INTELLIGENZ AUS ASIEN ODER DEN USA

Patente zu künstlicher Intelligenz (kumuliert), nach Ländern (2005-2017)



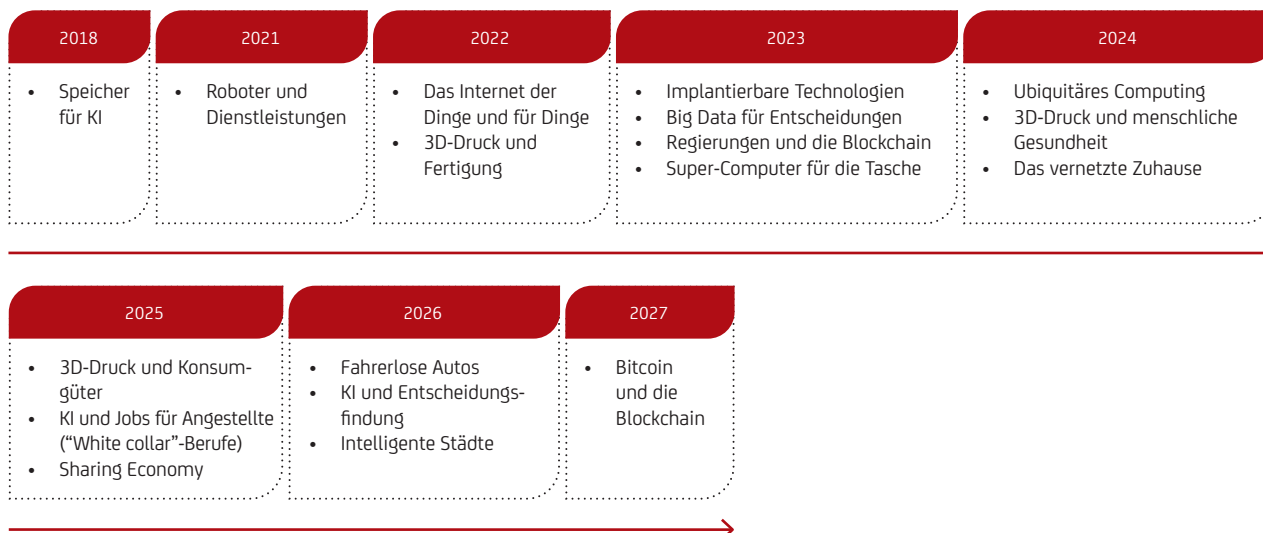
Quelle: OECD, UniCredit Wealth Management

Neben der künstlichen Intelligenz werden aber auch noch andere Felder an Bedeutung gewinnen, die für europäische Unternehmen Marktpotenziale eröffnen. Einer Umfrage des World Economic Forum aus dem Jahr 2015 zufolge wird es nach Einschätzung von IT-Experten in einer Vielzahl von Technologiefeldern innerhalb der nächsten 10 Jahre zu sogenannten „Kipp-Punkten“ kommen, die zu einer beschleunigten Anwendung der jeweiligen Technologie führen (siehe Grafik 14). Wir gehen davon aus, dass die hier beschriebenen Felder ein erhebliches Wachstumspotenzial für darin investierte Unternehmen mit sich bringen.

World Economic Forum, „Deep Shift – Technology Tipping Points and Societal Impact“, Survey Report, September 2015.

Unter Kipp-Punkt versteht man einen bestimmten Moment, an dem eine bis dahin konstante Entwicklung abrupt seine Richtung ändert und in eine beschleunigte Wachstumsphase übergeht.

14. KIPP-PUNKTE UNTERSCHIEDLICHER TECHNOLOGIEN



Quelle: World Economic Forum 2015, UniCredit Wealth Management

Anmerkung: Durchschnittliches Jahr in dem der jeweilige Kipp-Punkt einer Technologie laut Umfrage unter mehr als 800 IT-Führungskräften und Experten im Jahr 2015 erwartet wurde.

4. Klimawandel

Der nächste Megatrend betrifft den Klimawandel. Der Anstieg der globalen Erwärmung stellt die großen Volkswirtschaften vor enorme Herausforderungen. Die Wissenschaft ist sich darüber einig, dass der Anstieg der globalen Temperatur auf 1,5°C gegenüber dem vorindustriellen Niveau begrenzt werden muss, um einen katastrophalen Klimawandel zu verhindern. Das bedeutet, dass die derzeitigen jährlichen Treibhausgasemissionen von etwa 50 Mrd. Tonnen bis 2050 auf Null reduziert werden müssen.

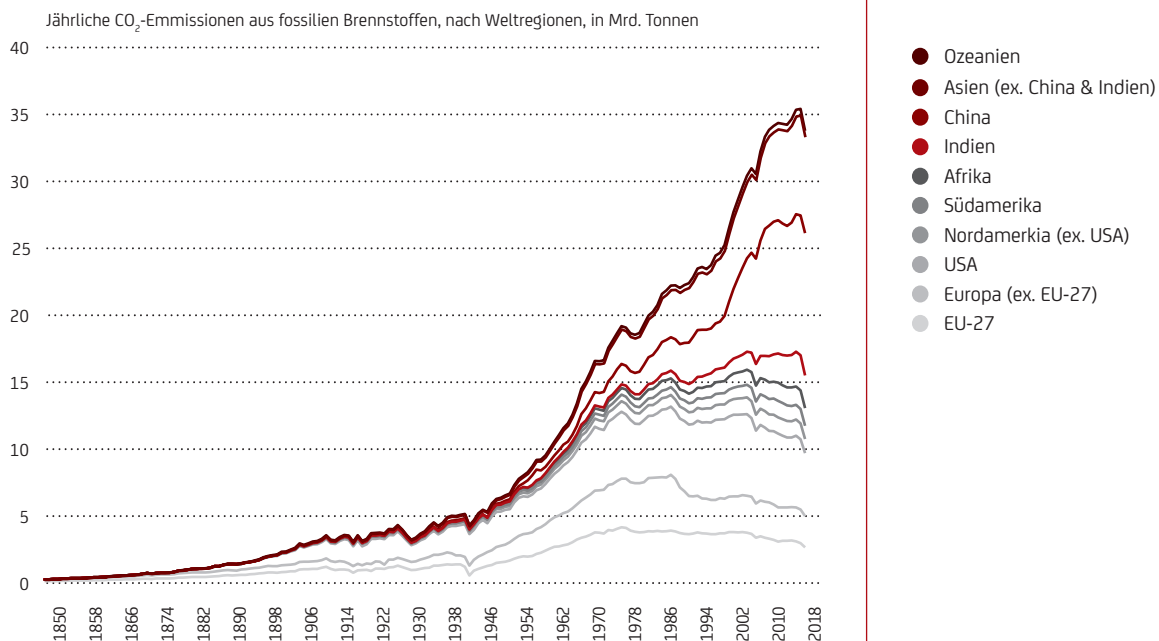
Die gute Nachricht ist, dass wir bereits über viele unterschiedliche Technologie verfügen, um Treibhausgasemissionen wirkungsvoll reduzieren zu können. Dennoch braucht es massive Investitionen des öffentlichen und privaten Sektors, um die jüngsten Vereinbarungen der COP26 sowie das Pariser Klimaabkommen einhalten zu können. Die Brüsseler Denkfabrik Bruegel schätzt, dass allein Europa dafür seine Investitionen jährlich um etwa 2% des BIP steigern muss.

Bei der Umsetzung der weltweiten Klimaziele spielt Europa eine Schlüsselrolle. Nicht nur deshalb, weil Europa signifikant zum weltweiten CO₂-Ausstoß beiträgt und daher eine Senkung der CO₂-Emissionen dieser Region geboten ist (siehe Grafik 15), sondern auch weil Europa durch seine industrielle Kompetenz und Innovationsfähigkeit eine Vorreiterrolle bei der Herstellung und Implementierung grüner Technologien einnehmen sollte. Daher haben sich alle 27 EU-Mitgliedstaaten im Rahmen des europäischen „Green Deals“ verpflichtet, Europa bis 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen. Es wurde zudem vereinbart, die Emissionen bis zum Jahr 2030 um mindestens 55% gegenüber dem Stand von 1990 zu senken. Seit 1990 haben die EU-27 ihre CO₂-Emissionen um über 26% reduziert. Auch die USA und China haben sich kürzlich dazu bekannt, den Klimaschutz in ihren Ländern zu verbessern und langfristig das Ziel der Klimaneutralität zu erreichen. Aufgrund der hohen Bedeutung Chinas und der USA beim weltweiten Emissionsausstoß werten wir dies als ein sehr positives Signal. Davon sollten vor allem Investitionen in eine grüne Infrastruktur besonders profitieren.

Die COP26 bezeichnet die 26. Weltklimakonferenz der Vereinten Nationen („Conference of the Parties“), die vom 31. Oktober bis 12. November 2021 in Glasgow stattfand. Im Fokus stand die Frage, wie beschlossene Maßnahmen verbessert werden können, um die bereits vereinbarten Klimaschutzziele erreichen zu können.

Das Pariser Klimaabkommen wurde 2016 ratifiziert und sieht vor, den Anstieg der weltweiten Durchschnittstemperatur auf deutlich unter 2°C gegenüber vorindustriellen Werten zu begrenzen. Dabei sollen Emissionen gesenkt und Finanzmittel im Einklang mit Klimaschutzziele derart gelenkt werden, sodass die Widerstandsfähigkeit der einzelnen Nationen gegen die Folgen des Klimawandels gestärkt wird.

Lenaerts, K., S. Tagliapietra and G.B. Wolff (2021) „How much investment do we need to reach net zero?“, Bruegel Blog, 25 August, ([link](#))

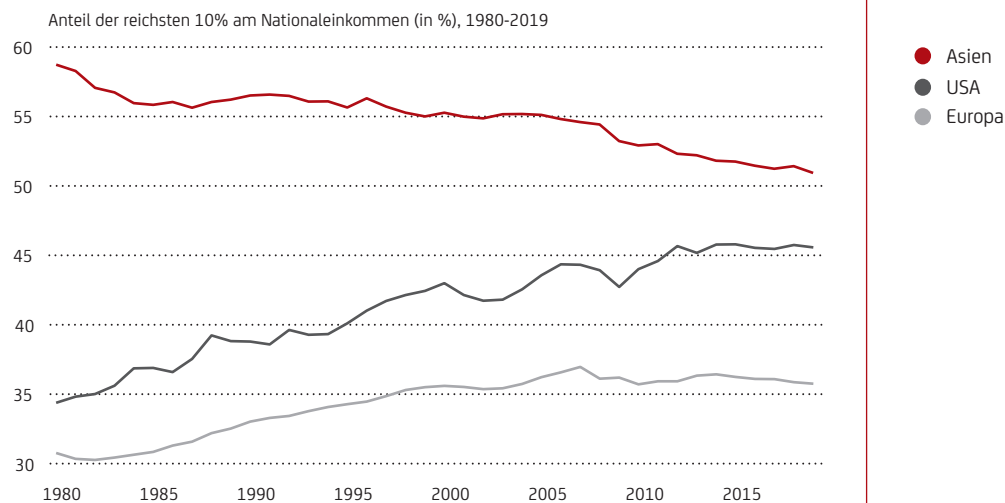
15. EUROPA KONNTE CO₂-EMISSIONEN DEUTLICH VERRINGERN

Quelle: Our World In Data, UniCredit Wealth Management

5. Gleichheit

Betrachtet man den Trend zu mehr Gleichheit, so lässt sich zunächst feststellen, dass die Ungleichheit bei den Einkommen über die letzten Jahrzehnte insbesondere in den entwickelten Ländern zugenommen hat. Dabei unterscheiden sich die einzelnen Industrienationen jedoch zum Teil erheblich. So ist die Einkommensungleichheit in den USA stärker gestiegen als in Europa. Während die reichsten 10% in Europa ihren Anteil am gesamtwirtschaftlichen Einkommen von um die 30% im Jahr 1980 auf etwas über 35% kurz vor der Pandemie steigern konnten, haben die reichsten 10% in den USA ihren Anteil von etwas unter 35% auf über 45% ausgeweitet (siehe Grafik 16). Seit einigen Jahren stagniert diese Entwicklung jedoch und in Europa ist zuletzt sogar ein leichter Rückgang erkennbar. Der Anteil der reichsten 10% in Asien war dagegen im gesamten Zeitraum rückläufig. Letzteres hat auch erheblich dazu beigetragen, dass die weltweite Einkommensungleichheit über die letzten beiden Jahrzehnte zurückgegangen ist.

16. EUROPAS EINKOMMENSUNGLEICHHEIT ZEIGT RÜCKLÄUFIGE TENDENZ

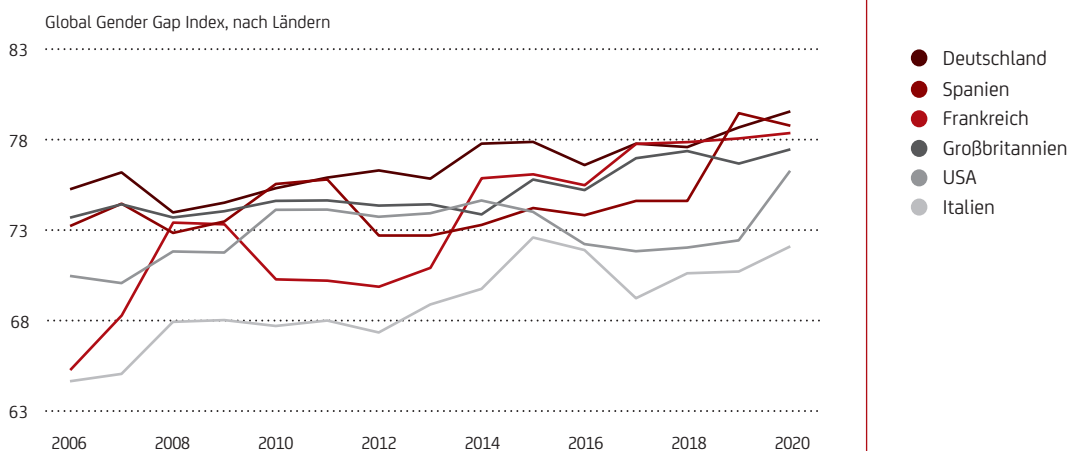


Quelle: World Inequality Database, UniCredit Wealth Management

Auch bei der Geschlechterungleichheit lässt sich ein Abbau über das letzte Jahrzehnt erkennen. So hat sich der „Global Gender Gap“-Index der vom World Economic Forum jedes Jahr seit 2006 ermittelt wird, bis 2020 sukzessive verringert. Dabei haben insbesondere die europäischen Länder große Fortschritte bei der Geschlechterparität erzielt. Für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien ergibt sich im Jahr 2020 eine durchschnittliche geschlossene Lücke von rund 77% (siehe Grafik 17). In den USA wurden zuletzt rund 76% der Lücke geschlossen.

Der „Global Gender Gap“-Index misst die Werte auf einer Skala von 0 bis 100, wobei dieser als Abstand zur Parität interpretiert werden, d. h. sie bezeichnen den Prozentsatz des Geschlechtergefälles, der geschlossen wurde. Der Index umfasst vier Dimensionen: 1) wirtschaftliche Teilhabe und Chancen, 2) Bildungsniveau, 3) Gesundheit und Überleben, sowie 4) politische Ermächtigung.

17. GESCHLECHTERLÜCKE IN EUROPA SCHLIESST SICH WEITER



Quelle: World Economic Forum, World Bank, UniCredit Wealth Management

Der allgemeine Trend zu mehr Gleichheit, insbesondere aber auf der Geschlechterseite, ist vor allem deshalb zu begrüßen, da mit ihm positive Effekte auf die Wachstums- und Wohlstandsentwicklung einhergehen. Nach Angaben des Europäischen Instituts für Gleichstellungsfragen würde die Gleichstellung der Geschlechter bis zum Jahr 2050 in etwa 10,5 Mio. zusätzliche Arbeitsplätze schaffen und die Beschäftigungsquote in der EU auf fast 80% erhöhen. Das Pro-Kopf-BIP in Europa könnte bis zu diesem Zeitpunkt um nahezu 10% steigen.

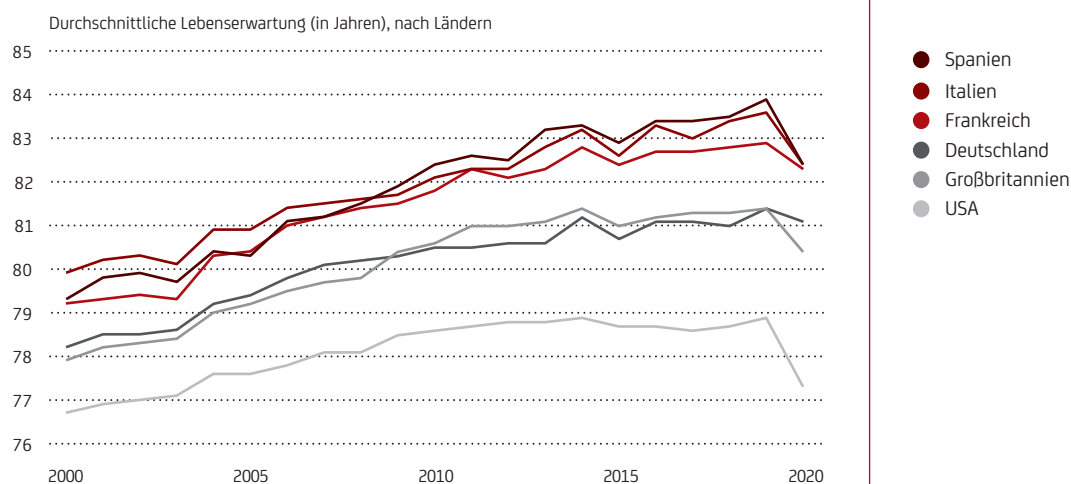
European Institute for Gender Equality, "Gender equality boosts economic growth", March 2017, [link](#).

6. Gesunder Lebensstil

Ein weiterer gesellschaftlicher Megatrend mit enormen Auswirkungen ist das wachsende Bewusstsein für einen gesunden Lebensstil. Nach einer kürzlich durchgeführten Studie von Silvan et al. (2019) verlängerte der Ausschluss der drei Risikofaktoren 1) Nichtraucher, 2) Normalgewicht und 3) niedriger Blutdruck die Lebenserwartung der Studienteilnehmer um durchschnittlich sechs Jahre im Vergleich zu denjenigen Teilnehmern, die alle drei Risikofaktoren aufwiesen. Neben einem gesünderen Lebensstil hat aber sicherlich auch eine immer bessere medizinische Grundversorgung die durchschnittliche Lebenserwartung in den OECD-Ländern ansteigen lassen: in den vier großen Eurozone-Ländern (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien) stieg die durchschnittliche Lebenserwartung von um die 79 Jahre im Jahr 2000 auf etwa 82 im Jahr 2019. Der Rückgang im Jahr 2020 ist auf die Folgen der Pandemie zurückzuführen.

Silvan, Licher et al. (2019), "Lifetime risk and multimorbidity of non-communicable diseases and disease-free life expectancy in the general population: A population-based cohort study", PLOS Medicine, February 2019, [link](#).

18. LEBENSERWARTUNG IN OECD-LÄNDERN STIEG BIS ZUR PANDEMIE DEUTLICH AN



Quelle: OECD, UniCredit Wealth Management

Auch wenn die Pandemie den Anstieg der Lebenserwartung eingebremst hat, so ist dennoch davon auszugehen, dass der Aufwärtstrend – gestützt durch Impfkampagnen und besserer Behandlungsmethoden einer Covid-19-Erkrankung – vor allem durch das hohe Interesse an einem gesunden Lebensstil intakt bleiben wird.

Eine zunehmend älter werdende Bevölkerung in den Industrienationen, die auch noch gesünder lebt, wird nicht nur die Gesundheitspolitik entlasten, sondern auch die Konsum- und Arbeitsweise von älteren Menschen nachhaltig verändern. Sektoren, die sich darauf spezialisieren, werden langfristig höhere Wachstumspotential aufweisen.

ESPAS, "Global trends to 2030 – Challenges and Choices for Europe", April 2019

7. Infrastruktur 2.0

Die Infrastruktur einer Volkswirtschaft stellt einen wichtigen wirtschaftlicher Impulsgeber dar. Investitionen in eben diese Infrastruktur weisen einen deutlichen Multiplikatoreffekt auf, der das gesamtwirtschaftliche Wachstum langfristig erhöht, insofern die Investitionen effektiv und an der richtigen Stelle vorgenommen werden. Die Infrastruktur umfasst zumeist physische Anlagen wie Straßen, Elektrizitätsnetze oder Häfen.

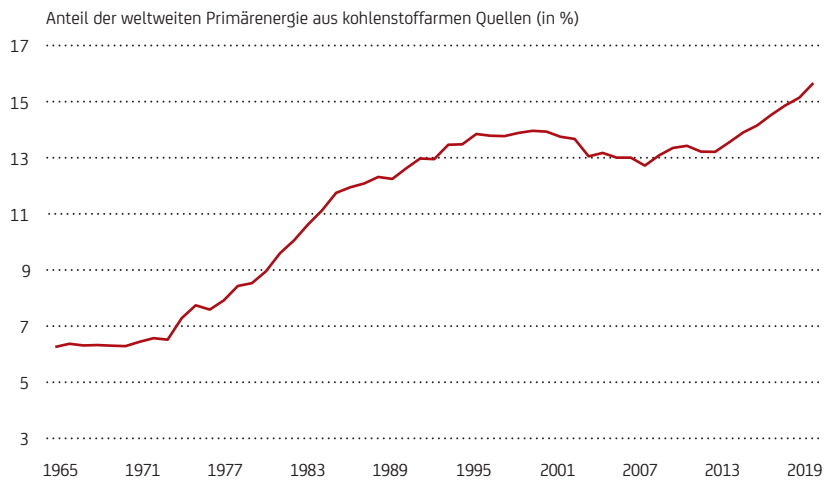
Unter unserem letzten Trend, der „Infrastruktur 2.0“, versteht man die Integration intelligenter Technologie in eben diese öffentliche Infrastruktur. So können beispielsweise neue Straßen und Autobahnen errichtet werden, die Sensoren enthalten und Fahrzeuge verfolgen, die ihrerseits ebenfalls mit Sensoren ausgestattet sind. Durch die Interaktion von Fahrzeug und Straße kann dann nicht nur eine bessere Verkehrssteuerung ermöglicht werden, sondern auch eine Steigerung der Betriebseffizienz von Fahrzeugen zur Senkung der CO₂-Emissionen. Dafür bedarf es aber des Ausbaus von Strom- und Breitbandnetzen, da ansonsten digitale Sensoren ihr Potenzial zur Messung, wo und an welcher Stelle dringende Bedürfnisse existieren, nicht ausschöpfen können. Der Trend „Infrastruktur 2.0“ vereint somit unterschiedliche Aspekte der von uns oben bereits identifizierten Trends.

Einen neuen integrierten Ansatz für Investitionen in traditionelle und neue Infrastrukturen ist das vom US-Kongress am 5. November 2021 verabschiedete Gesetz über 1,2 Bio. USD. Es sieht Investitionen in die US-Infrastruktur in Höhe von 550 Mrd. USD allein für einen Zeitraum von fünf Jahren vor. Es beinhaltet neben finanziellen Mitteln für Straßen und Brücken auch Investitionen in die Verbesserung der Breitbandinfrastruktur und Stromnetze. Zudem sind Investitionen für den Aufbau eines nationalen Netzes von Ladestationen für Elektrofahrzeuge vorgesehen.

Die Herausforderungen des Klimawandels, eine anhaltend wachsende Weltbevölkerung sowie die Bekenntnisse von Regierungen auf der ganzen Welt, ihr Engagement für eine kohlenstofffreie Zukunft zu verstärken, wird diesen Trend weiter verstärken. Dies zeigt sich auch zuletzt im Anteil der weltweiten Primärenergie, der nur aus kohlenstoffarmen Quellen erzeugt wird, und der über die letzten Jahre deutlich angestiegen ist (siehe Grafik 19).

Kohlenstoffarme Energie setzt sich aus Kernenergie und erneuerbaren Energiequellen zusammen, wobei letztere Wasserkraft, Sonnenenergie, Windkraft, Geothermie, Wellen- und Gezeitenenergie sowie Bioenergie umfassen. Traditionelle Biokraftstoffe sind hier in dieser Abgrenzung nicht enthalten.

19. DER ANTEIL KOHLENSTOFFARMER ENERGIE HAT DEUTLICH ZUGELEGT



Quelle: Our World In Data, UniCredit Wealth Management

Anmerkung: Primärenergie beinhaltet alle zur Verfügung stehenden Energiequellen, während kohlenstoffarme Energie sich ausschließlich aus Kernenergie und erneuerbaren Energiequellen zusammensetzt.

Unsere Anlagestrategie

Wachstumsbeschleunigung stützt Aktien

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

¹ Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

² mit Top-Rating

Unsere Anlagestrategie im Überblick

Aktien

Aktien global: Übergewichten

Die Kombination aus anhaltender fiskal- und geldpolitischer Stimulierung und der Erholung der Weltwirtschaft stützt Aktien – trotz der anhaltenden Corona-Unsicherheit (vierte Welle, Omikron) und nachlassendem ökonomischen Rückenwind.

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. Kurzfristig kommt Gegenwind von den wieder steigenden Infektionsraten.

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 geben indes 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 Laufzeit finanzielle nachrangige Schuldtitel.

Hochverzinsliche Unternehmensanleihen: Neutral (zuvor: Untergewichten)

Interessante Renditedifferenziale und überschaubare Ausfallraten für 2022 vor dem Hintergrund überdurchschnittlicher BIP-Wachstumsraten lassen eine relative Hochstufung ratsam erscheinen. Die kürzere Duration gegenüber Euro-Staatsanleihen und top-bewerteter Unternehmensanleihen ist angesichts der Erwartung einer sukzessiven Normalisierung der Zinssätze von Vorteil.

EWU-Staatsanleihen: Untergewichten

Wir bleiben 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 im kommenden Jahr.

Schwellenländer-Anleihen: Übergewichten

Auf der Suche nach Rendite eröffnen sich hier Kaufgelegenheiten. Eine straffende Fed, höhere langfristige US-Renditen und steigende Inflationsraten in den Schwellenländern 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. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente der Inflationsabsicherung.

Rohstoffe

Gold: Übergewichten

Gold sollte seine Rolle als „sicherer Hafen“ zur Inflationsabsicherung und gegen Unsicherheiten immer wieder entfalten können. Die sukzessive Normalisierung der Fed-Geldpolitik und der stärkere USD bremsen.

Währungen

EUR-USD

Das relative geldpolitische Auseinanderdriften von Fed und EZB stützt den US-Dollar.

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: 16.12.2021