

Monthly Outlook

Mai 2022

Der Preis der Freiheit

Inhalt

Der Preis der Freiheit

Seite 3	CIO Kommentar
Seite 5	Im Fokus
Seite 9	Wirtschaft & Märkte
Seite 18	Unsere Anlagestrategie
Seite 26	Im Dialog
Seite 32	Entwicklung Finanzmarktindizes

CIO Kommentar

Der Preis der Freiheit

Der schreckliche Krieg in der Ukraine hält die Welt in Atem und seine wirtschaftlichen Auswirkungen sind an den Märkten spürbar. Zwar haben sich die europäischen Aktienindizes von den starken Kursverlusten im März deutlich erholt, die Kursschwankungen sind aber nach wie vor hoch. Neben den Auswirkungen des Kriegs und der Sanktionen – hier sind insbesondere die starken Preisschwankungen für Öl, Gas und andere Rohstoffe zu nennen – dämpfen auch noch weitere Entwicklungen die Stimmung an den Börsen. So drückt die Absicht der Federal Reserve, ihre Geldpolitik deutlicher zu straffen, auf die Kurse in den USA. Und in Europa verhagelt die Null-Covid-Politik Chinas die Stimmung, dürften die rigiden Lockdowns doch zu weiteren Störungen in den globalen Lieferketten führen. Darunter leidet die stark außenhandelsorientierte Industriestruktur Europas.

Blickt man auf die globalen Aktienmärkte, so mussten die Anleger seit Jahresbeginn Kursverluste von etwa 6% hinnehmen*. An den Rentenmärkten sah es nicht viel besser aus. Die Staatsanleihen für den Euroraum haben vor dem Hintergrund gestiegener Inflationserwartungen und aggressiv agierender Notenbanken fast 9% nachgegeben, die Renditen sind spiegelbildlich dazu spürbar gestiegen. Das bedeutet, dass die Performance von sogenannten Multi-Asset-Portfolios mit Aktien und Anleihen entsprechend gelitten hat. Die steigenden Renditen setzten beiden Vermögensklassen zu.

Das ist aber aus unserer Sicht kein Grund für Anleger, den Kopf in den Sand zu stecken. Die genannten Risikotreiber (Energiepreisschub, Inflation, Lieferkettenengpässe etc.) dämpfen zwar die Wirtschaftsaktivität und die Stimmung an den Märkten, die Aussichten für europäische und US-Unternehmen erscheinen dennoch nicht schlecht. So hat zwar beispielsweise der Internationale Währungsfonds (IWF) seine Wachstumsprognose für den Euroraum als Folge des Ukrainekrieges und weiterer Belastungen spürbar gesenkt. Er erwartet für 2022/23 aber immer noch BIP Wachstumsraten von 2,8%/2,3%. Beide Werte liegen über dem durchschnittlichen Wachstum der fünf Jahre vor der Pandemie. Für die USA projiziert der Fonds 3,7%/2,3%. Der 5-Jahresdurchschnitt 2015-2019 liegt bei 2,4%.

Manuela D'Onofrio



Head of Group Investment Solutions

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank, Germany)

Hinzu kommt, dass die Unternehmensgewinne laut Konsensschätzungen immer noch ein robustes Wachstum aufweisen dürften. Berücksichtigt man diese Gewinnerwartungen und die aktuellen Kursverluste, so haben sich die Bewertungsniveaus globaler Aktien deutlich entspannt. Das Kurs-Gewinnverhältnis (KGV) des MSCI-Europe liegt zum Beispiel bei knapp 13, wohingegen der Höhepunkt der Post-Pandemie bei über 18 lag. Das KGV des MSCI-North America ist ebenfalls spürbar zurückgegangen (aktuell: knapp 18, zwischenzeitliches Hoch: 23), liegt aber nach wie vor am oberen Ende der Bewertungsspanne der 15 Jahre vor der Pandemie. Für US-Aktien sprechen allerdings das höhere Wachstum im Vergleich zu Europa sowie die Tatsache, dass der Ukrainekrieg und seine wirtschaftlichen Konsequenzen die USA deutlich weniger treffen als uns.

Die geplante stärkere Straffung der Geldpolitik – die Federal Reserve hat deutliche Zinssteigerungen und einen spürbaren Abbau ihrer Anleihe-Bestände angekündigt – belastet zwar US-Aktien, insbesondere hochbewertete Technologiewerte, das wirtschaftliche Umfeld erscheint aber nach wie vor recht robust. Nicht umsonst denkt die Fed, dass die deutliche Straffung der monetären Kondition angeraten, aber wirtschaftlich verkraftbar ist.

Trotzdem rechnen wir zumindest für das laufende Quartal mit einer hohen Volatilität an den Finanzmärkten. Es können auch weitere (überschaubare) Rückschläge nicht ausgeschlossen werden. Das Konjunkturbild dürfte sich aber im zweiten Halbjahr aufhellen. Phasen steigender Fed-Zinsen sind üblicherweise nicht schlecht für Aktien. Eine deutliche Belastung ergab sich in der Historie typischerweise erst dann, wenn die Zentralbank angesichts einer sich eintrübenden Wirtschaftsperspektive die Zinsen wieder senken musste. Über derartige Rezessionsrisiken in den USA, ausgelöst durch eine zu starke Straffung der Geldpolitik, wird aktuell zwar debattiert. Von einer solchen Situation sind wir aber wohl noch weit entfernt.

In Europa leiden die Bürger auch unter der hohen Inflation. Anders als in den USA rührt der Preisdruck aber im Wesentlichen von der Energieseite und den Lieferkettenengpässen. Beides sind Faktoren, die sich von einer Zentralbank mit ihren Instrumenten nicht wirklich beeinflussen lassen. Hierzulande sind die Gefahren einer Lohn-Preis-Spirale zudem überschaubar. Außerdem sollte die europäische Wirtschaft von den unumgänglichen Investitionen in eine breiter aufgestellte und nachhaltigere Energieinfrastruktur und eine europäische Sicherheitsarchitektur profitieren.

Es gibt für Anleger also keinen Grund, sich zu verstecken. Die mittelfristige Perspektive erscheint günstig. Allerdings sind auch spürbare Renditepotentiale nötig, um reale Kaufkraftverluste zu vermeiden. Kurzfristig sind europäische Aktien trotz anhaltender Kursschwankungen nach den jüngsten Preisabschlägen nicht mehr überteuert. Darüber hinaus lehrt die Erfahrung, dass volatile Zeiten kein schlechter Zeitpunkt sind, sich mittelfristig Renditechancen zu erarbeiten. Trotz der zeitgleichen Belastungen von Renten und Aktien in den letzten Monaten konnten Anleger mit gut diversifizierten Portfolios – auch unter Berücksichtigung von Währungspositionen – Gesamterträgen erzielen, die deutlich weniger negativ ausfielen als die getrennte Performance von europäischen Aktien und Anleihen. Dies zeigt, dass gut diversifizierte und breit aufgestellte Portfolios auch in schwierigen Zeiten eine gewisse Stabilität bringen. Aufbauend auf dieser Stabilität könnten sich dann auch Renditepotentiale für die Zukunft realisieren lassen.

* Zu den detaillierten längerfristigen Entwicklungen der Indizes siehe die Tabelle am Ende der Publikation.

Im Fokus

Anlagestrategie: Der Branchenmix wird immer wichtiger

Nach der Pandemie ist der Ukraine-Krieg ein weiterer Schock für die Weltwirtschaft – und er verstärkt den Faktor, der in der Post-Pandemiephase die Märkte am stärksten im Griff hat: den Inflationsdruck. Der Wirkungsmechanismus des Kriegs auf Wirtschaft und Märkte unterscheidet sich aber grundsätzlich von der Corona-Krise. Investoren sollten das bei Ihrer Anlagestrategie berücksichtigen. Im Folgenden vergleichen wir diese Mechanismen und leiten daraus die Konsequenzen für die Anlagestrategie ab.

Für unsere Wirtschaft manifestiert sich der Ukraine-Krieg im Wesentlichen als Angebotschock bei Energie und Rohstoffen. Handelssanktionen und eine mögliche Unterbrechung von Energielieferungen aus Russland, ausgelöst entweder durch einen Boykott des Westens oder durch Gegenmaßnahmen Russlands, könnten weitreichende Folgen für Unternehmen und Bürger haben. Die Art dieses Schocks unterscheidet sich aber grundlegend vom Corona-Schock. Letzterer betraf vor allem die konsumnahen Dienstleistungsbranchen wie Reise, Gastronomie, Hotellerie und Handel. Zwar gab es zu Beginn der Pandemie auch Sorgen, dass sich Kontaktbeschränkungen auf industrielle Produktionsprozesse auswirken können. Und in der Tat beeinträchtigten die Lockdown-Maßnahmen die Lieferketten weltweit. Die Implikationen für das Verarbeitende Gewerbe stellten sich aber schnell als weniger dramatisch heraus als die Konsequenzen für den Dienstleistungssektor, insbesondere die konsumnahen Dienstleistungen. Strukturell bedeutete das, dass der Schock am stärksten am Ende der Produktionsketten zu spüren war. Der Konsum bestimmter Dienstleistungen wurde massiv beeinträchtigt, wovon aber andere Branchen, wie z.B. der Onlinehandel, profitieren konnten.

Der Energie-Schock als Folge des Ukraine-Krieges unterscheidet sich davon fundamental, denn er wirkt gleich am Anfang von Produktionsprozessen, z.B. bei der energieintensiven Produktion von Grundstoffen wie Stahl und Basischemie. Ein

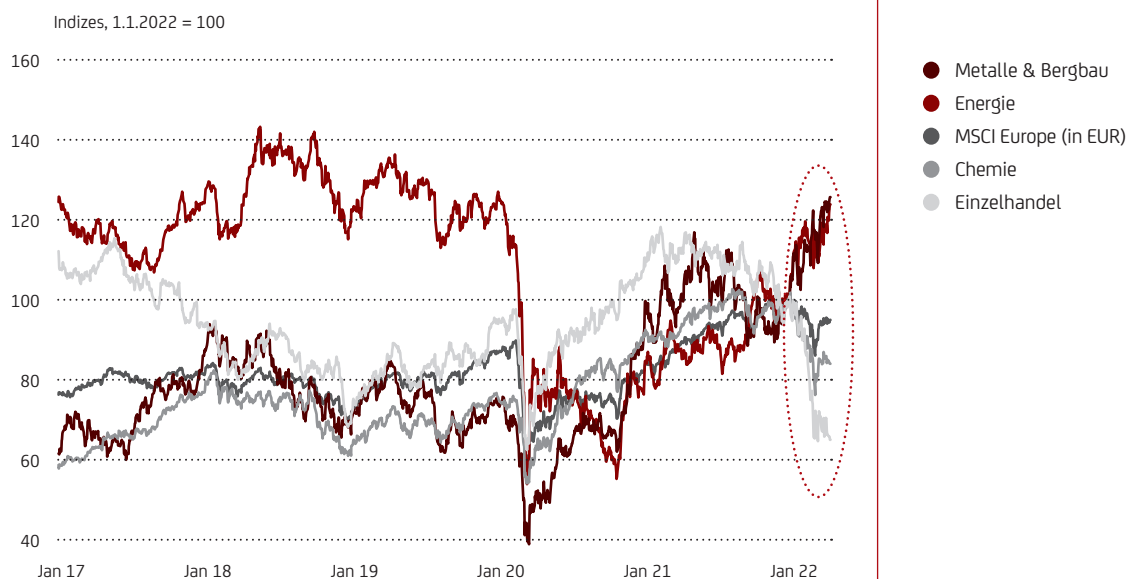
Großteil der Unsicherheit an den Märkten rührt daher, dass aufgrund der Komplexität und der starken Verflechtung von Produktions- und Lieferketten unklar ist, wie sich eine mögliche Disruption gleich zu Beginn eines Produktionsprozesses auf die Gesamtwirtschaft auswirken kann. Fehlen bestimmte Ausgangsprodukte oder werden diese für die Unternehmen unerschwinglich, so könnten davon abhängige Industrieprozesse zum Stillstand kommen. Vereinzelt gab es sogar schon Warnungen vor einer drohenden Deindustrialisierung der europäischen Wirtschaft im Falle eines Boykotts von Gaslieferungen. Kein Wunder, dass Anleger ob solcher Risiken verunsichert sind.

Solche Warnungen führen einmal mehr die Anfälligkeit einer global vernetzten und integrierten Wirtschaft auf Schockereignisse vor Augen. Das war schon in der Corona-Krise der Fall. Global vernetzte und integrierte Lieferketten bedeuten im aktuellen Fall aber nicht nur Risiken, sondern auch Chancen, denn notwendige Vorprodukte können ja von unterschiedlichen Lieferanten bezogen werden. Sollten diese z.B. auf dem lokalen Markt aufgrund eines Gasboykotts unerschwinglich sein, so könnten die essenziellen Vorprodukte womöglich aus anderer Quelle auf dem Weltmarkt besorgt werden. Solche Entwicklungen mögen zwar für den lokalen Produzenten dieser Vorprodukte existenzielle Risiken bedeuten, würden aber nachgelagerte Produktionsprozesse intakt halten.

Die wirtschaftlichen Grundfragen lassen sich dabei auf Themen wie Preiselastizität bzw. Substitution zurückführen. Preiselastizität misst sich als Änderung von Angebot bzw. Nachfrage als Folge von Preisänderungen. Bei einer hohen Preiselastizität würde bei einer Verteuerung eines Produktes die entsprechende Nachfrage stark nachlassen. Zwei Beispiele sollen verdeutlichen, welche Konsequenzen daraus für die Produktionsprozesse zu erwarten sind. In beiden Beispielen gehen wir davon aus, dass ein Unternehmen ein Produkt herstellt, welches ein notwendiges Eingangsprodukt für weitere Prozesse ist, und der Preis dieses Produktes stark steigt. Im ersten Beispiel gehen wir zusätzlich davon aus, dass das produzierende Unternehmen sich in einem intensiven Wettbewerb auf dem Weltmarkt befindet, es also Konkurrenten gibt, die das Produkt zu einem konkurrenzfähigen Preis anbieten können. In diesem Fall werden sich die Kunden des ursprünglichen Unternehmens woanders eindecken. Für die betroffene Firma können sich zwar existenzielle Risiken ergeben, die nachgelagerte Produktion kann aber prinzipiell aufrechterhalten werden. Im zweiten Beispiel gehen wir davon aus, dass das produzierende Unternehmen ein Monopol hat. Seine Kunden brauchen das Vorprodukt und sind auch bereit, höhere Preise zu bezahlen. In diesem Fall wird die nachgelagerte Produktion zwar teurer, der Prozess bleibt aber ebenfalls intakt.

Diese Darstellung ist zwar stark vereinfacht und die Zusammenhänge werden in der Realität deutlich komplexer ausfallen. Sie zeigen aber, welche Prinzipien wirken. Für Anleger bedeutet das, dass Produktionskosten und Margenstabilität ein wesentlicher Faktor für ihre Anlageentscheidungen sind. Dies sind keine trivialen Fragestellungen. Ein Blick auf die bisherige Jahres-Performance („year-to-date“) einzelner Branchen im europäischen Aktienmarkt macht dies deutlich. Ganz oben auf der Performancetabelle stehen dieses Jahr – wenig überraschend – die Branchen Energie und Rohstoffe, ganz unten hingegen rangiert der Einzelhandel (siehe Grafik 1).

1. SEKTORPERFORMANCE 2022: ENERGIE, METALLE & BERGBAU VORN



Bitte beachten Sie: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Stand: 25.4.2022.

Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

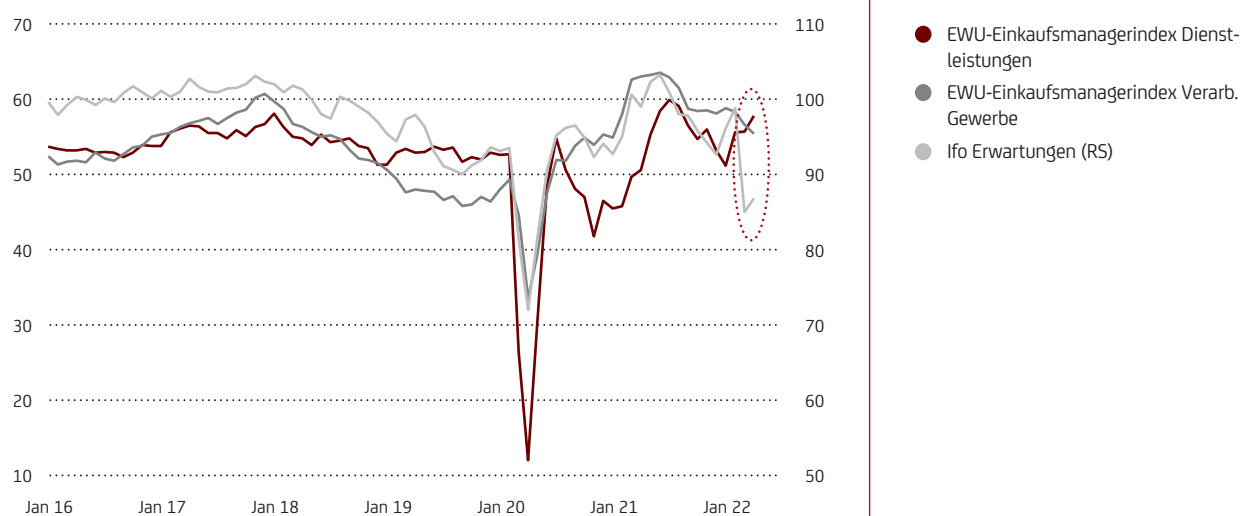
Letzterer hat Schwierigkeiten, den Preisdruck vollumfänglich an die Verbraucher weiterzugeben. Es kommt also zu einer Margenerosion. Interessant ist auch, dass die Chemiebranche, die eigentlich zu den Leidtragenden der hohen Energiekosten gehören sollte, im Mittelfeld zu finden ist. Sie hat sich in etwa so wie der Gesamtmarkt entwickelt. Ein Blick auf die Kursentwicklung der Sub-Sektoren zeigt den Grund. Denn die Chemiebranche ist vielschichtig. So gehören z.B. europäische Düngemittelhersteller zu den großen Gewinnern in diesem Jahr. Deren Produkte sind nach wie vor gefragt und Handelseinschränkungen bei russischen Lieferanten reduzieren den Wettbewerb. Chemieunternehmen hingegen, welche substituierbare Produkte herstellen, weisen substanzielle Kursverluste auf.

Welche Schlussfolgerungen lassen sich daraus für Anleger ziehen? Zunächst gilt, dass Disruptionen wie die Corona-Krise aber auch ein Energiepreisschock Gewinner und Verlierer nach sich ziehen. Und wie die Beispiele aus dem Chemiesektor zeigen, sind die entsprechenden wirtschaftlichen Konsequenzen für einzelne Unternehmen nicht unbedingt trivial. Unternehmen in Branchen mit einem starken globalen Wettbewerb geraten in einem Umfeld, das von steigenden Produktionskosten charakterisiert ist, stärker unter Druck als solche, deren Geschäftsfeld weniger wettbewerbsintensiv ist. Solche Unternehmen sind in der Lage, ihre Margen auch in einem inflationären Umfeld stabil zu halten, weil sie Preissteigerungen bei Vorprodukten an ihre Kunden weitergeben können.

Letzteres bedeutet aber auch, dass es Anlegern mit der richtigen Auswahl von Branchen und Unternehmen gelingen kann, sich auch in Zeiten hoher Inflation und steigender Renditen stabil aufzustellen – zumal festverzinsliche Anlagen angesichts negativer Realrenditen und substanzieller Kursverluste (aufgrund der steigenden Renditen) insgesamt weniger interessant erscheinen. Die Renditeerwartungen der Anleger sollten aber dem aktuell komplizierten gesamtwirt-

schaftlichen Umfeld und den Risiken Rechnung tragen. Trotz aller Unwägbarkeiten in Zeiten, die geprägt sind von Krieg, Inflation und Gegenmaßnahmen der Zentralbanken, erweist sich die Stimmung der Unternehmen in Europa als insgesamt erstaunlich robust. So sind im April sowohl der EWU-weite aggregierte Einkaufsmanagerindex (allerdings allein wegen der Dienstleistungskomponente) als auch das vielbeachtete deutsche Ifo-Geschäftsklima (ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V. – www.ifo.de) überraschend gestiegen (siehe Grafik 2). Das macht Hoffnung auf eine Stabilisierung der Märkte im laufenden Quartal – gefolgt von einem moderaten Aufwärtstrend im zweiten Halbjahr.

2. RELATIV ROBUSTE STIMMUNGSINDIKATOREN BEI UNTERNEHMEN



Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Wirtschaft & Märkte

Hohe Inflation, steigende Zinsen und weniger Wachstum

Der Ukraine-Krieg, die Lieferung schwerer Waffen sowie mögliche Folgen eines radikalen Energieembargos – das sind die Themen, die die Schlagzeilen dominieren, vor allem in Europa. Aber auch die Erwartung aggressiver agierender Notenbanken vor dem Hintergrund der überschießenden Teuerung weltweit sowie die Corona-Lockdowns in China setzen Investoren und Wirtschaft weiter zu. Wir müssen uns wohl auf rascher steigende (Leit)Zinsen und – zumindest vorerst – auch auf noch höhere Inflationsraten und weniger Wachstum einstellen. Im Extremfall, sprich bei einem Importstopp sämtlicher russischer Energielieferungen und begrenzten Substitutionsmöglichkeiten bei Erdgas, könnte der Euroraum sogar in eine Rezession schlittern. Der Einbruch dürfte aber hinter dem des Corona-Schocks 2020 zurückbleiben und könnte bei hoher Anpassungsflexibilität von Unternehmen und Haushalten sowie gezielter wirtschaftspolitischer Flankierung noch weiter begrenzt werden. Aber auch ohne ein vollständiges Energieembargo müssen wir wohl unsere BIP-Prognosen noch einmal nach unten ziehen. Stärkere Kaufkraftverluste und ausgeprägtere Lieferkettenprobleme fordern ihren Tribut.

Umfassendes Energieembargo – Was wäre, wenn

Jede Woche Krieg potenziert nicht nur das menschliche Leid, sondern lässt auch die ökonomischen Kosten steigen – für die Ukraine, für Russland, aber auch für West- bzw. Mitteleuropa. Denn seit Bekanntwerden der russischen Kriegsverbrechen steigt der politische Druck auf ein vollständiges Energieembargo. Einen Bann auf Kohleimporte hat die EU bereits verhängt, der auf Rohöleinfuhren dürfte bald schon folgen. Beides macht Sinn. Schließlich sind die Abhängigkeiten hier überschaubar, die Substitutionsmöglichkeiten ausreichend und die Zeit drängt, will man Putin finanziell treffen. Mittelfristig dürften sich nämlich auch für Russland Absatzalternativen auftun.

Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds dürfte die Wirtschaftsleistung der Ukraine im Jahresdurchschnitt 2022 um mindestens 35% einbrechen. Gleichzeitig ist für das laufende Jahr mit einem BIP-Minus Russlands von 12% zu rechnen – vier Mal mehr als im Corona-Jahr 2020 (-3%).

Bei Erdgas hingegen scheiden sich die Geister. Widerstand kommt ob der hohen Abhängigkeit insbesondere aus Deutschland, Italien, Österreich und Ungarn. Weil aber Mario Draghi erste Absetzbewegungen macht (und der wiedergewählte Viktor Orban die EU-Sanktionen ohnehin bestenfalls halbherzig unterstützt) fällt die endgültige Entscheidung darüber vermutlich in Deutschland. Die Sorge um die Folgen für die ausgeprägt erdgaslastige Industriestruktur (v.a. Chemieindustrie) aber lässt Berlin wohl noch länger zaudern. Sanktionen, so die Regierung, müssen Russland schaden, gleichzeitig aber auch für Deutschland tragbar sein. Bei Erdgas sei dem nicht so.

Die Protagonisten eines umfassenden Importstopps hingegen führen neben der ethischen Verpflichtung („keine Kriegsfinanzierung“) auch ökonomischen Gründe an. So kommen Studien zu dem Schluss, dass die Auswirkungen eines radikalen Energieembargos auf die deutsche Wirtschaft insgesamt zwar „erheblich, aber handhabbar“ wären (was nicht zwangsweise auch für sämtliche Branchen und Unternehmen gilt). Die vielbeachteten Modellsimulationen von Bachmann et al. beziffern den kurzfristigen BIP Rückgang für Deutschland – je nach Annahmen – auf ¼%-2¼%. Somit würde ein Embargo mit dem Ziel, Russland von finanziellen Ressourcen für die weitere Kriegsführung abzuschneiden, zwar zu einer Rezession führen. Sie wäre nicht so tief wie bei Corona (reales BIP 2020: -4½%) – und damit ein „bezahlbarer“ Preis für Freiheit und Unabhängigkeit. Zudem würde solch ein Schritt den politisch gewollten Ausstieg aus fossiler Energie beschleunigen.

Die Simulationsergebnisse hängen dabei stark von den Substitutionsmöglichkeiten und möglichen Zweittrundeneffekten ab. Auf Basis eines reinen Mehr-Sektoren-Produktionsmodells bliebe der BIP-Rückgang sogar deutlich unter 1% (siehe Tabelle). In einem pessimistischeren Szenario, in dem es sich als sehr schwierig erweist, russisches Gas kurzfristig außerhalb des Elektrizitätssektors zu ersetzen, würden die wirtschaftlichen Kosten auf etwa 2%-2¼% des BIP oder um bis zu 1.000 Euro pro Einwohner steigen (über die bisherigen Kostenbelastungen hinaus). Nimmt man dann noch Nachfrage- und Stimmungseffekte hinzu, kommt man auf das in der Presse zitierte BIP-Minus von 3%.

What if? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia, Bachmann et al., econPOL Policy Report 36/2022, März 2022 ([link](#)).

Zu ähnlichen Größenordnungen kommen auch die Studien des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) und der Nationalen Akademie der Wissenschaften Leopoldina. Die Bundesbank sprach zuletzt von einem BIP-Rückgang von 2%.

3. KOSTEN EINES ENERGIEEMBARGOS FÜR DEUTSCHLAND

BACHMANN ET AL. SIMULATIONSERGEBNISSE (IN%)	BIP	VOLKSEINKOMMEN ¹	KOSTEN PRO KOPF (EUR) ²
Vollständiges Input-Output-Modell	0,2-0,3	0,2-0,4	80-120
Vereinfachtes Modell:			
10% weniger Energieeinsatz	1,2	1,3	500-700
Vereinfachtes Modell:			
30% weniger Gaseinsatz	2,2	2,3	800-1000

¹Volkseinkommen: gesamtes Einkommen aller an einer Volkswirtschaft beteiligten Personen

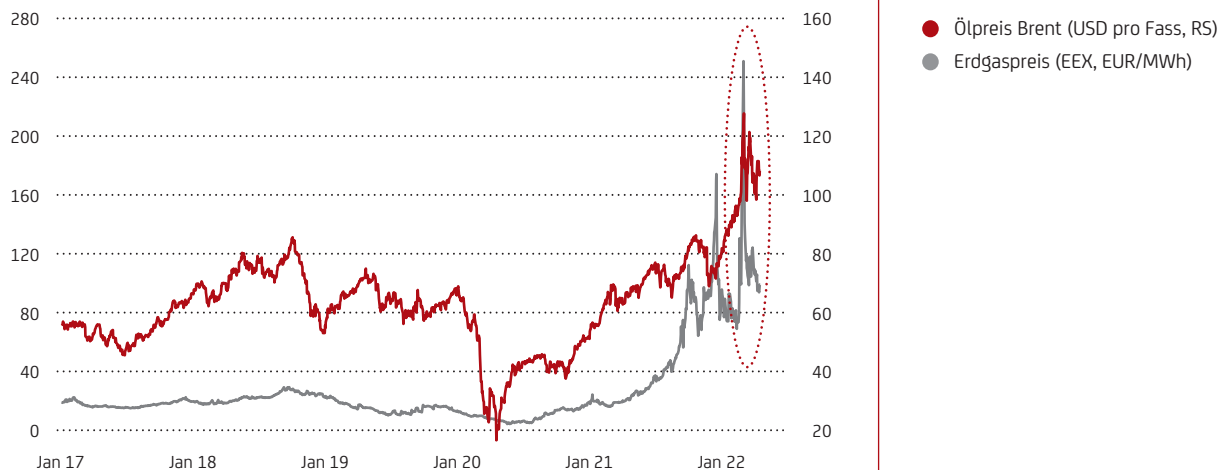
²Über die bisherigen Kostenbelastungen hinaus

Quelle: Bachmann et al., econPOL Policy Report 36/2022, März 2022

Die Wirtschaftspolitik sollte dabei, so die Autoren, darauf abzielen, die Anreize zur Substitution und Einsparung fossiler Energien so schnell wie möglich strategisch zu erhöhen. Eine gezielte Politik für einkommensschwache Haushalte, ohne die preisinduzierten Anreize für Haushalte zum Energiesparen zu verringern, wäre ein kosteneffizienter Weg, um eine gerechte Verteilung der Lasten zu gewährleisten.

Die Modellsimulationen stießen in Deutschland allerdings auf heftige Kritik. Arbeitgeberverbände und Gewerkschaften rechnen, in seltener Einmütigkeit, mit bis zu doppelt so hohen Wachstumsverlusten, weil das Bachmann-Modell die Preisschocks massiv unterschätze. Ob indes eine (länger anhaltende) Verneunfachung des aktuellen Gaspreises auf 900 EUR pro Megawattstunde eine belastbarere Annahme darstellt, kann bezweifelt werden – zumal die Gas- und Ölpreise seit ihrem Hoch Anfang März spürbar gefallen sind (siehe Grafik 4).

4. GAS- UND ÖLPREISE ZULETZT DEUTLICH GEFALLEN



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Aus der Wissenschaft werden insbesondere die zugrunde gelegten hohen Substitutionselastizitäten (von Energieträgern untereinander sowie von Energie und anderen Produktionsfaktoren) kritisiert. Zudem könnten in den Simulationen auch Ausstrahleffekte, Verstärkungsmechanismen sowie Stimmungs- und Nachfragereaktionen unterschätzt worden sein.

Welche Seite letztlich Recht hat, wird sich allenfalls im Nachhinein feststellen lassen. Die Regierung jedenfalls griff die Kritik auf und ergänzte sie um praktische und technische Fragen, die Modelle nicht klären können. Deshalb ist es in unseren Augen wahrscheinlich, dass sie ihren Widerstand gegen ein radikales Energieembargo nicht so schnell aufgeben wird (unser Basisszenario). Sie scheint Zeit gewinnen zu wollen, um die Gasspeicher rasch zu füllen, die Abhängigkeit von russischer Energie dann so schnell wie möglich zu verringern und sich auf alle Eventualitäten vorzubereiten (wie etwa mit dem „Notfallplan Gas“) – und ansonsten zu hoffen, dass Russland in der Zwischenzeit keine einseitigen Maßnahmen ergreift.

Ob sich Deutschland allerdings bis 2024 Zeit lassen kann (und sollte), bis die Abkehr von russischem Gas laut Regierung friktionsarm umgesetzt werden kann, ist mehr als fraglich – insbesondere dann, wenn der Krieg eskaliert und neue Kriegsverbrechen der russischen Angreifer öffentlich werden sollten. Der politische Druck steigt weiter. Noch aber ist ein rasches und vollständiges EU-Energieembargo nicht unser Basisszenario.

Der Gaspreis in Europa liegt derzeit allerdings noch 19% über seinem Vorkriegsniveau. Bei Rohöl sind es rund 11%.

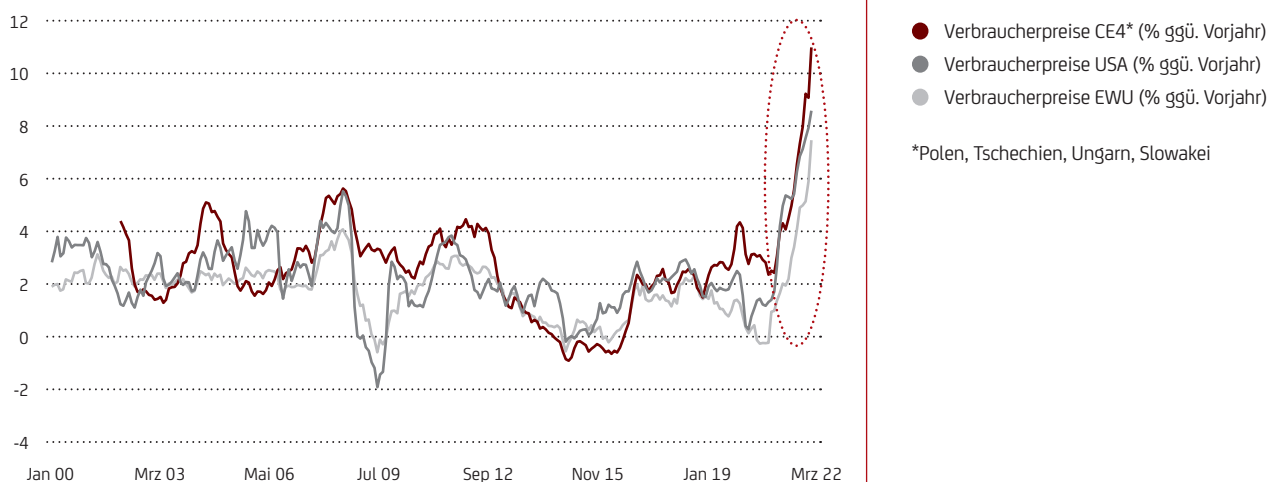
So seien beispielsweise Raffinerien auf die chemische Zusammensetzung russischen Erdöls ausgerichtet und müssten bei einem Embargo zeit- und aufwändig umgestellt werden.

Inflation springt auf 40-Jahreshoch ...

Aber auch ohne einen neuerlichen Energieschock müssen wir unsere bisherigen Wachstumsprognosen wohl noch einmal nach unten ziehen. Hauptgrund dafür ist die überschießende Teuerung. Monat für Monat lässt sie die Erwartungen hinter sich. In den USA und Teilen Europas schossen die Verbraucherpreise zuletzt auf den höchsten Stand seit vier Jahrzehnten. Mit gut 1% im Monatsvergleich (oder fast 15% annualisiert) übertrifft der weltweite Anstieg sein bisheriges Hoch um etwa das Doppelte. Die USA mag unter den großen Industrienationen aktuell die höchste Inflationsrate aufweisen, das stärkste Momentum verzeichnet allerdings Europa, insbesondere Mitteleuropa (siehe Grafik 5). Treiber sind die Energiepreise (EWU März: +45% ggü. Vorjahr).

In den USA schoss die Verbraucherpreisinflation mit 8,5% (gegenüber Vorjahr) auf ein 40-Jahreshoch. Letzteres gilt für Deutschland. Im Euro-Raum stieg die Inflation mit 7,4% auf das höchste jemals gemessene Niveau (Zeitreihe geht bis 1990 zurück).

5. INFLATION STEIGT AUF NEUE REKORDHOCHS



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Nicht wenige Beobachter sehen allerdings die zyklischen Hochs erreicht und erwarten einen zügigen Rückgang – auch weil die Rohöl- und Erdgaspreise mittlerweile deutlich nachgegeben haben. Skepsis aber scheint angebracht – erst recht, wenn es zu einem neuerlichen Energiepreisschock als Folge eines umfassenden Embargos käme (Risikoszenario). Aber auch so dominieren die Aufwärtsrisiken. Druck kommt insbesondere von den Lebensmittelpreisen. Hier macht sich der wohl länger anhaltende Ausfall von etwa Weizen-, Speiseöl- oder auch Düngemittelexporten aus der Ukraine und Russland bemerkbar. Preistreibende Lieferkettenprobleme gibt es aber auch bei Industrieprodukten, insbesondere im Automobilsektor (u.a. Kabelbäume). Zudem drohen Zweitrundeneffekte.

Gut möglich also, dass die Verbraucherpreisinflation dies- und jenseits des Atlantiks noch weiter steigt und/oder zumindest länger auf den hohen Niveaus verharrt als weithin erwartet. Realwirtschaftlich bedeutet dies zusätzliche Kaufkraft- und damit Wachstumsverluste.

Der rasante Anstieg der Getreide- und Brotpreise macht den ärmeren Ländern Afrikas und Lateinamerikas besonders zu schaffen. Das Potenzial für soziale Spannungen und Unruhen wächst.

... Notenbanken müssen reagieren

Gleichzeitig setzt jeder Monat überschießender Teuerung die Notenbanken unter Zugzwang – zumal der Lohnkostendruck weiter zunimmt, die Risiken einer Lohn-Preis-Spirale also steigen. Kein Wunder, dass die zuvor noch recht gut verankerten Inflationserwartungen zuletzt noch einmal kräftig gestiegen sind – im Euroraum sogar stärker als in den USA (siehe Grafik 6).

6. INFLATIONSERWARTUNGEN – DIE NOTENBANKEN MÜSSEN REAGIEREN



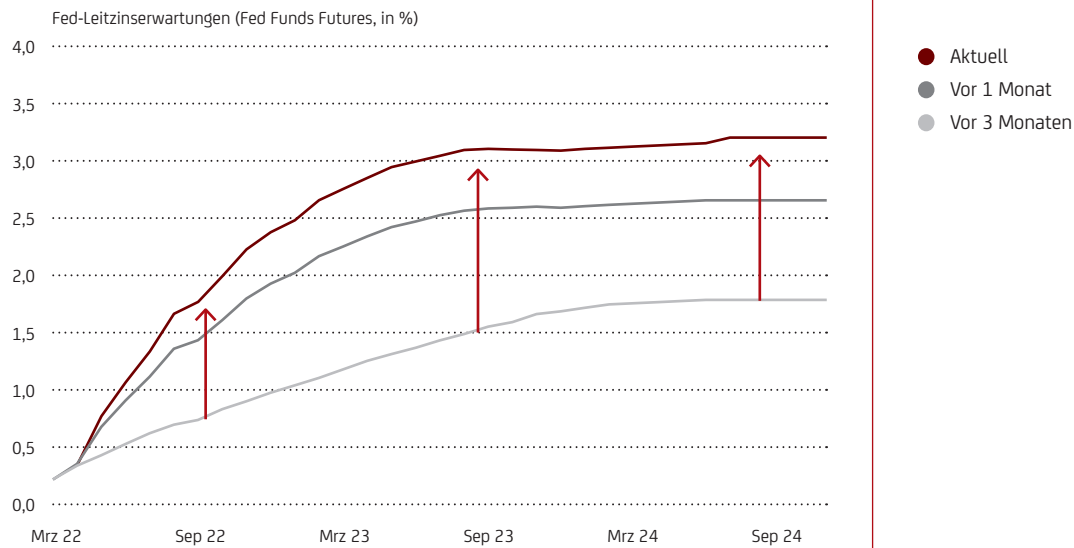
Die Notenbanken der großen Industrienationen werden deshalb ihre Leitzinsen stärker und schneller anheben als bislang veranschlagt, allen voran die Fed. Nicht nur wir rechnen damit, dass die US-Notenbank ihren Zielsatz Anfang Mai und möglicherweise auch Mitte Juni um jeweils 50 Basispunkte (Bp, oder 0,5%-Punkte) anhebt, bevor sie dann wieder zu den üblichen Trippelschritten von 25 Bp zurückkehrt. Der neutrale US-Leitzins von 2¼%-2½%, der das US-Wachstum weder anschiebt noch bremst, dürfte bereits Anfang nächsten Jahres erreicht sein – ohne dass damit der Zinszyklus schon beendet wäre. Die Märkte erwarten letztlich einen Zielsatz von über 3% (siehe Grafik 7). Gleichzeitig wird die Fed den Verkauf ihrer Wertpapierbestände („Quantitative Tightening“) forcieren.

Sowohl in den USA (3,6%) als auch im Euroraum (6,8%) sind die Arbeitslosenquoten wieder auf bzw. unter ihr Vor-Corona-Niveau gefallen. Gleichzeitig stiegen die US-Stundenlöhne auf fast 7% ggü. Vorjahr. In Deutschland lagen die effektiven Arbeitsentgelte im ersten Quartal um 4% über Vorjahr.

● USA (RS)
● Euroraum

Die Bank of Canada und die Reserve Bank of New Zealand haben bereits vorgelegt und ihren Leitzins vor Kurzem um je 50 Basispunkte angehoben.

7. DIE INVESTOREN ERWARTEN EINEN FED-LEITZINS VON ÜBER 3%

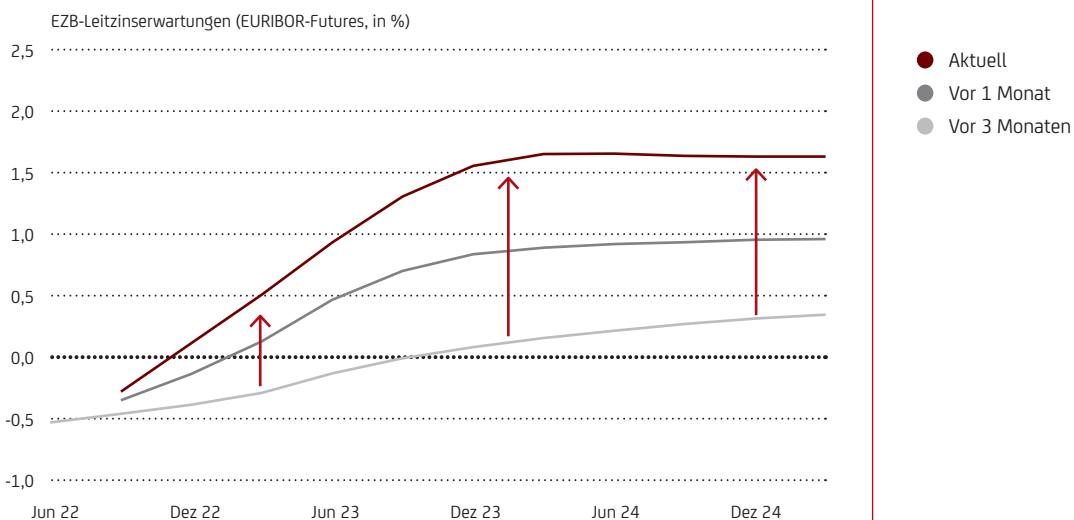


Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Auch die EZB schlägt mittlerweile schärfere Töne an, auch wenn ihre Aufgabe angesichts des sich verschlechternden Wachstums-Inflationsumfelds schwieriger ist als die der Fed. Gut möglich, dass sie das Wertpapierkaufprogramm schon im Juli auslaufen lässt und bereits im September 2022 ihren Straffungszyklus einläutet. Bis Ende nächsten Jahres rechnen die Märkte mit einem Zinsanstieg um insgesamt 200 Bp (siehe Grafik 8).

Zu den Details der jüngsten EZB-Ratssitzung siehe den ECB Review unseres UniCredit Chefvolkswirts Marco Valli vom 14. April 2022 ([link](#)).

8. AUCH DIE EZB KOMMT UNTER ZUGZWANG



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Wirtschaft kann Zinsanhebungen verkraften

Stellt sich die Frage, ob der aggressivere Straffungszyklus von Fed & Co zusammen mit dem Ukraine-Krieg die Post-Corona-Erholung nicht endgültig abwürgt. Für die USA kann die Frage wohl verneint werden. Die Wirtschaft scheint widerstandsfähig genug. So sind die aggregierten Bilanzen von Unternehmen und Haushalten so gesund wie seit über einem Jahrzehnt nicht mehr. Gleichzeitig legt die Industrieproduktion noch immer überraschend stark zu, während die Unternehmen kräftig investieren und reichlich Arbeitskräfte einstellen (und noch mehr suchen). Vor dem Hintergrund robuster Geschäftsklima- und Einkaufsmanagerindizes verwundert das kaum. Dabei hat der Dienstleistungssektor seinen Omikron-Durchhänger zu Jahresbeginn schon wieder wettgemacht.

Nachfrageseitig drücken die stark gestiegenen (Benzin)Preise zwar auf die Kaufkraft der Verbraucher und bremsen den Konsum ein. Allerdings bildet der immer noch nicht korrigierte Ersparnisüberhang aus Corona-Zeiten bei gleichzeitig kräftig zunehmender Beschäftigung und stark steigenden Löhnen ein beträchtliches Gegengewicht, das den privaten Verbrauch jenseits kurzlebiger Rückschläge absichert.

Wenn dann das reale BIP im abgelaufenen Quartal mit einem unerwarteten Minus von annualisiert 1,4% optisch einen heftigen Schwächeanfall suggeriert, liegt das allein am Außenbeitrag (Wachstumsbelastung von 3 Prozentpunkten), vor allem aber an der Gegenreaktion der Lagerhaltung. Sie hatte gegen Jahresende 2021 das überschäumende Wachstum nahezu allein getragen. Ähnliches gilt für die Exporte. Schaut man dagegen nur auf die heimische Endnachfrage, ist das zugrundeliegende Expansionstempo mit knapp 2½% sogar stärker ausgefallen als Ende letzten Jahres (+2%). Für Frühjahr und Sommer rechnen wir daher wieder mit spürbar positiven BIP-Wachstumsraten. Sie sollten sich danach aber abschwächen (Normalisierung).

Was übrigens auch noch gegen ein abruptes Abbrechen der US-Erholung spricht, ist das nach wie vor unterstützende finanzwirtschaftliche Umfeld. Trotz spürbar gesteigerter Volatilität und Zinsen ist es immer noch expansiv (siehe Grafik 9). Das gilt auch für Europa.

In der Vergangenheit mündete die unumgängliche Sanierung („deleveraging“) überschuldeter privater Haushalte und/oder Unternehmen nur allzu oft in einen Abschwung oder sogar in einer Rezession.

Der Lageraufbau hatte im vierten Quartal 2021 allein 5,3 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum von annualisiert 6,9% beigetragen. Zu Jahresbeginn bremste der Lagerbeitrag das Wachstum um 0,8 Punkte ein. Gleichzeitig gingen die Exporte um 6% zurück. Im Quartal davor legten sie noch um sehr hohe 22% zu.

9. KEINE ZEICHEN VON FINANZ(MARKT)STRESS



Trotzdem haben sich die Konjunkturaussichten bei uns weiter eingetrübt, sind vor allem aber unsicherer geworden. Das ist primär dem Krieg und den Sanktionen geschuldet. Sie haben im Verbund mit der Omikron-Welle dafür gesorgt, dass die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal kaum gewachsen ist (+0,2% ggü. Vorquartal; Q4/21: +0,3%) und der private Verbrauch sogar deutlich geschrumpft sein sollte.

Und auch für das laufende Vierteljahr müssen wir wohl noch einmal Minuskorrekturen vornehmen. Zwar sollte mit dem Abebben der Pandemie – endlich fallen auch bei uns die Inzidenzzahlen spürbar – und dem Abflauen des Energiepreis- bzw. Teuerungsschocks das Wirtschaftswachstum wieder zulegen können – sofern sich das Risikoszenario Energieembargo nicht doch materialisiert. Flankenschutz kommt dabei auch von den oben erwähnten Auftriebskräften wie gesunde Bilanzen, Ersparnisüberhänge, steigende Beschäftigung und Löhne sowie der widerstandsfähigen Industrie.

Viel mehr als 2½% annualisiert (oder 0,6% ggü. Vorquartal) dürften es im Frühjahr EWU-weit trotzdem nicht werden. Das ist noch einmal etwas weniger als das, was wir noch vor Monatsfrist veranschlagt und nur noch ein Drittel dessen, was im Herbst letzten Jahres projiziert hatten. Und ob es mit dem Abflauen eines exogenen Schocks schon im Sommer zu dem üblichen, wenn auch temporären „Rebound“ kommt, lässt sich aus heutiger Sicht indes nur schwer vorhersagen. Wir müssen bei den Prognosen auf Sicht fahren. Zu unsicher ist gegenwärtig das Umfeld. Damit sind auch das EWU-weite Plus von 2½% für das Gesamtjahr 2022 mehr Orientierungsgröße denn ein belastbarer numerischer Prognosewert. Die Abwärtsrisiken dominieren. Vor sechs Monaten hatten wir übrigens noch ein Plus von 4,3% vorhergesagt.

China: Lockdowns bremsen Wachstum spürbar ein

Europa ist dann auch der Wirtschaftsraum, den der Internationale Währungsfonds jüngst am stärksten nach unten korrigiert hat. Aber auch seine China-Prognose nahm der Fonds deutlich auf nur mehr 4,4% zurück. Schuld daran ist nicht so sehr der Ukraine-Krieg, sondern Pekings rigide Null-Covid-Politik. Die hochinfektiöse Omikron-Welle ist nun auch auf China übergeschwappt und trifft auf eine unzureichend geimpfte Bevölkerung. Die Regierung hat einen Total-Lockdown über Gebiete verhängt, die etwa 10% des BIP erwirtschaften. Von einem Teil-Lockdown sind 25% der Wirtschaftsleistung betroffen. Das bremst das Frühjahrsquartal mächtig ein und akzentuiert international die Lieferkettenprobleme.

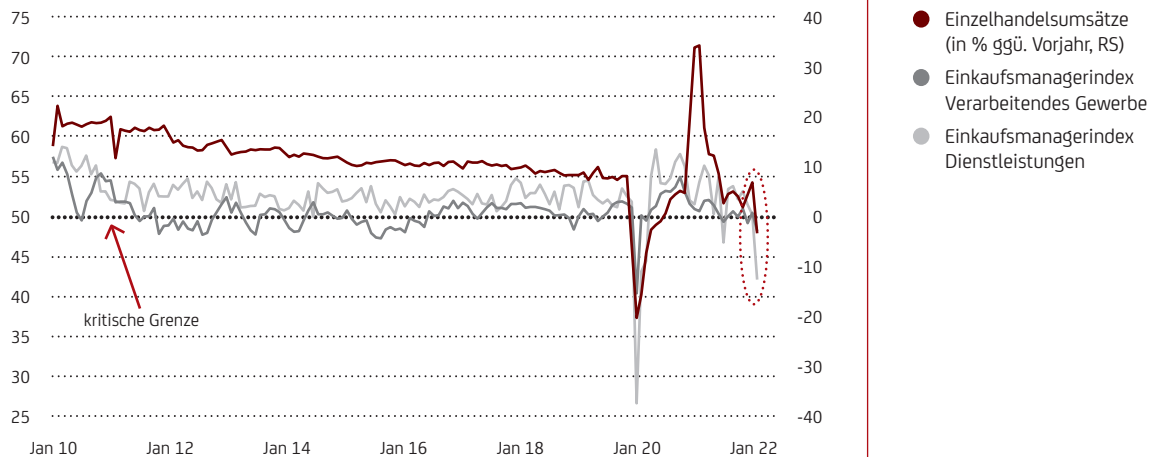
Zwar konnte das Wachstum in den ersten drei Monaten mit einem Plus von annualisiert fast 7% (oder +4,8% ggü. Vorjahr) überraschen. Allerdings zeigen die zeitnahen Daten klar nach unten. Betroffen ist vor allem die heimische Endnachfrage. So ist im März der Einzelhandelsumsatz kräftig zurückgegangen (-3,5%) – und noch stärker der so wichtige Häusermarkt. Gleichzeitig schlitterten die vielbeachteten Einkaufsmanagerindizes wieder unter die kritische Schwelle von 50 (siehe Grafik 10), der Corona-sensitive Dienstleistungsindex sogar weit darunter.

Das hilft dem bislang so gebeutelten Dienstleistungssektor. Die entsprechenden Einkaufsmanagerindizes performen nun deutlich besser als ihre Pendanten für das Verarbeitende Gewerbe. So rechnen z. B. die Tourismusverbände für den Sommer 2022 mit Buchungszahlen wie vor Corona.

Der IWF hat angesichts des Ukraine-Kriegs seine Prognose für die Weltwirtschaft 2022 von 4,4% auf 3,6% zurückgenommen. Abgesehen von den Kriegsparteien fiel dabei die Minuskorrektur des Euro-raums am stärksten aus (-1,1 Punkte auf 2,8%; Deutschland: -1,7 Zähler auf 2,1%). Chinas Wachstum wurde um einen halben Prozentpunkt nach unten genommen, das der USA um einen viertel ([Link](#)).

Überraschenderweise ist zuletzt auch die Arbeitslosenrate deutlich auf 5,8% gestiegen.

10. CHINAS WIRTSCHAFT UNTER DRUCK



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy.

All das spricht für ein mageres Wachstum im Frühjahrsquartal von bestenfalls 2% annualisiert, zumal Peking seine Null-Covid-Strategie schon aus Gründen der Gesichtswahrung vorerst nicht aufgeben dürfte. Die Regierung wird zwar geld- und fiskalpolitisch (Infrastrukturprogramme) gegensteuern, was zusammen mit dem wahrscheinlichen Abebben der Corona-Welle im zweiten Halbjahr zu einem Wachstumsrebound führen sollte. Das offizielle Wachstumsziel für das Gesamtjahr 2022 von +5½% wird aber wohl deutlich verfehlt. Und auch mittelfristig sehen wir eher Abwärtsrisiken. Zu den Strukturproblemen (Überschuldung von Staatsfirmen und Regionalregierungen, Hauspreisblase) dürften nach dem Schulterchluss Pekings mit Russland auch noch die Bestrebungen der westlichen Staaten hinzukommen, ihre Abhängigkeit von China sukzessive zu verringern.

Zu Ostern hat die chinesische Zentralbank ihren Mindestreservesatz um 25 Basispunkte gesenkt. Ein weiterer Schritt dürfte folgen. Darüber hinaus erwarten wir eine Rücknahme des offiziellen Leitzinses (aktuell: 2,85%) und die Bereitstellung von günstigen Kreditfazilitäten.

Unsere Anlagestrategie

Steigende Stagflationsrisiken erfordern ein defensiveres Vorgehen

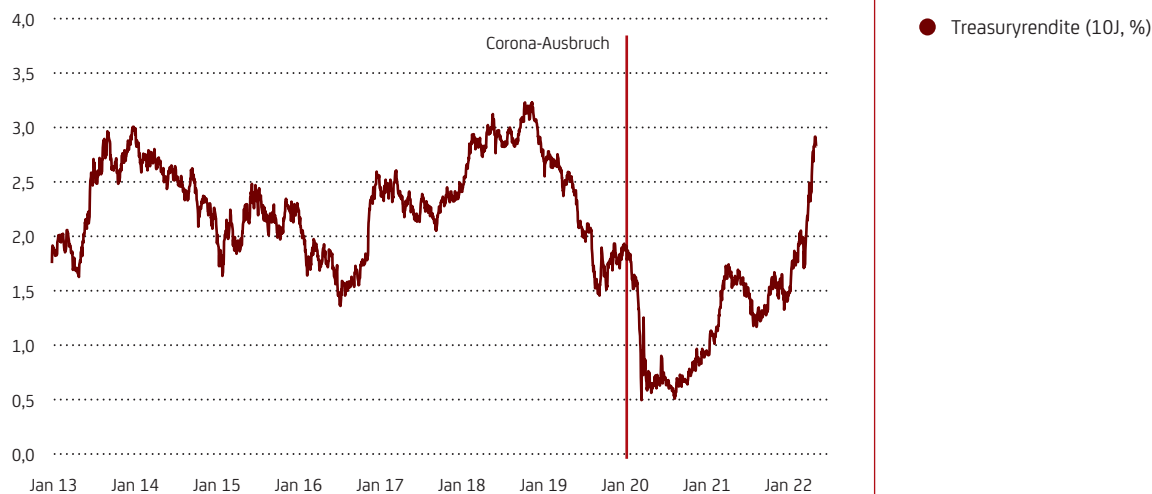
ANLAGE		UNSERE POSITIONIERUNG		
INVESTMENTUNIVERSUM		UNTERGEWICHTEN	NEUTRAL GEWICHTEN	ÜBERGEWICHTEN
ANLAGEKLASSEN	Aktien Global	○	○	●
	Anleihen Global	●	○	○
	Geldmärkte/Liquidität	○	○	●
	Alternative Anlagen	○	●	○
ANLAGE- KLASSEN IM DETAIL	AKTIEN	USA	○	●
		Europa	○	○
		Pazifischer Raum ¹	○	●
		Schwellenländer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

¹Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

²mit Top-Rating

Die Befürchtungen über eine noch höhere Inflation und eine noch restriktivere Geldpolitik waren für die Finanzmärkten die dominierenden Themen im April. Sie trafen die Anleihemärkte mit voller Wucht. Die Kurse knickten ein, die Renditen stiegen kräftig (siehe Grafik 11).

11. RENDITE 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN NÄHERT SICH DER 3%-MARKE

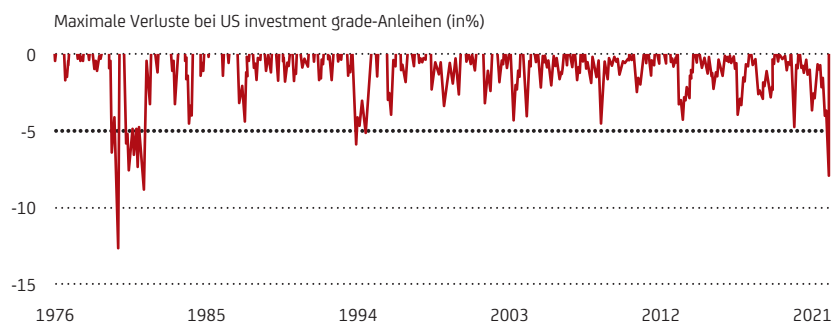


Bitte beachten Sie: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "passendste" reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Stand: 25.4.2022

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Betrachtet man beispielsweise die historische Entwicklung des US Aggregate Bond Index, so ist der aktuelle Kursrückgang sogar stärker als der von 1994 (siehe Grafik 12). Nur während des Ölshocks in den 1970er Jahren waren die Minuskorrekturen höher.

12. US-ANLEIHEN* UNTER DRUCK



* Top-bewertete US-Anleihen (Bloomberg US Aggregate Index). Bitte beachten Sie die Fußnote der vorherigen Grafik; Stand: 27.4.2022; Quelle: Northern Trust Asset Management, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Dementsprechend zogen die Anleger Mittel aus dem Anleihensegment ab und lenkten sie vorzugsweise in Aktien und Rohstoffe (siehe Darstellung 13).

13. GLOBALE KAPITALSTRÖME

	WOCHEN- VERÄNDERUNG*	VERÄNDERUNG SEIT 1.1.2022	VERÄNDERUNG SEIT 1.1.2022
	in %	Mio USD	in %
Aktien	-0,1%	175.734	1,0%
ETFs**	-0,1%	225.225	2,9%
Long-only Funds***	-0,1%	-49.685	-0,5%
Festverzinsliche Wertpapiere	-0,1%	-102.492	-1,4%
Rohstoffe	0,3%	29.075	7,0%
Geldmärkte	-0,8%	-316.692	-4,7%

*Woche zum 20.4.2022

**Ein ETF (engl.: Exchange Traded Fund) ist ein börsengehandelter Indexfonds, der die Wertentwicklung eines Index (z.B. DAX) abbildet.

***Long-Only-Fonds sind Fonds, die mit der Strategie verwaltet werden, nur Long- und keine Short-Positionen einzugehen.

Quelle: EPFR Global, BofA Global Research, UniCredit Group Investment Strategy

Die Anleger fragen sich jedoch, ob es der US-Notenbank angesichts ihrer restriktiveren Geldpolitik, die nun Zinserhöhungen mit einer Straffung ihrer Notenbankbilanz („Quantitative Tightening“) verbindet, gelingen wird, eine „weiche Landung“ der US-Wirtschaft zu orchestrieren. Unter diesem Gesichtspunkt lohnt es sich, einen Blick auf die Abflachung der US-Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährige Staatsanleihen zu werfen, die Ende März kurzzeitig sogar invers wurde, also in negatives Terrain abrutschte (siehe Grafik 14).

14. US-RENDITEKURVE VON STAATSANLEIHEN



Bitte beachten Sie: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt „passendste“ reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Stand: 22.4.2022

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Die Inversion der Renditekurve hat in der Vergangenheit eine Rezession in den USA gut 12 Monate im Voraus treffend vorhergesagt (siehe Darstellung 15), obwohl die Prognosekraft der Renditekurve durch das Ankaufprogramm der US-Notenbank („Quantitative Easing“) über die letzten Jahre verzerrt war.

15. US-KURVENINVERSION UND US-REZESSION

BEGINN DER INVERSION DER RENDITEKURVE 2J/10J	BEGINN DER US-REZESSION	ZEITLICHE VERZÖGERUNG (IN MONATEN)
August 1978	Januar 1980	17
September 1980	Juli 1981	10
Januar 1989	Juli 1990	6
Februar 2000	März 2001	13
Februar 2006	Dezember 2007	22
August 2019	Februar 2020	6
	Durchschnitt	12,3

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Daher befürchten nicht wenige Anleger nun eine „harte Landung“ bzw. eine Rezession in den USA im kommenden Jahr. Gleichzeitig wird im Euroraum das Wachstum durch die Folgen des Ukraine-Kriegs erheblich beeinträchtigt, wobei durchaus die Möglichkeit einer technischen Rezession besteht, die sich im Falle eines vollständigen Embargos für russische Gasimporte noch verstärken würde (siehe Wirtschaft & Märkte). Darüber hinaus rutschten die chinesischen Einkaufsmanagerindizes (Frühindikatoren) zuletzt in der Kontraktionszone, was eine wirtschaftliche Abschwächung in China vorhersagt. Die chinesische Notenbank hat allerdings schon auf das verschlechterte makroökonomische Umfeld reagiert und ihre Geldpolitik entsprechend gelockert.

Aufgrund der nachlassenden weltweiten konjunkturellen Dynamik überrascht es nicht, dass die 1-Monats-Quote der Gewinnrevisionen im April weltweit von 0,82 auf 0,74 gefallen ist. Ein Wert unter 1 bedeutet, dass es mehr Unternehmen mit negativen Gewinnrevisionen als Unternehmen mit positiven Revisionen gibt. Diese Entwicklung war in allen Regionen zu verzeichnen. In den USA ging die Quote von 0,87 auf 0,81 zurück, in Europa von 0,75 auf 0,64, im Asien-Pazifik-Raum (ohne Japan) von 0,69 auf 0,67, in Japan von 0,98 auf 0,75 und in den Schwellenländern von 0,76 auf 0,72. Auf Sektorbasis streuen die Werte dagegen stärker. Die höchsten Werte weisen Energie (2,12), Banken (1,48), Halbleiter (1,11), Versorger (1,06) und Werkstoffe (1,91) aus, die niedrigsten dagegen Media (0,50), zyklische Konsumgüter (0,51) und Versicherungen (0,54). Die Sektoren mit den deutlichsten Verbesserungen sind Basiskonsumgüter (von 0,47 auf 0,62) und technische Geräte (von 0,65 auf 0,81), während Halbleiter (von 1,89 auf 1,11) und Telekommunikation (von 0,90 auf 0,56) die stärksten Abschlüsse hinnehmen mussten.

Aktienanleger richten sich demnach defensiver aus, sowohl bei der regionalen Allokation (entwickelte Länder werden gegenüber Schwellenländern bevorzugt), als auch bei der Sektorallokation (Energie und defensive Werte schneiden relativ gesehen überdurchschnittlich ab, siehe Darstellung 16).

16. GLOBALE CAPITALSTRÖME, AKTIENMÄRKTE

	WOCHEN- VERÄNDERUNG*	VERÄNDERUNG SEIT 1.1.2022
	in %	in Mio USD
Aktien	-0,1%	175.734
ETFs**	-0,1%	-49.685
Long-only Funds***	-0,1%	225.225
dav. Schwellenländer	0,2%	54.836
Brasilien	-0,7%	-408
Russland	0,0%	221
Indien	-0,1%	-1.102
China	1,0%	31.151
dav. Industrieländer	-0,1%	120.898
USA	-0,2%	81.287
Europa	-0,2%	-25.923
Japan	0,0%	-2.930
International	0,0%	61.891

*Woche zum 20.4.2022

**Ein ETF (engl.: Exchange Traded Fund) ist ein börsengehandelter Indexfonds, der die Wertentwicklung eines Index (z.B. DAX) abbildet.

***Long-Only-Fonds sind Fonds, die mit der Strategie verwaltet werden, nur Long- und keine Short-Positionen einzugehen.

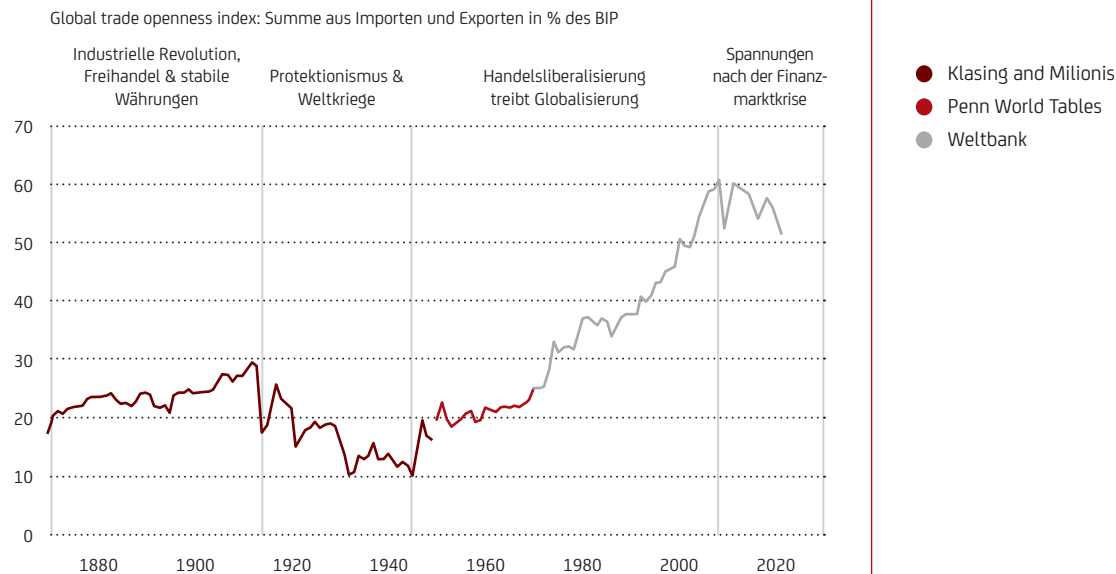
Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Außerdem beginnen institutionelle Anleger, die Gewichtung chinesischer Anlagen in ihren globalen Portfolios zu hinterfragen, da China ein niedriges ESG-Scoring aufweist. Ihre Vorsicht hat sich nach der russischen Invasion in der Ukraine noch verstärkt, da die Beziehungen zwischen China und Russland eng sind und die US-Regierung unter Präsident Biden Sanktionen gegen chinesische Unternehmen verhängen könnte.

Grundsätzlich stehen Anlagen in den Schwellenländern kurzfristig aufgrund einer aggressiveren US-Geldpolitik, aber auch längerfristig wegen des Risikos einer zunehmenden De-Globalisierung der Weltwirtschaft und dem damit einhergehenden geringeren Wachstum unter Druck (siehe Grafiken 17/18). Diese Entwicklungen verdienen einen umsichtigen und selektiven Portfolioansatz.

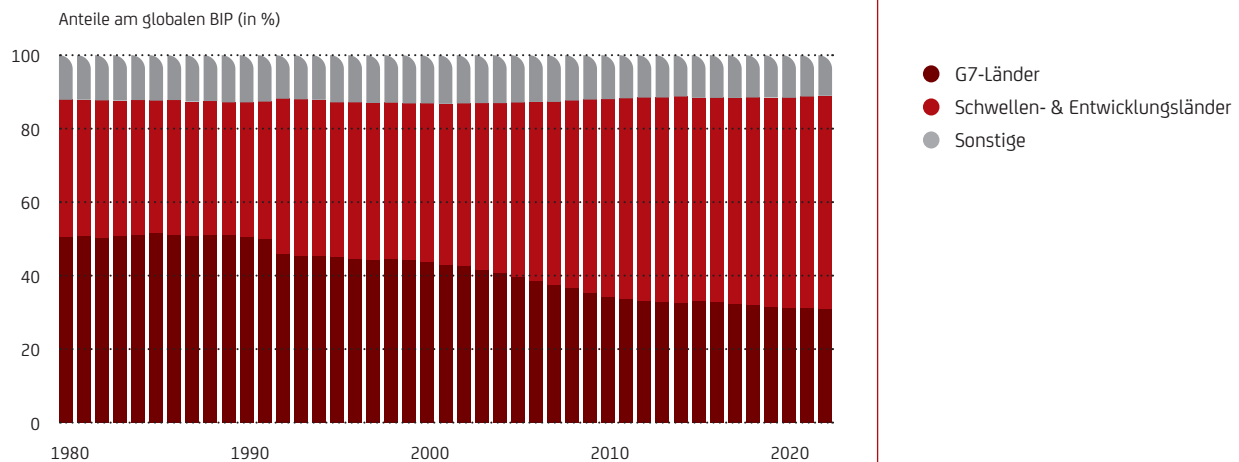
Das ESG-Scoring ist ein Ansatz zur Bewertung des Ausmaßes, in dem sich ein Unternehmen für soziale Ziele einsetzt, die über die Rolle eines Unternehmens zur Gewinnmaximierung für die Aktionäre hinausgehen. Dabei stehen ESG für Bewertungskriterien in den Bereichen Umwelt- (E), Sozial- (S) und Unternehmensführung (G).

17. AUF DEM WEG IN DIE DE-GLOBALISIERUNG



Quelle: Financial Times auf Basis von Klasing and Miliones, Penn World Tables & Weltbank
UniCredit Group Investment Strategy

18. GLOBALISIERUNG HAT SCHWELLENLÄNDER-WACHSTUM GETRIEBEN



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), UniCredit Group Investment Strategy

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Anleger in den nächsten Monaten mit einer schwierigen Kombination aus höherer Inflation, restriktiverer Geldpolitik und geringerem globalen Wachstum konfrontiert sein werden. Dazu kommen noch die Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Entwicklungen im Ukraine-Krieg.

Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die steigende Inflation unsere strukturelle Untergewichtung mit einer Tendenz zu kurzer Duration bei globalen Anleihen unterstützt, wobei wir top-bewertete Euro-Unternehmensanleihen und selektiv Anleihen aus Schwellenländern bevorzugen. Es könnten sich jedoch langfristige Anlagemöglichkeiten ergeben. Deshalb beobachten wir Einstiegspunkte auf dem Markt für US-Staatsanleihen sehr genau, wie z. B. den 3%-Bereich der 10-jährigen US-Treasury-Rendite.

Auch wenn Aktien durch geopolitische Spannungen und negative Gewinnrevisionsen gefährdet sind, bleiben sie in Bezug auf die relative Bewertung langfristig interessant. Wir sind zunehmend defensiv und qualitätsorientiert aufgestellt, und konzentrieren uns auf Unternehmen mit höherer Preissetzungsmacht sowie mit hoher „Cashflow“-Generierung und hoher Dividendenrendite. Wir haben dabei unsere Übergewichtung europäischer Aktien reduziert und sind der Ansicht, dass US-Aktien derzeit durch eine bessere Ertragsdynamik unterstützt werden. Darüber hinaus hilft ihnen die Energieunabhängigkeit der USA, was sie widerstandsfähiger gegenüber den geopolitischen Risiken macht. Bei Schwellenländeraktien sind wir zunehmend defensiver eingestellt, da sich das globale Wachstum abschwächen dürfte.

Gold bietet nach wie vor interessante Möglichkeiten zur Portfolioabsicherung, während der USD von der Flucht in Qualität aufgrund des Ukraine-Kriegs und der restriktiven US-Geldpolitik profitiert. Längerfristig erscheint uns aber der USD auf Basis der wichtigsten Kaufkraftparitätskennzahlen als überbewertet.

Unsere Anlagestrategie im Überblick

Aktien

Aktien global: Übergewichten

Das sich verlangsamende, aber noch ordentliche globale Wachstum stützt Aktien – trotz des Gegenwinds und der höheren Volatilität aufgrund des Ukraine-Kriegs, steigender Zinsen und der Pandemie. Die Aktienbewertungen sind, relativ gesehen, interessant, da die Realzinsen weiterhin negativ sind.

Aktien Europa: Übergewichten

Kurzfristig ist Europa am stärksten vom Ukraine-Krieg betroffen. Längerfristig wird Europa von höheren Investitionen in die Energie- und Verteidigungsindustrie profitieren.

US-Aktien: Neutral

Ein insgesamt robustes Wirtschaftswachstum stützt, die aggressivere, „hawkisere“ Gangart der Fed belastet. (Eine „hawkische“ Notenbankpolitik ist an höheren Zinssätzen interessiert, um die negativen Auswirkungen der Inflation abzumildern.) 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. Bei den Schwellenländern wird eine selektive Auswahl der Länder und Sektoren dringend empfohlen.

Asien-Pazifik-Aktien (Entwickelte Märkte): Neutral

Japanischen Aktien werden durch die anhaltende, wenn auch schwächere globale Erholung, die heimischen fiskalischen Anreize und den schwächeren Yen unterstützt.

Renten

Renten Global: Untergewichten

Festverzinsliche Wertpapiere sind anfällig für hohe Inflation und steigende Renditen von Staatsanleihen.

Euro Investment Grade-Unternehmensanleihen: Übergewichten

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

Hochverzinsliche Unternehmensanleihen: Neutral

Interessante Renditedifferenziale („Carry Plays“) 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 im Falle weiterer Marktturbulenzen beachtet werden.

Europäische Staatsanleihen (EWU): 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 Staatsanleihen, die durch die Maßnahmen der EZB und des EU-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 steigenden/sehr hoch bleibenden Inflation zu begegnen.

Nicht-EWU-Staatsanleihen: Neutral

Wir gehen davon aus, dass die Renditen von US-Staatsanleihen im weiteren Jahresverlauf 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 defensive und selektivere Haltung ratsam erscheinen.

Geldmarkt/Liquidität: Übergewichten

Geldmarktanlagen scheinen als Absicherung gegen die gestiegene Unsicherheit (Risikostreuung) und zum „Parken“ von Liquidität derzeit erwägenswert.

Alternative Anlagen: Neutral

Solche Anlagen bieten Diversifikationspotenzial. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente der Inflationsabsicherung.

Rohstoffe

Rohstoffe sind eine spätzyklische Anlageklasse, die von der globalen Erholung und – vor allem bei fossilen Energieträgern und einigen Metallen – von den gestiegenen geopolitischen Spannungen profitieren.

Gold: Übergewichten

Gold sollte seine Rolle als „sicherer Hafen“ zur Inflationsabsicherung und gegen Unsicherheiten immer wieder entfalten können.

Währungen

EUR-USD: Untergewichten

Die Flucht in Qualität und eine restriktivere Fed stützen den US-Dollar.

Im Dialog

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

Italien

Was geschieht an den chinesischen Börsen?



Die chinesischen Aktienmärkte haben sich in den letzten Wochen deutlich schwächer entwickelt als ihre europäischen und amerikanischen Pendanten. Die chinesische Wirtschaft ist im Gegensatz zu den europäischen Ländern nicht direkt von den negativen wirtschaftlichen Auswirkungen des Ukraine-Kriegs betroffen. Auch hat die Zentralbank (People's Bank of China, PBoC) keine beschleunigte Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet, wie dies die US-Notenbank getan hat. Die Gründe müssen also woanders gesucht werden.

Sicherlich bedeutet die von den Regierungsbehörden verordnete Null-Covid-Strategie ein erhebliches wirtschaftliches Opfer. Obwohl einige Quarantänevorschriften gelockert wurden, haben die Auswirkungen teilweiser oder kompletter Abriegelungen von Städten mit mehreren zehn Millionen Einwohnern immer noch erhebliche Auswirkungen. Dies gilt für Schanghai und seinen Hafen – den wichtigsten der Welt für den internationalen Seehandel mit Containerschiffen. Und auch in Peking, wo eine Test- und Überwachungskampagne eingeleitet wurde, wächst die Besorgnis. Die bestehenden Beschränkungen könnten das Problem der Engpässe in den globalen Lieferketten noch verschärfen. Aber die Auswirkungen auf die Binnennachfrage sind sicherlich

Unsere Experten:

Alessandro Caviglia



CIO UniCredit SpA
(Italy)

gravierender, was die derzeitigen Produktionsausfälle und die Verschlechterung der Vertrauensindizes für Verbraucher und Unternehmen betrifft. Sicherlich werden die geld- und fiskalpolitischen Reaktionen wichtig und unterstützend sein, insbesondere in den traditionellen Wirtschaftssektoren wie Immobilien und Bauwesen. Wir können jedoch davon ausgehen, dass es sich hierbei um ein nicht dauerhaftes Element handelt: Denn so wie wir in der westlichen Welt von der Phase des gesundheitlichen Notstands zu einer Phase der wachsenden Koexistenz mit dem Virus übergegangen sind, können wir uns vorstellen, dass dies in irgendwann auch in China geschehen wird.

Es gibt jedoch noch andere Faktoren, die sich negativ auf die Investitionsströme von den internationalen Kapitalmärkten in die chinesischen Märkte auswirken. Es ist offensichtlich, dass in den neuen geopolitischen Strukturen die wirtschaftliche und politische Rolle Chinas wächst und immer mehr an Bedeutung gewinnt. Diese Daten gelten für Asien als Kontinent insgesamt. Allerdings nimmt China, ebenso wie Indien, eine zweideutige und opportunistische Haltung gegenüber der russischen Aggression in der Ukraine ein. Dies erhöht das Risiko einer möglichen neuen Konfrontation zwischen den USA und China, die sich auf die Handelsbeziehungen auswirken könnte, wie dies bereits während der Trump-Administration der Fall war, aber im aktuellen Kontext auch Konsequenzen in Form von Sanktionen auf die Finanzströme haben könnte. Daher messen die internationalen Investoren auch diesem Szenario eine Wahrscheinlichkeit bei, die zwar nicht zentral ist, aber dennoch ein Risikoelement darstellt.

Darüber hinaus erhöht die zunehmende De-Globalisierung und Segmentierung des Finanzsystems die Anreize, Finanzinvestitionen in demselben geografischen Umkreis zu halten, auf dem die Steuerverpflichtung besteht. In dieser historischen Phase sind die US-amerikanischen und europäischen Hauptstädte für die Finanzierung der Investitionsprogramme, die zur Verringerung der Abhängigkeit von Russland und von fossilen Brennstoffen im Allgemeinen erforderlich sind, von entscheidender Bedeutung für die USA und Europa.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das politische und wirtschaftliche Gewicht Chinas heute beträchtlich ist und wohl noch zunehmen wird. Dies geht jedoch nicht mit dem gleichen Maß an finanzieller Unabhängigkeit oder der internen Fähigkeit einher, ausreichende Mittel auf den Kapitalmärkten zu generieren. Diese Divergenz trägt vor dem Hintergrund der aktuellen geopolitischen Lage zur derzeitigen Schwäche der chinesischen Börsen bei.

Österreich

„Gamechanger“ Inflation – Steigende Realrenditen erfordern jetzt ein aktives Management



Die Realrenditen von sicheren Geldanlagen sind im letzten Jahrzehnt in den entwickelten Ländern kontinuierlich gefallen. Die Ursachen für den Rückgang sind vielfältig. Verstärkt wurde dieser Trend zuletzt durch die Corona-Pandemie und den Krieg in der Ukraine. Haupttreiber für den Rückgang waren aber die monetären Maßnahmen der Notenbanken, die zur Bekämpfung der deflationären Tendenzen auf eine noch nie dagewesene expansive Geldpolitik setzten.

Die Notenbanken kauften Anleihen und dämpften damit die Renditen. Die Leitzinsen wurden im Euroraum auf 0 % abgesenkt (Hauptrefinanzierungssatz). Die Finanzierungsbedingungen für Staaten, Unternehmen und private Kreditnehmer waren dadurch sehr günstig. Dies unterstützte die Konjunktur. Anleihen- und Aktienkurse haben von dieser Entwicklung profitiert. Die Kurse festverzinslicher Wertpapiere stiegen aufgrund der Anleihenkäufe der Notenbanken und jene von Aktien aufgrund des tiefen Zinsniveaus sowie der Erhöhung der Geldmenge, die indirekt die Nachfrage nach Aktien erhöhte.

Der jüngste starke Anstieg der Inflation – ursprünglich ausgelöst durch die Corona-Pandemie und verschärft durch den Krieg in der Ukraine – scheint einen Paradigmenwechsel ausgelöst zu haben. Nach zahlreichen Lockdowns hat die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen stark zugelegt, was es der rasant aufholenden Wirtschaft ermöglicht hat, die Preise zu erhöhen. Bei wichtigen elektronischen Teilen wie zum Beispiel Halbleitern ist es sogar zu Engpässen gekommen, die Auswirkungen auf ganze Branchen wie etwa die Autoindustrie haben.

Aber auch die Energiepreise sind aufgrund des Wiederhochfahrens gestiegen und haben durch den Krieg in der Ukraine noch massiv zugelegt. Die hohe Inflation zwingt die Notenbanken nun, auf die Bremse zu steigen. Zinsanhebungen und ein Zurückfahren der expansiven Geldpolitik stehen auf der Agenda und werden schlussendlich wieder zu einem Anstieg der Realrenditen führen. Dies wird mit Bewertungsänderungen der verschiedenen Assetklassen verbunden sein.

Auswirkungen auf die Assetklassen

Die jüngsten Anstiege der Anleiherenditen sind hauptsächlich auf die angestiegenen Inflationserwartungen zurückzuführen, da Investoren das Inflationsrisiko abgegolten haben wollen. In diesem Szenario mussten nominelle Anleihen bereits Kursverluste hinnehmen. Mit

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and
Schoellerbank (Austria)

inflationsexindexierten Anleihen konnte man diese indes größtenteils vermeiden. Die Notenbanken sind nun gefordert, zur Abschwächung der steigenden Inflation ihre Kaufprogramme zu beenden und die Leitzinsen anzuheben.

Bis diese Maßnahmen greifen, ist aus Investmentsicht eine höhere Quote von inflationsexgeschützten Anleihen zur Absicherung des eigenen Portfolios sinnvoll. Aber Vorsicht, auch inflationsexindexierte Anleihen leiden unter steigenden Realrenditen, insbesondere dann, wenn die Inflationsexwartungen fallen sollten. Eine rechtzeitige Reduktion der Assetklasse ist daher wesentlich. Generell sollte in dieser Phase überlegt werden, auf Anleihen mit kurzen Laufzeiten oder auf Anleihen mit variabler Verzinsung zurückzugreifen. Unternehmensanleihen haben auf die steigenden Renditen ebenfalls mit einer Ausweitung der Risikoaufschläge reagiert, da die Wahrscheinlichkeit einer Konjunktüreintrübung steigt. Wenn man von keiner Rezession ausgeht, sind solche Ausweitungen der Risikoaufschläge oftmals interessante Kaufgelegenheiten.

Die Entwicklung der Realrenditen hat aber nicht nur Auswirkungen auf Anleihen, sondern beeinflusst auch Assetklassen wie zum Beispiel Aktien. Wachstums- und Technologieunternehmen sind besonders von einem Anstieg der Realrenditen betroffen, weswegen „Value“-Unternehmen momentan bevorzugt werden sollten.

Mögliche Risiken sollte man dabei genau im Auge haben – nicht nur im Anleihebereich. Insbesondere die Notenbanken sind gefordert, die geldpolitischen Maßnahmen der Vergangenheit mit einer verträglichen Geschwindigkeit für die Märkte zu reduzieren, damit es zu keinen größeren Verwerfungen kommt. Die Notenbanken haben die ersten Schritte dazu bereits gesetzt und auch bewiesen, dass sie dabei ebenso auf eine schonende Umsetzung mit Blick auf die Aktienmärkte achten.

Fazit: Der Anstieg der Realrenditen und die aktuell hohe Inflation sind Herausforderungen für Anleger, die einer noch intensiveren Beschäftigung mit den Märkten bedürfen. Mit einer „Buy-and-Hold“-Strategie konnte man im letzten Jahrzehnt noch sehr gute Erträge erzielen. Die nächsten Jahre werden jedoch ein aktiveres Handeln notwendig machen. Jede schwierige Marktsituation bietet auch Chancen, die es zu nutzen gilt.

Deutschland

Welche Bedeutung hat die Wiederwahl Emmanuel Macrons für Wirtschaft und Märkte?



Die französische Präsidentschaftswahl hat im Vorfeld für einigen Wirbel an den Finanzmärkten gesorgt. Dabei galt der Amtsinhaber, Emmanuel Macron, lange Zeit als haushoher Favorit. Allerdings zeichnete sich in den Umfragen vor dem ersten Wahlgang, in der sich die Bürger für einen der zahlreichen Kandidaten entscheiden müssen, ein enges Rennen um die ersten beiden Plätze ab. Dieses Ergebnis war bestimmend, denn wenn kein Kandidat in der ersten Runde die notwendige absolute Mehrheit erreicht, wird eine Stichwahl unter den beiden Erstplatzierten erforderlich. Wie schon vor fünf Jahren traten auch diesmal Emmanuel Macron und Marine Le Pen gegeneinander an. Sie verlor abermals – deutlicher als zwischenzeitlich projiziert, aber weniger klar als noch 2017.

Die Unsicherheiten für die Finanzmärkte ergaben sich aus der Frage, wer in die Stichwahl kommen würde. Wäre beispielsweise der Linkspopulist Jean-Luc Mélenchon statt Marine Le Pen in die Stichwahl gekommen, hätte das Ergebnis unter Umständen anders ausgehen können. Diese Unsicherheiten wurden insbesondere in den Rentenmärkten reflektiert. So stieg der Renditeunterschied zwischen französischen und deutschen Staatsanleihen spürbar an, was die Sorgen von Investoren widerspiegelte, dass die französische Politik eine komplett andere Richtung einnehmen könnte. Allerdings entspannten sich die Befürchtungen bereits kurz nach der ersten Runde wieder, als die Umfragen dann doch einen relativ komfortablen Vorsprung von Macron signalisierten.

Für Europa ist Macrons Wiederwahl ein wichtiges Zeichen in Zeiten großer Unsicherheit. Viele Entscheidungen in drängenden wirtschafts- und sicherheitspolitischen Fragen benötigen einen Konsens auf europäischer Ebene. Diese Konsensbildung erscheint mit Macron deutlich einfacher als mit seiner Gegenkandidatin. Ein paar offene Fragen bleiben aber noch, die auch für die Kapitalmärkte eine gewisse Relevanz haben dürften. Denn im Juni findet die Parlamentswahlen in Frankreich statt, welche darüber bestimmen, ob und welche Mehrheit Emmanuel Macron für seine Politik im Parlament erhält. Die Herausforderungen sind enorm. Das Land ist gespalten, die Jugend frustriert, die sozialen Spannungen wachsen, die Rechte und rechtes Gedankengut sind „gesellschaftsfähig“ geworden und das klassische Parteiensystem scheint am Ende. Die historisch niedrige Wahlbeteiligung spricht Bände.

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank, Germany)

Dann könnte eine zweite Frage in den Fokus rücken: wer übernimmt die Rolle des Premierministers, oder besser der Premierministerin, denn einige Kommentatoren spekulieren, dass Christine Lagarde dieses Amt übernehmen könnte, was dann wiederum zu einer Führungsdiskussion an der Spitze der EZB führen würde. Es bleibt also spannend.

ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

VON	28.04.21	28.04.17	27.04.18	28.04.19	28.04.20	28.04.21	28.04.17	01.01.22
BIS	28.04.22	28.04.18	28.04.19	28.04.20	28.04.21	28.04.22	28.04.22	28.04.22
AKTIENINDIZES (GESAMTRENDITE, IN %)								
MSCI World (in USD)	-1,2	14,2	6,5	-4,7	48,8	-1,2	70,2	-10,9
MSCI Emerging Markets (in USD)	-20,8	21,1	-3,1	-14,1	54,9	-20,8	22,9	-13,9
MSCI US (in USD)	2,0	13,9	12,4	-0,6	51,3	2,0	96,4	-10,5
MSCI Europe (in EUR)	5,8	2,7	5,6	-10,6	31,0	5,8	34,0	-6,3
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	-18,7	19,0	-3,0	-8,1	47,1	-18,7	26,2	-13,6
STOXX Europe 600 (in EUR)	4,6	2,6	5,5	-10,0	32,4	4,6	34,6	-7,2
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	-8,6	1,1	-1,5	-12,4	41,7	-8,6	12,3	-12,0
MSCI Italy (in EUR)	1,7	19,3	-6,7	-19,0	40,6	1,7	29,9	-10,3
ATX (Österreich, in EUR)	4,4	20,4	-3,9	-30,7	54,3	4,4	28,5	-14,6
SMI (Schweiz, in CHF)	11,7	3,4	13,4	5,3	15,9	11,7	60,1	-3,9
S&P 500 (USA, in USD)	3,9	14,0	12,5	-0,8	48,5	3,9	96,4	-9,7
Nikkei (Japan, in JPY)	-5,8	19,0	1,8	-9,2	49,3	-5,8	53,7	-5,9
CSI 300 (China, in Yuan)	-22,1	11,2	6,0	0,9	35,9	-22,1	26,1	-20,6
RENTENINDIZES (GESAMTRENDITE, IN %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-9,3	-3,3	6,7	23,1	-7,0	-9,3	6,7	-11,8
US-Staatsanleihen (ICE BofA , in USD)	-7,1	-1,1	5,2	15,2	-4,9	-7,1	5,5	-8,4
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-9,9	0,9	6,8	9,0	5,7	-9,9	11,4	-12,1
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-9,5	-0,9	7,5	4,9	-1,9	-9,5	-1,2	-9,2
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-9,0	2,2	2,5	4,3	1,7	-9,0	1,0	-8,6
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-8,2	1,2	3,1	-1,0	5,4	-8,2	-0,1	-7,8
RENDITEN (VERÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN = 0,01 %-PUNKTE)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	124	66	-49	-193	101	124	57	137
US-Staatsanleihen (ICE BofA , in USD)	184	90	-33	-193	45	184	96	157
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	202	66	-31	-69	-80	202	92	185
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	113	26	-61	-46	19	113	55	104
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	119	-4	-14	-40	-15	119	47	110
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	181	10	-27	40	-83	181	122	160
RENDITEAUFSCHLAG AUF STAATSANLEIHEN (CREDIT SPREADS, VERÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN)								
US-Unternehmensanleihen (BofAML US Corporate Master)	44	-10	5	118	-140	44	16	40
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	57	-34	33	429	-476	57	5	73
Euro-Unternehmensanleihen (BofAML Euro Corporate AAA-A)	51	-18	8	65	-77	51	28	38
Euro-Unternehmensanleihen (BofAML Euro High Yield)	153	-34	67	267	-332	153	117	119
GELDMARKT (ZINSÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN)								
Libor (USD, 3 Monate)	110	119	22	-182	-57	110	12	108
Euribor (EUR, 3 Monate)	10	0	2	8	-30	10	-11	13
EURO-WECHSELKURSE (VERÄNDERUNG IN %)								
US-Dollar (EUR-USD)	-13,1	10,9	-8,5	-2,4	11,0	-13,1	-3,6	-7,4
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-3,0	3,9	-0,9	0,9	-0,1	-3,0	-0,1	0,4
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-7,5	10,5	-5,0	-7,0	4,3	-7,5	-5,6	-1,1
Japanischer Yen (EUR-JPY)	4,3	8,8	-6,3	-6,9	13,3	4,3	13,1	5,2
ROHSTOFFE (VERÄNDERUNG IN %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	6,0	3,8	-2,8	33,4	0,0	6,0	41,1	3,2
Industriemetalle (GSCI, in USD)	17,9	19,0	-13,3	-18,5	68,1	17,9	69,9	8,5
Gold (in USD pro Feinunze)	6,4	4,5	-2,3	33,0	4,2	6,4	49,2	3,6
Röhl (Brent, in USD pro Fass)	60,2	47,3	-3,5	-71,5	227,5	60,2	112,8	37,5

Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Die Rendite bei Anlagen in Fremdwährungen kann auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt „passendste“ reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wieder (höhere Renditechance=höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und/oder Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Quelle: Refinitiv Datastream. Stand: 28.04.2022

Disclaimer

Unsere Darstellungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlungen der Bank dar. Diese Information genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die UniCredit Bank AG deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank AG zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank AG kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Quellen zu Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

IMPRESSUM

Herausgeber:

UniCredit Bank AG
Arabellastraße 12
81925 München

Fachredaktion:

Manuela D'Onofrio
Philip Gisdakis

Erscheinungsweise: monatlich
Abgeschlossen am: 28.04.2022