



# Unter der Oberfläche

Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Juni 2022

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	8
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	15
IM DIALOG	22

# CIO Kommentar

## Unter der Oberfläche



Das erste Halbjahr 2022 war geprägt von einer Reihe von Belastungsfaktoren für Wirtschaft und Finanzmärkte.

1. Zentralbanken sind weltweit aufgrund der anhaltend hohen Inflation auf einen geldpolitischen Straffungspfad eingeschwenkt. Insbesondere für die USA erwächst daraus das Risiko, dass die Federal Reserve mit ihren Maßnahmen das Wirtschaftswachstum deutlich – bis zu einer milden Rezession – abkühlen könnte.
2. Der Krieg in der Ukraine dauert an und mit ihm das Risiko der Unterbrechung der Energieversorgung für Europa – ein Risikoszenario, welches angesichts der jüngsten Drosselung der Gaslieferungen Russlands an Deutschland und Italien stärker in das Bewusstsein der Anleger rückt.
3. Die jüngste Covid-Welle in China, auf die die chinesische Regierung mit sehr strikten Lockdown-Maßnahmen reagiert hat, bremst einerseits die Konjunktur in China (mit Auswirkungen auf die Nachfrage nach europäischen Exportgütern) und belastet andererseits aber die ohnehin schon angespannten Lieferketten weiter (auch das wirkt sich negativ auf Europa aus, insbesondere auf das verarbeitende Gewerbe).

Man könnte also meinen, es gäbe auf allen Seiten nur schlechte Nachrichten. Bei den vorgenannten Belastungen handelt es sich aber teilweise um externe Faktoren, welche möglicherweise auch nur temporär wirken. Bezüglich der Auswirkungen von Corona-Maßnahmen wissen wir etwa, dass sie die Wirtschaft bei adäquatem Krisenmanagement nur übergangsweise belasten und dass man mit Nachholeffekten rechnen kann, wenn die Maßnahmen wieder gelockert werden. Zwar lässt sich das Vorgehen der chinesischen Regierung mit ihrer strikten Null-Covid-Strategie und dem vergleichsweise niedrigen Impfschutz gerade bei vulnerablen Gruppen nicht direkt mit der Situation in Europa und den USA vergleichen – die Belastungen könnten länger anhalten als in den westlichen Industrienationen – dennoch lehrt die Erfahrung, dass Corona-Infektionen in Wellen kommen, die also auch wieder abebben.

Noch zu Beginn des Jahres waren die Erwartungen an das Wachstum der Wirtschaft in Europa und USA auf eine spürbare Post-Corona-Erholung ausgerichtet. Es gab starke Anzeichen, dass die Wirtschaft Tritt fasst und von spürbaren Aufholeffekten profitieren kann. Diese Erholung ist durch den Krieg in der Ukraine unterbrochen worden. Der zentrale Wirkungskanal, über den dieser Konflikt die Wirtschaft trifft, sind weiter steigende Energie- und Rohstoffkosten sowie insbesondere die Sorge, dass es zu einer Unterbrechung der Energieversorgung für diejenigen Länder kommen könnte, die stark von russischen Öl- und Gasimporten abhängen – ein Risiko, das mit den **jüngsten Entwicklungen**<sup>1</sup> ein Stück näher gerückt ist. Diese Risiken sind jedoch externer Natur. Sollte sich die Situation bzgl. der Energie- und Rohstoffversorgung entspannen, könnte man durchaus mit einer Anknüpfung an die Erwartung einer Post-Covid-Erholung rechnen.

Blickt man unter die Oberfläche, erkennt man durchaus Anzeichen, die Zuversicht geben können. Insbesondere der jüngste ifo-Bericht zur Stimmung der deutschen Wirtschaft, ein wichtiges Börsenbarometer auch für die gesamte Eurozone, sendet positive Signale. Insbesondere die ifo-Reichweite zur Auftragslage der Unternehmen ist an dieser Stelle zu nennen: der Auftragsbestand der deutschen Industrie war seit Beginn der 90er nicht so hoch wie derzeit.

Zuletzt spielt der anhaltende Inflationsdruck eine zentrale Rolle. Er führt dazu, dass die Zentralbanken die Zinsen anheben, um die Preisdynamik abzukühlen. Die Inflation in der Eurozone eilt tatsächlich von Rekord zu Rekord. Sie hat im Mai erneut einen kräftigen Satz gemacht und die Marke von 8% geknackt. Für die Bewertung der Situation ist aber die genaue Charakteristik der Inflationsdynamik ein entscheidender Faktor, denn insbesondere in Europa kommt der Preisdruck im Wesentlichen durch

### Manuela d’Onofrio



Head of Group Investment Strategy

### Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Deutschland)

<sup>1</sup>Nachdem Gazprom bereits im Mai die Gaslieferungen in fünf EU-Staaten eingestellt hatte, hat der russische Staatskonzern unlängst auch seine Exporte in weitere Länder reduziert, darunter Deutschland, Frankreich und Italien. Dennoch ist die Energieversorgung in den betroffenen Ländern weiter gewährleistet.

die gestiegenen Energiekosten und Nahrungsmittelpreise. Wenn wir die volatilsten Komponenten – Energie und Nahrungsmittel – herausrechnen, ist das Überraschende an der Kerninflation allerdings nicht der absolute Wert von fast 4%, dem höchsten gemessenen Wert seit der Einführung des Euro, sondern die Geschwindigkeit, mit der wir uns von einer durchschnittlichen Inflationsrate von rund 1,5%, die fast zehn Jahre lang anhielt, zu dem Punkt bewegt haben, an dem wir jetzt stehen.

Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass dieser Preiswettbewerb im Sommer 2021 begann, als die Covid-bedingten Lockdowns in den meisten Industrieländern aufgehoben wurden und die Verbraucher endlich wieder in der Lage waren, ihre Häuser zu verlassen und Geld auszugeben. Wir glauben, es ist wichtig, die fundamentalen Ursachen für diesen plötzlichen Übergang von einer anhaltend niedrigen Inflation, wie wir sie in den zehn Jahren vor der Pandemie erlebt haben, zu einer Situation zu verstehen, die durch ein viel höheres durchschnittliches Inflationsniveau gekennzeichnet ist. Denn so können wir besser beurteilen, wie die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank in den kommenden Quartalen aussehen wird, und folglich auch ableiten, welche Anpassungen wir bei unserer Anlagestrategie vornehmen müssen.

Wie wir inzwischen alle wissen, führte die Schließung zahlreicher Aktivitäten während der Pandemie, einschließlich der Häfen und Flughäfen, zu schwerwiegenden Engpässen in den Lieferketten. Nach den Öffnungen der Post-Corona-Phase folgte daraus eine Lücke zwischen den Produktionskapazitäten der Unternehmen und der angestauten Verbrauchernachfrage. Diese Diskrepanz zwischen der robusten Nachfrage einerseits und dem schleppenden Angebot andererseits hat zu einem Preisanstieg geführt, der sich zumindest teilweise wieder auflösen dürfte, wenn die Lockdowns, insbesondere in China, endlich aufgehoben werden. In der Zwischenzeit haben viele Unternehmen zur Stabilisierung der Lieferketten damit begonnen, ihre Lieferantennetze zu diversifizieren und Maßnahmen zu ergreifen, um die Lieferentfernungen zu verringern. Dieser noch nicht abgeschlossene Prozess war und ist natürlich mit Kosten verbunden, die die Unternehmen zum Teil an die Verbraucher weitergegeben haben oder weitergeben werden.

Im Sommer 2021 begann auch die Hausse bei den Ölpreisen, die durch die Sanktionen gegen Russland noch verstärkt wurde, was dazu führte, dass sich der Rohölpreis bis heute fast verdoppelt hat. Da sich abzeichnet, dass der Hauptfaktor, der zum Wiederaufleben der Inflation geführt hat, nämlich die Lieferkettenengpässe, mit der Stabilisierung der Versorgungsketten an Bedeutung verlieren werden, ist es wichtig zu verstehen, unter welchen Bedingungen die Rohstoffpreise, die für uns Europäer die Haupttreiber der Inflation sind, sinken können. Die naheliegendste Antwort ist, dass ein Ende der westlichen Sanktionen gegen Rußland zu einem erheblichen Preisrückgang bei vielen Rohstoffen, insbesondere bei Öl, Gas und Getreide, führen würde. Zum jetzigen Zeitpunkt kann aber niemand vorhersagen, wann die Sanktionen aufgehoben werden. Wir müssen uns also die Frage stellen, ob es weitere Faktoren gibt, die zu einem Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise führen könnten.

Wir erwarten, dass die allgemeine Erhöhung der Finanzierungskosten durch die Zentralbanken, einschließlich der EZB, zu einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit und damit zu einem Rückgang der Rohstoffnachfrage führen werden. In Anbetracht der Geschwindigkeit, mit der die Zentralbanken ihre Geldpolitik an das neue inflationäre Umfeld anpassen, kann man davon ausgehen, dass die weltweite Wirtschaftstätigkeit bald bescheidenere Wachstumsraten aufweisen wird, als man sich zu Beginn des Jahres vorstellen konnte. Ob die Landung sanft oder hart ausfällt, wird weitgehend davon abhängen, wie schnell die Inflation vor dem Heer der Zentralbanken kapituliert, die sich verpflichtet haben, die geldpolitischen Anreize abzubauen und die Preise abzukühlen.

Dabei ist wichtig zu verstehen, dass die vorgenannten Inflationstreiber Faktoren auf der Angebotsseite der Wirtschaft sind, während ein großer Nachfrageüberhang, zumindest in Europa, nicht zu verzeichnen ist. Angebotsgetriebene Inflation (auch „cost-push inflation“ genannt) ist üblicherweise aber weniger hartnäckig als eine nachfragegetriebene Dynamik (die sogenannte „demand-pull inflation“). Unter anderen deswegen sollte sich der übermäßige Inflationsdruck zeitlich begrenzt entwickeln und vermutlich in den kommenden Monaten seinen Höhepunkt überschreiten.

Die Märkte rechnen bereits wieder mit rückläufiger Inflation in den kommenden Jahren. Das bedeutet allerdings nicht, dass eine Rückkehr zum ultra-niedrigen Zinsniveau der letzten Jahre zu erwarten ist. Vermutlich wird die Phase von ultra-niedrigen Inflationsraten und folglich auch von ultra-lockerer Geldpolitik der Vergangenheit angehören. Inflationsraten zwischen 2-3%, wie sie für die kommenden Jahre erwartet werden, sind für die Wirtschaft kein Problem. Im Gegenteil: Inflationsraten um 2% sind eigentlich gesund.

Darüber hinaus zeigen sich viele Unternehmen sehr wohl in der Lage, steigende Kosten in weiten Teilen auf ihre Kunden überzuwälzen und die Margen somit konstant zu halten. Dies ist auch ein Faktor, der erklärt, warum die Erwartungen des Marktes an die Gewinnsteigerungen für Aktien immer noch erstaunlich robust sind. Berücksichtigt man diese erwarteten Gewinnsteigerungen zusammen mit den Kursabschlägen der vergangenen Monate, sind Aktien, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), mittlerweile durchaus günstig. Auch deswegen bleiben Aktien als Geldanlage mittelfristig durchaus interessant.

# Im Fokus

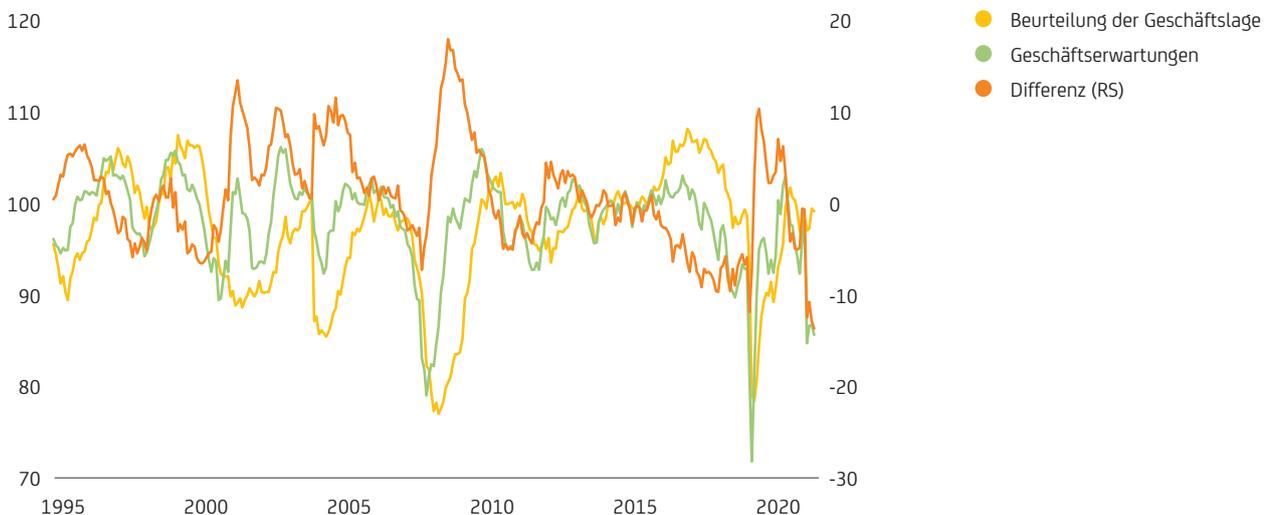
## Wann sehen wir Licht am Ende des Tunnels?

Die nicht enden wollende Zahl der Belastungsfaktoren – etwa der Ukraine-Krieg, die jüngste Covid-Welle in China, die Inflations Sorgen und die damit verbundene Straffung der geldpolitischen Bedingungen durch die Fed und EZB – haben Wachstumsängste geschürt und die Finanzmärkte unter Druck gesetzt, mitunter sogar heftig. Wir haben deshalb unsere Aktienposition bereits zurückgenommen. Trotz aller Widrigkeiten aber zeigt sich die Stimmung in der europäischen Wirtschaft noch erstaunlich robust. Zwar wurden die Wachstumserwartungen für 2022 im Laufe dieses Jahres spürbar nach unten revidiert (aktuell liegt die Bloomberg Konsensschätzung für den Euroraum für 2022 bei 2,6% – Tendenz wohl weiter fallend; Ende 2021 lag die Projektion noch bei 4,2%), die Wachstumsdynamik läge bei diesem Wert aber nach wie vor über der durchschnittlichen Expansionsgeschwindigkeit der fünf Jahre vor der Pandemie. Ein Wachstum von 2,6% wurde in dieser Periode nur ein einziges Mal erreicht, im Jahr 2017. Diese Zahlen verdeutlichen, wie hoch die Erwartungen einer wirtschaftlichen Erholung in der Post-Pandemiephase in Europa waren, bevor der Krieg in der Ukraine und die Covid-bedingten Lockdowns in China die Stimmung deutlich eintrübten.

Die Charakteristik einer spürbaren Abkühlung der (zu Beginn des Jahres hohen) Erwartungen, während gleichzeitig die Lage im historischen Kontext robust bleibt, zeigt sich auch in einem der wichtigsten Stimmungsbarometer für die deutsche Wirtschaft, dem **ifo Geschäftsklimaindex<sup>2</sup>**: Nachdem der ifo-Index im März wegen des Einmarschs Russlands in die Ukraine eingebrochen war, ist er zuletzt von 91,9 Punkten im April auf 93,0 Punkte im Mai gestiegen, im Juni aber wieder leicht auf 92,3 Punkte gefallen (siehe Grafik 1). Es war vor allem die Einschätzung der aktuellen Lage, die sich im Mai spürbar verbesserte und auch im Juni weitgehend stabil blieb. Demgegenüber sind die Erwartungen an die künftigen Geschäfte von den befragten Unternehmen

<sup>2</sup>Der ifo-Geschäftsklimaindex ist ein monatlich vom ifo Institut erstellter weicher Frühindikator für die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland. Er basiert auf den monatlichen Meldungen von ca. 9.000 deutschen Unternehmen und gilt hierzulande als bekanntester und am stärksten beachteter Geschäftsklimaindex.

### 1. IFO-INDEX: STIMMUNGSLAGE STABILISIERT SICH



Quelle: ifo Institut, UniCredit Group Investment Strategy

nach wie vor vergleichsweise pessimistisch. Dennoch gibt die Stimmungslage insgesamt Anlass zur Hoffnung – zumindest für unsere Einschätzung, dass die Rezessionsängste überzogen sind.

Und auch ein weiterer Faktor unterstützt unsere These. Die Auftragsbücher deutscher Industriebetriebe sind voll. Laut ifo Institut warten inzwischen Aufträge im Wert von rund 100 Milliarden Euro darauf, abgearbeitet zu werden. Wie sich anhand der sogenannten Reichweite der aktuellen Auftragslage zeigt, können Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes **im Schnitt 4,5 Monate**<sup>3</sup> produzieren, ohne dass ein einziger weiterer Auftrag benötigt wird; in den letzten 30 Jahren schwankte diese Reichweite zwischen 2,5 und 3,5 Monaten (siehe Grafik 2).

<sup>3</sup>Unternehmen aus den für die deutsche Wirtschaft so bedeutenden Branchen der Automobilindustrie, des Maschinenbaus und der elektrischen und IT-Ausrüstungsindustrie verfügen aktuell sogar über Auftragsreichweiten von bis zu 7,5 Monaten.

## 2. AUFTRAGSBÜCHER DER DEUTSCHEN INDUSTRIE VOLL WIE NIE



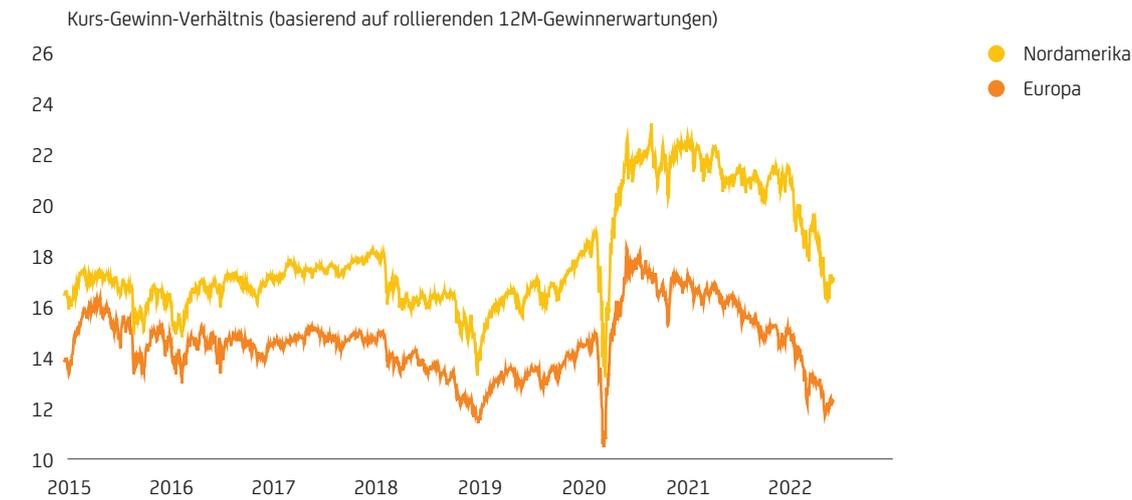
Die Stabilisierung des ifo-Geschäftsklimas und die prall gefüllten Auftragsbücher sollten aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Industrie noch unter den Nachwirkungen der Covid-Lockdowns in Dutzenden chinesischen Städten, den weltweiten Schiffsstaus und den kriegsbedingten Lieferproblemen leiden dürfte. Zwar gibt es in China erste Lockerungen; nichtsdestotrotz drohen der deutschen Wirtschaft auf kurze Sicht weiter anhaltende Angebotsengpässe. Zur Wahrheit gehört überdies, dass neue Bestellungen immer spärlicher hereinkommen. Die Industrieaufträge in Deutschland waren zuletzt zum dritten Mal hintereinander rückläufig. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes sammelten die Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes im April 2,7% weniger Bestellungen ein als im Vormonat; im März betrug das Minus 4,2%, im Februar 1,3%. Unter dem Strich erscheint der enorme „Auftragspuffer“ aber recht komfortabel.

Sofern sich die Unterbrechungen der Handelsströme und Angebotsengpässe bei den deutschen Unternehmen in den nächsten Monaten auflösen und ein vollständiger Lieferstopp für russisches Erdgas ein hypothetisches Szenario bleibt, sind die Voraussetzungen gut, dass die Produktion in der deutschen Industrie wieder zunehmen kann. Damit sollten die deutsche und auch die europäische Wirtschaft an die durch den Ukraine-Krieg unterbrochene Post-Corona-Erholung anknüpfen können. Davon wiederum würden nach der derzeitigen Durststrecke auch die Aktienmärkte in Europa profitieren. Eine US-Wirtschaft, die sich weiter normalisiert und in einem Umfeld niedriger Inflation einpendelt, würde zusätzlich Auftrieb geben, was Gewicht von den Schultern der Fed nähme, eine perfekte **„weiche Landung“**<sup>4</sup> hinzulegen (nähere Ausführungen zur US-Wirtschaft in unserem Teil „Wirtschaft und Märkte“).

Hinzu kommt, dass die Bewertung von Aktien (gemessen am KGV, Kurs-Gewinn-Verhältnis) aktuell deutlich günstiger ist als noch vor einem Jahr. Das gefallene KGV erklärt sich einerseits durch die spürbaren Kursrückgänge im Laufe des Jahres (siehe Grafik 3).

<sup>4</sup>Eine „weiche Landung“ beschreibt ein ideales Szenario, in dem die Inflation abkühlt und die Arbeitslosigkeit niedrig bleibt. Diese Abkühlung ist den geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken im Zuge der Inflationsbekämpfung geschuldet.

### 3. KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSIE SIND DEUTLICH ZURÜCKGEGANGEN



Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Zudem sind die Gewinnerwartungen trotz der schwierigen Lage weiter gestiegen. Letztere können sich natürlich auch als zu optimistisch herausstellen, vor allem dann, wenn den Notenbanken eine „weiche Landung“ der Wirtschaftsaktivität nicht gelingt. Nichtsdestotrotz stellt sich die fundamentale wirtschaftliche Situation für viele Unternehmen nicht schlecht dar. Daran ändern auch die hohen Inflationsraten nichts, denn viele Unternehmen können die Preissteigerungen bislang in weiten Teilen an ihre Kunden weitergeben.

Wir sind also nicht grundsätzlich pessimistisch, bleiben aber vor allem auf absehbare Zeit vorsichtig, weil die Unsicherheiten nach wie vor hoch sind und wir die Risiken – insbesondere die einer weiteren Eskalation des Ukraine-Krieges und potenziell damit einhergehender Unterbrechungen bei der Energieversorgung – momentan für schwer kalkulierbar halten. Auch wenn ein Eintreten dieser Risiken nicht unser Basisszenario ist, scheinen Rückschläge an den Finanzmärkten jederzeit möglich. Daher setzen wir aktuell auf eine neutrale Aktienquote. Wir denken aber, dass die Chancen für eine Verbesserung auf mittlere Sicht gutstehen und wir möglicherweise bereits im zweiten Halbjahr wieder etwas stärker in Aktien investieren können. Entsprechend raten wir dazu, dass sich Anleger auf ein solches Szenario vorbereiten, um dann zügig investieren und die Aktienquote erhöhen zu können.

Was unsere Anlagestrategie mit Blick auf festverzinsliche Wertpapiere betrifft, haben wir die Duration bei US-Staatsanleihen bereits erhöht. In Europa sind wir noch etwas kürzer als die Benchmark positioniert, da wir noch nicht davon ausgehen, dass der Renditeanstieg hier bereits beendet ist. Wir beobachten die Entwicklungen daher genau und würden auch in Europa die Duration verlängern, sobald wir davon ausgehen, den Gipfel der Renditen gesehen zu haben. Dies sollte dann eine höhere **Laufzeitprämie**<sup>5</sup> und eine bessere Absicherung von höheren Aktienquoten ermöglichen.

Unsere Goldposition haben wir etwas zurückgefahren, da wir ein sukzessives Auspreisen von Unsicherheiten in den kommenden Monaten erwarten; wir bleiben aber vorerst Übergewichtet. Vom US-Dollar haben wir profitiert, lassen unsere Greenback-Position aber vorerst unverändert. Eine Absicherung des US-Dollars könnte in den kommenden Monaten sinnvoll werden, da der EUR-USD-Kurs aktuell sehr niedrig ist und eine Entlastung mittelfristig möglich erscheint.

Fazit: In unserer Anlagestrategie sind wir aktuell neutral ausgerichtet und bleiben angesichts einer sich abzeichnenden Wachstumsabschwächung weiterhin vorsichtig. Sobald sich das makroökonomische Umfeld normalisiert und die Unsicherheiten auf dem Markt verschwinden, sind wir nichtsdestotrotz gut darauf vorbereitet, sukzessive auf eine optimistischere Positionierung überzugehen.

<sup>5</sup>Darunter versteht man den Erwerb von Anleihen mit längerer Laufzeit, um diese nach einer gewissen Haltefrist mit Gewinn zu verkaufen. Dieser Gewinn entsteht durch den Renditerückgang entlang der Zinsstrukturkurve für Anleihen mit kürzerer Laufzeit.

# Wirtschaft & Märkte

Wachstumsrisiken nehmen weiter zu, Rezessions- und Notenbankängste aber wohl überzogen

Der Gegenwind für die Weltwirtschaft lässt nicht wirklich nach. Wachstums-, ja sogar Rezessionsängste haben sich breitgemacht. Risikobehaftete Anlagen gaben teilweise heftig nach. Der weiter zunehmende Inflationsdruck, die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale, der Krieg in der Ukraine, vor allem aber das sich verschärfende monetäre bzw. finanzwirtschaftliche Umfeld, Lieferkettenprobleme sowie zuletzt auch noch der Wachstumseinbruch in China unterziehen die Post-Corona-Erholung einem fortdauernden Stresstest. Noch aber zeigen sich die großen etablierten Volkswirtschaften als recht widerstandsfähig. Die Hoffnung auf ein global überdurchschnittliches Wachstum im zweiten Halbjahr (Aufholeffekte) scheint jedoch zu verfliegen. Mehr noch, auch die Gefahr einer holprigen oder gar harten Landung der Weltwirtschaft nimmt zu. Möglicherweise müssen die Notenbanken ihre Leitzinsen doch noch über den neutralen Wert hinaus anheben, um die Inflationserwartungen wieder auf niedrigeren Niveaus zu verankern. Möglicherweise dreht Russland Europa doch noch den Gashahn vollständig zu. Das aber sind noch immer Risiko- und nicht unsere Basisszenarien. Wir rechnen nach wie vor mit einem soliden zweiten Halbjahr 2022 – gefolgt von einer relativ weichen Landung, das heißt einem sukzessiven Einschwenken auf Trend (Post-Corona-Normalisierung) mit temporärem Unterschießen im Verlauf des kommenden Jahres – auch weil wir die aggressiven Notenbankerwartungen der Investoren für überzogen halten. Die weltwirtschaftlichen Abwärtsrisiken aber steigen weiter, die Wachstumserwartungen werden weiter sukzessive nach unten **revidiert**<sup>6</sup>.

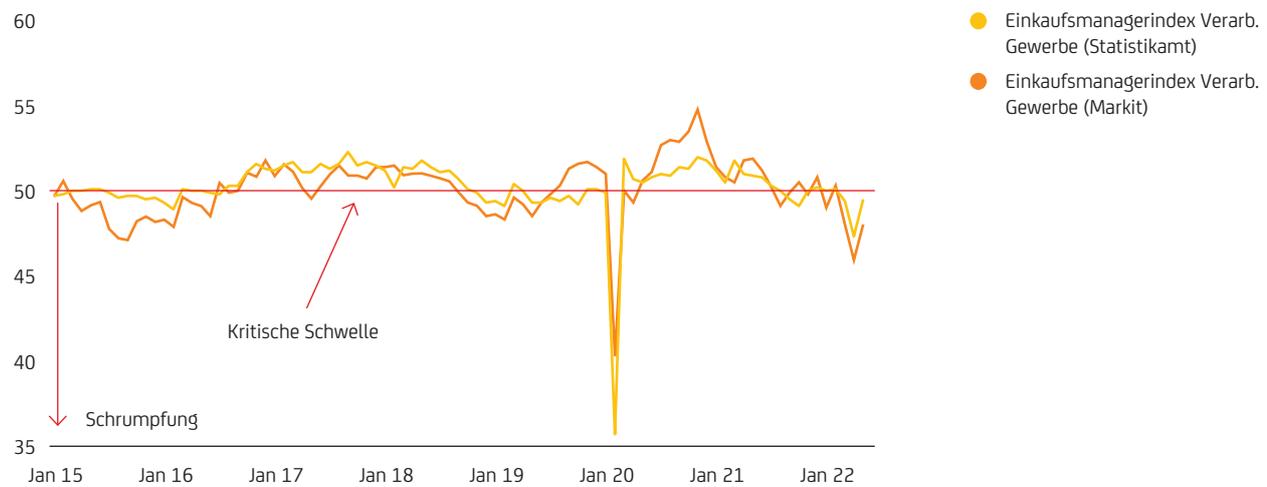
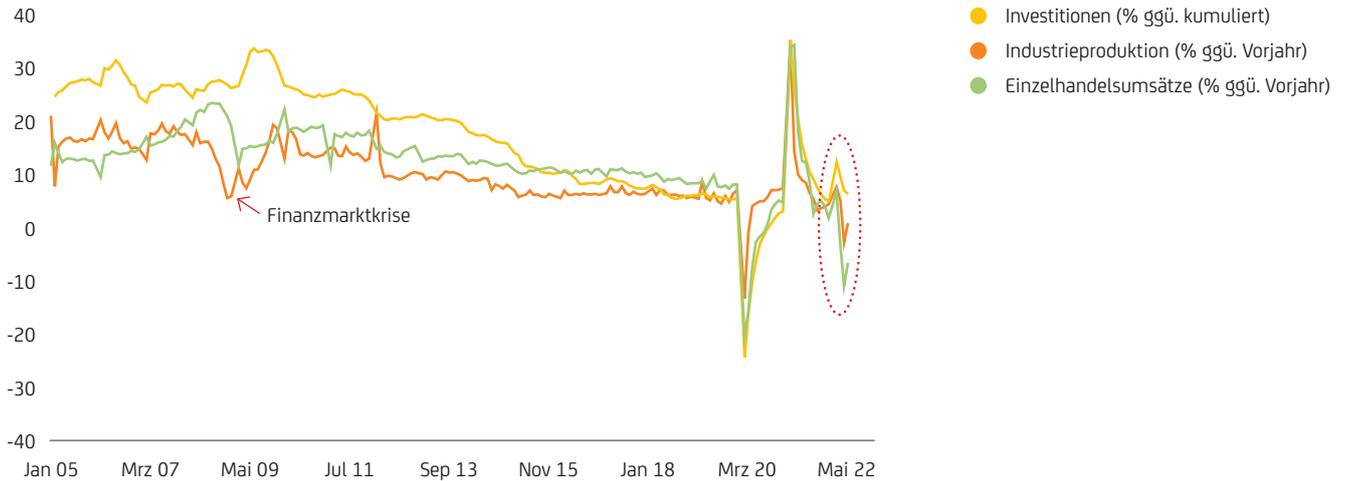
## CHINAS WIRTSCHAFT IST IM FRÜHJAHR WOHL GESCHRUMPT

Wir waren für China schon vor Monatsfrist recht skeptisch, hatten unsere Wachstumserwartungen spürbar nach unten gezogen und für das laufende Quartal kaum mehr als Stagnation veranschlagt. Die zeitnahen Konjunkturdaten lassen nun aber sogar ein kräftiges Minus erwarten. So sind mit den rigorosen „Lockdowns“<sup>7</sup> (Null-Covid-Strategie) die Stimmungs- bzw. Einkaufsmanagerindizes regelrecht abgesackt. Und auch die harten Wirtschaftsindikatoren brachen ein (siehe Grafik 5). Allein im April gingen die Einzelhandelsumsätze um über 11% gegenüber Vorjahr zurück. Ähnlich hoch war das Minus bei den Bauinvestitionen. Zudem schrumpften die Industrieproduktion (im Monatsvergleich sogar um 7%), die Exporte und die Kreditvergabe. Kein Wunder, dass auch die Unternehmensgewinne mächtig unter Druck kamen. Gut möglich daher, dass das reale BIP Chinas im Frühjahr um annualisiert 4% gegenüber Vorquartal geschrumpft ist. Es wäre das erste Minus seit Ausbruch der Covid-Pandemie Anfang 2020.

<sup>6</sup>So hat kürzlich die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ihre Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft deutlich von 4,4% auf nur noch 3% zurückgenommen (EWU: -1,7 Punkte auf 2,6%). Gleichzeitig kündigte der Internationale Währungsfonds (IWF) an, seine bereits revidierten Prognosen noch einmal absenken zu wollen.

<sup>7</sup>Die chinesische Regierung hatte Ende März/Anfang April einen Total-Lockdown über Gebiete verhängt, die etwa 10% des BIP erwirtschaften. Von einem Teil-Lockdown waren 25% der Wirtschaftsleistung betroffen.

#### 4. CHINA: KONJUNKTUREINBRUCH

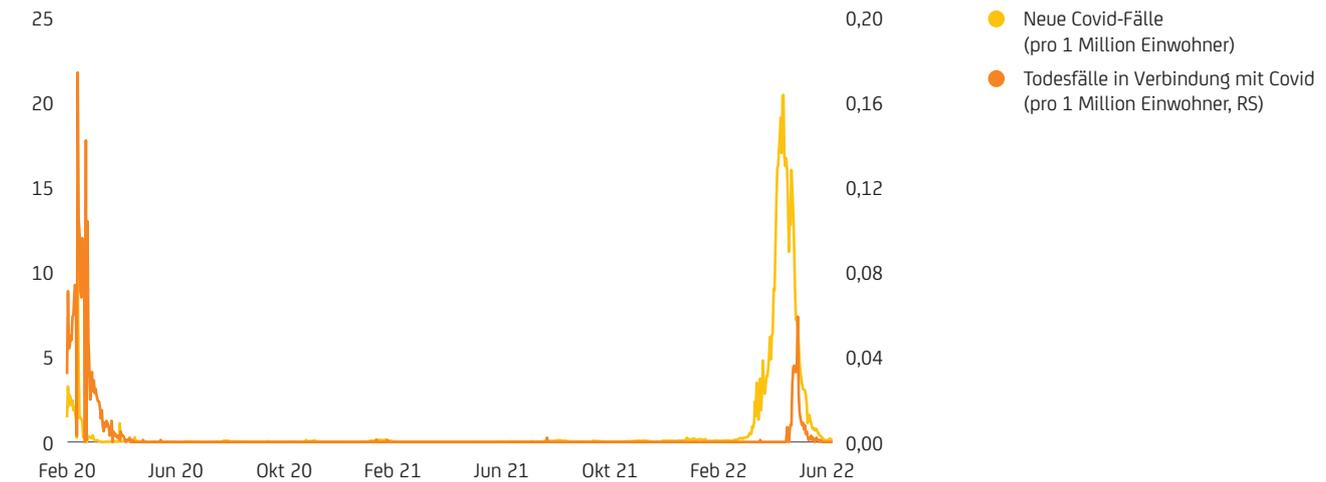


Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Die gute Nachricht: Das Schlimmste in puncto Corona liegt hinter China. Die Omikron-Fallzahlen sind inzwischen massiv zurückgegangen (siehe Grafik 5). Gleiches gilt für die **Ansteckungsgefahr**<sup>8</sup>, so dass sich die Lage weiter entspannen sollte. Peking konnte die rigorosen „Lockdowns“ schon zum Monatswechsel lockern. Die Menschen durften ihre Wohnungen verlassen, der private und öffentliche Verkehr wurde (mit Einschränkungen) wieder aufgenommen. Damit dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit sukzessive zu normalisieren beginnen. Die Stimmungsindikatoren konnten sich bereits aufhellen und sollten bald schon in den Expansionsbereich zurückkehren. Gleiches erwarten wir für die harten Konjunkturindikatoren. Ein kräftiger (technischer) „Rebound“ nach dem Abebben des Corona-Schocks ist daher vorprogrammiert. Wir erwarten für das Sommerquartal ein annualisiertes BIP-Plus von 6%, vielleicht sogar mehr.

<sup>8</sup>Der Reproduktionswert, also die Zahl der Menschen, die ein Infizierter durchschnittlich ansteckt, ist mittlerweile auf nur noch 0,5 gefallen. Anfang März lag der Wert noch deutlich über 2.

## 5. CHINA: CORONA-WELLE GEBROCHEN



Quelle: [www.ourworldindata/Coronavirus](http://www.ourworldindata/Coronavirus), UniCredit Group Investment Strategy

Fortschreiben sollte man die hohe Dynamik allerdings nicht. Zum einem könnte es mit den Lockerungen zu neuen **Omikron-Wellen**<sup>9</sup> und neuen Lockdowns kommen (erste Mini-„Lockdowns“ gibt es bereits), zum anderen agiert Peking wirtschaftspolitisch noch recht zögerlich. Zwar hat die Regierung ihre Geld- und Fiskalpolitik zu Frühlingsbeginn auf expansiv gestellt. Sie blieb bislang aber deutlich hinter den (selbst genährten) Erwartungen zurück. So nahm die Zentralbank zwar die Mindestreserve- und Hypothekensätze zurück, nicht aber den Leitzins (von derzeit 2,85%). Zudem war die Senkung von Steuern und Abgaben ohnehin geplant, wurde also nur vorgezogen. Und die erwarteten Transferzahlungen an die privaten Haushalte (Konsumscheck o.ä.) lassen weiter auf sich warten.

Aber auch wenn Peking hier noch nachlegen sollte, wird die Wirtschaft das angepeilte Wachstumsziel von 5½% für das Gesamtjahr wohl deutlich verfehlen. Um viel mehr als 4%-4¼% dürfte das reale BIP im laufenden Jahr nicht wachsen. Und auch mittelfristig erwarten wir nur eine unterdurchschnittliche Performance – selbst wenn 2023 noch einmal eine Fünf vor dem Komma stehen sollte (Nachholeffekte). Belastungen resultieren zum einen aus den Strukturproblemen (Überschuldung von Staatsfirmen und Regionalregierungen, Hauspreisblase) und dem **Umbau des Wirtschaftssystems**<sup>10</sup>. Zum anderen aber dürfte China zu den Verlierern der anlaufenden De-Globalisierung zählen. Immer mehr westliche Unternehmen verlagern ihre Wertschöpfung zurück in die Heimat. Die neuerlichen Lieferkettenprobleme im Zuge des Ukraine-Kriegs und der faktische Schulterchluss Pekings mit Moskau haben ihnen auch die Abhängigkeit von China eindrucksvoll vor Augen geführt und einen Umdenkprozess angestoßen.

Chinas Wachstumseinbruch bremst auch die Weltwirtschaft – unmittelbar, weil das Land als zweitgrößte Volkswirtschaft allein 19% zum globalen BIP beisteuert, und indirekt, weil China doch stark mit anderen Volkswirtschaften verflochten ist. Das gilt insbesondere für die asiatischen Nachbarn, aber auch für Europa und die USA mit ihren mitunter hohen Export- bzw. Importanteilen. Schätzungen zufolge könnte Chinas Schwächeanfall das weltweite Wachstum im laufenden Jahr um bis zu einem halben Prozentpunkt (Pp) schmälern.

## US-WIRTSCHAFT ZEIGT SICH WIDERSTANDSFÄHIG, REZESSIONSÄNGSTE UND FED-ERWARTUNGEN ÜBERZOGEN

Noch aber scheinen die etablierten Industrieländer all den Widrigkeiten trotzen zu können. Das gilt insbesondere für die USA. Dort zeichnet sich für das laufende Quartal sogar ein kräftiges **Wachstum**<sup>11</sup> von annualisiert 2½% ab. Natürlich ist dies eine technische Gegenreaktion („Payback“) auf den schlechten Jahresauftakt (-1,5%). Aber auch die heimische Endnachfrage, d.h. die Entwicklung ohne die zuletzt extrem volatilen Bestandteile Lagerhaltung und Exporte, sollte spürbar zugelegt haben. Das gilt insbesondere für den so wichtigen privaten Verbrauch.

Das unterstreicht unsere langgehegte Erwartung, dass mit Abklingen von Corona – den USA blieb die Winter-Welle ja erspart – Nachholeffekte insbesondere beim Konsum von Dienstleistungen angestoßen werden, die primär aus den Überersparnissen der Pandemiezeit und dem Beschäftigungszuwächsen „finanziert“ werden. Trotz des spürbaren Rückgangs der **Realeinkommen**<sup>12</sup> im Zuge der ausufernden Inflation (Kaufkraftverluste) könnte der Konsum im zweiten Quartal um 2½%-3% gewachsen sein.

<sup>9</sup>China hat offiziell zwar eine hohe Grundimmunisierung (über 90% sind doppelt geimpft), aber nur gut 50% der Bevölkerung ist „geboostert“. Zudem gelten die chinesischen Vakzine als weniger effizient als ihre westlichen Pendanten.

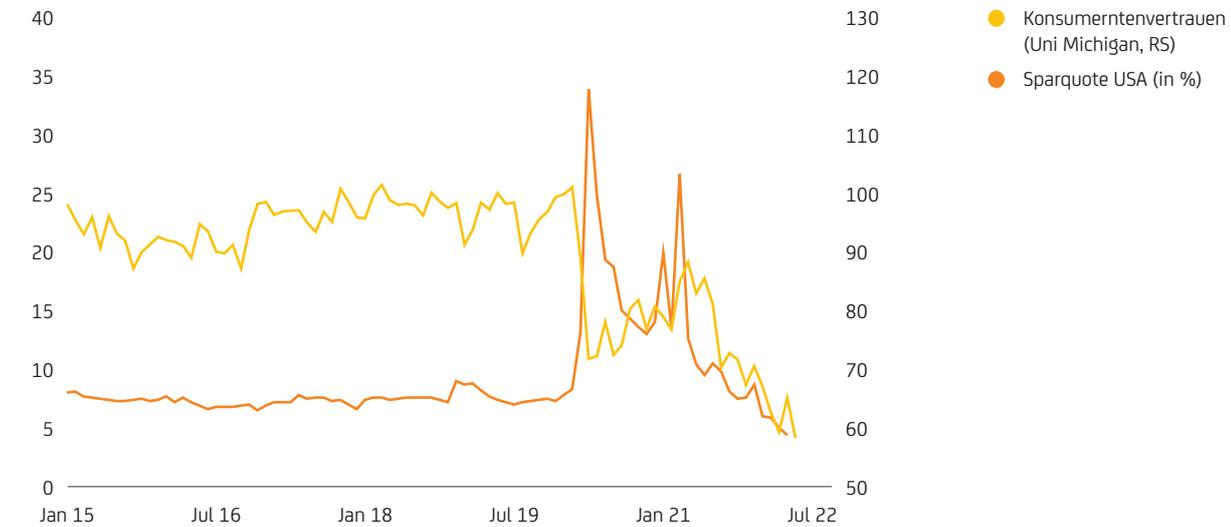
<sup>10</sup>Pekings erklärtes Ziel ist es, das Wirtschaftssystem weg vom Verarbeitenden Gewerbe und Investitionen bzw. Exporten hin zu Konsum und Dienstleistungen umzubauen. Das kostet Wachstumspunkte.

<sup>11</sup>Das US-Trend- bzw. Potenzialwachstum (bei Vollauslastung der Produktionsfaktoren) wird auf 1¼%-2% veranschlagt.

<sup>12</sup>Schätzungen zufolge sind die Realeinkommen seit Jahresbeginn um real 2%-3% gesunken. Dabei wurde der starke Inflationsanstieg durch die Beschäftigungs- und damit die nominalen Einkommensgewinne (höhere Löhne und mehr Beschäftigung) bereits deutlich abgemildert. Der Arbeitsmarkt boomt. So wurden allein im Mai 390.000 neue Jobs geschaffen und die Aprilzahl spürbar auf 436.000 nach oben revidiert.

Genau darin aber liegt die Hypothek für die künftige Konsumententwicklung. So dürfte der Ersparnisüberhang bald schon aufgebraucht sein. Vor allem aber ist die US-Sparquote zuletzt mit 4,4% so weit unter das Niveau von vor der Pandemie gesunken (rund 7½%), dass eine Gegenreaktion unumgänglich erscheint. Auch sollte der Arbeitsmarktboom abebben. All das bremst die Konsumdynamik ein. Hinzu kommt die schlechte Verbraucherstimmung (siehe Grafik 6).

## 6. USA: EINE HYPOTHEK FÜR DIE KONSUMERSPEKTIVEN



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

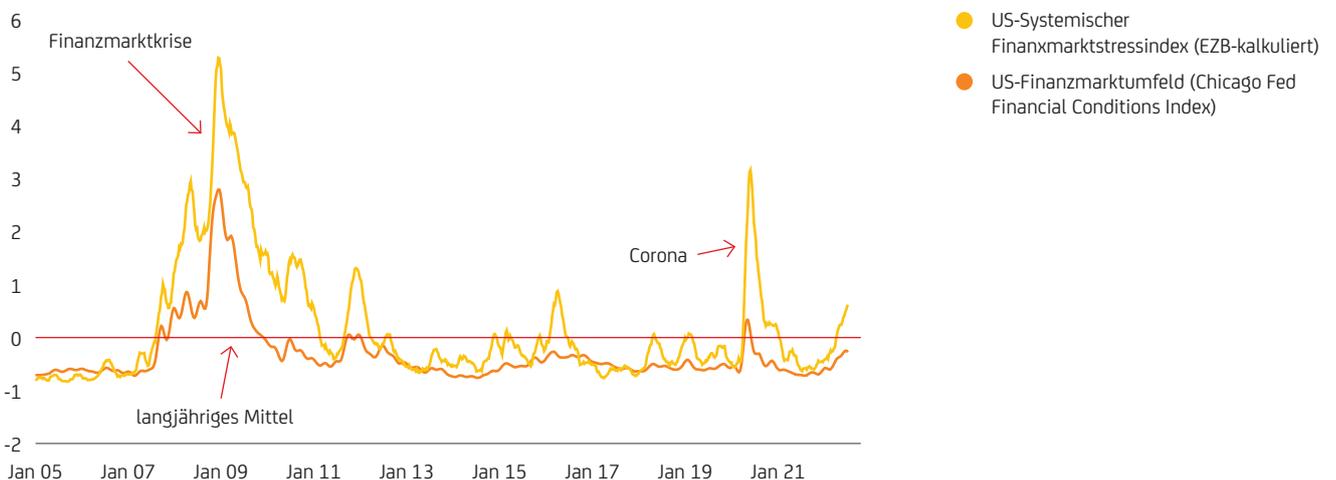
Darüber hinaus dürfte auch die erhoffte Entlastung durch einen raschen Inflationsrückgang noch auf sich warten lassen. Die **Rohölnotierungen**<sup>13</sup> sind nicht zuletzt mit dem „EU-Ölembargo light“ gegenüber Russland wieder gestiegen. Das schlägt auf die Energiepreise durch. Auch Lebensmittel dürften sich noch verteuern. Es wird wohl noch dauern, bis die Inflation nachhaltig zurückgeht. Zudem ist die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale nicht gebannt.

Das sind aber nicht die einzigen Entwicklungen, die die US-Konjunkturperspektiven eintrüben. So hat sich das monetäre und finanzwirtschaftliche Umfeld weiter verschlechtert (siehe Grafik 7) – auch wenn die Indikatoren noch deutlich von früheren Rezessionsniveaus entfernt sind. Trotzdem, die Zinsen und Renditen sind kräftig gestiegen. Das verteuert Kredite und erschwert die Unternehmensfinanzierung (Anleihen), was wiederum die Konsum- und Investitionstätigkeit einbremst. In dieselbe Richtung wirken die Vermögensverluste (rückläufige Aktien- und Anleihekurse). Der scharfe Anstieg der **Hypothekenzinsen**<sup>14</sup> setzt dem Bau- und Immobiliensektor besonders zu. Er dürfte in den kommenden Quartalen schrumpfen und damit zur BIP-Belastung werden. Dazu gesellt sich der starke Dollar. Handlungsgewichtet hat der Greenback seit Jahresbeginn um 4½% zugelegt; zwischenzeitlich waren es sogar über 5%. Das bremst die Exportdynamik.

<sup>13</sup>Bei Redaktionsschluss lag der Rohölpreis bei 126 USD pro Fass (Brent) und orientierte sich zwischenzeitlich Richtung der bisherigen Hochs von 134 USD. Die Erleichterung mit der OPEC-Ankündigung einer Förderausweitung war nur kurzlebig.

<sup>14</sup>Seit dem Jahreswechsel sind die Zinsen für Hypotheken mit 30jähriger Laufzeit um 200 Basispunkte oder volle 2 Prozentpunkte gestiegen.

## 7. USA: FINANZWIRTSCHAFTLICHES UMFELD WEITER EINGETRÜBT



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

All die Belastungen sprechen dafür, dass sich die Post-Corona-Erholung schon ab dem Spätsommer spürbar abschwächt, Anfang kommenden Jahres auf Potenzial zurückfallen sollte und in der zweiten Jahreshälfte 2023 auch nennenswert darunter rutschen dürfte. Für das Gesamtjahr 2023 erwarten wir dann ein unterdurchschnittliches BIP-Plus von 1,3%. Eine wirklich harte Landung erwarten wir in unserem Basisszenario damit aber nicht. Das stärkste Argument gegen eine US-Rezession sind die nach wie vor sehr gesunden Bilanzen von Haushalten und Unternehmen. Anzeichen für eine Überschuldung, für Verwerfungen und Verkrustungen – in der Vergangenheit nur allzu oft Vorboten einer Rezession – sind nicht wirklich auszumachen. Auch das Gros der Rezessionsindikatoren spricht dagegen. So liegt zum Beispiel die **Rezessionswahrscheinlichkeit**<sup>15</sup> des St. Louis Fed-Rezessionsbarometers auf Basis aktueller Daten noch immer tief im einstelligen Bereich. Mit projektierten Daten dürften die Wahrscheinlichkeiten zwar spürbar steigen (auf geschätzt vielleicht ein Drittel), aber letztlich nicht die kritische Schwelle überspringen. Das kontrastiert mit den Umfragen unter Marktteilnehmern. Sie rechnen mehrheitlich mit einer Rezession schon im kommenden Jahr.

<sup>15</sup>Auch die Wahrscheinlichkeit des allein auf die Zinsstruktur rekurrende Rezessionsmodell der New York Fed liegt aktuell noch klar im einstelligen Bereich (derzeit rund 5%).

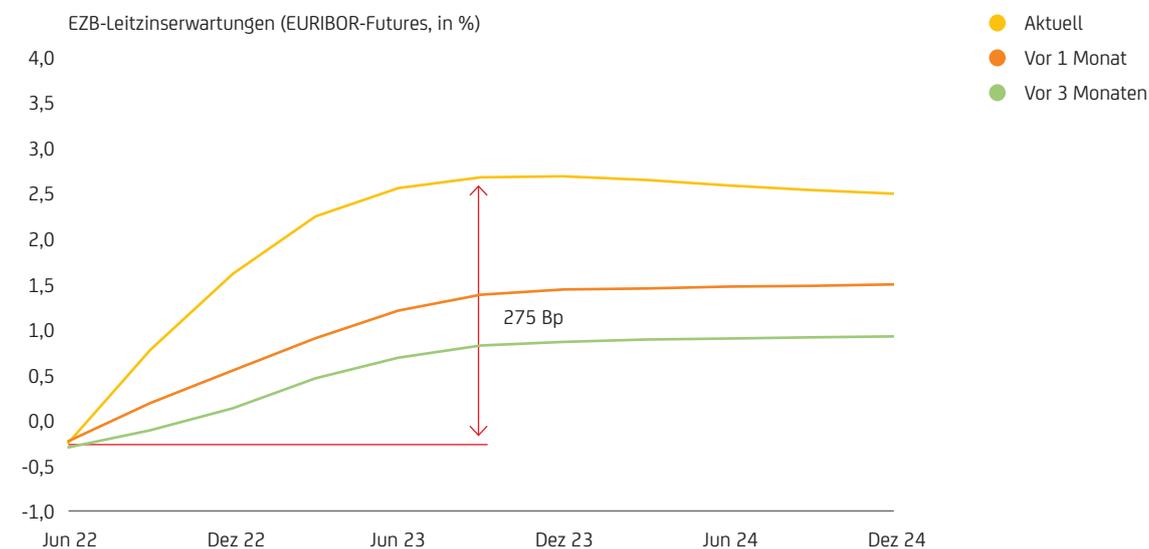
Unsere Zuversicht speist sich dabei auch aus unserer Fed-Erwartung. Wir halten den aggressiven „Call“ der Investoren mit einem Leitzins von 4% und mehr für überzogen. Ja, die jüngste Zinsanhebung fiel mit 75 Basispunkten (Bp) aggressiver aus als erwartet. Drei weitere 50 Bp-Schritte sind wahrscheinlich. Ab dem Herbst aber dürfte die US-Notenbank Fahrt rausnehmen und zum Jahreswechsel 2022/23 den Zyklus bei rund 3¼%-3½% **auslaufen lassen**<sup>16</sup>. Damit sollte sich die Zinsstrukturkurve, also die Renditedifferenz zwischen 10jährigen US-Treasuries und dem Geldmarktsatz, zwar verflachen, nicht aber nachhaltig invertieren, sprich negativ werden. Bislang ging in den USA noch jeder Rezession eine dezidiert inverse Zinsstruktur voraus. Dieser Gefahr ist sich die Fed voll bewusst. Ihr Ziel ist es, die Konjunktur abzukühlen, um damit die Inflation (serwartungen) auf niedrigem Niveau wieder fest zu verankern, nicht aber sie abzuwürgen. Und die Vergangenheit zeigt, dass sie das Wissen und die Instrumentarien hat, eine sanfte Landung zu orchestrieren – erst recht in Zeiten gesunder Haushalts- und Unternehmerbilanzen. Und sie zeigt auch, dass es sich selten ausgezahlt hat, gegen die Fed zu spekulieren: „Don't fight the Fed!“

<sup>16</sup>Zu den Erwartungen unserer Kollegen von UniCredit Research über den Fortgang der Geldpolitik von Fed und EZB siehe The UniCredit Macro & Markets Weekly vom 17. Juni 2022 ([link](#)).

## EURORAUM: ZINS- UND WACHSTUMSSORGEN EBENFALLS ÜBERZOGEN

Eine ähnliche Einschätzung wie für die USA hegen wir auch für den Euroraum. Das gilt für Konjunktur und Geldpolitik gleichermaßen – auch wenn die EZB auf ihrer jüngsten Sitzung deutlich „hawkishere“, sprich aggressivere Töne angeschlagen hat. Das ständige Nachlaufen bei den Inflationsprognosen scheint seine Spuren hinterlassen zu haben. Der EZB-Rat drückt nun aufs Tempo, will verlorene Zeit gutmachen und den Leitzins rasch auf das neutrale Niveau von geschätzt 1½%-1¾% zurückführen. EZB-Chefin Christine Lagarde hat einen ersten Zinsschritt von 25 Bp für unmittelbar nach dem Ende der Wertpapierkäufe angekündigt, d.h. bereits für die Juli-Sitzung. Für den September deutete sie sogar einen 50er-Schritt an, dem bis Jahresende noch ein, wahrscheinlich sogar zwei Trippelschritte (25 Bp) folgen sollten. Bis Frühjahr 2023 erwarten wir dann zwei weitere Zinsanhebungen á 25 Bp. Mit kumuliert 175 Bp bliebe die EZB selbst nach der jüngsten „hawkishen“ Wendung hinter den Markterwartungen zurück. Die Anleger setzen derzeit auf Zinsanhebungen von insgesamt 275 Bp (siehe Grafik 8).

### 8. EZB-MARKTERWARTUNGEN DEUTLICH ZU AGGRESSIV



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Auf mehr als den neutralen Zinssatz dürften die Notenbanker den Reposatz nicht anheben. Andernfalls würden sie eine harte Landung riskieren. Es gibt aber noch weitere Gründe dafür, dass die EZB den Bogen nicht überspannen wird.

1. Ein Inflationsdruck, der primär von exogenen Schocks ausgeht, lässt sich durch eine restriktive Geldpolitik nicht wirklich bekämpfen.
2. Auch wenn die **Inflation**<sup>17</sup> kurzfristig noch weiter steigen und sich als hartnäckiger erweisen sollte, dürfte die Teuerung mittelfristig und insbesondere ab Frühjahr 2023 kräftig zurückgehen und dann auch Richtung EZB-Ziel (2%) fallen. Basiseffekte – der rasante Energiepreisanstieg der vergangenen Monate fällt aus der Jahresabstandsmessung – und nachlassende Lieferprobleme sorgen für reichlich Entlastung.
3. Das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale ist deutlich geringer als in den USA. Der jüngste Lohnanstieg ist überschaubar und durch Einmal- bzw. Sonderzahlungen überzeichnet. Die Arbeitslosenquote sinkt nicht mehr, der Arbeitsmarkt ist längst nicht so leergefegt wie in den USA.
4. Der „economic slack“, d.h. die Lücke zum **Vor-Corona-Trendpfad**<sup>18</sup>, ist im Euroraum ausgeprägter als jenseits des Atlantiks. Gleichzeitig sind die Konjunkturrisiken höher (Ukraine-Krieg).
5. Die für die EZB so wichtigen Inflationserwartungen sind trotz der weiter anziehenden Teuerung zuletzt sogar wieder zurückgegangen (siehe Grafik 9).

<sup>17</sup>Im Mai stieg die EWU-weite Inflation laut Eurostat auf 8,1%.

<sup>18</sup>Das (statische) Vor-Corona-BIP-Niveau wurde erst zum Jahreswechsel wieder erreicht (in der USA schon vor einem Jahr), das dynamische (Trendpfad) noch immer nicht.

### 9. EWU-INFLATIONSERWARTUNGEN WIEDER ZURÜCKGEKOMMEN

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



Quelle: Refinitiv Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Aber nicht nur die EZB-Erwartungen scheinen überzogen, sondern auch die Konjunkturängste. Der Euroraum zeigt sich ähnlich widerstandsfähig wie die USA – trotz der Zusatzbelastungen durch den Ukraine-Krieg. Das Gros der EWU-Konjunkturdaten überrascht nach wie vor positiv, wenn auch nicht mehr so ausgeprägt wie im März/April (siehe Grafik 10). Belastungen kommen dabei von den heftigen Kaufkraftverlusten im Zuge des Inflationsschubs, der **Stimmungseintrübung**<sup>19</sup> sowie den Lieferkettenproblemen (Ukraine-Krieg/China), Entlastungen dagegen von den Corona-Lockerungen, den Überersparnissen sowie den Beschäftigungs- und Einkommensgewinnen.

<sup>19</sup>So ist zuletzt der aggregierte Einkaufsmanagerindex für den Euroraum um einen Punkt zurückgegangen. Mit 54,8 Zählern liegt er aber immer noch klar im Expansionsbereich.

## 10. EWU-KONJUNKTUR ZEIGT SICH WIDERSTANDSFÄHIG



Zeitnahe Daten implizieren für das laufende Quartal immerhin ein BIP-Plus von annualisiert bis zu 2%. Das ist zwar weniger als die zuletzt gemeldeten **2½% für den Jahresanfang<sup>20</sup>** (und weit weniger als die noch im letzten Herbst erwarteten 4½%), aber immer noch mehr als Trendwachstum. Letzteres liegt bei 1½%.

Und das solide Wachstum sollte noch anhalten. Wie in den USA halten wir auch die Rezessionsängste in der EWU für überzogen. Dafür sprechen gesunde Haushalts- und Unternehmensbilanzen, das beachtliche Nachholpotenzial (Überersparnisse, Wegfall der Corona-Restriktionen), eine besonnene EZB, gut gefüllte Auftragsbücher, ein starker Arbeitsmarkt, die flankierende Fiskalpolitik (Energiebeihilfen) sowie mittelfristig wieder schwindende Lieferkettenprobleme und Kaufkraftverluste. Das sind dann auch die Gründe, warum wir – anders als in den USA – keine rasche Abschwächung auf Trend erwarten. Hinzu kommt, dass das konjunkturelle Gefährdungspotenzial für die Wirtschaft mit jedem Monat ausbleibendem Embargo bzw. Stopp russischer Energielieferungen schwindet, geht die Abhängigkeit von russischer Energie doch sukzessive zurück. Gebannt ist die Gefahr allerdings noch nicht (Risikoszenario).

In unserem Basisszenario erwarten wir für die kommenden Quartale BIP-Zuwächse von annualisiert 2% – bevor dann im kommenden Jahr auch bei uns die Normalisierung beginnt, inklusive Unterschließen. Für 2023 erwarten wir insgesamt ein BIP-Plus von 1,3%. Bleibt nur zu hoffen, dass wir bis dahin von weiteren exogenen Schocks verschont bleiben.

<sup>20</sup>Die BIP-Wachstumszahlen für die EWU sind derzeit allerdings stark durch die Sonderentwicklung Irlands verzerrt (enorme Wachstumsgewinn durch „intellectual property rights“/ Softwarelösungen). Ohne Irland ist das EWU-BIP im ersten Quartal Omikron-induziert nur um annualisiert 1,1% gewachsen. Gut möglich, dass die Gegenbewegung in Irland die EWU-Headlinezahl im laufenden Quartal künstlich nach unten drückt.

# Unsere Anlagestrategie

Steigende Stagflationsrisiken erfordern ein defensiveres Vorgehen

Anlage		Investmentuniversum	Unsere Positionierung		
			Untergewichten	Neutral Gewichten	Übergewichten
Anlageklassen		Aktien Global	○	●	○
		Anleihen Global	●	○	○
		Geldmärkte	○	○	●
		Alternative Anlagen	○	●	○
Anlageklassen im Detail	Aktien	USA	○	●	○
		Europa	○	●	○
		Pazifischer Raum <sup>1</sup>	○	●	○
		Schwellenländer	○	●	○
	Renten	EWU Staatsanleihen	●	○	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen	○	●	○
		EURO Unternehmensanleihen <sup>2</sup>	○	○	●
		EURO Unternehmensanleihen (high yield)	○	●	○
		Schwellenländer-Anleihen	○	○	●
	Rohstoffe	Rohöl	○	●	○
		Gold	○	○	●

<sup>1</sup>Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

<sup>2</sup>mit Top-Rating

Die letzten sechs Wochen waren geprägt von der Sorge über eine Verlangsamung des weltweiten Wachstums mit dem Risiko einer Stagflation in Europa, einem Wachstumseinbruch in China, einer Abschwächung, ja Rezession in den USA sowie der Sorge um eine steigende Inflation. Da die Inflation in den USA und in Deutschland 40- bzw. 50-Jahres-Höchststände erreicht hat, sehen sich die Fed und die EZB gezwungen, die Zinssätze spürbar zu erhöhen, während die Volkswirtschaften Anzeichen einer Verlangsamung zeigen und sich das monetäre und finanzwirtschaftliche Umfeld verschlechtert. Die Abschwächung des globalen Wachstums verheißt auch für die Unternehmensgewinne nichts Gutes. Wir meinen allerdings, dass die aktuellen Schätzungen für das Gewinnwachstum (noch) nicht das Szenario einer harten Landung bzw. eine Rezession reflektieren (siehe Grafik 11).

## 11. TYPISCHE US-REZESSION: GEWINNRÜCKGÄNGE UM ÜBER 30 %

S&P-Gewinnentwicklung während früherer Wirtschaftszyklen bzw. Rezessionen

Gesamtzyklus	Rezession	Berichtete Gewinnrückgänge	Berichtete Gewinnerholungen
1Q'28 – 1Q'33	3Q'29 – 1Q'33	-74,5%	-
2Q'33 – 2Q'38	3Q'37 – 2Q'38	-49,2%	197,6%
3Q'38 – 4Q'45	1Q'45 – 4Q'45	-29,4%	91,9%
1Q'46 – 4Q'49	4Q'48 – 4Q'49	-3,3%	185,7%
1Q'50 – 2Q'54	2Q'53 – 2Q'54	-17,6%	22,4%
3Q'54 – 2Q'58	3Q'57 – 2Q'58	-22,0%	57,7%
3Q'58 – 1Q'61	2Q'60 – 1Q'61	-11,7%	19,1%
2Q'61 – 4Q'70	4Q'69 – 4Q'70	-12,9%	94,4%
1Q'71 – 1Q'75	4Q'73 – 1Q'75	-14,8%	77,6%
2Q'75 – 3Q'80	1Q'80 – 3Q'80	-4,6%	97,0%
4Q'80 – 4Q'82	3Q'81 – 4Q'82	-19,1%	5,3%
1Q'83 – 1Q'91	3Q'90 – 1Q'91	-36,7%	103,1%
2Q'91 – 4Q'01	1Q'01 – 4Q'01	-54,0%	236,3%
1Q'02 – 2Q'09	4Q'07 – 2Q'09	-91,9%	243,9%
3Q'09 – 2Q'20	1Q'20 – 2Q'20	-32,5%	1933,1%
	<b>Durchschnitt</b>	<b>-31,6%</b>	<b>240,4%</b>

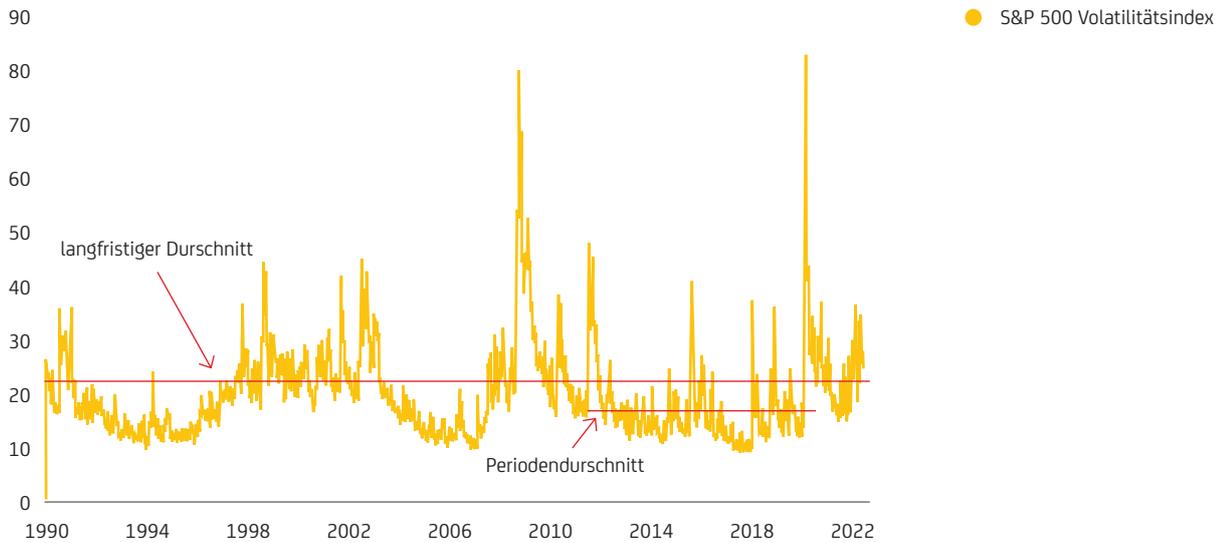
Bitte beachten Sie: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.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

Quelle: Strategas, UniCredit Group Investment Strategy

Das Rezessionsszenario ist nicht unser Basisszenario, denn die Bilanzen von Haushalten und Unternehmen sind nach wie vor gesund. Aber die damit verbundenen Risiken haben sich erhöht, da eine hartnäckigere Inflation die Zentralbanken zwingt, aggressiver zu reagieren. Das ist ein Risiko für unser Basisszenario einer weichen Landung.

Mit anderen Worten: Die Aktienmärkte dürften in den nächsten Monaten volatil bleiben (siehe Grafik 12), auch wenn die Vergangenheit zeigt, dass die Fed durchaus in der Lage ist, eine weiche Landung zu orchestrieren.

## 12. ÜBERDURCHSCHNITTlich HOHE VOLATILITÄT DES S&P 500



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.  
Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

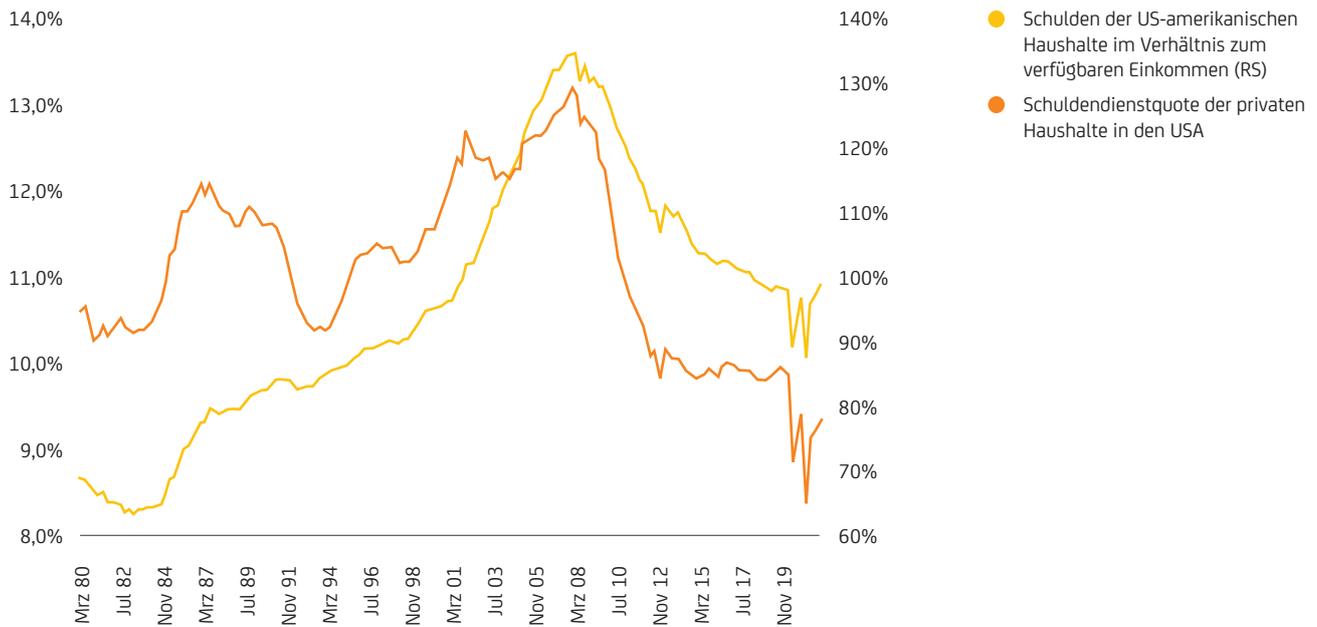
Erfreulicherweise gibt es diesmal, anders als während der globalen Finanzkrise, keine größeren strukturellen Ungleichgewichte bei der Verschuldung von Haushalten und Unternehmen (siehe Grafiken 13A/13B). Dies bedeutet auch, dass der wirtschaftliche Abschwung von geringerer Intensität und Dauer sein könnte als bei der globalen Finanzkrise und anderen früheren Rezessionen.

## 13A. KREDITE UND LEASINGGESCHÄFTE VON US-GESCHÄFTSBANKEN



Bitte beachten Sie: Daten der US-Geschäftsbanken vom 31. März 2022  
Quelle: BlackRock Investment Institute, US Federal Reserve, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

### 13B. VERFÜGBARE SCHULDENDIENSTQUOTE UND SCHULDEN IM VERHÄLTNISS ZUM VERFÜGBAREN EINKOMMEN IN DEN USA



Bitte beachten Sie: Verschuldung der US-amerikanischen Haushalte und zugehöriger Kennzahlen vom 31. Dezember 2021  
 Quelle: BlackRock Investment Institute, US Federal Reserve, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Die Kombination aus geringerem globalem Wachstum, steigenden Zinsen und sinkender Liquidität hat uns dazu veranlasst, Aktien von der bisherigen Übergewichtung auf neutral herabzustufen. Relativ gesehen verringern auch die steigenden Renditen von Staatsanleihen, insbesondere in den USA, die Attraktivität von Aktiendividenden – trotz der jüngsten Aktienkurskorrektur.

### 14. TREASURY-RENDITEN WIEDER HÖHER ALS AKTIENDIVIDENDENRENDITE



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.  
 Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

In Bezug auf die regionale Aktienallokation stufen wir sowohl europäische als auch Schwellenländer-Aktien von Übergewichten auf neutral zurück. Die Herabstufung europäischer Aktien ist durch die Konjunkturabschwächung aufgrund der Folgen des Ukraine-Kriegs (höhere Rohstoffpreise, höhere Inflation), der Verschlechterung der Gewinnrevisionsquote und des restriktiveren Vorgehens der EZB gerechtfertigt. Es besteht indes die Gefahr, dass die EZB die Zügel zu stark anzieht, da die

Inflationsdynamik im Euroraum eher angebots- bzw. energiepreisgetrieben ist, während sie in den USA angesichts des gesunden US-Arbeitsmarktes auch nachfragegetrieben ist. Auf der anderen Seite erwarten wir positive Effekte von den fiskalischen Maßnahmen der EU zur Finanzierung von Investitionen in Energie und Verteidigung, etwa nach dem Beispiel des SURE-Programms, das ein soziales Sicherheitsnetz in den von der Pandemie betroffenen Ländern aufspannt.

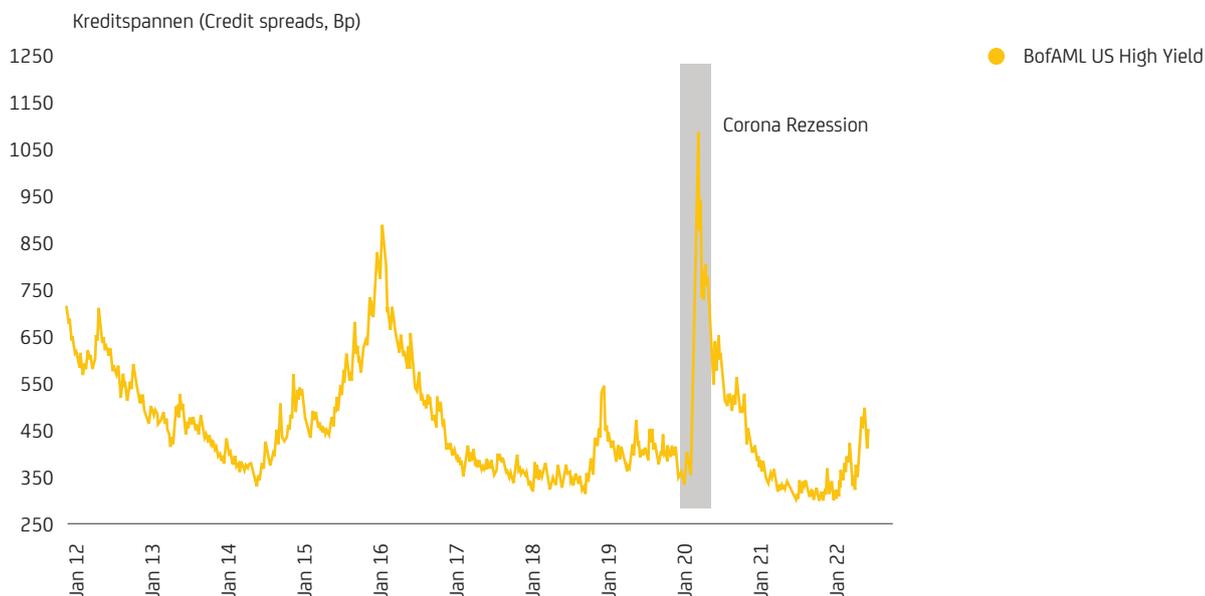
Schwellenländer-Aktien werden durch das geringere globale Wachstum und die sinkende Liquidität infolge der restriktiven Politik der Fed und der Aufwertung des US-Dollars belastet. Auch der zunehmende Fokus der Anleger auf Nachhaltigkeitskriterien (ESG)<sup>21</sup> macht die Unternehmen der Schwellenländer weniger attraktiv als die US-amerikanischen und europäischen Unternehmen. Wir sind der Ansicht, dass die attraktiven Bewertungen in den Schwellenländern im Vergleich zu anderen geografischen Regionen – abgesehen von einer kurzfristigen Entspannung durch die Lockerung der Corona-Beschränkungen in China – erst dann voll zur Geltung kommen, wenn die Fed ihre restriktive Haltung aufgibt und die Weltwirtschaft wieder anzieht. Wir bleiben neutral gegenüber US-Aktien, die durch relativ bessere Wachstumsaussichten und eine robuste Ertragslage unterstützt werden. Bei der Allokation nach Sektoren und Anlagestilen agieren wir vorerst defensiv und qualitätsorientiert. Wir konzentrieren uns auf die Branchen Pharma, Basiskonsumgüter und Energie sowie auf Unternehmen mit höherer Preissetzungsmacht und hoher Cashflow-Generierung bzw. hohen Dividendenrenditen.

Eine hartnäckige Inflation unterstützt unsere Untergewichtung globaler Anleihen, wobei wir Unternehmensanleihen und selektiv Anleihen aus Schwellenländern bevorzugen. Langfristige Anlagechancen sehen wir in US-Staatsanleihen, mit einem ersten Einstiegspunkt im Bereich einer Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 3%. Bei Euro-Staatsanleihen bleiben wir untergewichtet, beobachten aber die Einstiegspunkte genau, da die Inflationsdynamik weniger strukturell ist als in den USA und das Wirtschaftswachstum anfälliger ist. Darüber hinaus erhöhen wir schrittweise die Duration des Staatsanleihenportfolios.

Die Spread-Ausweitung bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen berücksichtigt bereits eine weiche Landung, nicht aber ein US-Rezessionsszenario, bei dem die Ausfallraten auf bis zu 10% steigen dürften. Außerdem sind hochverzinsliche Unternehmensanleihen anfällig für einen geringeren Liquiditätswettbewerb.

<sup>21</sup>ESG steht für die englischen Ausdrücke Environmental, Social und Governance, also ökologische Ausrichtung, gesellschaftliche Orientierung und verantwortungsvolle Unternehmensführung.

## 15. SPREAD-AUSWEITUNG BEI HOCHVERZINSLICHEN US-UNTERNEHMENSANLEIHEN REFLEKTIERT KEINE HARTE LANDUNG



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. Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Bei Schwellenländeranleihen bleiben wir angesichts der restriktiven Geldpolitik der Fed und des Rückgangs der globalen Liquidität selektiv und bevorzugen qualitativ hochwertige Carry-Trades sowohl bei Anleihen in Hart- als auch in Lokalwährungen.

Gold bietet weiterhin Möglichkeiten zur Portfolioabsicherung, während der USD durch die restriktive Geldpolitik der Fed gestützt wird, aber aus fundamentaler Sicht überbewertet erscheint (Kaufkraftparität).

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## **AKTIEN**

### **AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL (ZUVOR: ÜBERGEWICHTEN)**

Wir stufen globale Aktien aufgrund des geringeren globalen Wachstums und negativer Gewinnrevisionen auf neutral herab.

### **AKTIEN EUROPA: NEUTRAL (ZUVOR: ÜBERGEWICHTEN)**

Wir nehmen europäische Aktien aufgrund des zunehmenden Risikos einer Stagflation und der restriktiveren EZB auf neutral zurück. Zudem ist der Euroraum am stärksten vom Krieg zwischen Russland und der Ukraine betroffen. Längerfristig dürfte sie aber von höheren Investitionen in der Energie- und Verteidigungsindustrie profitieren.

### **US-AKTIE: NEUTRAL**

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

### **SCHWELLENLÄNDER-AKTIE: NEUTRAL (ZUVOR: ÜBERGEWICHTEN)**

Wir stufen Schwellenländeraktien aufgrund geringeren globalen Wachstums und sinkender Liquidität infolge der restriktiven Politik der Fed und des stärkeren US-Dollars auf neutral herab. Bei den Schwellenländern wird eine selektive Auswahl der Länder und Sektoren dringend empfohlen.

### **ASIEN-PAZIFIK-AKTIE (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**

Wir bevorzugen nachrangige Finanzanleihen, da die europäischen Bankenpapiere 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 Normalisierung der Zinssätze ein Vorteil. Ihre geringere Liquidität sollte im Falle weiterer Marktturbulenzen beachtet werden.

### **EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): UNTERGEWICHTEN**

EWU-Staatsanleihen sind anfällig für die Straffung durch die EZB, aber wir reduzieren die Untergewichtung und erhöhen schrittweise die Duration des Staatsanleihenportfolios.

### **NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL**

Wir sehen langfristige Anlagemöglichkeiten in US-Staatsanleihen, die hartnäckige US-Inflation legt aber ein graduelles Vorgehen nahe.

### **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.

### **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

### ITALIENISCHE STAATSANLEIHEN: WAS TREIBT DIE PREISE?

Das finanzielle Umfeld der letzten sechs Monate war der perfekte Sturm für Staatsanleiheninvestitionen auf beiden Seiten des Atlantiks. Einerseits erodiert die stark steigende Inflation, die im Wesentlichen eine Folge der Produktions- und Vertriebskettenstörungen ist, den realen Wert künftiger Kupons und Kapitalauszahlungen. Andererseits haben die immer aggressiveren Pläne der Zentralbanken, die geldpolitischen Anreize zu reduzieren (quantitative Straffung), dazu geführt, dass die Hauptnachfragequelle auf dem Sekundärmarkt fehlt. Das Ergebnis war eine Korrektur, die in ihrer Größenordnung und Geschwindigkeit in der jüngeren Geschichte beispiellos ist.

In Europa haben sich auch die Renditespannen zwischen Staatsanleihen der Peripherieländer und Anleihen mit AAA-Rating, wie z. B. deutschen Staatsanleihen, ausgeweitet. So stieg etwa der Abstand zwischen 10-jährigen italienischen Staatsanleihen und der entsprechenden Bundesanleihe mit derselben Laufzeit in der zweiten Juniwoche auf rund 230 Bp. Dieser Anstieg fand vor dem Hintergrund einer allgemeinen Zunahme der Risikoaversion statt, die als weniger sicher geltenden Vermögenswerte belastete und damit bei Anleihen zu einer Benachteiligung der Emittenten mit niedrigerer Bonität führte.

Für einen historischen Vergleich der Höhe der Renditespanne zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen in Phasen hoher Volatilität und Risikoaversion sei daran erinnert, dass diese in der letzten Jahreshälfte 2018 im Durchschnitt bei etwa 275 Bp und im zweiten Quartal 2020 bei etwa 250 Bp lag.

Obwohl die Unsicherheiten über die Preisdynamik und die daraus resultierenden geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken kurzfristig zu einem Anhalten des derzeitigen volatilen Umfelds führen könnten, sollten mittelfristig verschiedene endogene und exogene Faktoren die italienischen Anleihen weiterhin unterstützen. Im Folgenden werden einige von ihnen aufgeführt.

- Das Primärdefizit des italienischen Staates (ohne Zinsausgaben) wird im Jahr 2021 3,7% betragen. Die Schätzung für 2022 liegt bei 2%; für 2023 wird es lt. Schätzungen auf 1% zurückgehen. Diese Zahlen zeigen, dass die Ströme der italienischen Staatsfinanzen dem Durchschnitt der Eurozone entsprechen.
- Das aufgelegte nationale Konjunkturprogramm (National Recovery and Resilience Plan, NRRP) hat die politischen Kosten der europaskeptischen Positionen erheblich erhöht und damit die Bindung an Europa und die Verpflichtung zur Umsetzung des Plans gestärkt. Die italienische Regierung hat kürzlich bestätigt, dass die für die erste Hälfte des Jahres 2022 gesetzten Ziele erreicht wurden. Der NRRP ist entscheidend für eine dauerhafte und erreichbare Steigerung des Wachstumspotenzials des Landes und damit für die Stabilität der Schuldenquote.
- Die EZB hat wiederholt darauf hingewiesen, dass es für eine wirksame Transmission der Geldpolitik von wesentlicher Bedeutung ist, eine Fragmentierung des europäischen Schuldenmarktes zu vermeiden. In der Tat hätten divergierende Trends bei den Zinssätzen der öffentlichen Haushalte ähnliche Auswirkungen auf die inländischen Kreditmärkte (über

Alessandro Caviglia



CIO Italy, UniCredit SpA (Italien)

den Transmissionskanal der nationalen Staatsanleihen, die die Banken als Teil ihrer Aktiva halten). Die EZB hat natürlich nicht angegeben, wie und bei welchen Renditespannen sie ein Eingreifen für notwendig hält, aber das Instrumentarium, das ihr heute zur Verfügung steht, ist umfangreich und sicherlich wirksam.

- Was schließlich die gehaltenen Anleihebestände betrifft, so halten ausländische Anleger (die in Stressphasen oft erhebliche Abflüsse verzeichnen, was zur Ausweitung der Renditespannen beiträgt) heute etwa 500 Mrd. EUR, etwa 20% des Gesamtbestands (und damit der niedrigste Stand seit der Staatsschuldenkrise 2011-2012). Etwa 80% der italienischen Staatsschulden werden von privaten inländischen Anlegern und vom öffentlichen Sektor gehalten. Erstere halten rund 1.150 Mrd. EUR, letztere halten rund 680 Mrd. EUR, die in den letzten Jahren vom Eurosystem (dem System der nationalen Zentralbanken unter dem Vorsitz der EZB) erworben wurden. Dies stellt ein wichtiges Element der Stabilität für die Preisentwicklung dar.

Wir sind daher der Ansicht, dass die derzeitige Korrektur nicht den Beginn eines signifikanten Anstiegs der Renditespanne für italienische Staatsanleihen darstellt. In der Anlageklasse der Staatsanleihen bevorzugen wir nach wie vor BTPs, die unserer Meinung nach im Rahmen einer Normalisierung der Risikoaversion in der zweiten Jahreshälfte das Potenzial haben, ihren Wert wiederzuerlangen.

## Österreich

### KRYPTOWÄHRUNGEN ALS ANLAGEFORM?

Kryptowährungen sind seit vielen Jahre in aller Munde. Wer hat in den letzten Jahren nicht viele Diskussionen mit Nachbarn, Bekannten, Freundinnen oder Freunde oder innerhalb der Familie über diese Anlagemöglichkeit geführt? Es scheiden sich bei diesem Thema die Geister. Doch lange Zeit hatten die Befürworter von Kryptowährung die Oberhand. Dies liegt wohl hauptsächlich an der Tatsache, dass die Kurse lange Zeit gestiegen sind und Investorinnen und Investoren hervorragende Gewinne einfahren konnten. Dies hat die mediale Wahrnehmung erhöht und in weiterer Folge auch dazu geführt, dass Anbieter von Finanzdienstleistungen das Angebot ausgeweitet haben. So hat sich diese Spirale weiter nach oben gedreht. Zuletzt aber haben Kryptowährungen regelrechte Einbrüche verzeichnen müssen.

Ob Kryptowährungen als Anlageform geeignet sind oder nicht, muss jede Investorin oder Investor für sich entscheiden. Als UniCredit-Konzern haben wir derzeit noch Vorbehalte gegenüber dieser Investitionsmöglichkeit und berücksichtigen diese daher nicht in der Vermögensallokation. Die hinter Kryptowährungen liegenden Technologien (z.B. Blockchain) könnten in den kommenden Jahren durchaus eine wichtige Rolle spielen. Vielmehr sehen wir Herausforderungen bei der Einschätzung des Werts dieser Instrumente. Worin bestehen nun die Herausforderungen bei der Veranlagung und Bewertung von Kryptowährungen?

- Der Wechselkurs zu anderen klassischen Währungen, zum Beispiel dem Euro oder US-Dollar, unterliegt starken Schwankungen. Dies hat mitunter damit zu tun, dass gängige Bewertungsansätze für Währungen nicht auf Kryptowährungen projiziert werden können. Die Zinsdifferenz zwischen Währungsräumen kann ein Faktor sein, der Wechselkurse beeinflusst. Geld fließt oft in jene Regionen, in denen höhere Zinsen offeriert werden, wodurch der Wechselkurs gestützt wird. Volkswirtschaften mit solidem Wirtschaftswachstum profitieren auch von stärkerer Nachfrage in deren Währungen. Kaufkraftparität kann ebenfalls eine Möglichkeit für die Bewertung von Währungen sein. Der plakativste Indikator ist in diesem Zusammenhang der Big-Mac-Index, der im Jahr 1986 vom Magazin „The Economist“ kreiert wurde. Dieser vergleicht die Kosten für einen gängigen Burger in den verschiedenen Währungsräumen und berechnet daraus einen impliziten Wechselkurs. Andere wirtschaftliche oder politische Faktoren können ebenfalls Auswirkungen auf den Wechselkurs haben. All diese Maßstäbe können jedoch nicht für Kryptowährungen angewendet werden.
- Kryptowährungen bieten keinen Ertrag. Bei Investitionen in Aktien beteiligt sich eine Investorin oder ein Investor an einem Unternehmen. Der Aktienkurs unterliegt auch Schwankungen, aber über Dividendenzahlungen kann beispielsweise ein laufender Ertrag generiert werden. Aktien sind Substanzwerte (Anlagen, Markenrechte, Immobilien, ...), allerdings sollte bei dieser Anlageform ebenfalls eine detaillierte Analyse vorhergehen. Anleihen zahlen in den meisten Fällen einen Kupon wodurch laufende Einkünfte gewährleistet sind. Das niedrige beziehungsweise negative Zinsumfeld hat die Anlage in Kryptowährungen begünstigt, da in vielen Fällen die Opportunitätskosten gering oder gar negativ waren. Durch das steigende Zinsumfeld hat sich nun das Bild nun gewandelt.

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and  
Schoellerbank (Österreich)

- Im Fall, dass Kryptowährungen wertlos werden, bleibt der Anlegerin oder dem Anleger nichts in Händen. Bei Unternehmensanleihen ist, nach Abzug aller Verbindlichkeiten, in vielen Fällen für die Gläubiger noch eine Teilrückzahlung des investierten Betrags möglich. Bei Rohstoffen, die ebenfalls keinen laufenden Ertrag abwerfen, besteht zumindest ein physischer Wert. Zum Beispiel kommen viele Metalle in der Industrie zum Einsatz oder werden als Schmuck verwendet. Was bleibt von Kryptowährungen, wenn das Vertrauen der Anlegerinnen und Anleger schwindet.
- Die Akzeptanz von Kryptowährungen als Zahlungsmittel ist, sicherlich auch bedingt durch die hohen Kursschwankungen, sehr gering. Immer wieder bieten Unternehmen die Bezahlung ihrer Leistungen auch in Kryptowährungen an, rudern dann aber teilweise wieder zurück. Die Argumente dafür sind unterschiedlich, aber mit Sicherheit sind die hohen Kursschwankungen und die daraus resultierende Planbarkeit ein Mitgrund für diesen Umstand. Diese hohen Schwankungen machen auch eine Berücksichtigung im Rahmen einer Vermögensallokation schwierig, da bereits geringere Gewichtungen erhebliche Auswirkungen auf die Risikoparameter haben würden.

Diese Argumentation bezieht sich auf die Herausforderungen, die wir in Bezug auf die Veranlagung und Bewertung sehen und warum diese Veranlagungsinstrumente nicht in der Vermögensallokation berücksichtigt werden. Andere Aspekte wie Nachhaltigkeit (Energiekonsum) oder Regulierungen wurde nicht berücksichtigt. Jede Investorin beziehungsweise jeder Investor muss die Chancen und Risiken die in Verbindung mit Kryptowährungen, von denen über 10.000 existieren, selbst beurteilen und diese vor einer Veranlagung abwägen. Die Kursentwicklungen vieler Kryptowährungen gleichen im letzten Jahr eher ein Achterbahnfahrt als einer soliden Anlage. Es bleibt spannend, ob die große Krypto-Party nun zu einem jähen Ende gekommen ist oder nur einmal kräftig Luft geholt wird, um die Kurse in neue Höhen zu heben.

## Deutschland

### WIRD FRANKREICH NACH DEN PARLAMENTSWAHLEN FÜR PRÄSIDENT MACRON UNREGIERBAR?

Der 19. Juni hat Frankreich verändert. Zwei Monate nach seiner Wiederwahl zum Präsidenten Frankreichs, in der bereits deutlich wurde, wie sehr Emmanuel Macron das Land polarisiert, hat er in der entscheidenden zweiten Runde der französischen Parlamentswahlen eine herbe Niederlage erlitten: Sein zentristisches Bündnis **Ensemble (Gemeinsam), dem mehrere Parteien der politischen Mitte angehören**<sup>22</sup>, verlor klar seine Mehrheit in der 577 Mitglieder zählenden Nationalversammlung.

Das Macron-Lager wurde nach dem vorläufigen amtlichen Endergebnis mit 245 Sitzen stärkste Kraft, verfehlte aber die absolute Mehrheit, zu der 289 Sitze erforderlich wären. Vor fünf Jahren holte La République en Marche (LREM) noch eine satte Mehrheit. Stärkste Oppositionskraft wurde die neue ökologisch-soziale Volksunion (**Nupes**)<sup>23</sup> des Linksnationalisten Jean-Luc Mélenchon mit 131 Sitzen, der sich auch Sozialisten und Grüne anschlossen. Die rechtsnationale Rassemblement National von Marine Le Pen punktete so stark wie noch nie bei einer Parlamentswahl und wird künftig mit 89 Abgeordneten – etwa elfmal so vielen wie bisher – die drittstärkste Kraft im Parlament stellen, denn die Fraktion der bürgerlich-konservativen Republikaner stürzten (gemeinsam mit ihren Verbündeten) auf 74 Mandate ab. Die Wahlbeteiligung in der Fünften Republik bei Parlamentswahlen war noch nie so niedrig; nur rund 46 Prozent der französischen Wahlberechtigten gaben ihre Stimme ab.

Für Präsident Macron bedeutet dieses Ergebnis eine heftige Niederlage. Erstmals seit über 30 Jahren steht der französische Präsident ohne absolute Parlamentsmehrheit da. Entsprechend äußerte sich auch Premierministerin Élisabeth Borne: "Wir haben heute eine neue Situation", sagte sie mit Blick auf den Verlust der absoluten Mehrheit. Die Lage sei „ein Risiko für unser Land gegenüber nationalen und internationalen Herausforderungen.“ Das Ergebnis müsse aber respektiert werden.

Frankreichs System ist grundsätzlich ausgelegt auf klare Konfrontationen mit klaren Mehrheiten. Das kompromissbasierte Regieren in Koalitionen über das eigene politische Lager hinweg ist weit weniger üblich als in der Bundesrepublik. Der Wahlausgang dürften insofern zu wochenlangen Verhandlungen führen, da Macron angesichts der herber Mandatsverluste mit seinem Mitte-Lager in der Nationalversammlung Partner für eine Regierungsmehrheit suchen muss. Führende konservative Politiker riefen bereits zu einem Bündnis mit Macron auf, das eine ausreichende Regierungsmehrheit sichern könnte.

### Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Deutschland)

<sup>22</sup>Bei den diesjährigen Parlamentswahlen schloss sich Macrons La République en Marche (LREM) wieder mit der Zentrums- und der vom ehemaligen Premierminister Édouard Philippe gegründeten Mitte-Rechts-Partei Horizons zusammen.

<sup>23</sup>Zur Nupes-Allianz gehören Mélenchons France insoumise, die Sozialisten, die Kommunistische Partei und Frankreichs Grüne Europe Écologie Les Verts.

Während das Regieren für die Mehrheitsführer künftig kontroverser und komplizierter werden dürfte, hat der französische Präsident verfassungsgemäß eine zu herausragende Stellung, als dass Frankreich nun unregierbar würde. Mit Sicherheit wird es für Macron aber nicht einfacher, wichtige Gesetzesvorhaben – etwa die Rente mit 65 – durchzusetzen.

Die Premierministerin nannte unterdessen Prioritäten für die kommende Regierungsperiode. Ab dem Sommer solle es starke und konkrete Maßnahmen zur Stärkung der Kaufkraft der Franzosen geben. Vollbeschäftigung und der ökologische Wandel stünden ebenso ganz oben auf der Prioritätenliste, das Bildungs- und Gesundheitswesen müsse verbessert werden. Als weitere vorrangige Aufgaben bezeichnete Élisabeth Borne die Souveränität Frankreichs in den Bereichen Energie und Lebensmittel.

Ob es der neuen französischen Regierung gelingen wird, die Reformdynamik wiederzubeleben, bleibt abzuwarten. Wir sind aber zuversichtlich, dass Frankreich – trotz des zu erwartenden Gegenwindes einer erstarkten extremen Rechten – ein verlässlicher Partner für das europäische Projekt bleiben wird.

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	21.06.21	21.06.17	21.06.18	21.06.19	21.06.20	21.06.21	21.06.17	01.01.22
Bis	21.06.22	21.06.18	21.06.19	21.06.20	21.06.21	21.06.22	21.06.22	21.06.22
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	-14,7	12,4	6,1	3,5	37,6	-14,7	45,0	-21,9
MSCI Emerging Markets (in USD)	-23,9	10,2	0,5	-2,2	38,1	-23,9	13,5	-17,8
MSCI US (in USD)	-13,8	15,4	9,3	7,8	40,1	-13,8	64,3	-23,4
MSCI Europe (in EUR)	-6,5	1,2	4,9	-4,0	27,5	-6,5	21,7	-13,6
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	-21,6	12,4	-3,0	2,3	31,2	-21,6	14,7	-18,1
STOXX Europe 600 (in EUR)	-7,7	1,4	4,7	-2,8	28,0	-7,7	22,0	-14,6
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	-15,0	-2,1	-1,4	-0,2	26,5	-15,0	3,5	-16,5
MSCI Italy (in EUR)	-9,5	4,5	3,4	-9,1	30,8	-9,5	17,7	-16,2
ATX (Österreich, in EUR)	-6,9	7,2	-5,4	-21,1	54,6	-6,9	15,7	-18,2
SMI (Schweiz, in CHF)	-10,1	-2,6	21,2	6,4	20,4	-10,1	36,0	-16,3
S&P 500 (USA, in USD)	-11,8	15,1	9,5	7,0	38,5	-11,8	64,9	-22,3
Nikkei (Japan, in JPY)	-6,2	14,9	-4,4	7,1	26,6	-6,2	40,4	-9,7
CSI 300 (China, in Yuan)	-13,3	2,2	9,2	9,4	26,5	-13,3	35,3	-11,7
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-13,3	-4,3	10,6	16,2	-4,8	-13,3	2,1	-14,3
US-Staatsanleihen (ICE BofA , in USD)	-10,1	-1,6	7,3	10,4	-3,3	-10,1	1,7	-10,7
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-14,2	-1,5	10,0	9,8	3,5	-14,2	5,9	-14,7
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-16,3	1,0	7,5	1,5	-1,8	-16,3	-9,1	-16,1
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-14,6	-0,2	6,5	2,4	0,0	-14,6	-6,7	-14,4
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-13,7	0,7	4,3	-0,2	3,2	-13,7	-6,7	-13,3
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	178	74	-83	-131	79	178	111	177
US-Staatsanleihen (ICE BofA , in USD)	233	92	-76	-136	42	233	150	208
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	271	91	-75	-103	-16	271	165	245
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	196	6	-62	-13	23	196	148	192
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	203	23	-58	-22	6	203	148	198
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	312	18	-48	19	-40	312	261	293
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (BofAML US Corporate Master)	63	10	-2	29	-70	63	33	52
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	201	-46	56	199	-288	201	138	205
Euro-Unternehmensanleihen (BofAML Euro Corporate AAA-A)	90	3	-4	20	-40	90	71	76
Euro-Unternehmensanleihen BofAML Euro High Yield)	250	75	10	140	-214	250	259	211
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	196	105	1	-204	-17	196	81	189
Euribor (EUR, 3 Monate)	0	1	-2	-7	-14	0	0	0
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	-11,6	3,5	-1,9	-0,9	6,1	-11,6	-5,7	-7,1
Britisches Pfund (EUR-GBP)	0,1	-0,5	2,4	1,5	-5,3	0,1	-2,7	2,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-7,2	5,9	-3,4	-4,4	2,8	-7,2	-6,4	-1,6
Japanischer Yen (EUR-JPY)	8,4	2,7	-4,7	-1,6	9,3	8,4	14,2	8,9
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	2,5	1,2	9,6	23,9	-0,7	2,5	39,7	0,2
Industriemetalle (GSCI, in USD)	5,5	18,9	-16,0	-6,4	49,3	5,5	49,6	-6,2
Gold (in USD pro Feinunze)	3,0	1,8	9,9	25,7	2,5	3,0	47,9	0,8
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	52,5	60,7	-11,3	-34,2	77,2	52,5	150,3	45,8

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.

# Disclaimer

## **Wichtige rechtliche Information – bitte lesen.**

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.



**UniCredit Bank AG**  
Client Solutions



**Adresse**  
Arabellastraße 12  
81925 München



**Kontakt**  
Investment Management & Strategy  
Dr. Philip Gisdakis  
+49 89 378-13228



**Online**  
[kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de](http://kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de)