

Monthly Outlook

Februar 2022

Am Scheideweg

Inhalt

Am Scheideweg

Seite 3

CIO Kommentar

Seite 5

Im Fokus

Seite 7

Wirtschaft & Märkte

Seite 15

Unsere Anlagestrategie

Seite 22

Im Dialog

CIO Kommentar

Am Scheideweg

Der Jahresauftakt gestaltete sich äußerst volatil. Gleichzeitig reflektiert die Performance unterschiedlicher Segmente bereits die wesentlichen Treiber und Risikofaktoren in diesem Jahr. Nach der starken Entwicklung in 2021 zeigten sich die Aktienmärkte bislang recht schwach. Die weltweiten Aktienmärkte lagen Ende Januar 5% im Minus. Die Schwellenländer konnten sich davon nicht wirklich abkoppeln; sie gaben etwa 2% nach. Diese Aktienperformance materialisierte sich vor dem Hintergrund steigender Langfristzinsen.

Innerhalb der globalen Aktienmärkte gab es deutliche regionale und sektorale Unterschiede. So gaben amerikanische Aktien im Januar etwa 5% nach, während europäische Aktien nur die Hälfte verlor. Unterteilt man die Aktienmärkte in die zwei Segmente „Growth“ (Wachstumswerte) und „Value“ (Substanzwerte), so ergibt sich noch eine weitere Differenzierung. Die Wachstumswerte gaben im Januar sowohl in Europa als auch den USA um 9% nach. Die Risikofaktoren für dieses Segment (allen voran steigende Renditen) wirkten sich also in den USA und in Europa gleichermaßen aus. Bei den Substanzwerten zeigten sich indes große Unterschiede. In Europa konnten sie um 2,6% zulegen, während sie in den USA um 2,6% abrutschten. Substanzwerte machen also den Unterschied aus.

Das passt zu der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Entwicklung. Die Erholung nach dem Corona-Schock schreitet trotz des Durchhängers zum Jahreswechsel voran. Dies führt einerseits zu wohl länger anhaltenden hohen Inflationsraten, denen die Zentralbanken mit einer baldigen Straffung ihrer Geldpolitik begegnen wollen. Andererseits dürfte das Wirtschaftswachstum 2022 nicht mehr so hoch ausfallen wie noch im Vorjahr, aber immer noch deutlich über dem Vor-Corona-Trendpfad liegen. Diese überdurchschnittliche Wachstumsdynamik sollte noch bis ins kommende Jahr reichen. Davon werden in zunehmendem Maße wohl auch Branchen profitieren, die in der Coronakrise ins Hintertreffen geraten sind. Sie sind aber typischerweise nicht so hoch bewertet und eher dem Substanzwerte-Segment zuzuordnen. Die Rotation von Wachstums- zu Substanzwerten sollte 2022 weitergehen und wird durch die Kombination aus robustem Wirtschaftswachstum und einer Straffung der Geldpolitik begünstigt. Die Straffung der geldpolitischen Rahmenbedingungen erfordert eine selektive Herangehensweise bei der Auswahl an Aktien.

Manuela D’Onofrio



Head of Group Investment Strategy

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germany)

Es bleiben jedoch Risiken, die Anleger im Auge behalten sollten. Die wichtigsten bleiben aus unserer Sicht Corona, die hartnäckige Inflation und geopolitische Risiken. Die Omikron-Welle belastet nach wie vor Wirtschaft und Gesellschaft rund um den Globus. Jenseits der kurzen Frist aber gibt es berechnete Hoffnung auf Entspannung, weil die fortschreitende Immunisierung – sei es durch Impfung oder Ansteckung – die Gesundheitssysteme bzw. die kritische Infrastruktur immer weniger gefährdet. Kontakt- und Mobilitätseinschränkungen dürften zurückgefahren werden und bald wegfallen. Trotzdem bleiben Restrisiken, etwa das Aufkommen von Mutanten, die den erworbenen Immunschutz umgehen. Für den Herbst können weitere Corona-Wellen jedenfalls nicht ausgeschlossen werden. Deren ökonomische Auswirkungen sollten aber begrenzt bleiben und allenfalls für erhöhte Volatilität an den Kapitalmärkten sorgen.

Die hohen Inflationsraten prägen nach wie vor das globale Marktumfeld. Die amerikanische Zentralbank (Federal Reserve) hat deshalb ihre Rhetorik deutlich verschärft. Wir erwarten die erste Zinserhöhung bereits Mitte März. Ihr sollten weitere folgen, sodass das Zinsniveau bis Ende 2023 von derzeit nahe Null auf 2% steigen dürfte. Vor Kurzem hat auch die EZB schärfere Töne angeschlagen und signalisierte nicht nur einen beschleunigten Ausstieg aus der quantitativen Lockerung, sondern auch eine frühere Zinserhöhung als bisher angenommen – möglicherweise schon gegen Ende dieses Jahres.

Zuletzt spielten auch geopolitischen Faktoren, insbesondere der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine eine wichtige Rolle an den Märkten. Auch die Spannungen zwischen China und Taiwan sollten nicht unterschätzt werden. Das Risiko-Rendite-Profil dürfte indes stark asymmetrisch ausfallen. Für den Fall, dass sich die geopolitischen Risiken materialisieren, sollte das (temporäre) Rückschlagspotenzial deutlich größer sein als das Gewinnpotenzial für den Fall, dass die Konflikte nicht eskalieren. Derzeit erscheinen aber Entwicklungen, die das Kapitalmarktumfeld nicht stark beeinträchtigen, das wahrscheinlichste Resultat. Eine weitere Eskalation bleibt somit ein Risikoszenario und wird nicht Teil unseres Basisszenarios. Nichtsdestotrotz werden wir diese Entwicklungen genau beobachten.

Insgesamt bleiben wir optimistisch. Der Einfluss der Corona-Pandemie lässt nach, eine weitere Normalisierung des gesellschaftlichen Lebens steht bevor, die europäische Wirtschaft wird spürbar wachsen und der Inflationsdruck sukzessive nachlassen. Gleichzeitig straffen die Notenbanken ihre Geldpolitik – in den USA deutlicher als in Europa. Aber auch hierzulande werden die Renditen steigen. Da dies aber im Rahmen einer fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung erfolgt, sollte das die Konjunktur nicht gefährden.

Im Fokus

US-Aktienmarkt – eine Hand voll Unternehmen macht den Unterschied

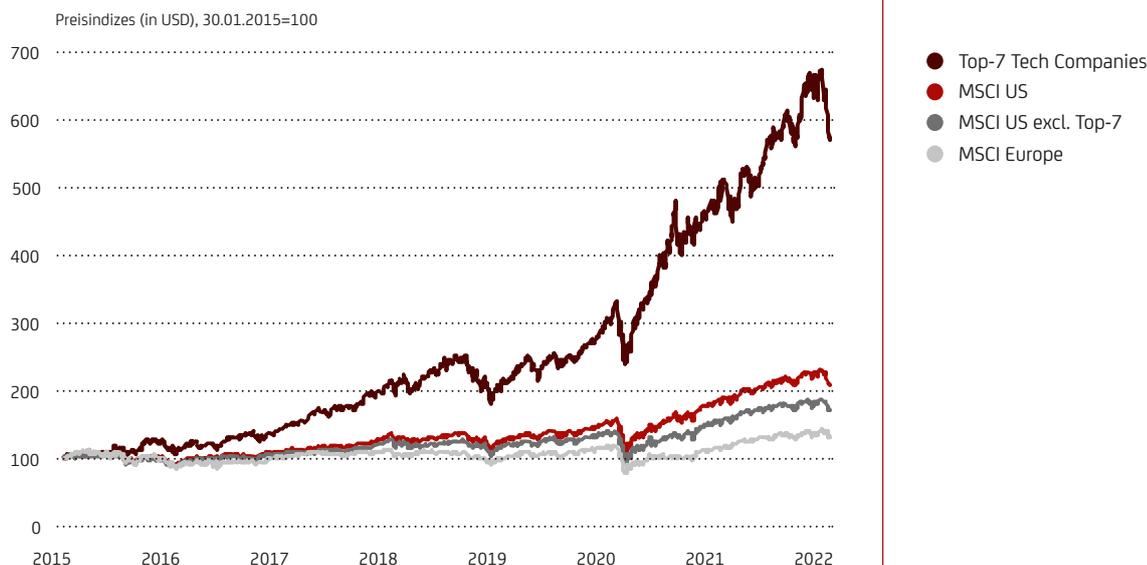
Das vergangene Jahr bestätigte einmal mehr die Dominanz des US-amerikanischen Aktienmarktes. 2021 stiegen US-Aktien das dritte Jahr in Folge zweistellig. Im Schnitt legten sie um fast 25% zu – jedes Jahr! Die Performance europäischer Aktien fiel im Vergleich dazu deutlich ab. Sie legten zwischen 2019 und 2021 nur um 12% pro Jahr zu. Vergleicht man die Jahresentwicklung des MSCI USA mit dem MSCI Europa, so muss man schon bis ins Jahr 2015 zurückgehen, um eine Outperformance europäischer Aktien zu finden. Woran liegt diese Dominanz amerikanischer Aktien?

Untersucht man die Größenverteilung (basierend auf der Marktkapitalisierung der einzelnen Aktien), so findet sich im MSCI USA-Index eine deutlich stärkere Konzentration von großen Unternehmen. Die Top-10 Werte machen derzeit 28% der Gesamtmarktkapitalisierung des US-Index aus. In Europa vereinen die zehn größten Unternehmen nur 20% auf sich. Von den zehn größten US-Unternehmen kann man sieben Werte im weitesten Sinne dem wachstumsorientierten Technologiebereich zuordnen: Apple, Microsoft, Amazon, Tesla, Alphabet (Google), Meta (Facebook) und NVIDIA. In Europa finden sich unter den Top-10 nur zwei Unternehmen aus diesem Segment: ASML und SAP.

Ein weiterer Fakt ist bemerkenswert: Kein einziges europäisches Unternehmen würde es in die Top-10 des US-Index schaffen. Diese US-Dominanz gilt übrigens auch im globalen Vergleich. Im MSCI All-Country World Index, welcher weltweit (inkl. Schwellenländer) die größten Unternehmen vereint, befindet sich unter den Top-10 derzeit nur ein Nicht-US-Unternehmen: Taiwan Semiconductors.

Die sieben genannten US-Unternehmen sind nicht nur die größten in Bezug auf die Marktkapitalisierung, sie wiesen in den vergangenen Jahren auch eine starke Performance auf. In der nachfolgenden Grafik vergleichen wir die Preisperformance von MSCI USA und mit dem MSCI Europa und haben zusätzlich noch die Performance der genannten Top-7 US-Unternehmen sowie die des US-Marktes ohne diese Firmen eingezeichnet. Das Ergebnis ist beeindruckend. Der Börsenwert der US-Top-7 hat sich seit 2015 etwa versechsfacht. Im gleichen Zeitraum konnte sich der MSCI USA nur etwas mehr als verdoppeln. Der MSCI Europa stieg hingegen lediglich um rund 50%. Bereinigt man den MSCI USA jedoch um die Top-7, so legte er seit 2015 nur um 80% zu. Zudem materialisierte sich der größte Teil der Outperformance des bereinigten Index im Vergleich zum europäischen Markt in der Post-Corona-Phase.

1. AKTIENINDIZES USA UND EUROPA IM VERGLEICH



Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management. Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes können womöglich nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Stand: 30.01.2022

Diese Daten zeigen, dass der größte Teil des Unterschiedes zwischen US- und europäischen Aktienmärkten auf etwa ein halbes Dutzend Unternehmen mit globaler Dominanz zurückzuführen ist. Für Aktienanleger bedeutet dies jedoch auch, dass ein Engagement in den USA, selbst in einen Index mit mehreren hundert Titeln, mit einem gehörigen Maß an Einzeltitelrisiken verbunden ist.

Dieses Risiko zeigte sich auch zuletzt. Bis Ende Januar büßten die Top-7-Unternehmen im Schnitt etwa 15% von ihren Höchstständen ein und belasteten somit den US-Markt. Er fiel um etwa 10% zurück. Der europäische Index gab hingegen nur um etwa 5% von seinem Höchststand ab. Diese Entwicklung steht auch hinter der Trendwende weg von sogenannten „Growth“- (Wachstumswerte) und hin zu „Value“-Aktien (Substanzwerte, siehe auch unseren Im Dialog-Beitrag).

„Growth“-Aktien haben in den letzten Jahren stark von der ultralockeren Geldpolitik profitiert und sind typischerweise relativ hoch bewertet, weisen also hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf. Sie kamen zuletzt aufgrund von steigenden Renditen unter Druck. Da jedoch die Wirtschaft weiterhin kräftig wächst, wovon Substanzwerte aufgrund von steigenden Gewinnen profitieren sollten, verschiebt sich der Fokus nun auf die sogenannten „Value“-Aktien. Das bedeutet im Übrigen nicht, dass die Gewinner der Vergangenheit nun gänzlich uninteressant wären. Einige der großen Technologie-Werte in den USA haben ein robustes Geschäftsmodell, sind hochprofitabel und für die Zukunft sehr gut aufgestellt. Mittelfristig könnten deren Kurse wieder zulegen. Im aktuellen Umfeld erscheinen jedoch Substanzwerte interessanter. Und davon sollten insbesondere europäische Märkte profitieren, da europäische Unternehmen hier besonders gut aufgestellt sind.

Wirtschaft & Märkte

Weltwirtschaft: Schwächeanfall zu Jahresbeginn, aber Grund zur Hoffnung

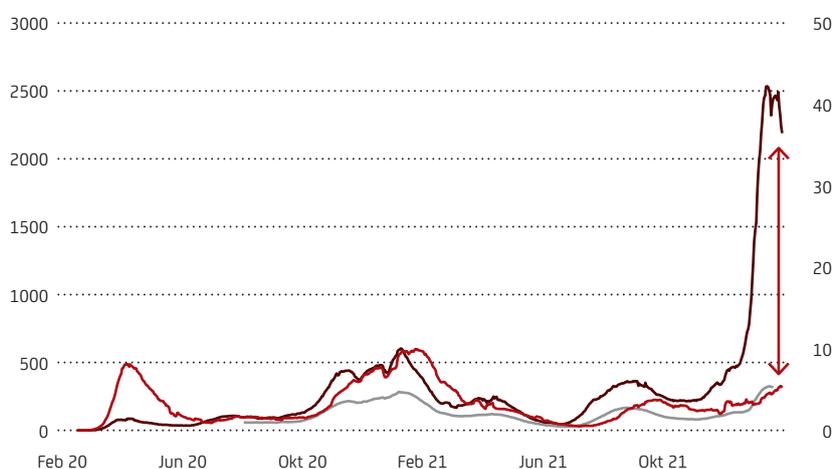
Die rasante Ausbreitung von Omikron weltweit im Verbund mit einem spürbar nachlassenden Wachstumstempo, die wohl deutlich stärkere Straffung der Geldpolitik sowie der eskalierende Russland-Ukraine-Konflikt – das sind die Themen, die Konjunktur und Märkten zum Jahresanfang zusetzen. Wir hatten all diese Entwicklungen zwar schon auf unserem Radarschirm, allerdings sorgen sie kurzfristig für stärkere Belastungen, zumindest aber für heftigere real- und finanzwirtschaftliche Schwankungen als zuvor projiziert. Die Durststrecke sollte aber bald schon wieder vorbei sein.

Omikron: Von der Pandemie zur Endemie – aber erst ab Frühjahr

Corona hält die Welt auch im dritten Jahr noch in Atem. Die hochinfektiöse Omikron-Variante breitet sich rasant aus. Der Krankheitsverlauf ist allerdings deutlich milder. So sind die Infektionszahlen in den letzten Wochen rund um den Globus regelrecht explodiert. Manche sprechen deshalb nicht mehr von einer Welle, sondern von der Omikron-Wand. Der Anstieg bei Krankenhauseinweisungen und Todesfällen fiel dagegen recht verhalten aus (siehe Grafik 2).

Gegenüber dem Zwischentief im vergangenen November haben sich die Corona-Fallzahlen der sechs größten etablierten Industrieländer verzehnfacht. Im Vergleich zum bisherigen Hoch von vor einem Jahr liegt der Faktor bei etwa fünf.

2. FALLZAHLEN EXPLODIEREN, HOSPITALISIERUNG STEIGT NUR LANGSAM



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

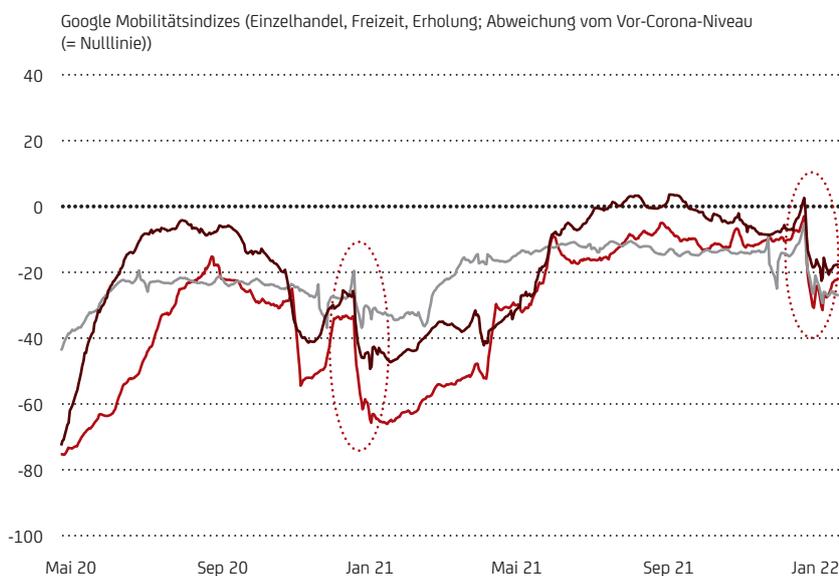
- Neue Corona-Fälle (pro 1 Mio Einwohner, geglättet, G6*)
- Wöchentliche Corona-Krankenhauseinweisungen (pro 1 Mio, G6*)
- Neue Corona-Tote (pro 1 Mio, geglättet, RS, G6*)

* G6: USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien

Grund zur vorschnellen Entwarnung ist das aber nicht – weder epidemiologisch noch ökonomisch. Zum einen laufen die Hospitalisierungs- und Todeszahlen dem Infektionsgeschehen erfahrungsgemäß hinterher, vor allem aber könnte die schiere Wucht der Neuinfektionen das Gesundheitswesen bzw. die kritische Infrastruktur noch immer an ihre Belastungsgrenzen bringen.

Zum anderen sind die gesamtwirtschaftlich so bedeutenden Mobilitätsindizes in den letzten Wochen ähnlich stark zurückgegangen wie vor einem Jahr (siehe Grafik 3) – obwohl die staatlichen Restriktionsmaßnahmen diesmal (mit Ausnahme Deutschlands) nicht wirklich verschärft wurden. Zum Teil stellt die Politik sogar schon baldige, umfassende Lockerungen in Aussicht.

3. NEUERLICHER MOBILITÄTSRÜCKGANG KOSTET WACHSTUMSPUNKTE



Quelle: www.ourworldindata.org/covid-google-mobility-trends, UniCredit Wealth Management

Konjunkturelle Bremseneffekte zu Jahresbeginn sind also nicht zu vermeiden, zumal sich Omikron, anders als die früheren Corona-Varianten, in allen Kontinenten nahezu gleichzeitig verbreitet hat. Das weltweite Wirtschaftswachstum könnte im ersten Quartal 2022 deshalb eines der schwächsten in der Post-Corona-Erholung werden.

Es gibt aber auch Anlass zur Hoffnung! So sollten die explodierenden Fallzahlen angesichts der hohen Infektiosität von Omikron ebenso rasch wieder zurückgehen („dem Virus gehen die Wirte aus“). Erste Anzeichen gibt es bereits (siehe Grafik 2). Mehr noch, mit der rasanten Verbreitung von Omikron steigt die Chance auf eine raschere Grundimmunisierung der Bevölkerung. Neuinfektionen schließen mehr und mehr die Impflücken. Schon ab dem Frühjahr könnte die Pandemie sukzessive in eine Endemie übergehen und ihre Schrecken verlieren – sofern nicht immunresistente Mutanten hochkommen (Prognoserisiko). Die Mobilität sollte dann rasch wieder auf ihre Vor-Corona-Niveaus zurückkehren. Damit könnten die aktuellen Wachstumsverluste schon im zweiten Quartal wettgemacht werden. Ab Jahresmitte sollte dann die Corona-getriebene, hohe realwirtschaftliche Volatilität normalisieren.

Vor Jahresfrist verhängten die Länder noch umfassende Kontakt- und Mobilitätsbeschränkungen („Lockdowns“), um das Infektionsgeschehen unter Kontrolle zu bringen. Die Impfkampagnen liefen damals erst an. Demnach sind die aktuellen Mobilitätsbeschränkungen primär freiwilliger Natur.

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

Das globale BIP dürfte im ersten Quartal 2022 allenfalls um annualisiert 3% wachsen. Gegen Ende 2021 waren es wohl noch 6%.

Corona-Ausbrüche sind dann wie beim Influenza-Virus saisonal und/oder regional begrenzt, Risikopatienten (primär Ältere) benötigen eine Auffrischungsimpfung. Kontakt- bzw. Mobilitätsbeschränkungen sind nicht mehr nötig. Volkswirtschaftlich haben solche Wellen kaum mehr messbare Auswirkungen.

Weltwirtschaft: Schwächeanfall – gefolgt von einem Frühjahrs-Rebound

Wie stark Corona den Konjunkturverlauf noch immer prägt, zeigen die jüngsten BIP-Zahlen. Die vierte Welle – anfangs noch Delta-, seit der Jahreswende Omikron-getrieben – trug mit dazu bei, dass sich das Wirtschaftswachstum im vergangenen Quartal EWU-weit von 9,1% annualisiert auf nur noch 1,2% massiv verlangsamt hat. Freilich trugen auch die starken Kaufkraftverluste vor dem Hintergrund spürbar gestiegener Inflationsraten maßgeblich dazu bei. Schätzungen zufolge wuchs der private Verbrauch gegen Ende letzten Jahres kaum mehr (Q3 2021: +17½% annualisiert). Dazu gesellten sich die zahlreichen Angebotschocks bzw. Angebotsengpässe (siehe Grafik 4), die primär dem Verarbeitenden Gewerbe zusetzten. Sie sind es dann auch, die das ungewohnt schlechtere Abschneiden der weltmarktorientierten deutschen Volkswirtschaft im vergangenen Quartal am ehesten erklären können.

4. WACHSTUMSBREMSE LIEFERKETTENPROBLEME

Zenit aber wohl überschritten



Quelle: Refinitiv Datastream, New York Fed, UniCredit Wealth Management

Die anderen großen Wirtschaftsräume schnitten dagegen deutlich besser ab. Die US-Wirtschaft expandierte Ende letzten Jahres um annualisiert hohe 6,9%, China um 7½% und die Schwellenländer Asiens sogar um wohl 8½%. Zugute kam ihnen dabei, dass sie von der Delta-Komponente der jüngsten Corona-Welle verschont geblieben sind (Omikron setzte erst gegen Ende letzten Jahres ein). Zudem verlief die Post-Corona-Erholung bislang phasenverschoben. Die USA und Asien hatten ihre Durchhänger im Sommer und profitierten im Jahresschlussquartal von Nachholeffekten. Der Euroraum hingegen musste dem Sommerhoch Tribut zollen.

Im laufenden Jahr dürfte die weltwirtschaftliche Entwicklung indes synchroner werden – zunächst allerdings auf sehr niedrigem Niveau. In Kontinentaleuropa bleibt das Wachstum schwach, anderswo schwächt es sich spürbar ab – insbesondere in den USA. Dort sind die Stimmungsindizes vor allem bei den Corona-sensitiven Dienstleistungen deutlich zurückgegangen (siehe Grafik 5). Eingetrübt

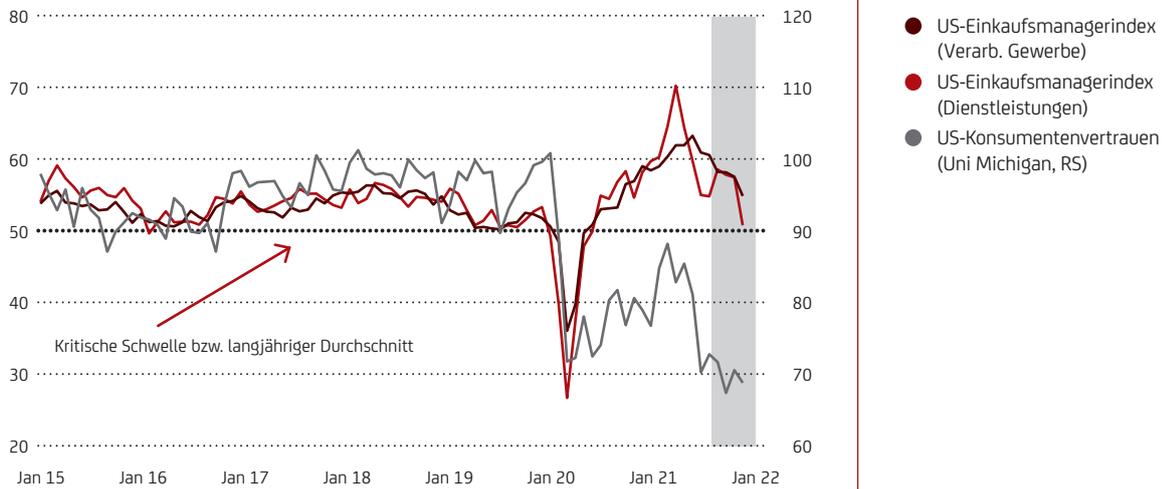
In Deutschland schrumpfte das reale BIP im vierten Quartal um annualisiert 2,9%. In Frankreich und Italien wuchs es dagegen um 2,9% bzw. 2,4%, in Spanien sogar um 8,3%. Aber auch dort hat sich das Wachstumstempo deutlich verlangsamt.

- Global Supply Chain Pressure Index (New York Fed)
- Lieferkettenindex (Durchschnitt aus Frachtkosten, Chip-, Erdgas-, Kohle- & Ölpreisen, in % ggü. Vorjahr)

Das US-BIP wuchs im dritten Quartal 2021 nur um magere 2¼% annualisiert, Chinas und Japans Wirtschaftsleistung ging sogar um 2½% bzw. 3½% zurück (Schwellenländer Asiens: +1¼%).

hat sich auch das Konsumentenvertrauen. Hinzu kommt eine technische Gegenbewegung bei der Lagerhaltung, war sie gegen Ende 2021 doch der Wachstumsträger schlechthin, als sie fast fünf Prozentpunkte zum Wachstum beitrug.

5. US-STIMMUNGSINDIKATOREN WIEDER RÜCKLÄUFIG



Quelle: Markit, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Darüber hinaus sind auch die harten Konjunkturdaten wie die Einzelhandels-, Auftrags- oder auch Produktionszahlen deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Neben der Omikron-Welle dürften dazu auch die anhaltenden Reallohnverluste beigetragen haben (die Inflation stieg im Dezember auf hohe 7%). All das impliziert ein US-Wachstum im laufenden Quartal von kaum mehr als 2% annualisiert, womöglich sogar weniger.

In Asien sollte die Wachstumsabschwächung nicht ganz so prononciert ausfallen – bleiben die Omikron-Fallzahlen doch deutlich hinter denen im Westen zurück. Aber auch Chinas rigorose Null-Covid-Strategie (mit der Stilllegung ganzer Millionenstädte) könnte Wachstumspunkte kosten. Hinzu kommen die strukturellen Probleme (Immobilien-, Energie- & Schuldenkrise). Selbst eine wieder stärkere wirtschaftspolitische Flankierung (Zinssenkungen) kann nicht verhindern, dass das BIP-Wachstum im laufenden Quartal wohl auf 4¼% und damit unter Zielwert (mehr als 5%) zurückfallen sollte.

Und Kontinentaleuropa? Der Euroraum könnte zu Jahresbeginn globales Wachstumsschlusslicht bleiben. Omikron sollte den BIP-Zuwachs in den ersten drei Monaten auf annualisiert rund 1% beschränken. Wenigstens ist das kein neuerlicher Wachstumseinbruch mehr. Für Stabilisierung auf niedrigem Niveau sprechen auch die jüngsten Konjunkturzahlen. So gab zwar der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor erneut spürbar nach, das Gros der Stimmungsindikatoren aber konnte sich zuletzt fangen oder, wie der vielbeachtete Ifo-Index, sogar leicht verbessern (siehe Grafik 6). Das gilt auch für die harten Konjunkturdaten.

Der „US Economic Surprise Index“, der die Abweichung der Datenveröffentlichungen von den Erwartungen einer Vielzahl von Indikatoren misst, ist seit seinem Zwischenhoch Anfang Dezember deutlich zurückgegangen und in den letzten Wochen in negatives Terrain abgetaucht.

Der EWU-weite „Economic Surprise Index“ zeigte in den letzten Wochen wieder nach oben. Freilich wurden im Vorfeld die Erwartungen auch spürbar nach unten geschraubt.

6. EWU: ERSTE ANZEICHEN FÜR STABILISIERUNG



Quelle: Markit, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Im Frühjahr aber sollte die Konjunktur dann wieder spürbar anziehen. Ist die Omikron-Bremse erst einmal gelöst, können sich die bereits angelegten Auftriebskräfte entfalten. Dazu zählen der im Winterhalbjahr noch akzentuierter gewordene Nachfragerückstau (insbesondere Dienstleistungen), steigende Einkommen, Vermögen und Gewinne, eine wieder wachsende Kaufkraft (rückläufige Inflation), gesunde Haushalts- und Unternehmensbilanzen, nachlassende Angebotschocks (siehe Grafik 4), die jetzt schon das Verarbeitende Gewerbe stabilisieren, sowie Fortschritte bei der Grundimmunisierung bzw. der Corona-Behandlung.

Und weil Wachstumspunkte wohl vom ersten ins zweite Quartal verschoben werden, könnte das EWU-weite BIP im Frühjahr mit 7½% sogar etwas stärker zulegen als bislang projiziert. Danach sollte sich das Wachstum sukzessive abschwächen, dabei verstetigen und auch noch 2023 über Trend bleiben. Unser Gesamtbild bleibt daher weitgehend unverändert.

Die Notenbanken ziehen die Zügel an – früher und stärker als bislang gedacht

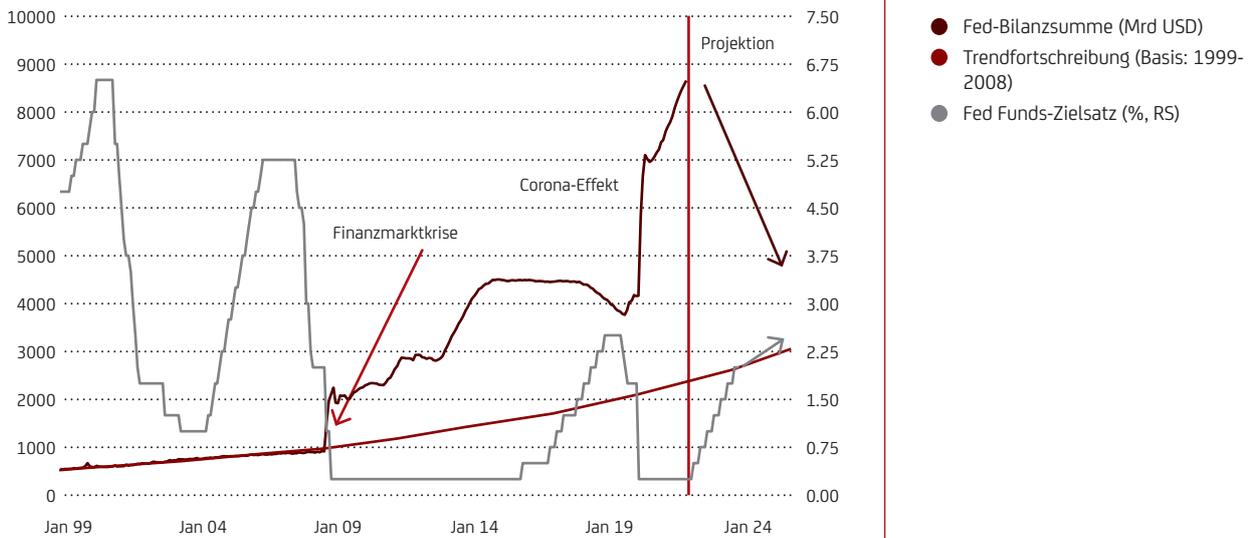
Mitten in den Omikron-induzierten Schwächeanfall der Weltwirtschaft hinein schlagen die Notenbanken schärfere Töne an. Dabei sind insbesondere die Fed bzw. die angelsächsischen Notenbanken „hawkischer“ geworden. Die Bezeichnung hawkish (von „Hawk“ engl. für Falke) steht für eine wirtschaftliches Umfeld, in der höhere Zinssätze erwartet werden. Eine „hawkische“ Notenbankpolitik ist an höheren Zinssätzen interessiert, um die negativen Auswirkungen von Inflation abzumildern. Das hat an den Märkten und auch bei uns zu einer Neueinschätzung der Geldpolitik geführt. Demnach dürfte die Fed die Rückführung ihrer Wertpapierkäufe auf Null („Tapering“) binnen weniger Wochen abgeschlossen haben, Mitte März die erste Zinsanhebung verkünden, ihr bis Ende 2023 weitere sechs Schritte à 25 Basispunkte folgen lassen und gegen Ende des laufenden Jahres mit „Quantitative Tightening“ beginnen – also ihre Wertpapierbestände und damit ihre Bilanzsumme verringern (siehe Grafik 7).

- Geschäftsklima (EU-Kommission, standardisiert)
- Konsumentenvertrauen (EU-Kommission, standardisiert)
- Ifo-Geschäftsklima (standardisiert)

Zu der detaillierten Diskussion der konjunkturellen Auftriebskräfte siehe unseren Jahresausblick vom Dezember 2021.

Zunächst sollte dabei die Fed die Mittel auslaufender Anleihen nicht mehr reinvestieren, danach aber auch über Direktverkäufe nachdenken. Zu den Details der künftigen verschärften Fed-Politik siehe auch unseren Im Dialog-Beitrag.

7. FED: TAPERING, ZINSERHÖHUNGEN UND QUANTITATIVE TIGHTENING



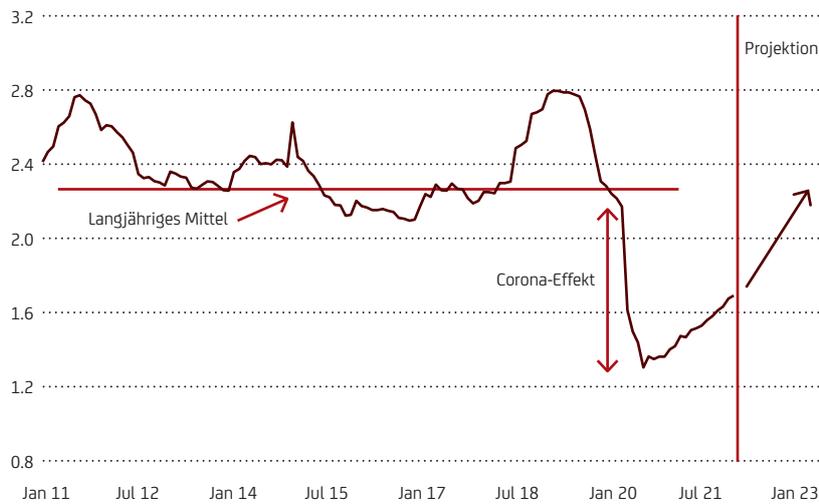
Bitte beachten Sie: Pfeile indizieren lediglich die Richtung und implizieren keine numerischen Vorhersagen. Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management.

Die Sorge um die Inflation (serwartungen) vor dem Hintergrund einer drohenden Lohn-Preis-Spirale – schon im Dezember ist die Arbeitslosenquote auf die NAIRU-Schwelle gesunken („Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment“, geschätzt: rund 4%) – und der sich bald schließenden Produktionslücke („Output Gap“) dürfte sie zu ihrer härteren Gangart bewogen haben. Die US-Wirtschaft sollte das verkraften, auch wenn der „monetary drag“ nun stärker ausfällt als bislang veranschlagt.

Die Fed ist aber nicht die einzige der großen Notenbanken, die die Zügel nun anziehen. Die Norges Bank und die Bank of England haben die Zinsen schon angehoben; weitere Schritte werden folgen. Die Bank of Canada und die neuseeländische Zentralbank stehen kurz davor, Australien dürfte nachziehen. Zusammen mit den Schwellenländer-Notenbanken, die sich schon seit Ende 2020 im Zinsanhebungsmodus befinden (um Abwertung und Kapitalflucht zu vermeiden), sollte das dafür sorgen, dass der globale Leitzins auf Jahressicht wieder sein Vor-Corona-Niveau erreicht hat (siehe Grafik 8).

Im Dezember fiel die US-Arbeitslosenquote überraschend stark von 4,2% auf 3,9%, weil das Arbeitsangebot nicht mit der Nachfrage mithalten konnte. Unternehmen haben immer mehr Schwierigkeiten, freie Stellen zu besetzen. Viele potenzielle Arbeitskräfte haben sich mit Corona vom Arbeitsmarkt zurückgezogen (deutlich niedrigere Partizipationsrate). Deshalb blieb auch der Beschäftigungszuwachs zuletzt hinter den Erwartungen zurück.

8. ANFANG 2023 WIEDER AUF VOR-CORONA-NIVEAU



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Lange Zeit übte sich die Europäische Zentralbank (EZB) dagegen in verbaler Zurückhaltung. Dafür mag es gute Gründe gegeben haben – etwa die Erwartung, dass – anders als in den USA – die Inflation mittelfristig wieder unter das EZB-Ziel rutschen würde. Zudem sollte es noch bis Herbst 2023 und damit eineinhalb Jahre länger als in den USA dauern, bis die Produktionslücke im Euroraum geschlossen ist. Nun aber schlägt auch die EZB „hawkishere“ Töne an. Die hartnäckigere Inflation und auch das Thema Arbeitsmarkt- und Lohnentwicklung dürften ausschlaggebend gewesen sein. Hier drohen Risiken. Aber auch die verschärfte Gangart von Fed & Co hat sie wohl unter Zugzwang gesetzt, weil eine zunehmende transatlantische Zinsdifferenz den Euro schwächt. Abwertung aber bedeutet einen vermehrten Import von Inflation, was dem EZB-Ziel nicht zuträglich wäre. Wir passen daher unsere Einschätzung über den Fortgang der EZB-Geldpolitik an. Die Währungshüter in Frankfurt dürften nicht nur ihren Ausstieg aus „Quantitative Easing“ beschleunigen, sondern auch früher an der Zinsschraube drehen als bisher gedacht – möglicherweise schon gegen Ende des Jahres. (Quantitative Easing: Quantitative Lockerung bezeichnet eine unkonventionelle Form der Ausweitung der Geldbasis durch eine Zentralbank. Dabei kauft die Zentralbank meist langfristige private oder öffentliche Wertpapiere, zum Beispiel Staatsanleihen, von den Geschäftsbanken auf). Der Zinszyklus dürfte aber relativ dosiert (kleine Schritte) und selektiv (anfangs eventuell nur der Einlagensatz) anlaufen.

Damoklesschwert Russland-Ukraine-Konflikt

Niemand kann seriöserweise sagen, ob Russland in die Ukraine einmarschiert. Deshalb müssen sich Analysten auf Risikoszenarien beschränken. Aber die Risiken sind spürbar gestiegen. Käme es zu kriegerischen Auseinandersetzungen, dürfte dies gravierende Folgen für Wirtschaft und Märkte haben – neben den Betroffenen auch für Westeuropa. Ökonomischer Schäden würden primär von der Unterbrechung der Gasversorgung ausgehen. Die Erdgas- und Energiepreise dürften dann erneut anschwellen, die Inflation treiben und die konjunkturelle Erholung einbremsen. Der Gegenwind für die europäischen Finanzmärkte wäre schon früher zu spüren. Die Vergangenheit zeigt, dass allein schon bei einem spürbaren Anstieg der globalen politischen Unsicherheit der US-Dollar als „sicherer Hafen“ bzw. die US-Märkte die anderen regionalen Aktienmärkte (zumindest relativ) austechen können (siehe Grafik 8). Die ökonomischen Schäden aber wären nichts im Vergleich zur humanitären Katastrophe und den langfristigen geopolitischen Folgen. Bleibt nur zu hoffen, dass sich der Konflikt diplomatisch lösen lässt.

● Globaler* Leitzins (%)

*aggregierter Leitzins der 32 bedeutendsten Notenbanken, BIP-gewichtet

Wir gehen davon aus, dass sich der „Output Gap“, also die Differenz zwischen Potenzial- und tatsächlichem BIP, in den USA im Frühjahr schließen wird. Laut Internationalem Währungsfonds (IWF) war dies sogar schon gegen Ende 2021 der Fall.

Zum Jahresauftakt 2022 war das noch nicht der Fall. Die Korrektur der Technologiewerte hat die US-Indizes stärker belastet als die europäischen.

9. POLITISCHE UNSICHERHEIT KOMMT EHER DEN US-MÄRKTEN ZUGUTE



Quelle: www.policyuncertainty.com, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Unsere Anlagestrategie

Ein herausfordernder Jahresbeginn

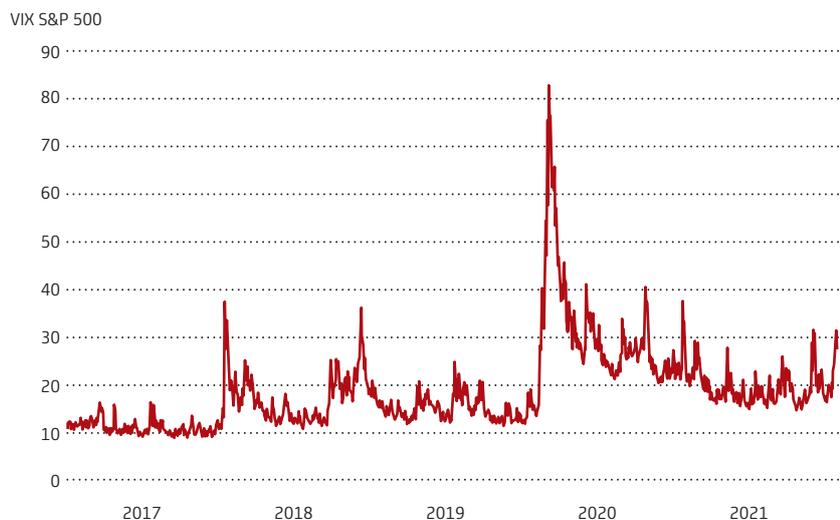
ANLAGE		INVESTMENTUNIVERSUM	UNSERE POSITIONIERUNG		
			UNTERGEWICHTEN	NEUTRAL GEWICHTEN	ÜBERGEWICHTEN
ANLAGEKLASSEN		Aktien Global	○	○	●
		Anleihen Global	●	○	○
		Geldmärkte	○	●	○
		Alternative Anlagen	○	●	○
ANLAGE- KLASSEN IM DETAIL	AKTIEN	USA	○	●	○
		Europa	○	○	●
		Pazifischer Raum ¹	○	●	○
		Schwellenländer	○	○	●
	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 Top-Rating

Aktien kamen zu Jahresbeginn unter Druck. Dies ist im Wesentlichen auf eine Kombination aus Ängsten vor steigenden Zinsen, geopolitischen Spannungen (Ukraine) und der sich ausbreitenden Omikron-Variante zurückzuführen. Infolgedessen ist auch die Aktienvolatilität, die im Jahr 2021 gedämpft war, wieder angestiegen (siehe Grafik 10).

Die Aktienvolatilität ist eine Risikokennzahl, welche die Intensität der Schwankungen eines Wertpapiers oder eines Index um den eigenen Mittelwert darstellt. Je höher die Volatilität ist, desto höher ist die Abweichung z. B. des Aktienkurses von seinem Mittelwert.

10. DIE VOLATILITÄT IST ZURÜCK



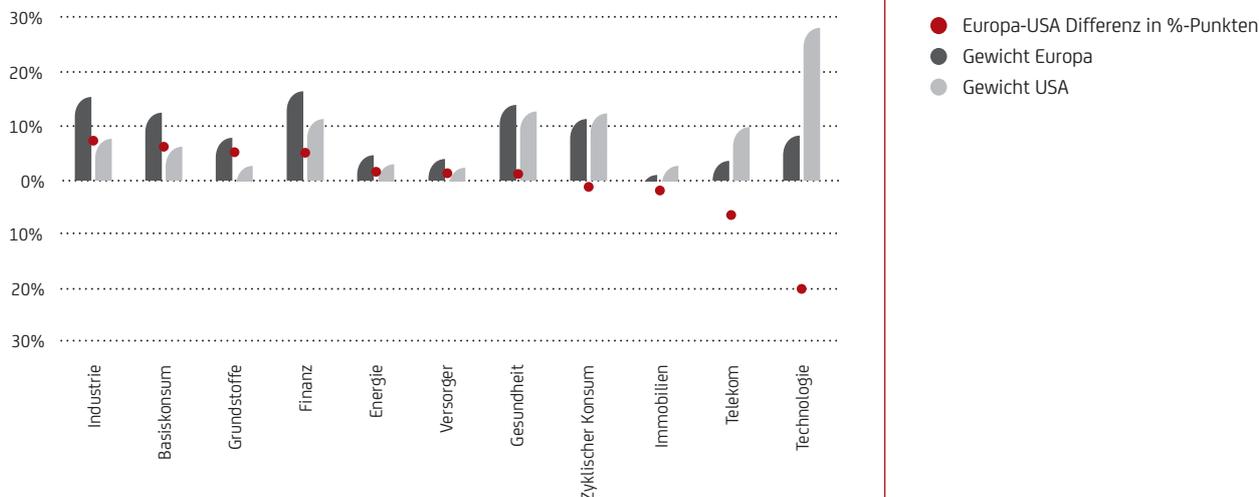
Quelle: Bloomberg, UniCredit Wealth Management

Die Risiken für unser Basisszenario scheinen sich aktuell auf die ersten Monate des Jahres zu konzentrieren, in denen die Höhepunkte der Omikron-Variante und der Inflation mit der ersten Zinserhöhung durch die Fed im März zusammenfallen. Steigende Zinsen und Renditen wirken sich wiederum auf US-Technologiewerte aus, die historisch gesehen einen Großteil des Anstiegs des US-Aktienmarktes ausmachen (siehe unseren Fokus-Beitrag). Technologieaktien gelten aufgrund ihres hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisses als „Aktien mit langer Duration“. Mit anderen Worten: Sie zahlen ihre Gewinne in einer größeren Anzahl von Jahren zurück als Aktien mit niedrigem Kurs-Gewinn-Verhältnis. Generell hat sich die Umschichtung von Wachstumswerten zu Substanzwerten fortgesetzt.

Die Sektorzusammensetzung begünstigt dabei die europäischen Indizes, die weniger technologielastig sind als ihre US-Pendants. Zudem werden europäische Aktien durch einen relativ hohen Anteil von Finanztiteln und zyklischen Werten unterstützt.

11. EUROPA: HÖHERES GEWICHT BEI FINANZ- UND ZYKLISCHEN AKTIEN

Weit weniger Technologiewerte in Europa und eine stärkere Ausrichtung auf zyklische Bereiche wie Industrie, Grundstoffe und Finanzen



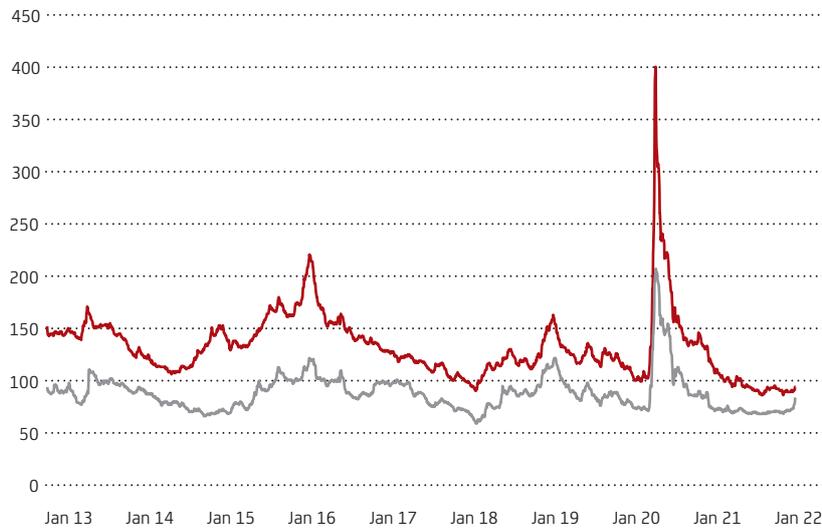
Quelle: Strategas, UniCredit Wealth Management

Ab dem Frühjahr dürfte dann die Pandemie abflauen, da die Zahl der Impfungen zunimmt und die warme Jahreszeit anbricht. Außerdem erwarten wir, dass dann die Inflation dank der allmählichen Beseitigung von Engpässen auf der Angebotsseite und eines weniger belastenden Basiseffekts ihren Höhepunkt erreicht hat. Allerdings wird wohl die Unsicherheit und die Volatilität aufgrund nachlassender geld- und fiskalpolitischer Impulse höher ausfallen als im Vorjahr. Daher sollten Korrekturen am Aktienmarkt als längerfristige Kaufgelegenheiten interpretiert werden. Insgesamt erachten wir ein aktives Management, eine Verlängerung des Anlagehorizonts sowie einen zunehmend nachhaltig (ESG) orientierten Ansatz als entscheidend.

Unterstützung für unsere generelle Aktienpräferenz kommt auch vom Gewinnwachstum. Erste Berichte der US-Gewinnssaison für das vierte Quartal 2021 werten wir als ermutigend. Bis Ende Januar hatten 20% der Unternehmen im S&P 500-Index ihre Quartalsergebnisse vorgelegt. Davon übertrafen 80% die Gewinnerwartungen. Die Sektoren, die den größten Gewinnanstieg verzeichneten, waren diejenigen, die im vergangenen Jahr am stärksten von der Pandemie betroffen waren, nämlich Energie, Grundstoffe, Industrie- und zyklische Konsumgüter. Sektoren mit einem geringeren Wachstum waren Basiskonsumgüter, Versorger, Telekommunikation und Finanzdienstleistungen. Bei den Umsätzen übertrafen sogar 83% der Unternehmen die Erwartungen, wobei alle Sektoren mit Ausnahme der Telekommunikation ein Umsatzwachstum verzeichneten. In Europa dagegen ist die Berichtssaison gerade erst angelaufen. Der Konsens erwartet für den EuroStoxx 600 einen Gewinnanstieg pro Aktie für das vierte Quartal von 42% gegenüber dem Vorjahrsquartal, für das Gesamtjahr 2022 einen von 6%. Positive Signale gibt es auch bei US-amerikanischen und europäischen Unternehmensanleihen. Während diese in der Regel den Aktien an wichtigen Wendepunkten vorauslaufen, haben sich die Renditespreads sowohl für top-geratete Unternehmen aber auch für „High Yield“-Unternehmensanleihen bisher nicht stark ausgeweitet (siehe Grafik 12).

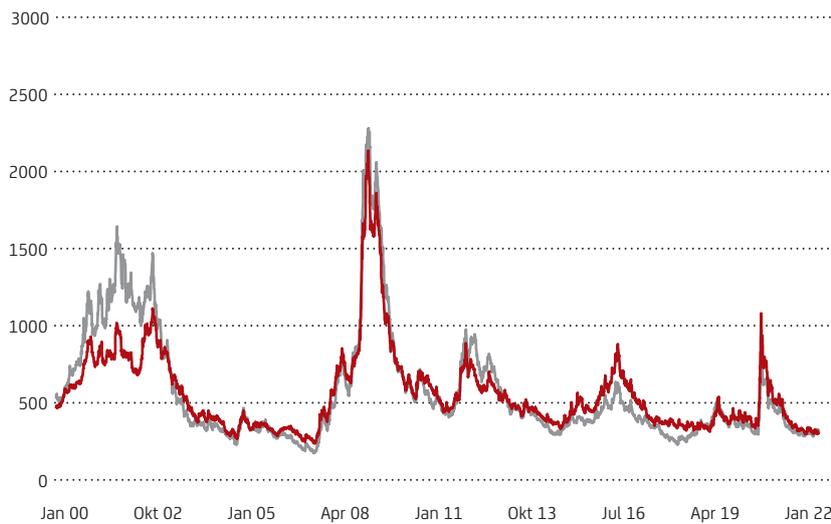
12. UNTERNEHMENSANLEIHEN: KEINE SPREADAUSWEITUNG MEHR

Kreditspannen ("credit spreads", in Bp)



- US-Unternehmen (BofAML US Corporate Master)
- Euro-Unternehmen (BofAML Euro Corporate AAA-A)

Kreditspannen ("credit spreads", in Bp)



- US-Unternehmen (BofAML US High Yield)
- Euro-Unternehmen (BofAML Euro High Yield)

Quelle: Bank of America/Merrill Lynch, 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: 30.01.2022

Kurz gesagt sind wir nach wie vor der Meinung, dass die steigende Inflation unsere strukturelle Untergewichtung globaler Anleihen unterstützt. Dabei setzen wir allerdings weiterhin auf top-geratete Unternehmensanleihen und – selektiv – auch auf Anleihen aus Schwellenländern. Wir werden genau beobachten, wie viele von den geplanten Zinserhöhungsschritten der Fed bereits von den Märkten eingepreist wurden, um entsprechende Einstiegspunkte zu identifizieren.

Die relativen Bewertungen und das über dem Trend bleibende globale Wachstum sprechen weiterhin für eine strategisch positive Haltung gegenüber Aktien. Dabei wollen wir von den Segmenten mit weniger überzogenen Bewertungen profitieren. Die expansive Geld- und Fiskalpolitik im Euroraum und eine eher wertorientierten („Value“-Aktien) Sektorzusammensetzung lassen uns an der deutlichen Übergewichtung europäischer Aktien festhalten. Wir sind auch zuversichtlich mit Blick auf Aktien aus den Schwellenländern, wo sich aufgrund günstigerer Bewertungen, steigender Rohstoffpreise und eines fortgeschritteneren Zinserhöhungszyklus langfristige Anlagepotenziale eröffnen dürften. In China, wo die Inflation rückläufig ist, hat die Zentralbank die Zinsen sogar etwas zurückgenommen. Wir bleiben neutral gegenüber US-Aktien, sind aber bereit, von der aktuellen Korrektur zu profitieren, sowie gegenüber japanischen Aktien, die durch die globale Erholung und einen schwächeren Yen Unterstützung finden.

Unsere Anlagestrategie im Überblick

Aktien

Aktien global: Übergewichten

Das sich verlangsamende, aber über dem Trend bleibende globale Wachstum stützt Aktien – trotz des Gegenwinds bzw. der höheren Volatilität aufgrund steigender Zinsen in den USA, der Pandemie und den wachsenden geopolitischen Spannungen. Die jüngsten Minuskorrekturen machen Aktienbewertungen interessanter.

Aktien Europa: Übergewichten

Die Geld- und Finanzpolitik bleibt expansiv. Positive Gewinnerwartungen, eine günstigere Sektorzusammensetzung im Vergleich zum US-Aktienmarkt sowie interessante Dividendenrenditen, die deutlich über den Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen liegen, stützen. Der Gegenwind durch Pandemie (Omikron) und geopolitische Spannungen (Ukraine) dürfte kurzfristig noch anhalten.

US-Aktien: Neutral

Ein insgesamt überdurchschnittlich bleibendes Wirtschaftswachstum stützt, die aggressivere, „hawkishere“ Gangart der Fed belastet. Die jüngste Korrektur im Verbund mit einer positiven Berichtssaison eröffnet kurzfristig selektive Kaufgelegenheiten.

Schwellenländer-Aktien: Übergewichten

Interessante Bewertungen, höhere Rohstoffpreise und ein fortgeschrittener Zinserhöhungszyklus bieten langfristige Kaufgelegenheiten. In China ist bereits eine moderate geldpolitische Lockerung im Gange. Eine ausgeprägte Länder- und Sektorselektion wird dringend empfohlen.

Asien-Pazifik-Aktien (Entwickelte Märkte): Neutral

Japanische Aktien werden durch die globale Erholung, die fiskalischen Anreize im Inland und den schwächeren Yen unterstützt. Sie bieten aber auch eine interessante Bewertung und eine hohe Gewichtung von wertorientierten/zyklischen Sektoren. Hier legen wir den Fokus aber auf Europa.

Renten

Renten Global: Untergewichten

Festverzinsliche Wertpapiere sind anfällig für hohe Inflation und steigende Zinsen.

Euro Investment Grade-Unternehmensanleihen: Übergewichten

Sie werden nach wie vor durch EZB-Käufe gestützt, sind aber aufgrund ihres geringeren Spread-Puffers anfälliger für steigende Zinsen. Wir bevorzugen nachrangige Finanzanleihen, da die europäischen Banken über einen größeren Kapitalpuffer und eine kürzere Duration verfügen.

Hochverzinsliche Unternehmensanleihen (High Yield): Neutral

Interessante Renditedifferenziale („Carry Plays“) und überschaubare Ausfallraten für 2022 vor dem Hintergrund überdurchschnittlicher BIP-Wachstumsraten stützen. Die kürzere Duration gegenüber Euro-Staatsanleihen und Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen ist angesichts der Erwartung einer allmählichen Normalisierung der Zinssätze ein Vorteil. Ihre geringere Liquidität sollte aber im Falle weiterer Marktturbulenzen beachtet werden.

EWU-Staatsanleihen: Untergewichten

Angesichts ihrer hohen Benchmark-Duration sind wir in Euro-Staatsanleihen der Kernländer untergewichtet. Wir bevorzugen Staatsanleihen der Peripherie, wie z. B. italienische und spanische Papiere, die durch die Maßnahmen der EZB und des Rettungsfonds unterstützt werden. Die Bevorzugung einer kurzen Duration und die selektive Erhöhung der Positionierung in inflationsgebundenen Anleihen kann sich als hilfreich erweisen, um dem Basisszenario einer vorerst noch hoch bleibenden Inflation zu begegnen.

Nicht-EWU-Staatsanleihen: Neutral

Wir gehen davon aus, dass die Renditen der US-Staatsanleihen im Jahr 2022 weiter steigen werden.

Schwellenländer-Anleihen: Übergewichten

Die Suche nach Rendite unterstützt unsere positive Haltung. Eine straffere Fed sowie der Inflationsdruck in den Schwellenländern aber lassen eine defensivere und selektivere Haltung ratsam erscheinen.

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 wohl 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

Die zunehmende Divergenz zwischen der Geldpolitik der Fed und der EZB unterstützt den USD.

Im Dialog

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

Italien

Die Fed wird die Zinsen anheben. Sollten wir Anleihen verkaufen?



Nun, das kommt darauf an. Wir bekräftigen unsere langfristig positive Einschätzung von Aktien gegenüber Anleihen. Das bleibt unverändert. Gegenwind kommt derzeit vor allem von der aggressiveren Haltung der US-Notenbank Fed, die zu einer Korrektur im Technologiesektor geführt hat, und von der Null-Corona-Strategie in China, die sich nach wie vor auf die globalen Lieferketten auswirkt. Unserer Ansicht nach werden sich diese Faktoren, die die Stimmung der Anleger derzeit verhageln, als vorübergehend erweisen. Dann dürften sich die Auftriebskräfte wieder durchsetzen: eine expansive Fiskalpolitik, die Normalisierung der Pandemie- und Wirtschaftslage sowie Unternehmenszahlen, die den Erwartungen entsprechen oder diese sogar übertreffen.

Wir wissen jedoch, dass ein gewisser Anteil der von uns verwalteten Portfolios in festverzinsliche Instrumente investiert sein wird. Das liegt daran, dass wir je nach Risikoprofil der Kunden ein bestimmtes Volatilitätsniveau anstreben – und genau das ist die Aufgabe der festverzinslichen Anlagen: die Volatilität der Aktien auszugleichen und so das Gesamtrisiko des Portfolios zu verringern. Tatsache ist, dass diese „Versicherungspolice“ im Laufe der Jahre immer teurer geworden ist, sind doch die nominalen Zinssätze im historischen Vergleich sehr niedrig, die realen Renditen vieler Anleihen sogar negativ.

Die jüngste „Neufestsetzung“ der US-Geldmarktkurve hat jedoch auch einen positiven Aspekt. Derzeit erwarten die Anleger von der Federal Reserve einen verschärften Zinserhöhungszyklus mit fünf Zinserhöhungen im laufenden und nicht viel weniger im kommenden Jahr. Es mag kontraintuitiv erscheinen, aber das bedeutet, dass zehnjährige Staatsanleihen ihren relativen Tiefpunkt erreicht haben könnten (in Bezug auf den Preis, den Höchststand in

Unseren Experten:

Alessandro Caviglia



CIO
Cordusio Sim

Bezug auf die Renditen), wenn die Federal Reserve diese Erwartungen voll erfüllt. Die Händler von festverzinslichen Wertpapieren und die Anleger am langen Ende schauen sich das potenzielle Zielniveau der Fed Funds in zwei Jahren genau an, und die aktuellen Renditen bei 10jährigen US-Staatsanleihen (Treasuries) von 1,80% entsprechen dem derzeitigen impliziten Muster. Dies hat in letzter Zeit zu einer massiven Abflachung der Kurve geführt, bei der die Renditen zweijähriger US-Staatsanleihen viel stärker gestiegen sind als die des langen Endes. Dies könnte sich in den nächsten Quartalen fortsetzen.

Eine andere Betrachtungsweise des Themas ist: Je glaubwürdiger die Fed in ihrer Inflationsbekämpfungsrhetorik ist, desto weniger müssen die Renditen längerfristiger Anleihen steigen, weil ihre Laufzeitriskoprämie sinkt oder sich wenigstens stabilisiert. Eine gute Möglichkeit, diese Ansicht umzusetzen, sind beispielsweise Positionen in den Anlageklassen Schwellenländeranleihen und globale Hochzinsanleihen („High Yield“), die wir kürzlich von untergewichtet auf neutral hochgestuft haben. Die meisten dieser Emissionen sind in US-Dollar denominiert, daher kauft der Anleger die US-Kurve plus den Emittentenspread. Der durchschnittliche Aufschlag eines gut diversifizierten Portfolios dieser Instrumente dient als zusätzlicher Puffer für den Fall, dass die US-Kurve sich versteilert, oder er könnte die Währungsabsicherung gegenüber dem Euro finanzieren, falls der Anleger sein USD-Engagement nicht erhöhen möchte. Dies sind Beispiele für eine „gute Duration“, bei der eine Verschiebung in Richtung längerer Laufzeiten eine Erhöhung des Risikos (wegen der Duration) bei gleichzeitiger Steigerung der potenziellen Rendite bedeutet.

Anders verhält es sich bei der EUR-Kurve, bei der die Anleger keine schnelle Zinserhöhung durch die Europäische Zentralbank erwarten, sodass die Wette auf eine lange Duration immer noch ein stark asymmetrisches Risiko-Rendite-Profil mit sich bringt. Euro-Staatsanleihen sind ein gutes Beispiel für „schlechte Duration“.

Gute Nachrichten gibt es zumindest aus Italien, wo die Bestätigung von Sergio Mattarella als Präsident für eine zweite siebenjährige Amtszeit der derzeitigen Regierung unter Mario Draghi die Fortsetzung der Reformen und des „NEXT GEN EU“-Investitionsplans erleichtert. Die politische Stabilität wird weiterhin italienische Staatsanleihen (BTPs) unterstützen, die zu unseren bevorzugten Anlagen im Segment der Euro-Staatsanleihen gehören.

Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell sagte in seiner letzten Pressekonferenz am 26. Januar, dass die Fed „humble and nimble“ sein wird. Das gilt in einem solch schwierigen Umfeld für festverzinsliche Anlagen auch für uns: Bescheidenheit und Flexibilität!

Österreich

„Value“-Aktien – warum wertorientierte Anlagen jetzt wieder boomen



Nach den starken Kursanstiegen an den internationalen Aktienmärkten im vergangenen Jahr erleben wir seit Jahresbeginn eine Korrektur und stärkere Schwankungen. Die Sorge um einen verschärften Straffungszyklus der US-Notenbank und die hohen Bewertungen der Wachstums- bzw. „Growth“-Werte, insbesondere im Technologiesektor, strapazieren die Nerven der Anleger. Die Euphorie um Technologieaktien lässt stark nach, da steigende Leitzinsen als Belastung für hoch bewertete Wachstumsunternehmen gesehen werden.

In den letzten 15 Jahren (2006-2021) erzielten Wachstumsaktien eine überdurchschnittliche Rendite im Vergleich zu Substanz- bzw. „Value“-Aktien. Die digitale Revolution, die Allgegenwart von Technologien im täglichen Leben, günstige Marktbedingungen und nicht zuletzt die Corona-Pandemie haben zu dieser glänzenden Entwicklung des Wachstumssektors an den Börsen beigetragen, der aus heutiger Sicht allerdings deutlich überinvestiert erscheint.

Wachstumswerte zeichnen sich vor allem durch ein spürbar höher geschätztes kurz- und langfristiges Gewinn- und Umsatzwachstum aus. Rund 50% der bekannten Wachstumsindizes sind derzeit dem Technologiesektor (z.B. Apple, Microsoft) oder dem Kommunikationssektor (z.B. Alphabet, Meta (Facebook)) zugeordnet. Im Gegensatz dazu ist der Buchwert von „Value“-Titeln im Verhältnis zum Kurs deutlich niedriger als der des Gesamtmarktes. Die geschätzten Gewinne pro Aktie für die nächsten zwölf Monate erscheinen interessanter. Ein großer Teil der „Value“-Aktien sind Finanzwerte, die in den letzten 15 Jahren aufgrund der Staatsschuldenkrise, der niedrigen Zinsen und der erhöhten regulatorischen Anforderungen mit Gegenwind zu kämpfen hatten.

In den letzten Wochen war eine verstärkte Umschichtung von Wachstums- zu Substanzwerten zu beobachten. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Unserer Ansicht nach haben „Value“-Aktien aus drei Gründen Aufholpotenzial. Ein Blick auf die Bewertungen zum 31. Dezember 2021 zeigt historisch außergewöhnliche Diskrepanzen zwischen dem „Growth“- und dem „Value“-Segment. Steigende Zinsen (vorerst in den USA) geben „Value“-Titeln tendenziell Rückenwind und setzen „Growth“-Werte generell unter Druck. Positiv ist auch, dass die Mehrheit der Anleger wenig oder gar nicht im „Value“-Segment engagiert ist, sodass hier Nachholbedarf besteht. Aber es wäre natürlich falsch, alle Aktien in einen Topf zu werfen. Es gibt auch interessante Wachs-

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and
Schoellerbank (Austria)

tumswerte, die ihre Bewertung rechtfertigen. Allerdings werden die Anleger in Zukunft sehr viel sensibler bei ihren Investitionen sein. Werden die Erwartungen verfehlt, könnten die Aktienkurse härter getroffen werden als in der jüngsten Vergangenheit.

Das Umfeld für Investitionen am Aktienmarkt wird in den kommenden Monaten also anspruchsvoller werden und der Fokus wird verstärkt auf Bewertungen, Ertragsqualität und langfristigen Wettbewerbsvorteilen der Unternehmen liegen. Ich wünsche Ihnen und uns für das Jahr 2022 viel Erfolg bei den richtigen Anlageentscheidungen.

Deutschland

Welche Perspektiven ergeben sich aus der letzten US-Notenbank-sitzung?



Auf ihrer letzten Sitzung im Januar beließ die US-Notenbank ihre geldpolitische Ausrichtung zwar unverändert, signalisierte aber, den Leitzins „bald“ anheben zu wollen. In der darauffolgenden Pressekonferenz verdeutlichtet der Fed-Vorsitzende Jerome Powell dann, dass der geldpolitische Ausschuss (FOMC) bereit sei, eine erste Zinsanhebung auf der kommenden März-Sitzung vorzunehmen, vorausgesetzt die Wirtschaft entwickle sich wie erwartet. Damit bestätigt Powell die Einschätzung der Fed vom Dezember, als sie die ultralockere Politik, die in den ersten Tagen der Pandemie eingeführt wurde, als nicht länger gerechtfertigt ansah. Laut den FOMC-Mitgliedern befindet sich der US-Arbeitsmarkt in der Nähe der Vollbeschäftigung. Sorgen bereitete zudem die hohe Inflationsrate, die seit Monaten deutlich über dem Ziel der US-Notenbank von mittelfristig 2% liegt.

Zum Tempo und Ausmaß der sich anbahnenden Zinspolitik gab Powell in seiner Pressekonferenz keine verbindlichen Aussagen, ließ aber die Möglichkeit für einen aggressiveren Zinsanhebungszyklus offen. Dies könnte sowohl zügigere Anhebungsschritte (eine Zinsanhebung bei jeder Fed-Sitzung anstelle jeder zweiten) als auch größere Zinsanhebungsschritte (Anhebungen von 50 anstelle von 25 Basispunkten) beinhalten. Andererseits lassen Powells Äußerungen aber auch die Möglichkeit zu, die geldpolitischen Zügel weniger straff anzuziehen, sollten sich plötzlich Abwärtsrisiken ergeben. Aktuell preisen die Finanzmärkte fünf Zinsanhebungen von je 25 Basispunkten in diesem Jahr ein. Wir gehen derzeit von vier Anhebungen aus – mit jeweils einem Anstieg pro Quartal. In der letzten Ver-



öffentlichung ihres „Dot-Plots“ im Dezember, der die durchschnittlichen Leitzinserwartungen der einzelnen FOMC-Mitglieder widerspiegelt, erwartete die Fed drei Zinsschritte im Jahr 2022.

Hinsichtlich der rund 9 Billionen US-Dollar schweren US-Notenbankbilanz plant der FOMC nun zwei Schritte vorzunehmen: Erstens hält er an seinem bisherigen Zeitplan fest, die Nettozukäufe von Staats- und Hypothekenanleihen im Rahmen seines monatlichen Anleihekaufprogramms „Anfang März“ beenden zu wollen, was de facto das Ende von „Quantitative Easing“ (QE) bedeutet. Daraus lässt sich ablesen, dass sich die Fed zuletzt nicht mehr oder weniger Sorgen um die Eindämmung der hohen Inflation gemacht hat als im Dezember. Zweitens signalisierte der Ausschuss, den Bestand der US-Notenbank an Anleihen zu einem bestimmten Zeitpunkt nach Beginn der Zinserhöhungen reduzieren zu wollen („Quantitative Tightening“). In seiner Pressekonferenz gab Powell keinen Hinweis darauf, wann genau dies der Fall sein wird, da auch der FOMC diese Entscheidung noch nicht getroffen hat. Er verwies jedoch darauf, dass die Reduzierung der Bestände „geordnet und vorhersehbar“ erfolgen wird und dass „die nächste und mindestens eine weitere“ Sitzung nötig seien werden, um die erforderlichen Details auszuarbeiten. Wir gehen davon aus, dass die Fed mit dem Abbau ihrer Anleihebestände im vierten Quartal dieses Jahres beginnen wird, wobei nach den letzten Äußerungen von Powell auch ein Quartal früher möglich wäre.

Inwieweit sich die an den Märkten abzeichnenden aggressiven Prognosen für weitere Zinssteigerungen tatsächlich einstellen werden, bleibt abzuwarten. Powell hatte in seiner Pressekonferenz explizit darauf verwiesen, dass der geldpolitische Kurs der Fed „flexibel“ sein werde. Ein aggressiverer Zeitplan für Zinserhöhungen dürfte dann gerechtfertigt sein, wenn die Glaubwürdigkeit der Fed aufgrund erhöhter Inflation und Inflationserwartungen gefährdet ist. Sollte sich dagegen die Inflation in diesem Jahr nachhaltig abschwächen, dürfte sich auch die Wahrscheinlichkeit eines aggressiveren Zinssteigerungsszenario verringern. Bis dahin werden Aktien – insbesondere aus dem Technologiesektor – jedoch weiterhin anfällig für Äußerungen der „hawkischeren“ FOMC-Mitglieder bleiben.

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: 04.02.2022