



# Gratwanderung



## Monthly Outlook

September 2022

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	10
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	16
IM DIALOG	21

# CIO Kommentar

## Gratwanderung

Die Sommerpause ist vorbei, und ich hoffe Sie, liebe Leser, konnten sich erholen und entspannen. An den Finanzmärkten hingegen war von einer Pause nicht viel zu spüren, wie ein Blick auf die Zinslandschaft deutlich macht. Der Juli war geprägt von deutlich sinkenden Renditen. Bis Anfang August fielen die Renditen in Europa und den USA auf einen temporären Tiefpunkt. Die 10-jährige Rendite von Bundesanleihen lag beispielsweise bei knapp unter 0,8% und die von US-Treasuries bei etwa 2,6%. Diese Entwicklung wurde getragen von der Hoffnung, dass die deutliche Straffung der geldpolitischen Bedingungen durch die Notenbanken von USA und EU Wirkung zeigen und die Inflationsdynamik dämpfen würde. Dieser Sichtweise folgend wäre ein großer Teil der notwendigen Zinserhöhungen zur Eindämmung der Inflation bereits implementiert. Weitere (überschaubare) Zinsschritte würden bis etwa zum Jahreswechsel folgen, müssten dann aber möglicherweise bereits im kommenden Jahr zurückgenommen werden, nachdem sich die Inflationsdynamik stabilisiert hätte. Diese Hoffnung beflügelte auch die Aktienmärkte: Sie legten in Europa und den USA deutlich zweistellig zu.

Im Laufe des Augusts setzte sich dann allerdings ein anderes Narrativ an den Märkten durch. Die Zentralbanken müssen weiter an der Zinsschraube drehen und die Zinsen stärker erhöhen, als das bisher erwartet wurde. Bis August war die Erwartung an den Märkten, dass für die USA Zinserhöhungen bis zum Ende des Jahres auf etwa 3-3,5% ausreichen dürften, um die Preissteigerungsrate perspektivisch auf ein verträgliches Niveau zu bringen. Für die EZB waren die Erwartungen dieser sogenannten „Terminal Rate“, also der erwartete zyklische Hochpunkt des Zinsanhebungszyklus, bei etwa 1,5%, und sollte auch um den Jahreswechsel hin erreicht werden. Nun liegen die Erwartungen bezüglich der Terminal Rate um 100Bp höher: Für die US Federal Reserve (Fed) demnach bei 4,5% und für die EZB bei 2,5%, und es wird erwartet, dass die Zinsanhebungen deutlich bis in das Jahr 2023 hineinreichen werden.

Nun könnte man denken, dass diese jüngsten Zinsanhebungserwartungen nicht mehr so stark ins Gewicht fallen. Immerhin sind seit Jahresbeginn die geldpolitischen Bedingungen erheblich gestrafft worden. In den USA beispielweise waren die Leitzinsen zu Jahresbeginn noch bei 0%; sie sind seither schon erheblich angehoben worden. Spielt es da eine Rolle, ob die Zinsen in den USA nun auf 3,5% oder auf 4,5% angehoben werden, könnte man geneigt sein zu fragen. Es macht aber in der Tat einen gewichtigen Unterschied, denn mit den jüngsten Signalen der Verantwortlichen von Fed und EZB wird deutlich, dass der Inflationsbekämpfung eine so herausragende Bedeutung zukommt, dass eventuelle Sorgen bezüglich der wirtschaftlichen Konsequenzen – also Rezessionsrisiken – hintenanstehen müssen. Denn werden die Zinsen so stark angehoben, wie jüngst eingepreist wurde, würden die Zentralbanken das Zinsniveau deutlich in den restriktiven Bereich heben. Mit anderen Worten: Die Zentralbanken sind bereit, die Wirtschaft insgesamt abzukühlen. Diese Bereitschaft und die verbalen Einlassungen, dass die Märkte nicht mit schnellen Zinssenkungen rechnen sollten, auch für den Fall, dass die Inflationsdynamik abnimmt, haben das Kapitalmarktgefüge im August nachhaltig verändert.

Die Renditen im August sind entsprechend spürbar angestiegen: die 10-jährige Rendite von deutschen Bundesanleihen beispielsweise von etwa 0,8% auf 1,75%. Zum Vergleich: Vor einem Jahr stand diese Rendite noch bei -0,3%. Und auch in den USA ist die 10-jährige Rendite um fast 100Bp angestiegen – von 2,6% auf etwa 3,5%. Diese Entwicklung hat ihre Spuren an den Aktienmärkten hinterlassen. Die Bluechip-Indizes in Europa und den USA sind wieder in Richtung ihrer temporären Tiefststände im Juni/Juli gefallen, haben diese aber bisher noch nicht erreicht.

### Manuela d’Onofrio



Head of Group Investment Strategy

### Philip Gisdakis

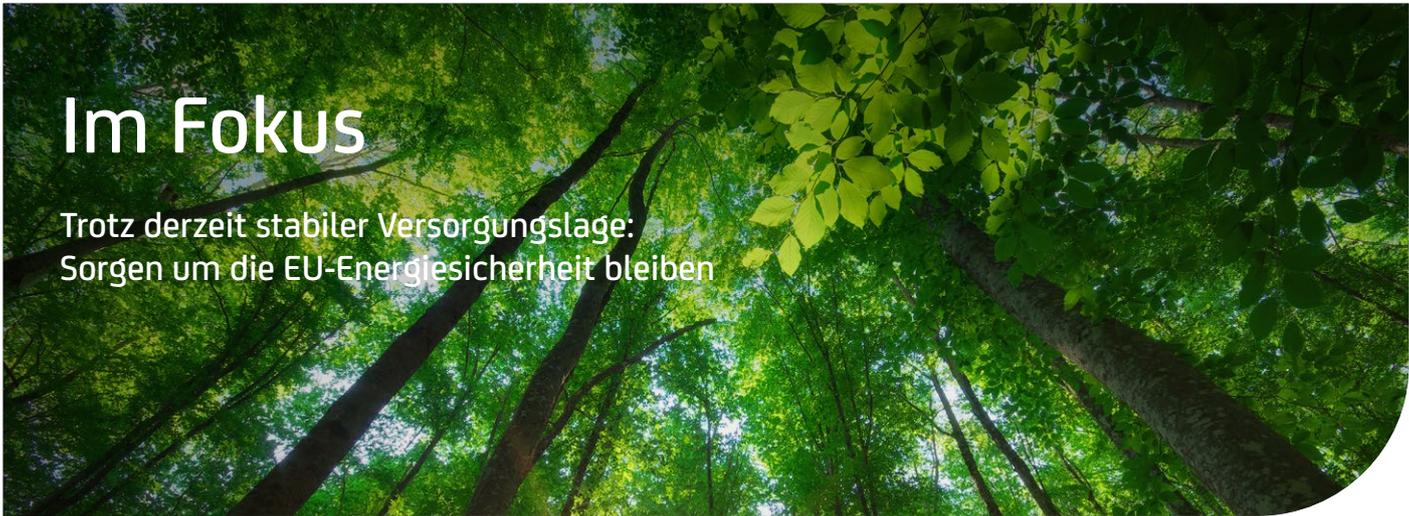


CIO UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Germany)

Wie könnte es vor diesem Hintergrund in der Wirtschaft und an den Kapitalmärkten weitergehen? Zunächst haben sich die Wachstumserwartungen angesichts der hawkischen Haltung der Zentralbanken und der Sorgen bezüglich der Energieversorgung in Europa im kommenden Winter spürbar abgekühlt. Entsprechend sind die Konsensschätzungen auf die Erwartung einer moderaten Rezession in Europa eingeschwenkt. Für das laufende dritte Quartal wird nunmehr vom Konsensus ein Nullwachstum für die Eurozone erwartet und für das vierte Quartal sogar eine moderate Kontraktion von 0,3%. Diese negative Dynamik sollte bis in das erste Quartal des kommenden Jahres, für das ein Minus von 0,2% vom Konsensus erwartet wird, andauern. Bereits für das zweite Quartal 2023 wird wieder mit einer Erholung in der Eurozone gerechnet. Auch für die USA haben sich die Konsenserwartungen für die kommenden Quartale spürbar abgekühlt; negatives Wachstum wird aber bisher noch nicht erwartet. Insgesamt ist die Erwartungslage also, dass eine Rezession, wenn sie denn kommt, zeitlich begrenzt und nicht besonders tief sein sollte.

Für die Aktienmärkte relevant ist in diesem Zusammenhang die Frage, wie sich die Gewinnerwartungen der Unternehmen weiter entwickeln werden. Diese waren im Verlauf dieses Jahres sowohl für Europa als auch die USA erstaunlich robust. Zuletzt hat sich die Stimmung etwas abgekühlt, was aber nur die Erwartungen an die Gewinne in diesem Jahr betrifft. Letztere haben für die Bewertung allerdings eine abnehmende Bedeutung. Die Gewinnerwartungen für 2023 zeigen sich nach wie vor sehr robust. Ein wichtiger Faktor für die Stimmung in der Wirtschaft und an den Märkten wird in den kommenden Wochen die Energieversorgung und die Kosten für Energie sein. Sollte die gefürchtete Gasmangellage (aus der die Notwendigkeit von Gasrationierungen erwachsen würde) nicht eintreten, und danach sieht es aus, denn die Gasspeicher sind mittlerweile fast vollständig gefüllt, dann würde das die Belastungen deutlich reduzieren. Eine vollständige Entwarnung kann aber (noch) nicht gegeben werden, da die Gasspeicher allein die Versorgung durch den gesamten Winter nicht sicherstellen können. Eine wichtige Rolle wird aber auch das Wetter im Winter spielen. Viel wird viel davon abhängen, wie hart der Winter sein wird.

Alles in allem stellt sich die Situation kurz vor dem vierten Quartal schwächer dar, als wir gehofft hatten – wirklich kritisch sehen wir sie aber nicht. Eine Wachstumsdelle um die Jahreswende ist wahrscheinlicher geworden. Sie sollte aber zeitlich begrenzt und nicht besonders tief ausfallen. Im Frühling könnte es dann bereits wieder deutlich freundlicher aussehen.



# Im Fokus

Trotz derzeit stabiler Versorgungslage:  
Sorgen um die EU-Energiesicherheit bleiben

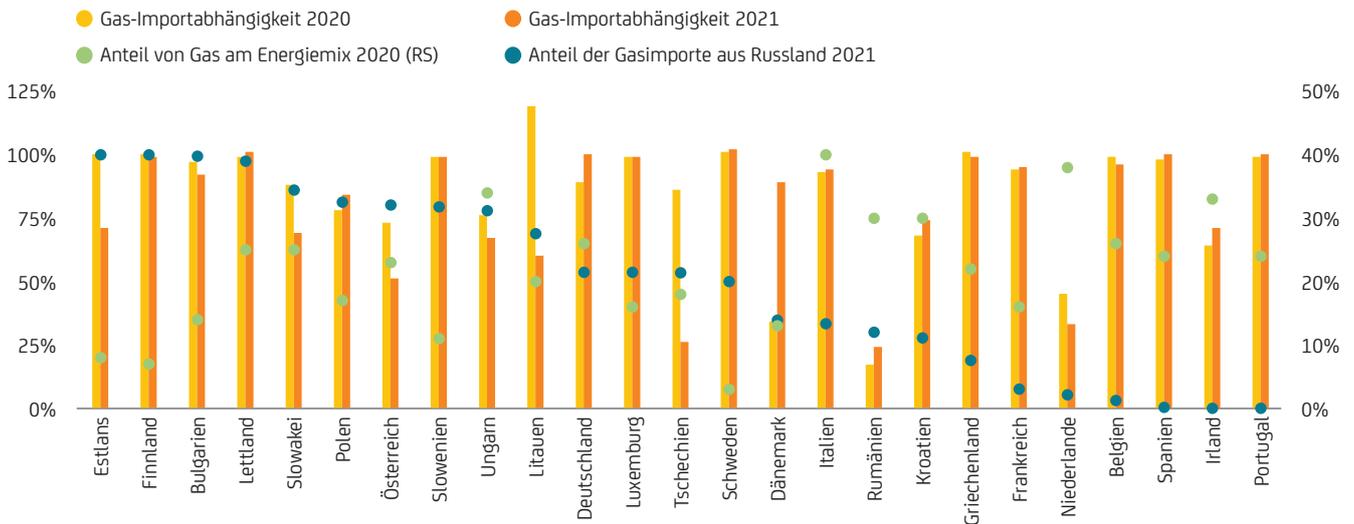
Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat die globalen Wachstumsaussichten nachhaltig eingetrübt und große Sorgen um die Energiesicherheit ausgelöst. Europa muss eine vollständige Unterbrechung der Erdgasimporte aus Russland, seinem ursprünglich größten Energielieferanten, verkraften. Die Besorgnis über einen Gasmangel, weiter steigende Preise und das mögliche Ausmaß der (wirtschaftlichen) Auswirkungen des Stopps der russischen Gaslieferungen auf jedes einzelne der EU-Mitgliedsstaaten geht Hand in Hand mit deren Abhängigkeit von russischem Gas.

Nur wenige europäische Länder fördern selbst Erdgas in nennenswerter Menge. Im Jahr 2021 lag die **Abhängigkeit der EU von Erdgasimporten**<sup>1</sup> insgesamt laut Eurostat bei 83% – ein Prozentpunkt (PP) weniger als 2020. Dieser leichte Rückgang wurde maßgeblich dadurch beeinflusst, dass die meisten EU-Mitgliedstaaten Erdgasvorräte nutzten, die in den Vorjahren importiert worden waren. In der Tat war der Rückgang der Erdgasvorräte im Jahr 2021 der größte seit Beginn der Eurostat-Zeitreihe (2008). Bei den Auswirkungen der Importunterbrechung muss auch die Bedeutung von Erdgas im Gesamtenergiemix berücksichtigt werden. Während die Importabhängigkeit in Schweden, Finnland und Estland nahezu 100% beträgt, ist der Anteil von Erdgas am Energiemix relativ gering (3%, 7% bzw. 8%). Im Gegensatz dazu ist dieser Anteil in Italien am höchsten (40%), und die Importabhängigkeit liegt bei 94%. Die Niederlande haben den zweithöchsten Anteil an Erdgas in ihrem Energiemix, ihre Importabhängigkeit ist jedoch aufgrund der heimischen Erdgasproduktion viel geringer.

Rund 40% ihres Erdgases importierte die EU im Jahr 2021 aus Russland, aber die einzelnen EU-Mitgliedsländer sind in unterschiedlichem Ausmaß von der Versorgung mit russischem Erdgas abhängig. Laut dem europäischen Think-Tank Bruegel betrug der Anteil der Gaslieferungen aus Russland an Estland, Finnland, Bulgarien und Lettland (verglichen mit den gesamten Gasimporten dieser Länder) im Jahr 2021 100% bzw. nahezu 100% (siehe Grafik 1). Auch Deutschland bezog im vergangenen Jahr noch mehr als die Hälfte seines Erdgases aus Russland. Bis Ende Juni sank der Anteil auf 26%, wie dem “Dritten Fortschrittsbericht Energiesicherheit” vom 20. Juli zu entnehmen ist; zwischenzeitlich ist er weiter deutlich gesunken.

<sup>1</sup>Die Gas-Importabhängigkeit wird als Nettoimporte/Inlandsnachfrage berechnet.

## 1. ABHÄNGIGKEIT VON ERDGASIMPORTEN IN DEN JAHREN 2020 UND 2021



Hinweise: Die Gas-Importabhängigkeit wird als Nettoimporte/Inlandsnachfrage berechnet. Der Anteil von Gas am Gesamtenergiemix wird anhand von Daten zu Energiebilanzen für das Aggregat "Verfügbare Bruttoenergie" berechnet.

Quelle: eurostat, Bruegel, Schwedische Regierung, UniCredit Group Investment Strategy

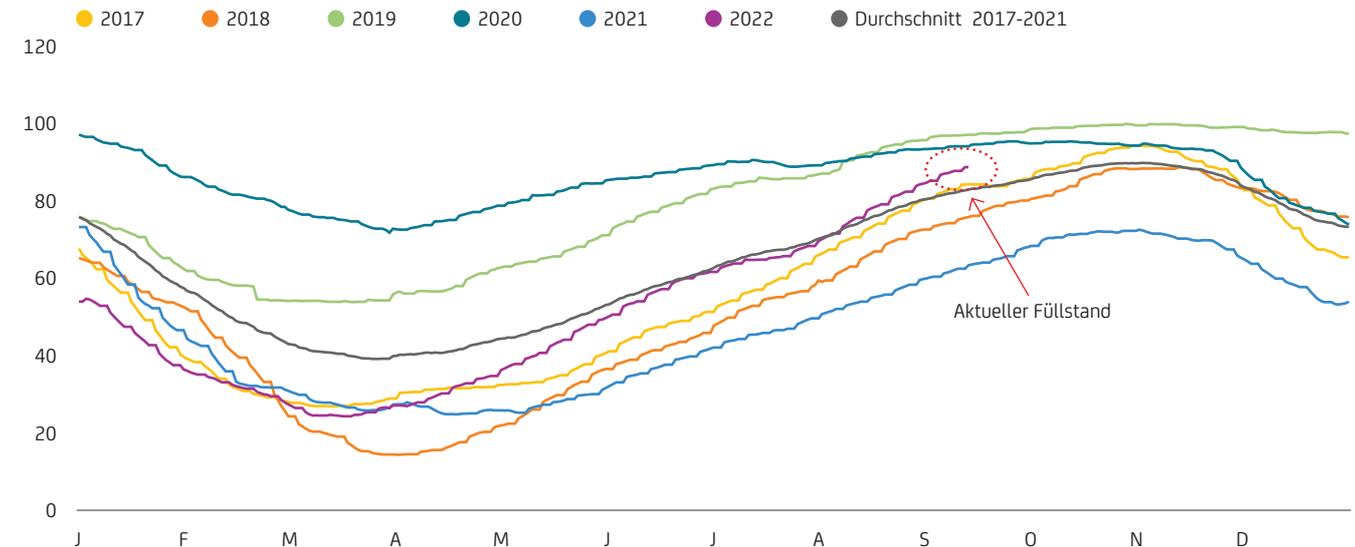
Gegenüber der EU spielt der Kreml die Abhängigkeit der EU-Mitgliedsstaaten vom russischen Gas weiterhin aus. Aus Russland führen vier Haupttrouten nach Europa. Derzeit im besonderen Fokus steht die Pipeline **Nord Stream 1<sup>2</sup>** (NS1) nach Greifswald in Deutschland. Gazprom hatte die Lieferungen zunächst Mitte Juni auf 40% der normalen Kapazität gedrosselt, wegen angeblicher technischer Probleme. Nach der jährlichen Wartung im Juli fuhr Gazprom NS1 auf 20% herunter. Ende August stoppte Russland die Lieferung erneut wegen angeblicher Wartungsarbeiten. Unter Verweis auf angebliche Mängel an der Verdichterstation Potovaya wurden die Gaslieferungen durch NS1 von russischer Seite zuletzt nicht wieder aufgenommen. Das russische Gas kommt zudem über die Pipelines Jamal durch Belarus und Polen, Progress und Sojus durch die Ukraine sowie Turkstream über die Türkei im Süden. Allerdings fließt auch durch Jamal seit Mai kein Gas mehr.

<sup>2</sup>NS1 wurde 2011 in Betrieb genommen und hat eine Kapazität von rund 55 Milliarden Kubikmeter pro Jahr. Vor der Wartung hatte die Menge bei knapp 30 Millionen Kilowattstunden pro Stunde gelegen. Die maximale Kapazität der Pipeline liegt bei rund 70 Millionen Kilowattstunden pro Stunde.

## DEUTSCHLAND VERFÜGT IN MITTEL- UND WESTEUROPA ÜBER DIE GRÖSSTEN ERDGASSPEICHER

Obgleich derzeit kein Gas mehr durch NS1 fließt, füllen sich die Gasspeicher in der EU weiterhin – wenn auch etwas langsamer als ursprünglich vorgesehen. Am 10. September waren die Gasspeicher der EU-Mitgliedstaaten laut dem Verband der europäischen Erdgasinfrastruktur Gas Infrastructure Europe zu rund 84% gefüllt. Deutschland verfügt in Mittel- und Westeuropa über die größten Speicher für Erdgas. Seit ihrem Tiefstand Mitte März von etwa 25% haben sich auch die deutschen Speicherfüllstände trotz der seitens Russland gedrosselten und mittlerweile gestoppten Lieferungen nachhaltig erholt (siehe Grafik 2). Der Gesamtspeicherstand in Deutschland liegt laut Bundesnetzagentur aktuell leicht über dem europäischen Durchschnitt, bei rund 90% (Stand: 22. September). Das Ende April in Kraft getretene Gasspeichergesetz, das alle Betreiber in Deutschland verpflichtet, ihre Speicher schrittweise zu füllen, sieht vor, dass die deutschen Gasspeicher zum 1. Oktober zu 85% und zum 1. November zu 95% gefüllt sind. Die bei einem solchen Füllstand gespeicherte Gasmenge entspricht etwa dem bundesweiten Verbrauch der beiden Monate Januar und Februar 2022. Sie reicht also nicht für eine komplette Heizperiode. Gleichzeitig läuft der Gasimport in Herbst und Winter aber weiter. Das Risiko, dass Gas im kommenden Winter rationiert werden muss, ist damit zwar nicht vollständig gebannt, nimmt aber von Woche zu Woche ab.

## 2. GASSPEICHER IN DEUTSCHLAND FÜLLEN SICH TROTZ RUSSISCHEN LIEFERSTOPPS KONTINUIERLICH



Quelle: Bloomberg (Stand 13.09.2022), UniCredit Group Investment Strategy

## POLITIK BEREITET SICH AUF GAS-NOTFALL VOR

Die EU Kommission geht mittlerweile davon aus, dass Russland seine Gaslieferungen nach Europa nicht wieder aufnimmt. EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen legte am 14. September einen Gesetzesentwurf vor, mit dem die EU versuchen will, den Stromverbrauch zu drosseln und Liquidität bereitzustellen, um zu verhindern, dass die Krise auf die gesamte Wirtschaft übergreift. Das vorgeschlagene Gesetz enthält unter anderem Maßnahmen, um die **Übergewinne**<sup>3</sup> vieler Stromproduzenten sowie von Gas- und Ölkonzernen abzuschöpfen. Dafür soll Medienberichten zufolge beim Verkauf von Strom ein Höchstpreis von 180 Euro pro Megawattstunde (MWh) eingeführt werden. Da die Großhandelspreise an den Strombörsen aktuell deutlich höher liegen, soll die Differenz als sogenannter Zufallsgewinn abgeschöpft und zur Preisdämpfung genutzt werden. Die EU Kommission verspricht sich von dieser Maßnahme mehr als 140 Milliarden Euro, die zusätzlich an die EU-Mitgliedsstaaten fließen sollen. Die EU-Staaten könnten die geplante Strompreisbremse noch in diesem Monat beschließen. Dafür wird es am 30. September ein Sondertreffen der EU-Energieminister geben. Die verschiedenen Maßnahmen sollen zunächst bis Ende März 2023 gelten.

Die EU Kommission hatte bereits zuvor den sogenannten Notfallplan Gas entwickelt, der ein zweistufiges Verfahren vorsieht, um sicher durch den Winter zu kommen. Dafür sind alle Mitgliedsländer gehalten, zunächst zwischen dem 1. August 2022 und dem 31. März 2023 freiwillig 15% Gas einsparen (verglichen mit dem Durchschnittsverbrauch im gleichen Zeitraum in den vergangenen fünf Jahren). Der Plan trat am 9. August in Kraft. Daten der EU-Kommission zeigen, dass die Bundesrepublik von Anfang August bis März kommenden Jahres gut 10 Milliarden Kubikmeter weniger Gas verbrauchen muss, um das 15%-Ziel zu erreichen. Das steht in Proportion zur Wirtschaftskraft der Bundesrepublik, die (gemessen am Bruttoinlandsprodukt, BIP) fast 25% der EU-Wirtschaftsleistung erwirtschaftet. Es folgt Italien mit einer erforderlichen Einsparung von mehr als acht Milliarden Kubikmetern – verglichen mit dem BIP verhältnismäßig viel. Frankreich und die Niederlande müssen beide ungefähr fünf Milliarden Kubikmeter einsparen. Bis Ende Oktober werden die 26 Mitgliedsländer Pläne einreichen, wie sie diese Einsparungen beim Gasverbrauch erzielen wollen. Sie sollen zudem in Extremfällen Gas an Nachbarländer abzugeben und die konkrete Umsetzung – d.h. technische, rechtliche und finanzielle Fragen – untereinander regeln. Deutschland hat zum Beispiel Solidaritätsabkommen mit Dänemark und Österreich geschlossen und arbeitet an weiteren Abkommen mit der Tschechischen Republik, Polen und Frankreich.

Die Politik versucht schon seit längerem, neben der vermehrten Einfuhr von Pipeline-Gas vor allem aus Norwegen und **verflüssigtem Erdgas (LNG), das per Tanker etwa aus den USA nach Europa kommt**<sup>4</sup>, neue Lieferländer zu akquirieren. Norwegen ist nach Russland der zweitgrößte Gaslieferant für die EU und deckt aktuell mehr als 30 Prozent des deutschen Erdgasbedarfs. Mit einer Ausweitung seiner Erdgas-Lieferungen nach Europa in den kommenden Monaten will Norwegen dazu beitragen, die EU unabhängiger von russischem Gas zu machen. Es stößt dabei allerdings an Grenzen, denn die Produktions- und Pipelinekapazitäten sind derzeit maximal ausgelastet. Vertreter der EU-Kommission und der europäischen Regierungen suchen daher weltweit nach weiteren Alternativen zum russischen Gas. So will die EU über Pipelines vom Kaspischen Meer über Georgien

<sup>3</sup>Hintergrund ist das auf dem europäischen Strommarkt geltende Merit-Order-Prinzip: Die Stromerzeugung durch Erneuerbare Energiequellen ist derzeit günstiger als die Nutzung von Gas. Der Energiepreis wird jedoch durch das am teuersten produzierende Kraftwerk, aktuell also durch Gaskraftwerke, bestimmt. Damit machen die Unternehmen, die auf Erneuerbare Energiequellen zugreifen, höhere Gewinne.

<sup>4</sup>In Deutschland sollen zum Jahreswechsel die ersten beiden schwimmenden LNG-Terminals in Wilhelmshaven und Brunsbüttel in Betrieb gehen.

und die Türkei etwa doppelt so viel Gas aus Aserbaidschan beziehen wie bisher: Bis 2027 soll die jährliche Liefermenge auf **20 Milliarden Kubikmeter**<sup>5</sup> steigen. Auch der Präsident Kasachstans, Kassym-Schomart Tokajew, stellte der EU in Aussicht, zusätzliches Gas (und Öl) zu liefern. Dafür müsse diese aber neue Transportkorridore einrichten, um Russland zu umgehen.

<sup>5</sup>EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen unterzeichnete eine entsprechende Absichtserklärung am 18. Juli in Baku.

## RISIKO EINER GASLÜCKE SCHEINT GESUNKEN

Unterdessen zeichnen wissenschaftliche Studien, welche die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen eines vollständigen Ausfalls der russischen Gaslieferungen für die EU untersuchen, kein einheitliches Bild. Drei Arbeitspapiere des IWF untersuchen die Auswirkungen von Unterbrechungen der russischen Gasversorgung auf Europas Bilanzen und Wirtschaftsleistung. Die **Analysen zeigen, dass alternative Quellen bis zu 70% des russischen Gases ersetzen könnten**<sup>6</sup>, so dass Europa während einer vorübergehenden Unterbrechung von etwa sechs Monaten keine Engpässe erleiden würde. Ein längerer vollständiger Lieferstopp für russisches Gas für ganz Europa würde jedoch wahrscheinlich in Verbindung mit Engpässen in der Infrastruktur zu sehr hohen Preisen und erheblichen Engpässen in einigen Ländern führen. In einigen der am stärksten betroffenen Länder in Mittel- und Osteuropa – Ungarn, der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik – besteht laut IWF das Risiko, dass bis zu 40% des Gasverbrauchs ausfallen und das BIP um bis zu 6% schrumpft. Die Auswirkungen könnten jedoch durch die **Sicherung alternativer Lieferungen und Energiequellen**<sup>7</sup>, die Beseitigung von Engpässen in der Infrastruktur, die Förderung von Energieeinsparungen bei gleichzeitigem Schutz gefährdeter Haushalte und die Ausweitung von Solidaritätsvereinbarungen zur gemeinsamen Nutzung von Gas in verschiedenen Ländern gemildert werden.

<sup>6</sup>IMF: Natural Gas in Europe: The Potential Impact of Disruptions to Supply, 19. Juli 2022.

<sup>7</sup>IMF: Potential Russian Gas Shut-off to the European Union, 19. Juli 2022.

**Simulationen der Vereinigung der europäischen Gasfernleitungsnetzbetreiber (ENTSOG)**<sup>8</sup> kommen zu dem Schluss, dass ohne eine unmittelbare Reaktion des Marktes bzw. der Politik – der Vorschlag der ENTSOG sieht eine effizientere Speichernutzung, zusätzliche LNG-Mengen und eine Nachfragereduktion von etwa 15% vor – die Speicher der meisten der meisten mittelost-, nordwest- (NW) und südosteuropäischen (SEE) Länder in diesem Winter vollständig geleert würden. Viele europäische Länder wären dann nicht in der Lage, die Speicher im Sommer 2023 auf ein Niveau aufzufüllen, das notwendig sei, um die Sicherheit der Gasversorgung im Winter 2023/24 zu gewährleisten.

<sup>8</sup>Die Modellierung geht von den tatsächlichen Speicherständen am 1. Juli 2022 aus und nimmt an, dass ab diesem Tag und für den gesamten Beobachtungszeitraum (bis Ende September 2023) kein Gas mehr aus Russland nach Europa fließt.

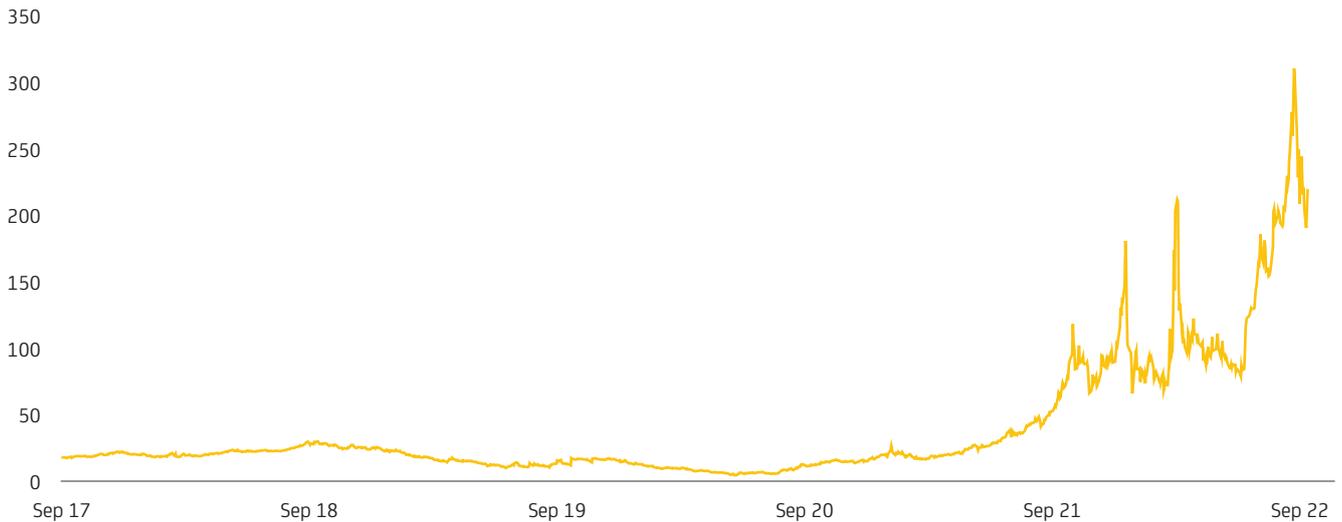
In Deutschland kommt es nach aktualisierten Berechnungen der sogenannten Gemeinschaftsprognose – einem gemeinsamen Forschungsprojekt der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute IWH, RWI, IfW und ifo – trotz einer dauerhaften Drosselung der russischen Gaslieferungen auf 20% im wahrscheinlichsten Fall vorerst nicht zu einem Gasmangel: Die deutschen Speicher weisen laut Simulation bis Ende des kommenden Jahres positive Füllstände auf.

## MARKT ERWARTET LÄNGER ANHALTENDE ENERGIEKRISE

Seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges unterliegt der Gaspreis starken Schwankungen und hat in diesem Jahr deutlich zugelegt. Nachdem es in der zweiten Juli-Woche trotz der Abschaltung von NS1 keinen signifikanten Preissprung gab, hat der erneute Stopp russischer Gaslieferungen den Großhandels-Gaspreis in Europa Ende August deutlich nach oben schießen lassen (siehe Grafik 3). Letzterer war bereits nach dem Beginn des Ukraine-Krieges Anfang März deutlich gestiegen, damals allerdings nur die kurzfristigen Terminkontrakte. In der Zwischenzeit hat sich das Bild gewandelt. Auch die langlaufenden Terminkontrakte notierten zuletzt auf Rekordniveau. Daraus können wir ableiten: Am Markt wird nun eine länger anhaltende Energiekrise erwartet. Angesichts der hohen Unsicherheit sind weitere Preissteigerungen nicht auszuschließen. Zuletzt hat nichtsdestotrotz die Hoffnung im Markt zugenommen, dass die EU-Staaten gemeinschaftlich entschlossen handeln, um die Energiekrise in den Griff zu bekommen – was auch den Gaspreis deutlich fallen ließ. Nach der Teilmobilisierung von rund 300.000 Reservisten durch Russlands Präsident Wladimir Putin und der Ankündigung der deutschen Regierung, den unter der Gaskrise leidenden Energiekonzern Uniper zu verstaatlichen, hat der Preis für europäisches Erdgas aber schon wieder angezogen.

### 3. GASPREIS ENDE AUGUST AUF REKORDHOCH

● TTF-Erdgas-Terminkontrakt (in EUR/MWh)



Bitte beachten Sie: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Beobachtungszeitraum: 13.09.2017-13.09.2022

Ein Blick auf die globalen Energiemärkte macht allerdings deutlich, dass die jüngste Preisexplosion in Europa und insbesondere in Deutschland ein regional begrenztes Phänomen ist. Der Präsident des Münchner ifo-Instituts, Clemens Fuest, rechnet etwa mittel- bis langfristig mit sinkenden Energiepreisen. Russland werde sein Gas (und Öl) in Zukunft an andere Länder verkaufen. Diese Kunden würden daher weniger Gas aus anderen Quellen kaufen, welches dann Europa zu Verfügung stehe. Auch die konjunkturellen Perspektiven und die Sorge um das globale Wirtschaftswachstum dürften als dämpfender Preisfaktor an den Energiemärkten wirken.

### BEFÜRCHTUNGEN EINER REZESSION IM EURORAUM KÖNNTEN SICH BEWAHRHEITEN

Während das langfristige politische Ziel der EU die vollständige Unabhängigkeit von fossilen Energieträgern ist, bleibt die Abhängigkeit von russischem Gas vorerst bestehen – und damit trotz mittlerweile deutlich besser gefüllter Gasspeicher weiterhin auch die Risiken für die Gasversorgung im kommenden Winter. Gleichzeitig zeigt sich, dass das Abhängigkeitsverhältnis keine Einbahnstraße ist: Auch Russland wird durch die wegfallenden Gasexporte nach Europa empfindlich getroffen, und Gazprom ist aufgrund fehlender alternativer Absatzwege weiterhin stark auf Lieferungen nach Europa angewiesen. Medienberichten zufolge fördert Gazprom daher nicht nur weniger Gas, speichert mehr ein und will den eigenen Verbrauch erhöhen, sondern **verbrennt offenbar auch überschüssiges Gas an NS1 und an den Gasfeldern rund um die Jamal-Halbinsel ab**<sup>9</sup>.

Nichtsdestotrotz haben die Risiken für eine Rezession in der EU, nicht zuletzt infolge der Energiekrise, deutlich zugenommen. Da in Frankreich derzeit zahlreiche Atomkraftwerke nicht am Netz sind und in den Alpenländern, insbesondere in Österreich und der Schweiz, wegen der über den Sommer anhaltenden Dürre weniger Strom aus Wasserkraft produziert werden konnte, haben sich diese Risiken noch erhöht. Frühindikatoren zeigen, dass sich die Befürchtungen einer Rezession im Euroraum bewahrheiten könnten (siehe auch Teil „Wirtschaft und Märkte“). In Anbetracht des bevorstehenden Winters geht es für die EU darum, alternative Energiequellen zu nutzen und sparsam mit den zur Verfügung stehenden Gasressourcen umzugehen. Denn Erdgas ist nicht nur eine wichtige Energiequelle für die europäische Wirtschaft, sondern auch ein wichtiger Rohstoff für eine Reihe von Industrien. Mit Blick auf die Märkte ist unserer Einschätzung nach erst dann mit einer nachhaltigen Verbesserung der Stimmung zu rechnen, wenn mehr Klarheit über die Aussichten für die Wirtschaft und die politischen Risiken herrscht.

<sup>9</sup>Hinweise darauf gibt unter anderem eine Karte des Europäischen Waldbrand-Informationssystems (European Forest Fire Information System – EFFIS), auf der Brände an den entsprechenden Stellen zu beobachten sind.

# Wirtschaft und Märkte

Wirtschaftlicher Ausblick trübt sich weiter ein – Fed und EZB zunehmend restriktiv

Die hawkischen Kommentare der Zentralbankvertreter in **Jackson Hole**<sup>10</sup> haben die Stimmung an den Märkten im August stark belastet. Hinzu kamen eine weitere Beschleunigung der Inflation im Euroraum auf über 9% sowie zuletzt eine sich hartnäckig über 8% haltende US-Inflationsrate. Darüber hinaus haben die Belastungsfaktoren, gerade für die europäische Wirtschaft im Zuge einer drohenden Gaskrise, weiter zugenommen (siehe auch Teil „Im Fokus“). In diesem makroökonomischen Umfeld und einer voranschreitend restriktiven Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks haben wir unsere Wachstumserwartungen für die USA und den Euroraum entsprechend revidiert. Auch für China haben wir unseren Ausblick angepasst, vor allem aufgrund der weiterhin strikten Null-Covid-Strategie der chinesischen Regierung.

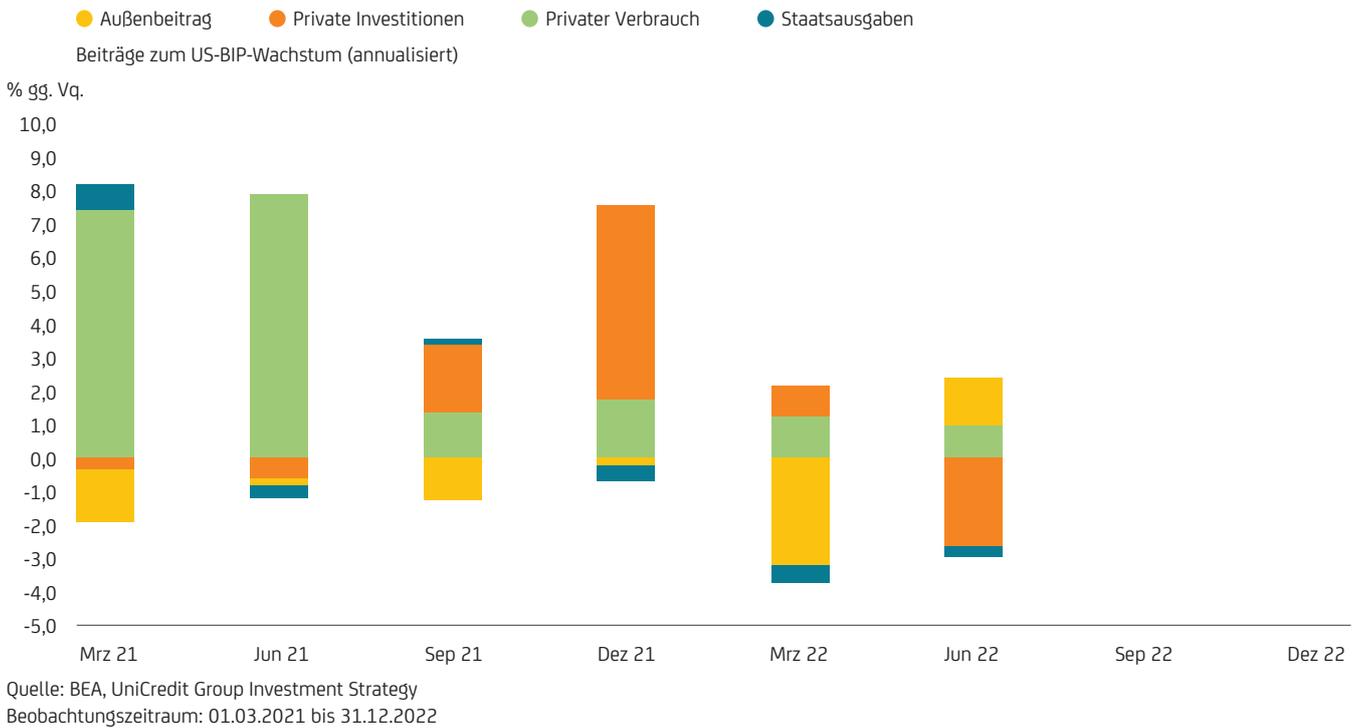
<sup>10</sup>Das Symposium in Jackson Hole gilt als weltweit wichtigste Notenbankerkonferenz des Jahres.

## US-WIRTSCHAFT: TECHNISCHE REZSSION IM ERSTEN HALBJAHR, ZWEITES HALBJAHR WOHL BESSER

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA wies im zweiten Quartal 2022, mit einem Wachstum von -0,2% gg. Vq., erneut einen Rückgang auf (erstes Quartal 2022: -0,4%). Damit befindet sich die US-Wirtschaft in einer technischen Rezession (d.h. zwei aufeinanderfolgende Quartale mit negativem Wachstum), was aber nicht der offiziellen Definition einer Rezession entspricht, die für die USA vom National Bureau of Economic Research (NBER) festgelegt wird. Dennoch macht die nachlassende Dynamik die US-Wirtschaft anfällig für weitere negative Schocks, etwa eine potenzielle Energiekrise in Europa oder verstärkte Versorgungsengepässe in der zweiten Jahreshälfte.

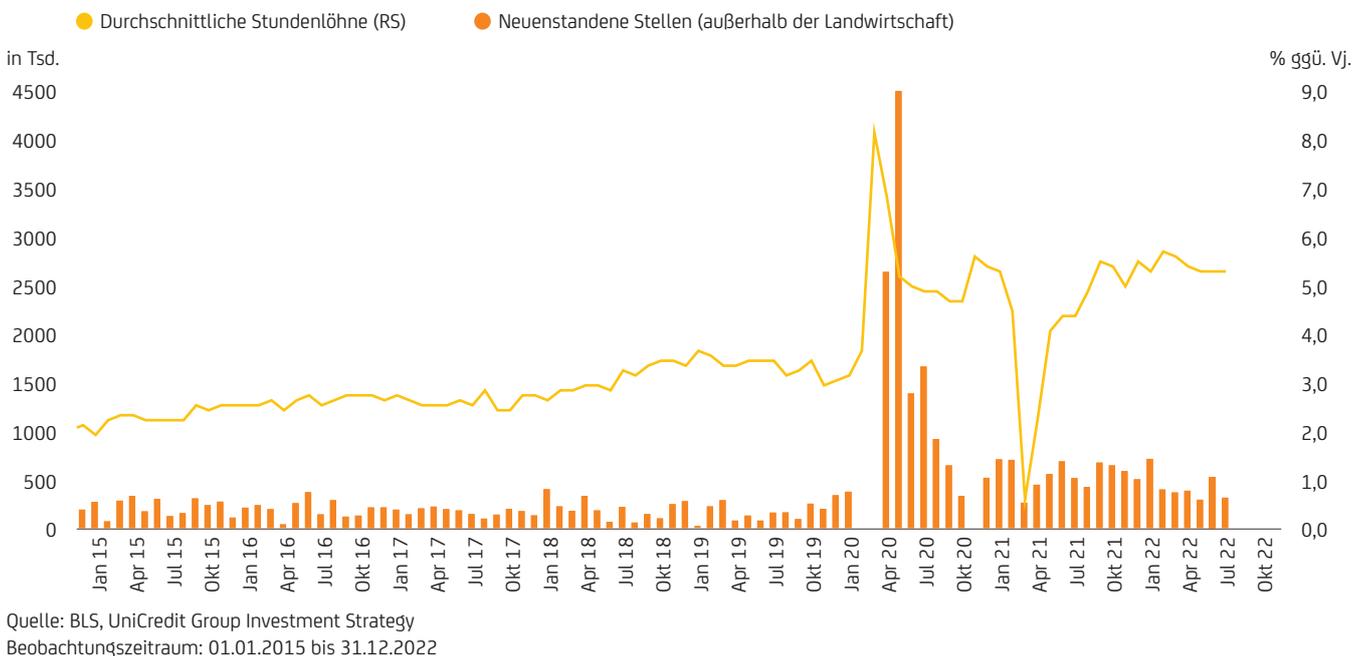
Betrachtet man die Ursachen des Wachstumsrückgangs, so wird die anhaltende Abkühlung bei den privaten Investitionen sichtbar (siehe Grafik 4). Diese ist jedoch in erster Linie auf den Abbau der Lagerbestände zurückzuführen, der vom Einzelhandel angeführt wird, vor allem von den Geschäften für allgemeine Waren und von den Kraftfahrzeughändlern. Es ist weiterhin damit zu rechnen, dass die Unternehmen ihre Lagerbestände abbauen werden, da sich die Nachfrage abkühlen dürfte. Aber auch das Wachstum des privaten Verbrauchs hat sich verlangsamt, wobei insbesondere die Ausgaben für Güter zurückgingen; die Ausgaben für Dienstleistungen haben sich hingegen erhöht. Zuletzt lieferten die Einzelhandelsumsätze im Juli jedoch ein ermutigendes Signal für den Konsum und damit für eine Erholung des BIP im dritten Quartal. Zwar stagnierten die Gesamtumsätze, dennoch sorgten sinkende Benzinpreise dafür, dass die Verbraucher Ausgaben an anderer Stelle (Dienstleistungen) tätigen konnten.

#### 4. US-WIRTSCHAFT IM ERSTEN HALBJAHR IN TECHNISCHER REZESSION



Betrachtet man den US-Arbeitsmarkt, so hat die Zahl der neugeschaffenen Arbeitsplätze im August nochmals zugelegt (siehe Grafik 5). Dies deutet darauf hin, dass immer noch eine sehr solide Nachfrage nach Arbeitskräften besteht. Der Anstieg der Beschäftigtenzahlen war über die einzelnen Branchen weit gefächert – selbst in Branchen, die besonders empfindlich auf höhere Zinssätze reagieren, wie das Baugewerbe und der Immobiliensektor. Dagegen stieg die Arbeitslosenquote leicht auf 3,7%. Der Grund dafür ist, dass mehr Menschen, die vorher nicht erwerbstätig waren, jetzt einen Arbeitsplatz suchen – und nicht, dass vorhandene Arbeitnehmer entlassen werden. Gleichzeitig legte die Erwerbsquote zu, was zuvorderst auf einen Anstieg der Arbeitnehmer im Haupterwerbsalter zurückzuführen ist. Das dürfte eine gute Nachricht für die US-Notenbank sein, da ein Anstieg des Arbeitskräfteangebots dazu beitragen sollte, das Lohnwachstum und damit die Inflation mittelfristig zu dämpfen. Bereits im August hatte das Lohnwachstum nicht weiter zugelegt. Alles in allem erweist sich der US-Arbeitsmarkt weiter als sehr robust und macht es daher unwahrscheinlich, dass eine Rezession in den USA unmittelbar bevorsteht.

#### 5. US-ARBEITSMARKT WEITER ANGESpanNT – LOHNDRUCK STEIGT ABER NICHT WEITER AN



Infolge der sich insgesamt abzeichnenden wirtschaftlichen Abschwächung gehen wir für dieses Jahr nur noch von einem **BIP-Wachstum**<sup>11</sup> von etwa 1,5% aus (zuvor 2,4%). Für 2023 erwarten wir dagegen eine Stagnation (zuvor 1,3%). Dabei dürfte die US-Wirtschaft um die Jahreswende 2022/23 an den Rand einer Rezession kommen, während sich der Arbeitsmarkt abschwächt und der US-Leitzins seinen Höchststand erreicht. Ab dem Frühjahr sollte das Wachstum dann aber wieder anziehen, da fallende Inflationsraten (Disinflation) für eine gewisse Entlastung sorgen dürften. Dennoch wird das Wachstum vermutlich mit durchschnittlich 1% (annualisiert) im zweiten Halbjahr 2023 unter Potenzial bleiben, da die Geldpolitik bis dahin wohl restriktiv ausgerichtet sein wird. Für die US-Inflation erwarten wir 8,1% für 2022 (zuvor 8,3%) und 3,6% für 2023 (zuvor 3,4%). Auch wenn die Gesamtinflation vermutlich aktuell ihren Höhepunkt erreicht haben dürfte, bestehen immer noch große Unsicherheiten über die Dauer ihres Rückgangs. Wir gehen davon aus, dass die monatlichen Inflationsraten im ersten Quartal 2023 nachhaltig auf ein Niveau zurückkehren werden, das mit dem Inflationsziel der US-Notenbank von 2% in Einklang steht. Die Kerninflation dürfte diesem Verlauf erst ein Quartal später folgen, was auf die zähe Entwicklung bei den Mietpreisen und die nachlaufende Eigenschaft des Arbeitsmarktes zurückzuführen ist.

Was die US-Geldpolitik betrifft, so hat die US-Notenbank im September ihren Leitzins um 75 Basispunkte (Bp) angehoben und signalisiert, dass sie weitere Anhebungen in Summe von 125Bp bis Ende des Jahres sowie eine weitere Anhebung um 25Bp im nächsten Jahr erwartet. Damit würde das obere Ende der Federal Funds Rate dieses Jahr 4,50% und nächstes Jahr 4,75% erreichen. Grundsätzlich teilen wir diese Erwartung, denken aber, dass der anvisierte Pfad vor dem Hintergrund einer sich weiter abschwächenden US-Wirtschaft und einem zunehmend schwächerem US-Arbeitsmarkt etwas zu restriktiv sein dürfte. Gegen Ende des Jahres 2023 gehen wir zudem davon aus, dass die US-Notenbank die Zinsen wieder senken wird, um eine weiche Landung der Wirtschaft zu ermöglichen.

## EURORAUM: INDUSTRIE-RISIKEN UND KONSUM BELASTEN AUSBLICK IM ZWEITEN HALBJAHR

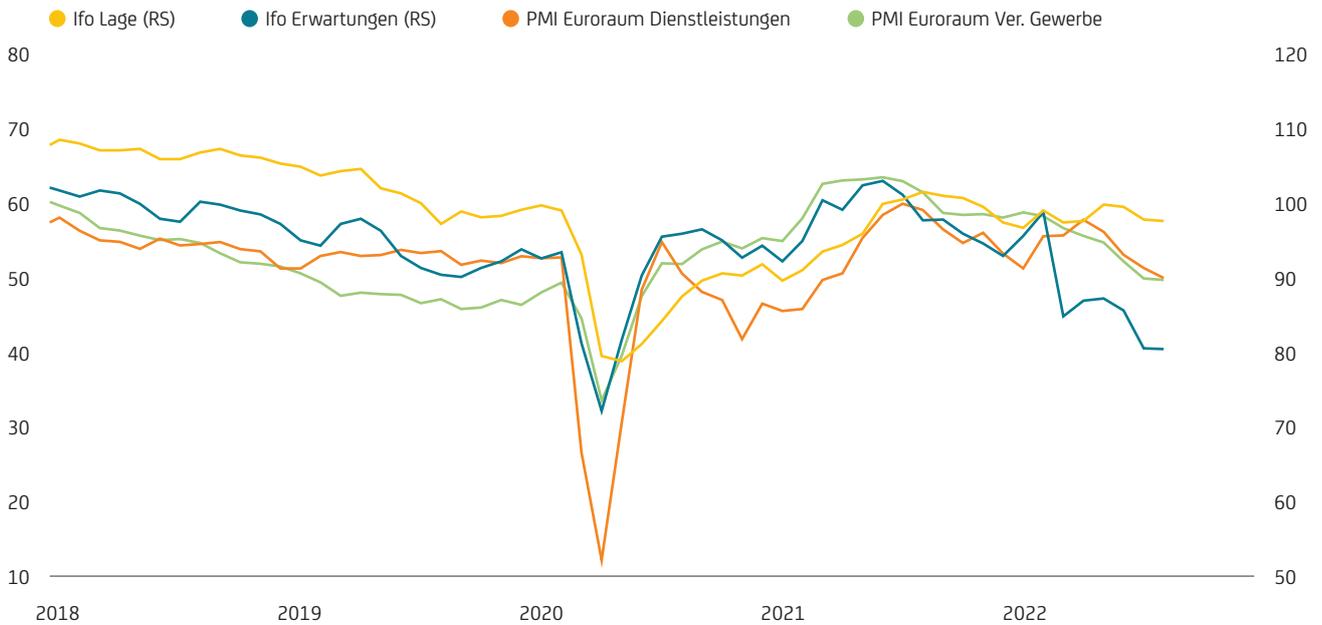
Das BIP im Euroraum ist den letzten Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 2022 mit 0,6% gewachsen und damit etwas stärker als im Vorquartal (erstes Quartal: 0,5%). Damit dürften die Wachstumswahlen aber einen vorläufigen Höhepunkt erreicht haben, da die aktuellen Belastungen für die Industrie und den privaten Verbraucher deutlich zugelegt haben und dadurch das Risiko einer (technischen) Rezession gestiegen ist.

Auf der Industrieseite belasten gleich mehrere Faktoren den Ausblick. Die hohe Inflation sorgt für steigende Herstellungskosten, drückt auf die Gewinnmargen und schwächt die Nachfrage. Zudem erhöht die drohende Gaskrise das Risiko von Energierationierungen und vorübergehenden Betriebsschließungen, auch wenn die Gasspeicher weiter aufgefüllt werden. Hier dürfte aufgrund seiner hohen Abhängigkeit von russischem Gas vor allem **Deutschland**<sup>12</sup> betroffen sein. Darüber hinaus gefährdete zuletzt das akute Niedrigwasser im Rhein die Versorgungssicherheit der deutschen Industrie, da der Fluss als wichtiger Transportweg für Rohstoffe und Vorprodukte fungiert. Diese unsichere Gemengelage zeigt sich auch in den Stimmungsindikatoren der deutschen Wirtschaft sowie der Wirtschaft im Euroraum (siehe Grafik 6). Insbesondere die Erwartungen deutscher Unternehmen verschlechterten sich im Juli/August spürbar. Die Einkaufsmanagerindizes für die Wirtschaft im Euroraum halten sich immer noch an der Schwelle zwischen Expansion und Kontraktion (Indexmarke = 50), wobei sowohl das verarbeitende Gewerbe als auch der Dienstleistungsbereich zuletzt in den Kontraktionsbereich eingetreten sind. Damit signalisieren diese Frühindikatoren, dass sich die Befürchtungen einer Rezession bewahrheiten könnten, da die wirtschaftliche Schwäche in immer mehr Sektoren durchdringt.

<sup>11</sup>Für detaillierte Ausführungen zu den Prognosen siehe UniCredit Macro & Markets Weekly (2022), „Hartnäckige Inflation, stagnierendes Wachstum, weitere Zinsanhebungen“, veröffentlicht am 2. September 2022

<sup>12</sup>Für Deutschland belaufen sich die Gasspeicher-Ziele für den 1. Oktober auf 85% und für den 1. November auf 95%. Aktuell sind die Gasspeicher zu rund 90% gefüllt und übertreffen damit bereits jetzt den Zielwert für Oktober.

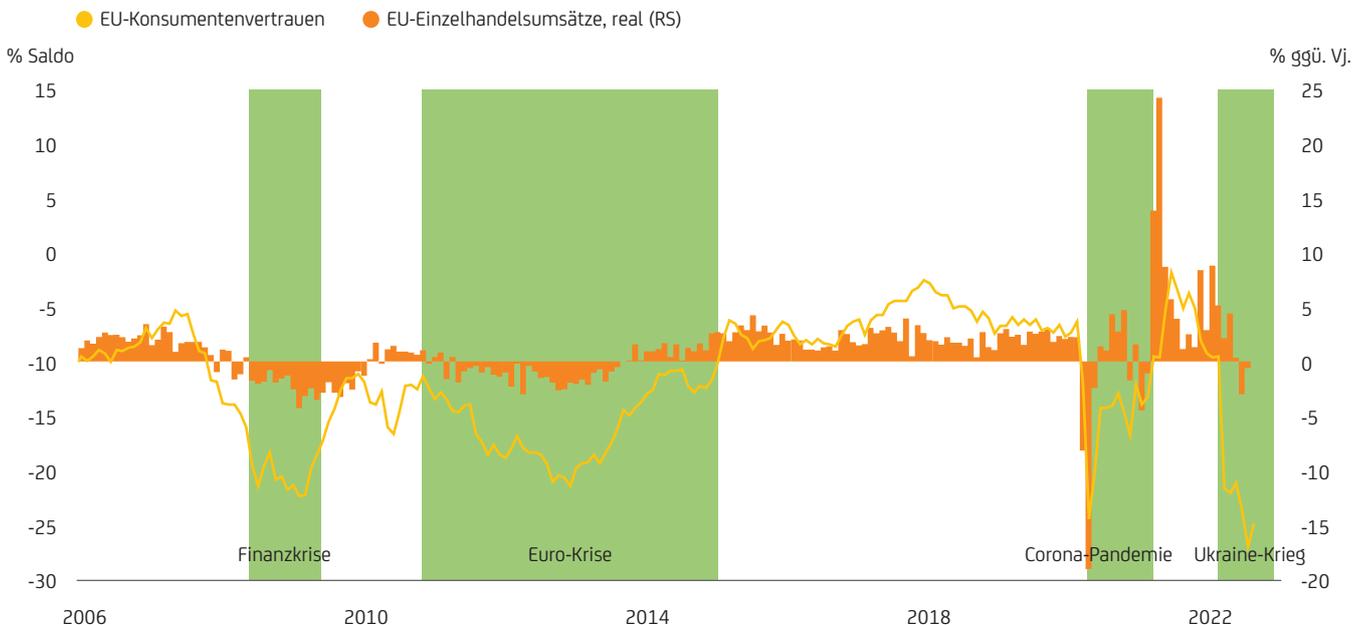
## 6. INDUSTRIE-RISIKEN BELASTEN STIMMUNG DER UNTERNEHMEN IM EURORAUM



Quelle: IHS Markit, Ifo Institut, UniCredit Group Investment Strategy  
Beobachtungszeitraum: 01.01.2019-31.12.2022

Aber nicht nur die Unternehmen leiden unter den Belastungsfaktoren, auch die privaten Haushalte sind betroffen. Hier ist es vor allem die hohe Inflation, die die Lebenshaltungskosten erhöht und damit das verfügbare Einkommen der Haushalte schmälert. Diese Faktoren werden im zweiten Halbjahr 2022 vermutlich deutliche Spuren im privaten Konsum hinterlassen. Erste Anzeichen einer nachlassenden Dynamik des privaten Verbrauchs lassen sich bereits erkennen. So ist das von der EU-Kommission erhobene Konsumentenvertrauen im Euroraum im Juli/August auf den niedrigsten Stand seit seiner Aufzeichnung gefallen (siehe Grafik 7). Gleichzeitig sind die realen Einzelhandelsumsätze zuletzt deutlich zurückgegangen und beschleunigen damit die schon seit einigen Monaten rückläufige Tendenz bei den privaten Konsumausgaben.

## 7. KONSUM LÄSST WEITER NACH



Quelle: Eurostat, EU-Kommission, UniCredit Group Investment Strategy  
Beobachtungszeitraum: 01.01.2006-31.12.2022

Für das laufende Gesamtjahr gehen wir weiterhin von einem **BIP-Wachstum**<sup>13</sup> im Euroraum von knapp unter 3% aus, insbesondere wegen des unerwartet starken ersten Halbjahrs. Allerdings erwarten wir nun einen erheblich schwächeren Wachstumspfad in der zweiten Jahreshälfte sowie für das Gesamtjahr 2023. Dabei rechnen wir mit einer leichten technischen Rezession zum Jahreswechsel (mit einem annualisierten Rückgang des BIPs um etwa 1%), gefolgt von einer langsamen

<sup>13</sup>Für detaillierte Ausführungen zu den Prognosen siehe UniCredit Macro & Markets Weekly (2022), „Hartnäckige Inflation, stagnierendes Wachstum, weitere Zinsanhebungen“, veröffentlicht am 2. September 2022

Erholung. Das Wachstum im Euroraum dürfte 2023 mit 0,2% nur noch geringfügig wachsen (vorher 1,3%). Haupttreiber des Abschwungs dürften die zunehmend sinkenden Realeinkommen der privaten Haushalte aufgrund der hohen Verbraucherpreise (sinkender Konsum) und die nachlassenden Unternehmensgewinne (gestiegene Energiepreise) sein. Unterstützende Faktoren dürften jedoch von einem noch immer großen Bestand an überschüssigen Ersparnissen der privaten Haushalte (etwa 1 Bio. Euro oder 8% des BIP) sowie einem relativ robusten Arbeitsmarkt kommen. Angesichts des herrschenden Arbeitskräftemangels ist davon auszugehen, dass Unternehmen eher daran interessiert sein dürften, Arbeitsplätze zu sichern als abzubauen.

Die Inflation im Euroraum wird vermutlich in diesem Jahr auf fast 8,5% und im nächsten Jahr auf 5,5% steigen. Dies ist in erster Linie auf den jüngsten Anstieg der Gaspreise zurückzuführen, der auf europäischer Ebene nur teilweise durch die diskutierte Preisobergrenze für russisches Gas abgemildert werden dürfte. Trotz unserer Annahme zusätzlicher Entlastungsmaßnahmen der Regierungen und eines niedrigeren Ölpreises wird die Inflation im September in Richtung 10% ansteigen und sich bis zum Jahresende in etwa auf diesem Niveau bewegen. Wir rechnen immer noch mit einer Verlangsamung im Laufe des Jahres 2023, aber wir prognostizieren nun, dass die Gesamtinflation Ende nächsten Jahres bei etwa 2,5% liegen wird, und damit einen ganzen Prozentpunkt höher als bisher angenommen. Für die Kerninflation sehen wir einen Höchststand von etwa 5% im vierten Quartal 2022, gefolgt von einer Verlangsamung auf etwa 2,5% Ende nächsten Jahres.

Die Rhetorik der EZB ist zunehmend hawkisch geworden, da sich die Inflation als höher und hartnäckiger als bislang erwartet erwiesen hat. In Anbetracht unserer revidierten Inflationsprognosen gehen wir nun davon aus, dass der Einlagensatz seinen Höchststand bei 2% erreichen wird (vorher 1,25%), wahrscheinlich noch im ersten Quartal 2023. Wir erwarten drei weitere Zinsschritte von jeweils 50Bp bis zum Jahresende, wobei das Risiko einer größeren Anhebung um 75Bp auf der nächsten Sitzung im Oktober hoch ist. Sobald die Inflation ihren Höhenpunkt und der Einlagensatz die Mitte der von der EZB als neutral angesehenen Spanne von 1-2% erreicht hat, würde sich dann das Tempo der Zinsanhebungen auf 25Bp pro Sitzung im ersten Quartal des nächsten Jahres verlangsamen. Die Diskussion über eine quantitative Straffung (d.h. ein Abschmelzen der EZB-Zentralbankbilanz) dürfte noch vor Jahresende beginnen, obwohl sich deren Umsetzung vermutlich verzögern wird.

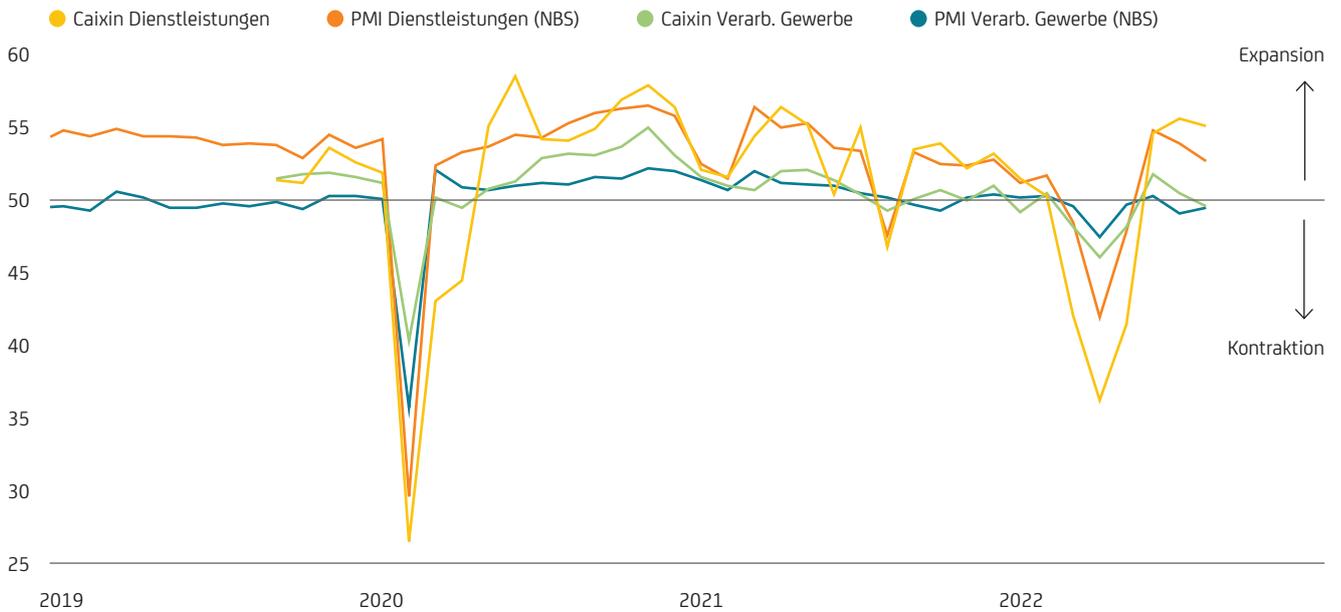
## **CHINA: AUFSCWUNG SOLLTE ANHALTEN – BLEIBT ABER FRAGIL**

Die Lockerung der Corona-Beschränkungen und staatliche Stützungsmaßnahmen sorgten für eine anhaltende Wachstumserholung im Juni. Dennoch deuteten die zuletzt veröffentlichten BIP-Daten für das zweite Quartal 2022, mit einem Quartalswachstum von lediglich 0,4% im Jahresvergleich (erwartet waren 1,2%), auf eine deutlich schwächere Erholung hin. Gegenüber dem Vorquartal ging die Wirtschaftsleistung sogar um 2,6% zurück. Dies deutet darauf hin, dass die Corona-Beschränkungen in den Monaten April und Mai das chinesische Wachstum stärker belasteten als zunächst angenommen.

Dagegen zeigen die zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten (Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze) eine Erholung in den Monaten Juni bis August, was durchaus auf staatliche Unterstützungsmaßnahmen seitens der chinesischen Regierung zurückzuführen ist. So wuchs die Industrieproduktion im August um 4,2% gegenüber Vorjahr (trotz Hitzewelle und regionalen Stromengpässen), während die Einzelhandelsumsätze im Jahresvergleich um 5,4% zulegten. Letztere profitierten insbesondere von der staatlichen Subventionierung von E-Autos.

Alles in allem steht der Aufschwung in China jedoch nicht auf festen Füßen. Vor allem die lokalen Maßnahmen zur Eindämmung vereinzelter Virusausbrüche und die Energieknappheit aufgrund der derzeitigen schweren Dürre untergraben das Vertrauen in die wirtschaftliche Erholung. Dies spiegelte sich zuletzt auch in den Stimmungskennindikatoren der chinesischen Unternehmen wider. Sowohl der von IHS Markit (Caixin) als auch der vom nationalen Statistikamt (NBS) veröffentlichte Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe waren im August weiter schwach und befinden sich demnach im Kontraktionsbereich (siehe Grafik 8).

## 8. AUSSICHT AUF ERNEUTE CORONA-BESCHRÄNKUNGEN BELASTET UNTERNEHMENSSTIMMUNG



Quelle: IHS Markit, National Bureau of Statistics of China (NBS), UniCredit Group Investment Strategy  
Beobachtungszeitraum: 01.01.2019-31.12.2022

Trotz der belastenden Faktoren gehen wir weiter davon aus, dass sich die wirtschaftliche Erholung in China fortsetzt. Dennoch dürfte die Dynamik weniger ausgeprägt sein als im ersten Quartal des Jahres. Aufgrund des schwächeren zweiten Quartals und des Risikos erneuter Corona-Beschränkungen im Laufe des zweiten Halbjahrs gehen wir nun nur noch von einem BIP-Wachstum für das Gesamtjahr 2022 von rund 3% aus (zuvor 4,0%). Unterstützende Faktoren für die wirtschaftliche Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte dürften von staatlicher Seite, in Form einer lockeren Steuer- und Kreditpolitik, kommen. Zuletzt hatte die chinesische Notenbank die Zinssätze für mittelfristige Kredite und **Reverse Repos**<sup>14</sup> (zum zweiten Mal in diesem Jahr) um 10Bp gesenkt, um das Wirtschaftswachstum weiter anzukurbeln. So senkte die People's Bank of China (PBoC) Mitte August den Zinssatz für einjährige Refinanzierungsgeschäfte mit Finanzinstituten auf 2,75% von 2,85%. Außerdem wurden dem Markt über siebentägige Reverse Repos zusätzliche Liquidität zu einem Zinssatz von 2,00% statt 2,10% zur Verfügung gestellt. Diese Geldmarktfazilitäten für Finanzinstitute wurden im Jahr 2014 eingeführt, um Geschäftsbanken bei der Aufrechterhaltung ihrer Liquidität zu unterstützen, indem sie sich bei der Zentralbank mit Wertpapieren als Sicherheiten versorgen können. Für 2023 gehen wir von einer besseren wirtschaftlichen Entwicklung in China mit einem Wachstum von um die 4% aus, wengleich bestehende Belastungsfaktoren, wie Corona-Lockdowns und der anhaltende Entschuldungsdruck in Chinas Immobiliensektor, unseren Ausblick mit einer gewissen Unsicherheit versehen.

<sup>14</sup>Bei Reverse Repos handelt es sich um ein Verfahren, bei dem die Zentralbank Wertpapiere von Geschäftsbanken im Rahmen eines Bieterverfahrens kauft, mit der Vereinbarung, diese in der Zukunft wieder zu verkaufen.

# Unsere Anlagestrategie

Rezessionsrisiken nehmen zu

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

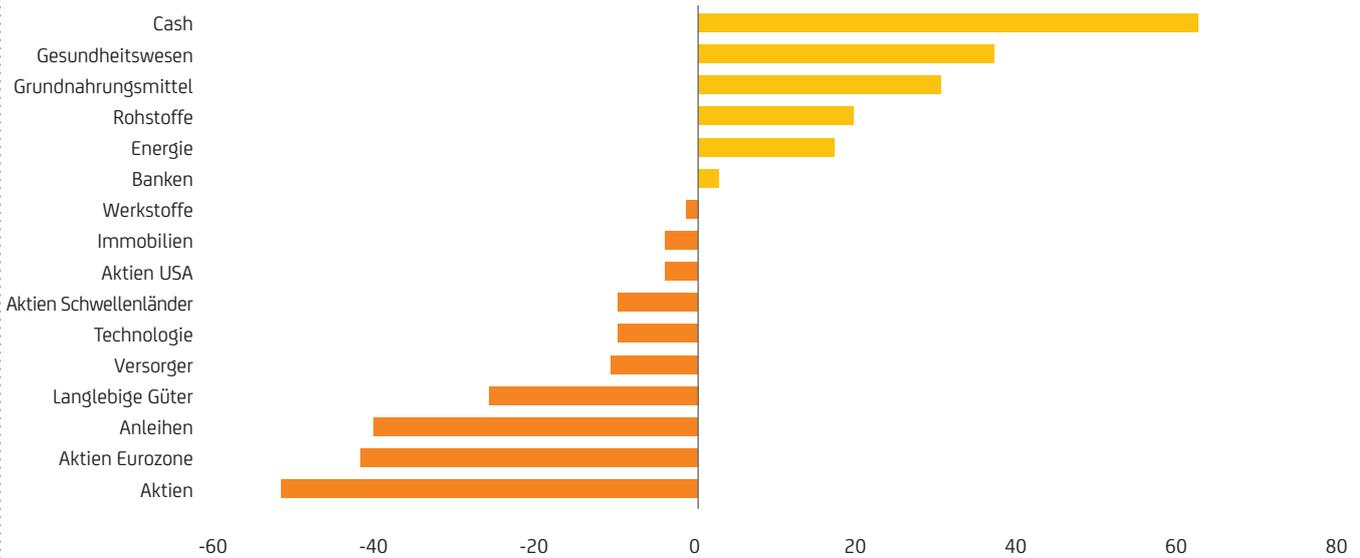
<sup>2</sup>mit Top-Rating

Im August wurde die anfängliche Erholung der Aktienkurse, die auf einer besser als erwarteten Gewinnsaison für das zweite Quartal und Hoffnungen auf einen dovischen Schwenk in der Geldpolitik der Fed gründete, unterbrochen und wieder rückgängig gemacht. Ursächlich dafür war die erneute Bekräftigung von Fed-Präsident Jerome Powell auf dem Symposium in Jackson Hole, dass die US-Notenbank die Zinsen anheben wird, auch wenn dies für Haushalte und Unternehmen schmerzhaft sei. Powell wies darauf hin, dass die Geldpolitik noch einige Zeit restriktiv bleiben müsse und historische Daten stark vor einer verfrühten Lockerung der Geldpolitik warnten.

In der ersten Septemberhälfte hob sogar die EZB mit einer überraschenden, einstimmigen Entscheidung ihre Leitzinsen um 75Bp an und scheint nun trotz steigender Rezessionsgefahren auf eine deutlich restriktive Geldpolitik eingeschwenkt zu sein. Der Optimismus der Anleger wurde durch positive Nachrichten über den Ukraine-Krieg und durch die Hoffnung auf eine Verlangsamung der US-Inflation genährt. Die Hoffnungen auf einen Rückgang der US-Inflation wurden im August aber letztlich auf breiter Front enttäuscht. Interessant ist auch, dass die Untergewichtung der Anleger bei risikoreichen Anlagen die Erholung der Aktienmärkte im Sommer recht gut erklärt (siehe Grafik 9).

## 9. BOFA SURVEY: ANLEGER SIND IN AKTIEN ABSOLUT UNTERGEWICHTET, IN CASH ÜBERGEWICHTET

ABSOLUTES NETTO-ÜBERGEWICHT IN PROZENT (SEPTEMBER 2022)



Quelle: Bank of America Global Fund Managers Survey, UniCredit Group Investment Strategy

In einem solchen Wettbewerbsumfeld mit großer Unsicherheit (geringeres globales Wachstum mit steigenden Rezessionsrisiken, hartnäckige und hohe Inflation, hawkische Zentralbanken) halten wir an unserer defensiven Anlagestrategie fest. In Bezug auf die regionale Aktienallokation bleiben wir gegenüber allen wichtigen Regionen neutral. Europa ist derzeit der Schwachpunkt, da es mit einer Eskalation der Energiekrise und steigenden Rezessionsrisiken stärker konfrontiert ist als die USA. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass die EZB mit ihrer restriktiven Geldpolitik über ihr Ziel hinausschießt, die Inflation bekämpfen zu wollen, da die Inflationsdynamik in der Eurozone hauptsächlich angebots- und energiepreisgetrieben ist, während sie in den USA zudem auch nachfragegetrieben ist.

## 10. EUROPA AM STÄRKSTEN VON DER ENERGIERECHNUNG BETROFFEN

Anstieg der europäischen Gas-/Stromrechnungen gegenüber 2021 (Strom bei 75 Euro pro MWh, Gas bei 27 Euro pro MWh) in Mrd. Euro

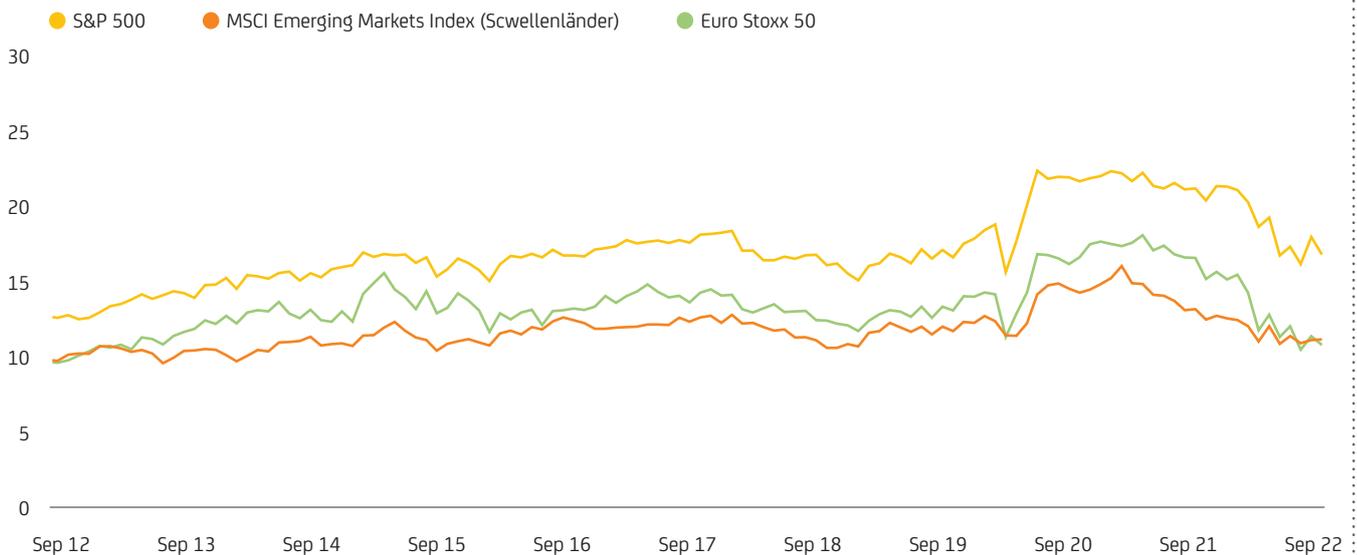
	Strom	Gas	Energie
Gas €100/MWh, Strom €250/MWh	578	301	<b>879</b>
Gas €150/MWh, Strom €350/MWh	908	507	<b>1.415</b>
Gas €200/MWh, Strom €450/MWh	1.238	714	<b>1.951</b>
Gas €250/MWh, Strom €550/MWh	1.568	920	<b>2.487</b>
Gas €300/MWh, Strom €650/MWh	1.898	1.126	<b>3.024</b>
Gas €350/MWh, Strom €750/MWh	2.228	1.332	<b>3.560</b>
Gas €400/MWh, Strom €850/MWh	2.558	1.539	<b>4.096</b>

Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, UniCredit Group Investment Strategy

Positiv bleibt zu erwähnen, dass wir mehr fiskalische Maßnahmen erwarten, um Haushalte und Unternehmen vor steigenden Energiepreisen zu schützen und Investitionen in Energie und Verteidigung zu finanzieren. Kürzlich forderte der Internationale Währungsfonds den Aufbau von EU-Finanzkapazitäten auf der Grundlage der jüngsten Erfahrungen mit **NextGenerationEU (NGEU)**<sup>15</sup>, um die makroökonomische Stabilisierung der Eurozone zu verbessern. Auch dürfte der schwächere Euro gegenüber dem US-Dollar, die niedrigen Bewertungen europäischer Aktien (das 12-Monats-Forward-KGV für den Euro Stoxx50 liegt bei 11 und damit deutlich unter dem historischen 10-Jahres-Durchschnitt) sowie die Unterpositionierung der Anleger bei europäischen Titeln die Baisse teilweise ausgleichen. Daher bleiben wir bei Aktien aus der Eurozone neutral, sind uns aber bewusst, dass dies kurzfristig das anfälligste Segment sein könnte.

<sup>15</sup>Die schweren wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie veranlassten die EU zum Handeln. „NextGenerationEU“ (NGEU) ist ein befristetes Programm im Umfang von 750 Milliarden Euro. Die finanziellen Mittel sollen die EU-Mitgliedsstaaten bei ihren Maßnahmen für einen nachhaltigen Aufschwung unterstützen.

## 11. 12-MONATS-FORWARD-KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS (KGV)



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 Research, UniCredit Group Investment Strategy

Beobachtungszeitraum: 09.09.2012-09.09.2022

Wir bewerten auch US-Aktien als neutral: Sie tendieren zu einer Outperformance, wenn sich das globale Wachstum verlangsamt. Der gesunde US-Arbeitsmarkt deutet an, dass die USA später in eine Rezession eintreten könnten als die Eurozone. Die höhere Bewertung (das 12-Monats-Forward-KGV für den S&P 500 liegt bei 17,5) wird daher durch die relativ besseren Wachstumsaussichten und die Widerstandsfähigkeit der Erträge gestützt. Dagegen birgt die Aussicht auf eine harte Straffung der US-Geldpolitik mittelfristig hohe Risiken für die Verbraucher und das Ertragswachstum der Unternehmen.

Die globale wirtschaftliche Verlangsamung, die geldpolitische Straffung der Fed und die Stärke des US-Dollar belasten Schwellenländer-Aktien. Außerdem ist ihre **ESG-Bewertung**<sup>16</sup> weniger attraktiv als die der USA und Europas. Die attraktive Bewertung der Schwellenländer (das 12-Monats-Forward-KGV für den MSCI Schwellenländer (EM) liegt bei 11) wird wahrscheinlich erst dann voll zur Geltung kommen, wenn die Fed weniger restriktiv wird und die Weltwirtschaft wieder anzieht. Der Zinserhöhungszyklus der Schwellenländer ist zudem weiter fortgeschritten als in den entwickelten Märkten. Wenn die Fed also einen dovischen Schwenk ankündigt, dürften Schwellenländer in der Lage sein etwas aufzuholen.

In China hat sich die Konjunktur deutlich verlangsamt, wird aber durch die Öffnungen nach den strengen Corona-Lockdowns sowie die geld- und fiskalpolitischen Lockerungen gestützt. Die Null-Covid-Politik, die Anstrengungen zur Abkühlung der Immobilienblase und die geopolitischen Spannungen (Taiwan) stellen jedoch große Unsicherheiten für die Anleger in dieser Region dar. Auch die Befürchtungen, dass Präsident Xi Jinping auf dem nächsten Kongress der Kommunistischen Partei im Oktober eine strukturelle Verschiebung hin zu einer zentralen Planung ankündigen könnte, nehmen zu und zwingen einige institutionelle Anleger, ihre Wetten auf chinesische Aktien zu reduzieren. Auf der anderen Seite hoffen einige Beobachter, dass auf dem Kongress eine gewisse Lockerung der Null-Covid-Strategie angekündigt wird.

Bei der Allokation nach Sektoren und Anlagestilen halten wir an einer defensiven und qualitätsorientierten Ausrichtung fest und konzentrieren uns auf die Branchen Pharma, Basiskonsumgüter und Energie sowie auf Unternehmen mit einer höheren Preissetzungsmacht und einer hohen Cashflow-Generierung bzw. einer hohen Dividendenrendite.

Da Fed und EZB im Sommer ihre hawkische Haltung bekräftigt haben, halten wir auch an der Untergewichtung globaler Anleihen fest, wobei wir Unternehmensanleihen und selektiv Anleihen aus Schwellenländern bevorzugen.

Die Untergewichtung von Staatsanleihen bauen wir jedoch allmählich weiter ab und erhöhen ihre Duration, da wir mittel- bis langfristige Anlagechancen in US-amerikanischen und europäischen Staatsanleihen sehen. In den nächsten Monaten dürfte die Inflation zwar hartnäckig bleiben, aber zumindest in den USA aufgrund sinkender Rohstoffpreise und des Wegfalls einiger Angebotsbeschränkungen zurückgehen, während die Risiken einer Rezession, insbesondere in der Eurozone, erheblich sind und zunehmen.

<sup>16</sup>ESG steht für Environmental, Social, Governance (deutsch: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) wird als weiter Begriff für CSR (Corporate Social Responsibility) verwendet. Hierbei handelt es sich um die Evaluierung der unternehmerischen Sozialverantwortung.

Die Spread-Ausweitung bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen scheint eine wirtschaftliche Abkühlung einzupreisen, aber nicht das Rezessionsszenario (siehe Tabelle 12). Außerdem sind hochverzinsliche Unternehmensanleihen anfällig für einen Wettbewerb um weniger Liquidität.

## 12. KREDITSPANNEN VON HOCHVERZINSLICHEN ANLEIHEN (HIGH-YIELD-SPREADS) NOCH WEIT VON REZESSIONSNIVEAU ENTFERNT

High-yield Spreads während der Hochphase einer Rezession

Datum USA	Höchststand USA (in %)	Datum Europa	Höchststand Euro (in %)
25.01.1991	10,5	02.10.2001	16,2
17.12.2008	19,8	18.12.2008	23,4
23.03.2020	10,6	23.03.2020	8,3
<b>Durchschnitt</b>	<b>12,8</b>		<b>16,0</b>
<b>zuletzt</b>	<b>5,2</b>		<b>5,3</b>

Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Entwicklung. Die Indizes womöglich können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren.

Quelle: Refinitiv, Credit Suisse Research, UniCredit Group Investment Strategy

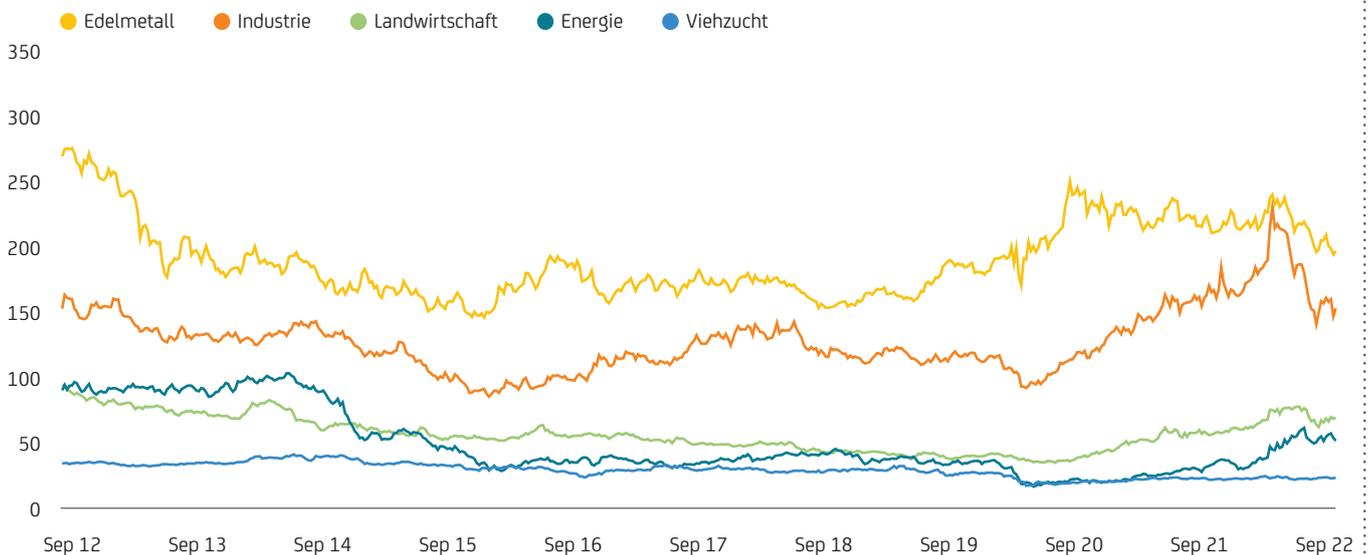
Bei Schwellenländer-Anleihen bleiben wir angesichts der Straffung der Geldpolitik der US-Notenbank und der Verknappung der globalen Liquidität selektiv und bevorzugen qualitativ hochwertige **Carry-Trades**<sup>17</sup>, sowohl bei Anleihen in **Hart-** als auch in **Lokalwährungen**<sup>18</sup>.

Bargeld und Gold bieten weiterhin Möglichkeiten zur Portfolioabsicherung. Die Ölpreise sind im Sommer gesunken, infolge von Rezessionsängsten und Hoffnungen auf das Atomabkommen mit dem Iran, das ein um 1,5 Millionen Barrel pro Tag höheres Ölangebot bedeuten dürfte.

<sup>17</sup>Carry Trades sind Geschäfte, bei denen der Händler Preisunterschiede ausnutzen möchte. Ein Akteur leiht sich beispielsweise Geld in einem Land mit niedrigen Zinsen und legt dieses Geld in einem Land mit hohen Zinsen an. Die Zinsdifferenz spiegelt seinen Gewinn wieder.

<sup>18</sup>Währungen mit stabilen Wechselkursen und Währungen, die weiter aufgewertet werden könnten, werden als harte Währungen bezeichnet.

## 13. ROHSTOFFPREISENTWICKLUNG (IN USD)



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 Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research, UniCredit Group Investment Strategy

Beobachtungszeitraum: 09.09.2012-09.09.2022

Was Währungen betrifft, so scheint der US-Dollar nach dem hawkischen Schwenk der EZB eher seitwärts zum Euro zu tendieren. Trotz seiner fundamentalen Überbewertung könnten nur ein Rückgang der Inflation in den USA und die Andeutung eines geldpolitischen Schwenks der Fed den Aufwertungsstrend des US-Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen umkehren.

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## **AKTIEN**

### **AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL**

Geringeres globales Wachstum und potenziell negative Gewinnrevisionen. Mittel- bis langfristige Anlagemöglichkeiten aufgrund der günstigeren Bewertung.

### **AKTIEN EUROPA: NEUTRAL**

Europäische Aktien sind dem steigenden Risiko einer sich abschwächenden wirtschaftlichen Entwicklung bei gleichzeitig höheren Inflationsraten sowie einer restriktiveren Geldpolitik durch die EZB ausgesetzt. Längerfristig dürfte die Eurozone aber von höheren Investitionen in der Energie- und Verteidigungsindustrie profitieren.

### **US-AKTIEN: NEUTRAL**

Ein insgesamt starker Arbeitsmarkt und resiliente Unternehmensgewinne stützen, die aggressivere, hawkischere Gangart der Fed belastet. Wir bevorzugen defensive Sektoren, da sie besser abschneiden, wenn sich das globale Wachstum verlangsamt.

### **SCHWELLENLÄNDER-AKTIEN: NEUTRAL**

Wir stufen Schwellenländeraktien aufgrund eines geringeren globalen Wachstums und sinkender Liquidität infolge der restriktiven US-Geldpolitik und des stärkeren US-Dollars als neutral ein. Bei den Schwellenländern wird eine selektive Auswahl der Länder und Sektoren dringend empfohlen.

### **ASIEN-PAZIFIK-AKTIEN (ENTWICKELTE MÄRKTE): NEUTRAL**

Japanischen Aktien werden durch die schwächere wirtschaftliche Entwicklung belastet; der Export wird durch einen schwächeren Yen gestützt.

## **RENTEN**

### **RENTEN GLOBAL: UNTERGEWICHTEN**

Festverzinsliche Wertpapiere sind anfällig für hohe Inflation und steigende Zinssätze.

### **EURO INVESTMENT GRADE-UNTERNEHMENSANLEIHEN: ÜBERGEWICHTEN**

Wir verstärken unsere selektive und defensive Ausrichtung.

### **HOCHVERZINSLICHE UNTERNEHMENSANLEIHEN: NEUTRAL**

Interessante Renditedifferenziale („Carry Plays“) stützen, aber anfällig für Szenarien einer „harten“ wirtschaftlichen Landung und geringerer Liquidität. Wir verstärken unsere selektive und defensive Ausrichtung.

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

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

### **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 lassen aber eine defensive und selektive Haltung sinnvoll erscheinen.

### **GELDMARKT/LIQUIDITÄT: ÜBERGEWICHTEN**

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

### **ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL**

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

### **ROHSTOFFE: ÜBERGEWICHTEN**

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 im derzeitigen Risk-off-Umfeld und eine restriktivere Fed stützen den US-Dollar. Nur ein Rückgang der Inflation in den USA und die Andeutung eines Schwenks der Fed könnten den Trend umkehren.

# Im Dialog

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

## Italien

### WIRD ES KURZFRISTIG EINE OBERGRENZE FÜR DEN GASPREIS IN DER EU GEBEN?

Wie bereits im Teil "Im Fokus" beschrieben, wurden innerhalb der EU verschiedene Initiativen ergriffen, um den Schaden für die Wirtschaft zu begrenzen, der durch die derzeitige Energiekrise verursacht wird. Es gibt jedoch vor allem eine Initiative, über die viel gesprochen wird, über die allerdings bislang keine Einigung erzielt wurde. Es geht um das Thema der Gaspreisobergrenze. Wir glauben, dass die Implementierung einer solchen auf kurze Sicht sehr unwahrscheinlich ist. Die möglichen Formen der Umsetzung sind ebenso zahlreich, wie deren Wirksamkeit unterschiedlich ist.

Eine erste Möglichkeit stellt die Festlegung eines Höchstpreises für Gas dar, das für die Erzeugung von Energie durch thermoelektrische Kraftwerke verwendet wird. Der Strompreis wird im Allgemeinen durch die Produktionskosten der Kraftwerke bestimmt, eben weil diese die höchsten Kosten haben. Andere, nicht vom Gas abhängige Erzeugungsformen (z.B. erneuerbare Energien und Kernenergie) haben niedrigere Produktionskosten – und profitieren daher in solchen Phasen von größeren Margen. Erzeuger, die nicht vom Gas abhängig sind, könnten Gaskraftwerke „subventionieren“, aber im Allgemeinen ist der Anteil des Stroms, der aus Gas gewonnen wird, beträchtlich (in Italien liegt er beispielsweise bei 45%). Daher ist eine solche Intervention im Grunde nur möglich, wenn sie mit höheren öffentlichen Ausgaben verbunden ist, um den Abstand zwischen dem Marktpreis und dem Höchstpreis auszugleichen. Höhere öffentliche Ausgaben könnten sich in der Tat in höheren zukünftigen Steuern für Steuerzahler und Unternehmen niederschlagen, wodurch die kurzfristigen Vorteile zunichte gemacht würden. Diese Maßnahme wird jedoch bereits in einigen europäischen Ländern, wie z.B. in Spanien, angewandt.

Eine zweite Möglichkeit ist die Verankerung eines Höchstpreises für Gas, das über die Pipelines aus Russland eingeführt wird. Dies ist im Grunde eine Sanktionsmaßnahme, die Einstimmigkeit in der EU erfordern würde – eine Einstimmigkeit, die bis heute nicht erreicht wurde, insbesondere aufgrund des Widerstands der osteuropäischen Länder. Selbst unter der Annahme, dass Einstimmigkeit erzielt werden kann, wissen wir aus den jüngsten Ereignissen, dass die russische Reaktion eine totale Blockade der Exporte sein würde. Dies würde möglicherweise zu sofortigen Rationierungsmaßnahmen führen, die noch stärker ausfallen würden als die bisher angenommenen. Die Auswirkungen auf die Preise anderer Pipelines oder Flüssiggaslieferanten wären beträchtlich und würden wahrscheinlich die Verringerung des Volumens mehr als ausgleichen, so dass die Nettoauswirkungen für Verbraucher und Unternehmen negativ wären. Es stimmt zwar, dass auch Russland aufgrund der fehlenden Einnahmen unter erheblichen Auswirkungen zu leiden hätte, aber es würde auf ein „Wettrüsten“ hinauslaufen, das auf beiden Seiten enormen Schaden anrichten würde.

Eine dritte Möglichkeit ist die Festsetzung eines Höchstpreises für jede Art von Transaktion auf den nationalen Märkten. Ein erstes Problem ergibt sich dabei daraus, dass der Wettbewerb zwischen den europäischen Ländern bei fehlender Koordinierung zu wirtschaftlichen Verzerrungen und unkontrollierbaren politischen Spannungen führen würde. Um diese Probleme zu überwinden, sollte ein einziger Höchstpreis für die gesamte EU festgelegt werden. Aber auch in diesem Szenario müssen die Rationierung und die Verwaltung der Lagerbestände zentralisiert und koordiniert werden, und vor allem müssen Ausnahmen gemacht werden. So wird zum Beispiel erwartet, dass andere Produzenten als Russland und Flüssiggasexporteure in irgendeiner Form an die Marktpreise gekoppelt bleiben.

Alessandro Caviglia



CIO Italy, UniCredit SpA (Italy)

Wie sich zeigt, ist das Thema äußerst komplex, und es ist kein Zufall, dass noch keine endgültigen Vereinbarungen getroffen wurden bzw. die Diskussionen noch nicht abgeschlossen ist. Es lassen sich jedoch einige gemeinsame Elemente zwischen den verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten erkennen.

Zunächst einmal ist die Rationierung der Nachfrage ein Element, das in jedem Szenario in Betracht gezogen werden muss, da kurzfristige Lösungen nicht möglich sind. Der Bau neuer Gaspipelines und die Verflüssigung/Re-Gasifizierung von Flüssigerdgas sind Projekte, die mehrere Jahre dauern werden. Darüber hinaus sind Interventionen der öffentlichen Hand notwendig, weil höhere staatliche Ausgaben zum einen die schwächsten sozialen Schichten und die Industrien mit dem höchsten Energieverbrauch entlasten. Dagegen profitieren einige Erzeuger von erheblichen Gewinnspannen und müssen zur Stabilität des Wirtschaftsgefüges insgesamt beitragen. Schließlich wird die Festlegung einer europäischen Initiative dem Konstrukt insgesamt mehr Stabilität und externe Verhandlungsstärke verleihen und die Finanzierungskosten in der EU senken. Die politische und programmatische Initiative dazu existiert bereits: RePower EU, mit einem Budget von etwa 300 Milliarden Euro. Einige Studien führender internationaler Institutionen (u.a. des Internationalen Währungsfonds) schätzen, dass ein mit Blick auf die europäische Energiewende wirksames Vorhaben 10-15% des europäischen BIP (das sich auf etwa 16.000 Mrd. Euro beläuft), also ein Volumen zwischen 1.600 und 2.400 Mrd. Euro, haben sollte. Der Weg dürfte also lang und steinig sein. Nichtsdestotrotz sind wir zuversichtlich, dass die aktuelle Krise, wie schon während der Pandemie, einen gewaltigen Anreiz für weitere Fortschritte in Bezug auf den Zusammenhalt und das Leistungsvermögen der EU darstellt.

## Österreich

### FOLGT DER INFLATION EINE REZESSION – UND WAS SIND DIE FOLGEN FÜR ANLEGER?

Der Inflationsanstieg hat die globalen Notenbanken in seiner Dauer und Intensität überrascht, und die ökonomischen Folgen werden langsam aber sicher sichtbar. Der Krieg in der Ukraine und die anhaltenden Unterbrechungen in den weltweiten Lieferketten befeuern die Teuerung. Für Volkswirtschaften kommt die Teuerungswelle zu einem ungünstigen Zeitpunkt. Nach pandemiebedingt mageren Jahren lief der Wirtschaftsmotor gerade erst wieder auf Hochtouren; nun dämpfen Zinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation das Wirtschaftswachstum.

Die Notenbanken müssen eine schwierige Gratwanderung zwischen der Inflationsbekämpfung durch Zinserhöhungen und dem Management des Rezessionsrisikos absolvieren. Auch Regierungen sind gefordert, die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale zu verhindern. Eine Blaupause aus vergangenen Wirtschaftszyklen existiert nicht. Die aktuelle Krise mit einer pandemiebedingt aufgestauten Nachfrage und preistreibenden Angebotsengpässen ist in dieser Form einzigartig.

Trotz vieler Parallelen ist die Situation jedoch mit jener in den 1970er-Jahren und der damals tiefgehenden Rezession in westlichen Industriestaaten nicht vergleichbar. Zentralbanken können die Zinsen heute nicht mehr so drastisch erhöhen, um die Inflation radikal zu bekämpfen. Notenbanken sind mit ihren geldpolitischen Maßnahmen auch eher imstande, die Nachfrageseite zu beeinflussen; der Flaschenhals liegt gegenwärtig jedoch auf der Angebotsseite. Die Gefahr einer tiefgehenden Rezession ist daher aus aktueller Sicht nicht erkennbar.

Für Anleger erscheint die Nachrichtenlage für Investments an den Börsen momentan sehr trist. Der Krieg in der Ukraine, die Teuerungswelle und die drohende Rezession trüben die Stimmung. Trotz der aktuell tristen Nachrichtenlage sollten Anleger kühlen Kopf bewahren und sich auf das Wesentliche besinnen. Viele Unternehmen verfügen über eine solide Finanzbasis, und die Gewinnentwicklung ist erstaunlich robust geblieben. Interessant sind vor allem Unternehmen, die über eine ausreichende Preisfestsetzungsmacht verfügen. Profitable Unternehmen werden diese Phase gut überstehen und auch weiterhin Gewinne abwerfen. Die Kurse werden sich mittelfristig sehr wahrscheinlich wieder erholen, so wie sie es auch in der Vergangenheit getan haben. Auch im Anleihenbereich gibt es Opportunitäten. Die Renditen sind stark gestiegen und bieten heute deutlich höhere Renditen als in den vergangenen Jahren. Auch in der Rentenveranlagung empfiehlt sich die Beimischung von realen Investments. Inflationsgeschützte Anleihen bieten eine Möglichkeit, von steigenden Inflationsraten zu profitieren.

Wichtig ist, sich nicht von den volatilen Märkten abschütteln zu lassen und keine überstürzten Entscheidungen zu treffen.

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and  
Schoellerbank (Austria)

### WIE STEHT ES UM DEN EUROPÄISCHEN FINANZSEKTOR?

Die wirtschaftliche Erholung in Europa nach der Pandemie ist durch die russische Invasion in der Ukraine ins Stocken geraten, und die geldpolitische Straffung hat in den vergangenen Monaten zu einer erheblichen Marktkorrektur geführt. Die Volatilität an den Finanzmärkten hat angesichts der hohen Unsicherheiten auf breiter Front zugenommen, ebenso die Korrelationen zwischen den einzelnen Vermögenswerten, insbesondere zwischen Aktien und Anleihen. Die Einschätzung einiger Marktteilnehmer, die immer noch von einer rasch sinkenden Inflation und einer nur leichten Wachstumsverlangsamung ausgehen, dürfte sich als zu optimistisch erweisen. Denn durch den starken Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise hat der Krieg in der Ukraine den bereits bestehenden Inflationsdruck verstärkt, das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage verschärft und schwächt die Kaufkraft der Haushalte zunehmend.

Insbesondere in der Eurozone sehen sich Unternehmen anhaltendem Gegenwind durch hohe Inputpreise, höhere Finanzierungskosten und geringere Umsätze konfrontiert. Der daraus resultierende Margendruck könnte die Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen belasten, vor allem derjenigen Unternehmen, die bereits jetzt hoch verschuldet sind und noch immer unter den Auswirkungen der Corona-Pandemie leiden. Hinzu kommt, dass Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes infolge ihrer hohen Energieintensität anfälliger für die hohen Energiepreise sind. Die höhere Inflation belastet auch auf das verfügbare Einkommen der Haushalte, die einen zunehmend größeren Teil ihres Einkommens für den täglichen Konsum aufwenden müssen, was ihre Schuldendienstfähigkeit verringert. Insbesondere einkommensschwächere Haushalte müssen einen höheren Anteil ihres Einkommens für Lebensmittel und Energie ausgeben; sind sie damit besonders anfällig für die rasanten Preissteigerungen in diesen Segmenten.

Daüber hinaus mehren sich die Anzeichen, dass die Wohnimmobilienmärkte nach dem lange anhaltenden Aufwärtstrend im Euroraum angesichts der gestiegenen Hypothekenzinsen ebenfalls unter Druck kommen. Im ersten Quartal 2022 lag das Preiswachstum für Wohnimmobilien laut EZB im Euroraum noch bei 9,8%. Das ist die höchste nominale Wachstumsrate seit den frühen 1990er Jahren. Auch die Banken haben ihre Erwartungen hinsichtlich der Nachfrage nach Hypothekarkrediten gesenkt, was auf ein größeres Potenzial für Hauspreiskorrekturen hindeutet.

Mit Blick auf den Finanzsektor beobachten wir, dass die hohe Inflation und die sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten in Kombination mit strengeren Finanzierungsbedingungen bereits bestehende Schwachstellen bei den Kreditnehmern verstärken. Höhere Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Unternehmenskrediten und ein damit verbundener Anstieg der Risikovorsorge durch die Banken deuten auf erste Anzeichen eines höheren Kreditrisikos der Banken infolge der hohen Energiepreise hin. Die Kombination aus höheren Finanzierungskosten und geringerem Wirtschaftswachstum dürfte sich auch auf die Qualität der Kreditportfolien von Finanzinstituten negativ auswirken. Die drei europäischen Aufsichtsbehörden (EBA, EIOPA und ESMA) haben in ihrem Mitte September gemeinsamen vorgelegten Risikobericht Herbst 2022 betont, dass die sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten, die hohe Inflation und die steigenden Energiepreise die Anfälligkeit des Finanzsektors insgesamt erhöht haben.

Positiv zu vermerken ist, sich die Rentabilität der Banken verbessert hat, was teilweise auf die höheren längerfristigen Zinssätze zurückzuführen ist. Steigende Erträge dürften die höheren Kreditkosten überkompensieren. Das Finanzsystem hat sich – auch durch die Reformen der vergangenen Dekade – bisher trotz der zunehmenden politischen und wirtschaftlichen Unsicherheit als äußerst widerstandsfähig erwiesen. Zwar ist davon auszugehen, dass die Phase erhöhter Unsicherheit noch eine Weile anhalten wird; dennoch rechnen wir nicht mit größeren Verwerfungen im europäischen Finanzsystem. Die aktuellen Wachstumsrevisionen bzw. -prognosen sind weniger hart als die Szenarien, die die EBA in ihrem Stresstest im vergangenen Jahr durchgespielt hat. Alles in allem haben die europäischen Banken bei diesem Stresstest gut abgeschnitten. Eine Rezession würde zwar potenziell die Profitabilität auf Seite der Banken etwas unter Druck setzen; die Kapital- und Liquiditätspuffer der meisten europäischen Banken sind aber groß genug, dass ein solches Szenario die Stabilität des Systems nicht gefährdet. Staatliche Unterstützungsprogramme werden zudem helfen, die Auswirkungen der Energiekrise auf den Finanzsektor zu begrenzen.



CIO UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Germany)

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	17.09.21	19.09.17	19.09.18	19.09.19	19.09.20	19.09.21	19.09.17	01.01.22
Bis	19.09.22	19.09.18	19.09.19	19.09.20	19.09.21	19.09.22	19.09.22	19.09.22
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	-15,3	11,8	3,9	9,8	32,4	-15,3	44,2	-19,2
MSCI Emerging Markets (in USD)	-23,7	-4,5	1,5	11,9	18,3	-23,7	-2,6	-21,3
MSCI US (in USD)	-13,2	18,2	5,5	14,2	35,1	-13,2	68,8	-18,7
MSCI Europe (in EUR)	-7,0	2,8	7,1	-4,9	27,3	-7,0	24,8	-12,7
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	-24,0	2,6	-0,4	12,4	20,2	-24,0	5,1	-20,4
STOXX Europe 600 (in EUR)	-8,8	2,9	6,9	-3,3	27,7	-8,8	24,7	-14,0
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	-17,8	-2,7	2,0	5,3	17,3	-17,8	1,5	-19,8
MSCI Italy (in EUR)	-8,1	-3,2	8,9	-13,3	30,5	-8,1	10,9	-15,2
ATX (Österreich, in EUR)	-14,9	5,6	-5,6	-27,5	66,1	-14,9	3,9	-21,7
SMI (Schweiz, in CHF)	-8,6	1,8	16,3	8,2	16,8	-8,6	37,3	-15,4
S&P 500 (USA, in USD)	-11,3	18,3	5,5	12,5	34,0	-11,3	69,1	-17,8
Nikkei (Japan, in JPY)	-7,8	18,9	-4,9	8,2	32,9	-7,8	52,6	-3,1
CSI 300 (China, in Yuan)	-17,3	-11,6	21,2	23,2	6,7	-17,3	13,5	-18,8
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-15,3	-5,4	15,5	13,7	-3,7	-15,3	1,3	-14,8
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-12,4	-2,2	10,3	8,9	-2,6	-12,4	0,3	-11,8
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-16,3	-1,6	12,8	9,1	2,5	-16,3	4,1	-15,5
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-16,3	1,2	11,0	0,0	-1,6	-16,3	-7,3	-15,4
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-15,5	0,3	10,4	1,0	-0,8	-15,5	-6,1	-14,5
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-13,9	0,0	5,9	0,7	1,7	-13,9	-6,6	-13,0
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	208	84	-131	-108	69	208	122	195
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	283	108	-113	-132	42	283	188	251
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	314	98	-109	-106	4	314	200	281
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	204	3	-99	2	21	204	130	194
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	221	17	-102	-8	15	221	141	206
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	329	30	-80	4	-14	329	268	304
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (BofAML US Corporate Master)	58	2	5	16	-45	58	35	50
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	196	-42	53	139	-210	196	132	190
Euro-Unternehmensanleihen (BofAML Euro Corporate AAA-A)	92	8	1	-3	-16	92	82	79
Euro-Unternehmensanleihen BofAML Euro High Yield)	263	85	-1	94	-153	263	287	217
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	344	103	-19	-193	-10	344	224	336
Euribor (EUR, 3 Monate)	NA	1	-8	-11	-5	NA	NA	NA
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	-15,5	-2,5	-5,1	6,9	-0,1	-15,5	-16,7	-12,1
Britisches Pfund (EUR-GBP)	2,4	0,2	-0,1	2,9	-6,7	2,4	-1,0	4,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-12,4	-2,0	-3,0	-1,8	1,8	-12,4	-16,4	-7,3
Japanischer Yen (EUR-JPY)	10,0	-1,9	-8,8	3,4	5,1	10,0	7,1	9,3
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	-4,9	-8,6	24,0	27,0	-11,1	-4,9	21,0	-8,8
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-13,4	-7,2	-3,4	5,5	42,1	-13,4	16,7	-15,9
Gold (in USD pro Feinunze)	-4,5	-8,0	24,6	30,3	-10,0	-4,5	28,0	-8,1
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	21,0	43,1	-18,8	-33,0	74,0	21,0	66,3	16,6

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: 19.09.2022

# 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)