



# Am Gipfel

Lockerung lässt auf sich warten



Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Oktober 2023

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	8
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	11
IM DIALOG	17



# CIO Kommentar

## Am Gipfel: Lockerung lässt auf sich warten

Auch nach den September-Sitzungen von Europäischer Zentralbank (EZB) und Federal Reserve (Fed) wird die Geldpolitik der großen Notenbanken weiter im Fokus stehen. Dabei waren sowohl die Entscheidungen beider Zentralbanken als auch deren Rezeption auf den Märkten unterschiedlich. Die Zinserhöhung der EZB wurde im Markt als „**dovish hike**“<sup>1</sup> wahrgenommen, während die Entscheidung der Fed, die Zinsen unverändert zu lassen, als „**hawkish pause**“<sup>1</sup> interpretiert wurde.

Wir glauben, dass die großen Notenbanken den größten Teil der Zinserhöhungen in diesem Zyklus geliefert haben. Ob noch vereinzelt und in geringem Umfang Zinserhöhungen dazu kommen, dürfte ökonomisch betrachtet keine große Rolle mehr spielen. Und nicht nur die US-Notenbank hat die Zinsen im September unverändert gelassen. Auch die Zentralbanken in Großbritannien, der Schweiz und Japan haben im September nicht weiter an der Zinsschraube gedreht. Denn die Anzeichen einer sich abkühlenden Weltwirtschaft mit nachlassendem Inflationsdruck werden immer evidenter, wie wichtige Stimmungsindikatoren der Wirtschaft deutlich machen – zuletzt die europäischen Einkaufsmangerindizes, aber auch der deutsche ifo-Index. Auch die berichteten Inflationszahlen haben sich deutlich abgekühlt, bleiben aber noch deutlich vom 2-Prozent-Inflationsziel der Notenbanken entfernt.

Der Kampf der Zentralbanker gegen die Inflation ist also noch nicht gewonnen, der Fokus der Geldpolitik verschiebt sich jedoch. Nach dem (wahrscheinlichen) Erreichen des Zinsgipfels steht nun die Frage im Raum, wie lange die Zinsen auf dem aktuell hohen Niveau verbleiben werden. Zu Beginn des Jahres preisten die Zinsmärkte ein, dass etwa die Fed bereits zwei bis drei Monate nach Erreichen des Zinsgipfels die ersten Zinssenkungen vornehmen würde – eine Hoffnung, die vermutlich zu optimistisch war. Die implizite (also aus Marktpreisen abgeleitete) Erwartung hat sich mittlerweile eher auf eine Dauer von zwei bis drei Quartalen zwischen dem Erreichen des Zinshöhepunktes und der ersten Zinssenkung ausgedehnt. Vor diesem Hintergrund ist auch die „**hawkish pause**“ zu verstehen. Die Zentralbanker um Fed-Präsident Jerome Powell wollen verhindern, dass sich die Marktteilnehmer von der Hoffnung auf zu schnelle Zinssenkungen verleiten lassen. Denn eine solche Entwicklung würde implizieren, dass die langfristigen Renditen am US-Anleihemarkt stärker sinken und damit einen entscheidenden Teil der geldpolitischen Straffung konterkarieren würden. Dies könnte zu einem länger anhaltenden Inflationsdruck führen. Sollten die Inflationszahlen jedoch tatsächlich schneller sinken als erwartet, ist auch nicht auszuschließen, dass die Fed-Mitglieder ihren Zinsausblick deutlich schneller senken als bislang skizziert. Die „**hawkishen**“ Einlassungen zur jüngsten Fed-Entscheidung könnten insofern eher als Warnung denn als Versprechen aufgefasst werden.

In der Tat könnte der zuletzt gestiegene Ölpreis Anlass zu einer gewissen Vorsicht geben. Allerdings sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass er nicht in erster Linie wegen der starken Nachfrage gestiegen ist, sondern vielmehr infolge der Angebotsverknappung durch die Staaten der OPEC+ (OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten, wie z. B. Russland). Deswegen wirkt der höhere Ölpreis zwar einerseits kurzfristig inflationstreibend, andererseits trifft der hohe Ölpreis auf eine bereits schwächelnde Wirtschaft – zumindest in Europa und China. Mittelfristig dürfte er sogar einen weiteren Faktor hin zu einer Abkühlung der Wirtschaftsaktivität darstellen – und letztendlich inflationsdämpfend wirken.

<sup>1</sup>Eine geldpolitische Haltung gilt als hawkish (falkenhaft), wenn sie von einer Straffung der Geldpolitik durch z. B. Erhöhung der Zinssätze oder Reduzierung der Zentralbankbilanz ausgeht. Das Gegenteil wäre dovish (dt. taubenhaft).

Warum aber rechnen die Märkte angesichts der immer noch zu hohen Inflation überhaupt mit einigermassen raschen Zinssenkungen? Der Grund ist, dass das aktuelle Niveau der Zentralbankzinsen weit im sogenannten restriktiven Bereich liegt. Die Zentralbanken setzen das Zinsniveau üblicherweise relativ zu einem sogenannten neutralen Zinssatz, also einem Zinssatz der, im Gleichgewichtszustand, die Inflation weder anheizt noch bremst. Ein Zinssatz deutlich unter der neutralen Rate steigert somit die Inflation, während ein deutlich darüberliegender Satz diese abbremst. Die Schwierigkeit an diesem Konzept ist, dass die neutrale Rate nicht direkt messbar ist, sondern nur grob geschätzt werden kann. Die Zentralbanken sollten aber eine gute Vorstellung davon haben, in welcher Höhe der neutrale Zins für ihre jeweilige Volkswirtschaft liegt. Die diesbezügliche Einschätzung der Fed wird sogar veröffentlicht. Sie liegt derzeit im Median des entscheidenden Gremiums bei 2,5 %. Mit einem Zinssatz von deutlich über 5 % ist die Fed also weit im restriktiven (d. h. wachstums- und inflationsbremsenden) Bereich. Und auch wenn die Fed-eigene Schätzung der neutralen Rate von 2,5 % zu niedrig sein sollte, erscheint der aktuelle „Sicherheitsabstand“ hoch genug, anzunehmen, dass die Geldpolitik in den USA die Inflation abkühlt.

Überraschend angesichts der stark restriktiven Geldpolitik ist die anhaltende wirtschaftliche Stärke der USA. Die Fed hat zuletzt ihre Wachstumsprognosen nach oben revidiert, während die EZB ihre für die Eurozone nach unten geschraubt hat. Nüchtern betrachtet wird die derzeitige Stärke der US-Wirtschaft – neben dem robusten privaten Konsum – auch durch die fiskalischen Maßnahmen der Biden-Administration befeuert. Die aktuelle wirtschaftliche Schwäche der Eurozone ist vor dem Hintergrund massiv gestiegenen Zinsen auch damit zu erklären, dass es kein mit **Bidenomics**<sup>2</sup> vergleichbares Ausgabenprogramm gibt. Zwar ist die konjunkturelle Schwäche Deutschlands nicht von der Hand zu weisen, die europäische Wirtschaft insgesamt erscheint aber erstaunlich robust. Sollte eine abkühlende Inflation der EZB im kommenden Jahr den Spielraum zu Zinssenkungen geben (was sehr wahrscheinlich ist), dürfte sich auch hierzulande die Wirtschaftsaktivität erholen. Die Märkte rechnen für 2024 im Euroraum mit ähnlichen BIP-Wachstumsraten wie in den USA. Das Wachstum der Unternehmensgewinne dürfte zwar hinter dem der US-Firmen zurückbleiben, sollte aber im nächsten und übernächsten Jahr deutlich positiv sein. Ein höheres erwartetes Gewinnwachstum in den USA als im Euroraum ist aus unserer Sicht aber bereits in den Bewertungen der jeweiligen Märkte reflektiert. Denn die US-Aktienindizes werden im Schnitt nach wie vor deutlich höher im Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bewertet als ihre europäischen Pendanten, die vergleichsweise günstig bewertet sind und damit selektiv interessante Einstiegsmöglichkeiten offerieren.

Aus unserer Sicht ergeben sich daraus attraktive Einstiegsmöglichkeiten in Multi-Asset-Portfolios, also in Portfolien, die Aktien und Anleihen mit einem ausgewogenen Risikoprofil kombinieren. Die Anleiherenditen sind stark gestiegen. Diese Entwicklung ermöglicht Anlegern einerseits interessante Kuponzahlungen und bietet ihnen andererseits das Potenzial möglicher Kurssteigerungen bei Anleihen, wenn die Zentralbanken tatsächlich beginnen, die Zinsen zu senken. Die gestiegenen Renditen eröffnen Anlegern im Übrigen die Aussicht, potenzielle Kursverluste bei Aktien durch mögliche Kursgewinne bei Anleihen (zumindest teilweise) wieder ausgleichen zu können.

**MANUELA D'ONOFRIO**, *Head of Group Investment Strategy*

**PHILIP GISKDAKIS**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

**OLIVER PRINZ**, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

<sup>2</sup>Die Wirtschaftspolitik der Biden-Regierung, genannt Bidenomics (ein Portmanteau aus Biden und Economics), zeichnet sich durch Maßnahmen zur Bekämpfung der COVID-19-Pandemie, Investitionen in die Infrastruktur und die Stärkung des sozialen Sicherheitsnetzes aus. Biden beschrieb seine Wirtschaftsphilosophie im Juni 2023 wie folgt: „Bei Bidenomics geht es darum, die Wirtschaft von der Mitte aus und von unten nach oben zu entwickeln, nicht von oben nach unten.“



# Im Fokus

## Indien: Das bevölkerungsstärkste Land der Welt rückt (wieder) ins Blickfeld

Nachdem Anfang des Jahres zunächst Hoffnung aufkeimte, dass die Abkehr der chinesischen Staatsführung von „Null-Covid“ zu einer raschen wirtschaftlichen Erholung des Landes führen könnte, wurden Anleger und Investoren in den letzten Monaten enttäuscht. Die schwache globale Nachfrage macht der stark vom Export abhängigen chinesischen Wirtschaft zu schaffen, gleichzeitig schwächeln der Binnenkonsum und der heimische Immobilienmarkt. Das chinesische Politbüro steuert – mit bislang überschaubarem Erfolg – zunehmend mit geld- und fiskalpolitischen Stimulus-Maßnahmen gegen, um das von ihr anvisierte Wachstumsziel von etwa fünf Prozent in diesem Jahr nicht erneut zu verfehlen. Im Schatten Chinas bzw. der geopolitischen Spannungen zwischen China und den USA lange Zeit verkannt, gewinnt Indien, Ausrichter des jüngsten **G20-Gipfels**<sup>3</sup>, dank seiner imposanten jährlichen Wachstumsraten vor allem wirtschaftlich zunehmend an Bedeutung. Das Potenzial des Landes sollten auch Anleger und Investoren in den Blick nehmen.

### INDIENS AUFSTIEG ZUR ZWEITGRÖSSTEN VOLKSWIRTSCHAFT DER WELT

Mit gut 1,4 Mrd. Einwohnern hat Indien laut Bevölkerungsstatistik der Vereinten Nationen den Nachbarn China, der infolge der langjährigen Ein-Kind-Politik mit Vergreisung und Schrumpfung kämpft, unlängst als bevölkerungsreichstes Land der Erde abgelöst (siehe Grafik 1). Seit Mitte der 1990er Jahre wurden in Indien rund 375 Mio. Menschen geboren. Diese Zahl übertrifft die entsprechende Gruppe in China um beinahe 50 %. Die sogenannte **„demografische Dividende“**<sup>4</sup> eröffnet dem Land ein riesiges Potenzial. Zwar reichen demografische Trends allein nicht aus, um die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung vorherzubestimmen. Dennoch dürfte die dynamische Verschiebung der Bevölkerungsdynamik zwischen China und Indien nicht ohne Einfluss auf die globale Wirtschaft bleiben, denn eine wachsende Bevölkerung kann das Wirtschaftswachstum zweifelsohne begünstigen. Parallel zum Bevölkerungswachstum verschiebt sich in der Regel auch das Verhältnis zwischen Land- und Stadtbevölkerung. In Indien entwickelt sich die **Urbanisierungsrate**<sup>5</sup> aber vergleichsweise verhalten: Ende 2022 wies sie mit etwas mehr als einem Drittel eine beträchtliche Diskrepanz zu China auf, wo zu diesem Stichtag bereits rund zwei Drittel der Einwohner in urbanen Gebieten anzutreffen waren.

Verglichen mit der wirtschaftlichen Macht Chinas, dem dominierenden Wachstumsmotor der Welt in den letzten Jahren, bleibt Indiens Volkswirtschaft noch vergleichsweise klein – das chinesische Bruttoinlandsprodukt übertrifft es um mehr als das Fünffache. Angesichts der jugendlichen und expansiven Bevölkerung Indiens dürfte das Land in den kommenden Jahrzehnten laut Internationalem Währungsfonds (IWF) aber ein höheres Wirtschaftswachstum verzeichnen als China. 2022 erreichte das indische Wirtschaftswachstum fast 7 %, wohingegen dieses in China nur bei rund 3 % lag. Und die Prognosen des IWF deuten an, dass Indiens Wachstumskurve in den kommenden Jahren stabil bleibt (siehe Grafik 1). Auch die Weltbank geht davon aus, dass Indien in den nächsten Jahren die am schnellsten wachsende große Volkswirtschaft der Welt bleiben wird. Bis 2050 könnte das Land zur zweitgrößten Volkswirtschaft global aufsteigen. Bereits heute ist Indien als weltweit größter Hersteller von Generika, d. h. Medikamenten mit abgelaufenem Patentschutz, ein bedeutender Akteur in der globalen Pharmaindustrie und nimmt gleichzeitig eine Spitzenposition im Bereich der Informationstechnologie ein. Zahlreiche andere Wirtschaftszweige, etwa der Einzelhandel oder die Automobilbranche, stecken aber in weiten Teilen noch in den Kinderschuhen.

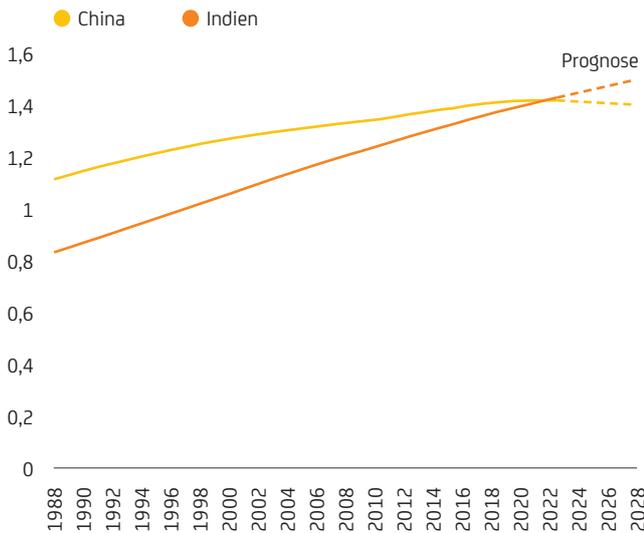
<sup>3</sup>Das 18. Gipfeltreffen der Regierungschefs der G20 fand am 9./10. September in Neu-Delhi statt. Die G20 ist ein seit 1999 bestehender informeller Zusammenschluss aus 19 Staaten, der EU und der Afrikanischen Union, welche die wichtigsten Industrie- und Schwellenländer repräsentiert.

<sup>4</sup>Die demographische Dividende beschreibt den möglichen wirtschaftlichen Nutzen, der sich durch die entwicklungsbedingte Veränderung der Altersstruktur eines Landes erzielen lässt.

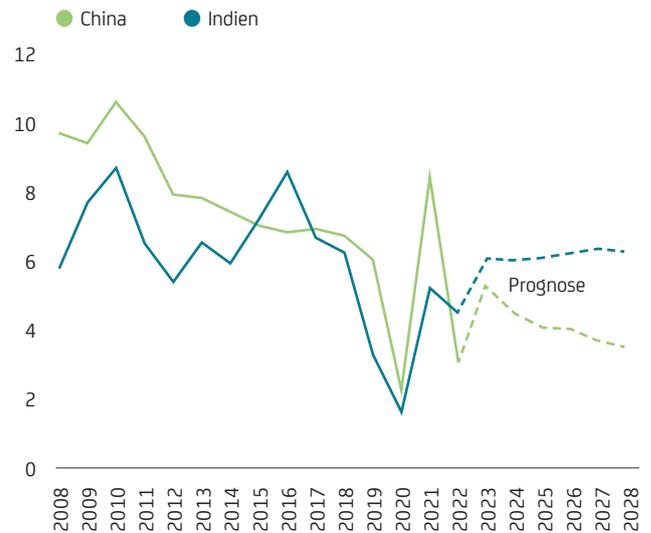
<sup>5</sup>Die Urbanisierungsrate bezeichnet den Anteil der Stadtbewohner an der Gesamtbevölkerung. Ein höherer Urbanisierungsgrad impliziert häufig einen fortschreitenden Entwicklungsstand, und nicht selten ist die Ausdehnung von Städten das Ergebnis wirtschaftlicher Prosperität. Insofern steigern Großstädte auch die Attraktivität eines Landes für Investoren.

## 1. INDIEN HAT CHINA ALS BEVÖLKERUNGSREICHSTES LAND DER WELT ABGELÖST

BEVÖLKERUNGSENTWICKLUNG (MRD.)



WIRTSCHAFTSWACHSTUM (REALES BIP, % GGÜ. VJ)



Quelle: Bloomberg, IWF, UniCredit Group Investment Strategy

## INDIEN HAT DAS INTERESSE VON ANLEGERN UND INVESTOREN (NEU) GEWECKT

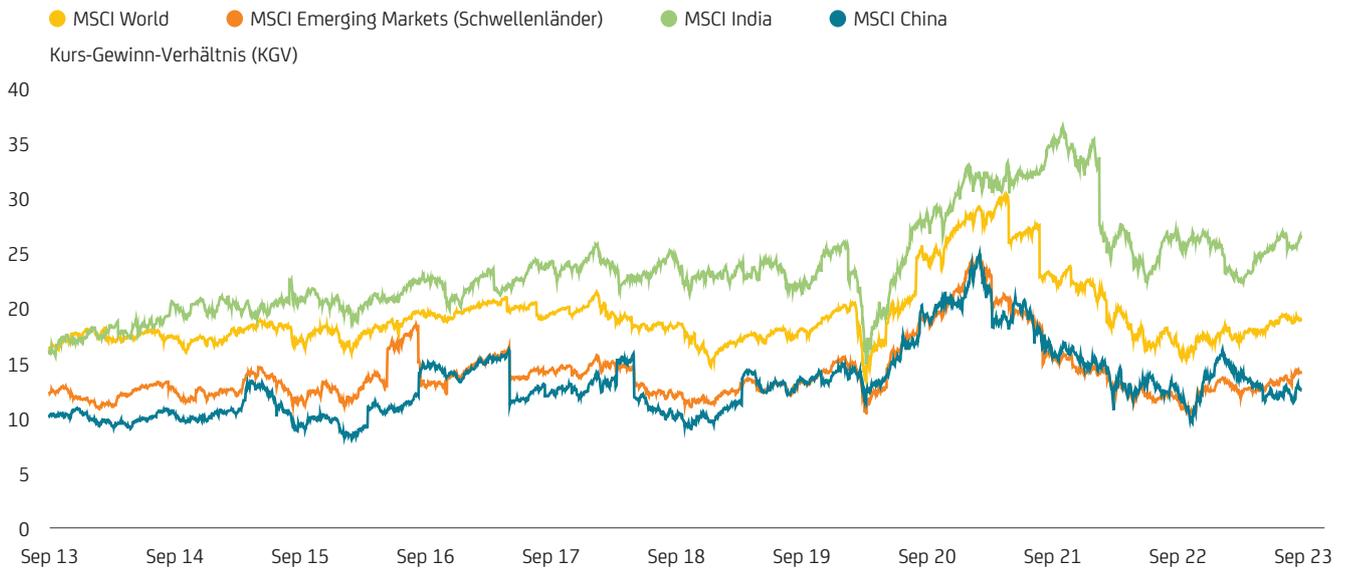
Im Gegensatz zu China ist Indien keine Autokratie, sondern wird als größte Demokratie der Welt angesehen. Durch eine Reihe von Reformen hat Premierminister Narendra Modi in den vergangenen Jahren den Grundstein für eine robuste wirtschaftliche Entwicklung gelegt. Mit der Digitalisierung und Modernisierung der Verwaltung, der Entbürokratisierung des Staatsapparats und einer Reihe von Investitionsanreizen wurden wichtige Schritte unternommen, um die Wachstumsbedingungen zu stärken. Das Land hofft zudem, davon profitieren zu können, dass weltweit immer mehr Unternehmen an der Diversifizierung ihrer Lieferketten arbeiten. Die Widerstandsfähigkeit des Landes gegenüber der globalen wirtschaftlichen Abkühlung, in Verbindung mit der „China-plus-eins“-Strategie<sup>6</sup> vieler internationaler Unternehmen, sollte dem indischen Markt kurz- und mittelfristig weiter zugutekommen. Während China angesichts konjunktureller Probleme die Ausgaben für seine sogenannte Seidenstraßen-Initiative reduzieren muss, wurde am Rande des jüngsten G20-Gipfels zudem bekannt, dass die USA, Europa, Indien, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate einen neuen Handelskorridor nach Indien planen. Die weitreichende Infrastrukturinitiative soll den Handel zwischen Europa und Indien um rund 40% beschleunigen.

Nicht zuletzt durch seine vielversprechenden Wachstumsaussichten hat Indien das Interesse von Anlegern und Investoren (neu) geweckt. Eine Beimischung indischer Aktien – etwa über ETFs – können insbesondere langfristig orientierte Anleger, die in Asien bislang eher unterinvestiert sind, durchaus in Erwägung ziehen. Indien profitiert von der aktuellen Stimmung, die Investoren vermehrt nach Alternativen zu China suchen lässt. Allerdings ist Indiens Aktienmarkt, gemessen am **MSCI India**<sup>7</sup>, mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von über 25 nach seiner Erholung vom Jahrestief Ende März derzeit eher teuer (siehe Grafik 2). Letzteres dürfte – neben dem Expansionspotenzial des Landes – auch damit zusammenhängen, dass der Fokus indischer Unternehmen auf den lokalen Markt sie scheinbar weniger anfällig für adverse globale Einflüsse macht. In diesem Jahr profitierten die Kurse indischer Aktientitel auch von enormen Zuflüssen aus dem Ausland.

<sup>6</sup>Die „China-plus-eins“-Strategie bezieht sich auf Geschäfts- und Produktionsstrategien von Unternehmen, die in Erwägung ziehen, ihre Abhängigkeit von chinesischen Lieferketten und Märkten zu verringern, indem sie zusätzlich zu China noch in mindestens einem anderen Land investieren oder produzieren. Diese Strategie hat an Bedeutung gewonnen, da Unternehmen erkennen, dass die Diversifizierung ihrer Lieferketten und Märkte Risiken mindern und ihre Flexibilität und Resilienz erhöhen kann.

<sup>7</sup>Der MSCI India Index umfasst 115 Unternehmen, die etwa 85 % des indischen Aktienuniversums abdecken. Er macht knapp 15 % des 24 Länder umfassenden MSCI Emerging Markets aus (verglichen mit rund 30 % des MSCI China).

## 2. INDIENS AKTIENMARKT IST RELATIV TEUER



Hinweis: 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, IWF, Weltbank, UniCredit Group Investment Strategy

Beobachtungszeitraum: 15.09.2013-15.09.2023

Wie andere Schwellenländer hat allerdings auch Indien mit den Auswirkungen des globalen Klimawandels zu kämpfen, denen gegenüber sich die immer noch überwiegend ländliche geprägte und unterentwickelte Infrastruktur bzw. Wirtschaft Indiens wenig widerstandsfähig zeigt. Rund ein halbes Jahr vor den **Parlamentswahlen in Indien**<sup>8</sup> dürfen beim Blick auf Investitionsmöglichkeiten auf dem Subkontinent zudem politische Risiken nicht außer Acht gelassen werden: Ein Machtverlust der Bharatiya Janata Party (BJP) von Premierminister Narendra Modi, die derzeit die absolute Mehrheit innehat, könnte potenziell Unsicherheit und Volatilität am indischen Finanzmarkt mit sich bringen. Eine Wiederwahl Modis erscheint aktuell aber das wahrscheinlichere Szenario. Kontinuität in der politischen Führung des Landes würde zur Stabilität Indiens beitragen und wäre auch dem Investmentumfeld zuträglich.

<sup>8</sup>Die Parlamentswahlen stehen vom Mai bis Juni 2024 an.

# Wirtschaft und Märkte

FED und EZB zwischen „hawkisher Pause“ und „dovishem Zinsschritt“

## „HAWKISCHE PAUSE“: FED BEHÄLT ZINSNIVEAU BEI UND BEKRÄFTIGT LÄNGER RESTRIKTIVE GELDPOLITIK

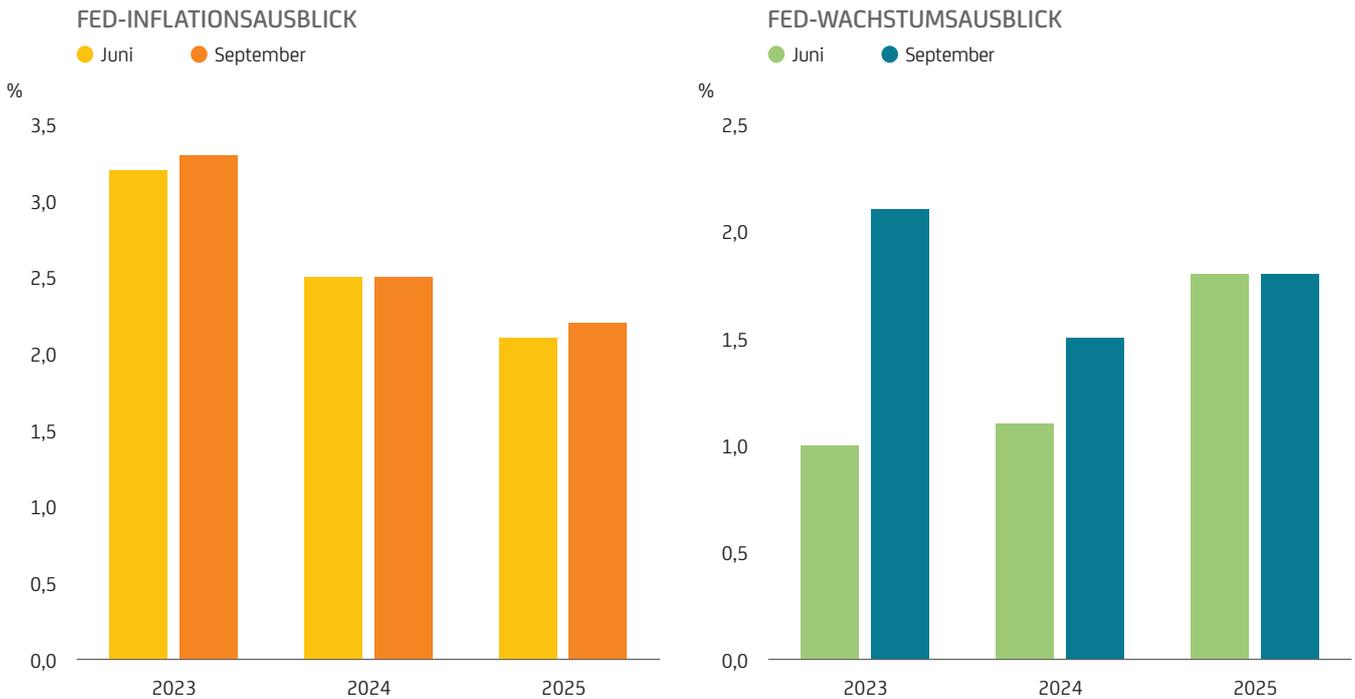
Auf ihrer letzten Sitzung im September beließ die US-Notenbank ihren Leitzins (oberes Ende) unverändert bei 5,50 %. Dennoch wurde dieser Entscheidung von den Finanzmärkten als „hawkische Pause“ interpretiert, da die Fed zusätzlich ihre Prognosen für das BIP-Wachstum in diesem und im nächsten Jahr deutlich nach oben korrigiert hat. Aufgrund der robusten Wirtschaftsaktivität geht sie nun davon aus, dass die Zinssätze länger hoch bleiben müssen, um die Inflation nachhaltig auf das 2-Prozent-Ziel zurückzuführen. Während der sogenannte „Dot Plot“ (Zinsausblick der Fed-Mitglieder) immer noch auf eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr hindeutet, zeigt er nun für 2024 und 2025 geringere Zinssenkungen im Vergleich zu den Prognosen der Zentralbank vom Juni (d. h. um jeweils 50 Basispunkte, Bp). Darüber hinaus geht der geldpolitische Rat der US-Notenbank (FOMC) nun davon aus, dass die Inflation erst Ende 2026 das anvisierte 2-Prozent-Ziel erreichen wird, sofern die Zinsen bis dahin restriktiv bleiben. Unserer Ansicht nach dürfte dieses Ziel jedoch früher erreicht werden, da sich die fundamentalen Triebkräfte des Konsumwachstums weiter verschlechtern dürften und die US-Wirtschaft um die Jahreswende in eine leichte Rezession abrutschen könnte, gefolgt von einer schwachen konjunkturellen Erholung in 2024. In einem solchen Umfeld hat die Fed vermutlich bereits den Höhepunkt der Zinsentwicklung erreicht. Wir halten an unserer Prognose fest, dass die Fed die Zinsen im nächsten Jahr ab März um 150 Bp senken wird.

Der FOMC scheint zuversichtlicher zu sein, was die Aussicht auf ein „Soft Landing“<sup>9</sup> (eine „weiche Landung“) der US-Wirtschaft angeht. So wurde das BIP-Wachstum für 2023 um 1,1 Prozentpunkte (Pp) auf 2,1 % und für 2024 um 0,4 Pp auf 1,5 % angehoben (siehe Grafik 3). Während die erste der beiden Aufwärtskorrekturen vor allem die bessere Datenlage in diesem Jahr widerspiegelt, war die Aufwärtskorrektur für das nächste Jahr eher eine Überraschung. Die Prognosen für die Arbeitslosenquote wurden ebenfalls nach unten korrigiert, und zwar auf 3,8 % in diesem Jahr (von 4,1 % im Juni) und 4,1 % im nächsten Jahr (von 4,5 %). Unserer Meinung nach ist dies zu optimistisch. In der Tat dürfte sich der Konsum in den kommenden Quartalen aufgrund abnehmender Sparpuffer (aus der Überschussersparnis), restriktiverer Kreditbedingungen (seitens der Banken) und eines nachlassenden Anstiegs bei den Löhnen verlangsamen. Ihre Inflationsprognose (**PCE-Inflation**<sup>10</sup>) für dieses Jahr hob die Fed ebenfalls an, wenn auch nur leicht auf 3,3 % (von zuvor 3,2 %), während die Prognosen für die Jahre 2024 und 2025 weitgehend unverändert blieben.

<sup>9</sup>Eine weiche Landung im Konjunkturzyklus ist der Prozess, bei dem eine Wirtschaft von Wachstum über langsames Wachstum bis hin zu einem möglichen Stillstand übergeht, während sie sich einer Rezession nähert, diese aber vermeidet.

<sup>10</sup>Die PCE-Inflation misst die Veränderung der Preise für Güter und Dienstleistungen, die von privaten Haushalten gekauft werden. Im Gegensatz zum herkömmlichen Konsumentenpreisindex berücksichtigt der PCE auch Änderungen in den Konsumgewohnheiten und umfasst einen größeren Warenkorb.

### 3. FED REVIDIERT WACHSTUMSPROGNOSEN FÜR 2023 UND 2024 DEUTLICH NACH OBEN



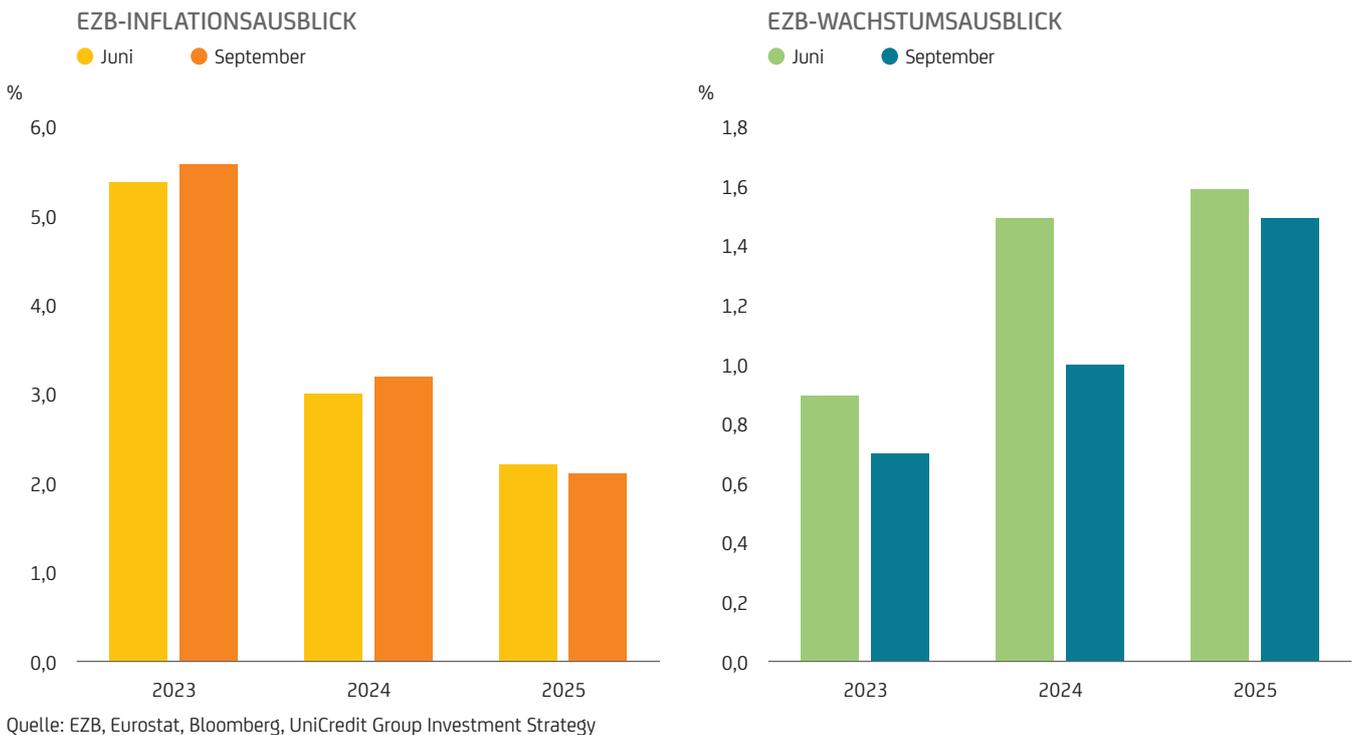
Quelle: Federal Reserve, BEA, BLS, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

### „DOVISHER ZINSSCHRITT“: EZB ERHÖHT LEITZINS UND SENKT WACHSTUMSAUSBLICK

Auf ihrer Sitzung im September hat die EZB ihre Leitzinsen um 25 Bp angehoben und signalisiert, dass der Straffungszyklus nun wohl zu Ende ist. Diese Entscheidung deckt sich weitgehend mit unserer Einschätzung. Der Einlagesatz liegt nun bei 4,00 %, der Refinanzierungssatz bei 4,50 %. Der EZB-Rat räumte ein, dass die kräftige Straffung der Geldpolitik (zehn aufeinanderfolgende Zinsanhebungen) die Wirtschaftstätigkeit zunehmend dämpft, und ist der Ansicht, dass die Zinssätze nun „ein Niveau erreicht haben, das, wenn es für eine ausreichend lange Zeit beibehalten wird, einen wesentlichen Beitrag zur rechtzeitigen Rückkehr der Inflation auf das Zielniveau leisten wird“. Unserer Meinung nach war die Entscheidung für einen weiteren Zinsschritt ausgewogen: Einerseits haben die Befürworter einer „hawkischen“ Geldpolitik ihre Zinserhöhung, andererseits die Befürworter einer „dovishen“ Geldpolitik das Signal bekommen, dass die Zinssätze vermutlich ihren Höchststand erreicht haben. Zum Abbau der Zentralbankbilanz und zur Zukunft des Anleihekaufprogramms gab es keine Neuigkeiten. Insgesamt wurde die EZB-Entscheidung trotz Zinsanhebung von den Finanzmärkten als „dovish“ (d. h. geldpolitisch „sanft“) aufgenommen. Hinsichtlich unseres Zinsausblicks rechnen wir weiterhin mit einer langen Phase, in der die Zinsen auf ihren aktuellen Niveaus verharren dürften, und einer ersten Zinssenkung dann Mitte 2024.

Neben dem Zinsentscheid hat die EZB auch neue Prognosen für die Inflation und das Wirtschaftswachstum im Euroraum veröffentlicht (siehe Grafik 4). Wie erwartet wurde die BIP-Prognose spürbar gesenkt, und zwar um insgesamt 0,8 Pp über den Dreijahreszeitraum (von 2023 bis 2025). Der größte Teil der Abwärtskorrektur entfällt dabei auf das zweite Halbjahr 2023, für das die EZB eine weitgehende Stagnation der Wirtschaft erwartet. Aufgrund von Übertragungen wirkt sich dies am stärksten auf den Durchschnittswert für 2024 aus (der von 1,5 % auf 1,0 % gesenkt wird). Dieser schwächere Wachstumspfad wird den Pfad für die Kerninflation um kumulativ 0,2 Pp absenken, wobei sich die Auswirkungen gleichmäßig auf die Jahre 2024 und 2025 verteilen. Die EZB-Prognose für die Gesamtinflation wurde für die nächsten Quartale aufgrund höherer Energiepreisannahmen nach oben korrigiert, während der Verlauf am Ende des Prognosehorizonts nun etwas schwächer ausfällt als im Juni (vorletzte Prognoseveröffentlichung), wobei die Inflationsrate im zweiten Halbjahr 2025 auf das Zielniveau von 2 % sinken dürfte. Insgesamt wurde die Inflationsprognose für 2025 von 2,2 % auf 2,1 % gesenkt, während sie für die Jahre 2023 und 2024 erhöht wurde – auf 5,6 % (von 5,4 %) und 3,2 % (von 3,0 %). Insgesamt lässt sich sagen, dass die EZB bei den Wachstumsaussichten im Euroraum eher Abwärtsrisiken sieht, während die Risiken für die Inflationsentwicklung eher unklar sind. Unserer Meinung nach dürfte die EZB – angesichts der wirtschaftlichen Schwäche des Euroraums – die Aufwärtsrisiken bei der Inflation wohl etwas zu hoch einschätzen. Aber selbst dann dürfte das Inflationbild noch immer mit der Einschätzung der EZB nach länger anhaltend hohen Zinsen übereinstimmen.

#### 4. EZB ERHÖHT INFLATIONSPROGNOSE LEICHT, SENKT WACHSTUMSAUSBLICK ABER SPÜRBAR



#### CHINA: ERHOLUNGSANZEICHEN DER SCHWÄCHENDEN KONJUNKTUR SPÄRLICH, WEITERE STÜTZUNGSMASSNAHMEN NOTWENDIG

Die letzten Datenveröffentlichungen deuten darauf hin, dass China die Talsohle seiner wirtschaftlichen Schwächephase vermutlich erreicht haben könnte. So beschleunigte sich das Wachstum der Industrieproduktion im Jahresvergleich auf 4,5 % im August (von 3,7 % im Vormonat) und übertraf damit die Konsensprognose von 3,9 %. Die Einzelhandelsumsätze überraschten sogar stärker und stiegen im Jahresvergleich auf 4,6 % (von 2,5 % im Vormonat). Die Konsensprognose lag hier lediglich bei 3,0 %. Das starke Wachstum war teilweise auf den Anstieg der Ausgaben für Kraftstoffe und Schmuck zurückzuführen. Trotz dieser überraschend besseren Konjunkturdaten ist es unserer Ansicht nach noch zu früh, von einer Erholung zu sprechen. Produktion und Verbrauch liegen auch nach den letzten Veröffentlichungen weiterhin unter ihren historischen Trends. Insbesondere der Immobiliensektor befindet sich immer noch in einer deutlichen Schwächephase und belastet damit das gesamtwirtschaftliche Wachstum spürbar. Die jüngsten staatlichen Stützungsmaßnahmen dürften zwar das Wachstum stützen, wenngleich wir davon ausgehen, dass mehr fiskalischer Stimulus nötig sein dürfte, um das von der chinesischen Regierung ausgegebene Wachstumsziel von 5 % für dieses Jahr zu erreichen.

Das größte Konjunkturrisiko besteht unserer Ansicht nach darin, ob die geplanten Stützungsmaßnahmen der Regierung ausreichend groß sind und zur rechten Zeit kommen. Denn jegliche politischen Impulse müssen eine Reihe von negativ gelagerten Faktoren kompensieren: So wird beispielsweise die Reisetätigkeit der Chinesen im Inland, welche die wirtschaftliche Aktivität des Dienstleistungssektor im Sommer unterstützt hat, mit dem Ende der Schulferien auslaufen. Zudem weisen die Transaktionen im Wohnungsmarkt kleinerer Städte nicht die positiven Entwicklungen auf, die in einigen großen Städten zu beobachten sind. Das heißt: Der Immobiliensektor zeigt bislang keine Besserungstendenz in der Breite. Die von uns erwarteten politischen Maßnahmen dürften sowohl die geldpolitische als auch die fiskalische Seite betreffen. So gehen wir von weiteren Senkungen bei den Zinssätzen für mittelfristige Kreditfazilität sowie beim Mindestreservesatz durch die chinesische Zentralbank (PBoC) noch vor Jahresende aus. Auf der fiskalischen Seite dürften sich die staatlichen Ausgaben für Infrastrukturprojekte sehr wahrscheinlich beschleunigen, um den festgelegten Haushaltsplan zu erfüllen. Außerdem dürfte die Regierung aller Wahrscheinlichkeit nach das Kontingent für Sonderanleihen der Lokalregierungen zur Finanzierung großer Projekte deutlich aufstocken.

# Unsere Anlagestrategie

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 (Harte Währung)	○	●	○
	Rohstoffe	Schwellenländer-Anleihen (Lokale Währung)	○	○	●
		Rohöl	○	●	○
		Gold	○	●	○

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

<sup>2</sup>mit guter Bonität (Investment Grade)

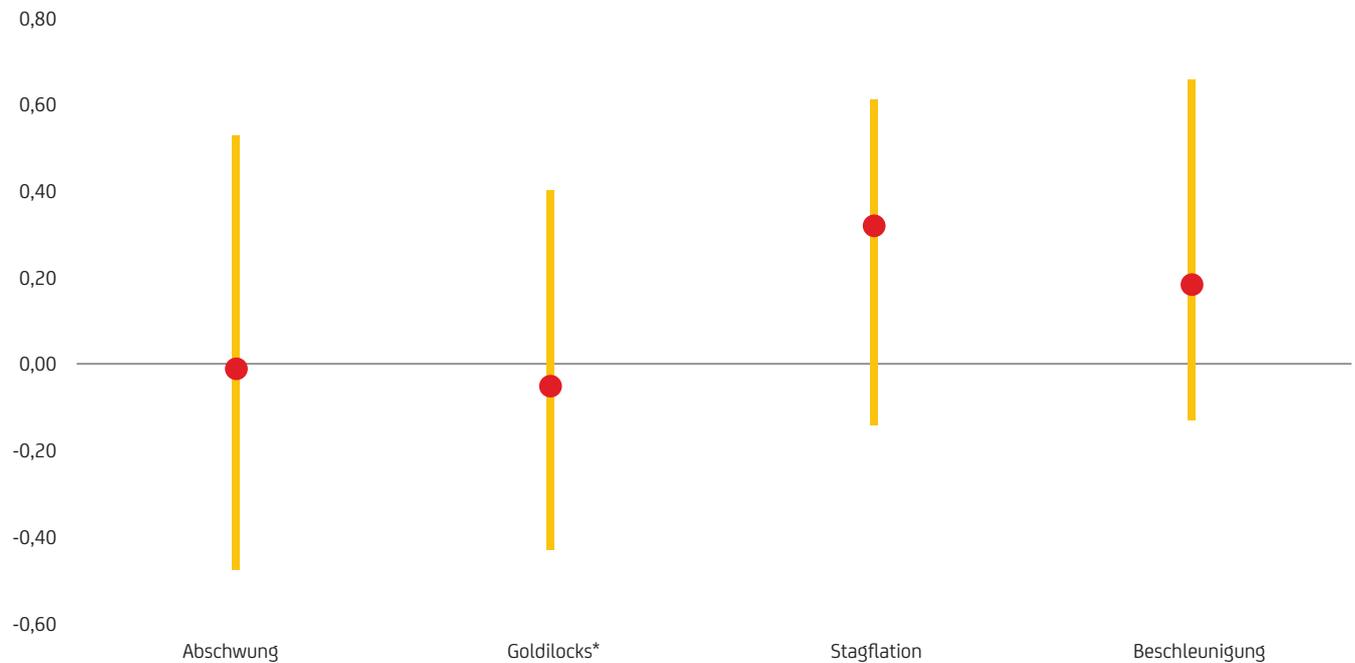
Vor dem Hintergrund einer Abschwächung des globalen Wachstums und Erwartungen einer sinkenden Inflation im zweiten Halbjahr dieses bzw. im ersten Halbjahr des kommenden Jahres, in Kombination mit dem jüngsten Anstieg der Anleiherenditen, bekräftigen wir unseren starken Fokus auf qualitativ hochwertige Anleihen, insbesondere auf Staatsanleihen. Unser Blick auf Aktien bleibt langfristig konstruktiv, wir bleiben aber bei unserer neutralen Positionierung, da Aktien mit herausfordernd makroökonomischen Rahmenbedingungen konfrontiert bleiben.

Hochwertigen Anleihen kommt in diesem Makro-Umfeld die Rolle als Absicherung gegenüber Aktien zu. Chart 5 zeigt, wie die über einen Zeitraum von 12 Monaten berechneten Korrelationen zwischen Anleihen und Aktien innerhalb unterschiedlicher Szenarien variieren können. Das Diversifizierungspotenzial von Anleihen gegenüber Aktien (negative Korrelation) ist in unserem Basisszenario "Abschwung" mit am größten. Ein solches Szenario ist im Euroraum und China bereits im Gange, während die USA bisher eine bemerkenswert robuste wirtschaftliche Entwicklung aufweisen.

Wir müssen jedoch darauf hinweisen, dass die Risiken für ein „**Stagflationsszenario**“<sup>11</sup> zugenommen haben, auch wenn letzteres nicht unser Basisszenario ist. In einem solchen Szenario, das durch den jüngsten Anstieg der Ölpreise aufgrund der Verknappung des Ölangebots begünstigt wird, verschwindet der Vorteil der Diversifizierung, da Anleihen und Aktien tendenziell beide unter Druck geraten (positive Korrelation, siehe auch Grafik 5).

<sup>11</sup>Als Stagflation wird eine konjunkturelle Situation bezeichnet, die dadurch gekennzeichnet ist, dass die Wirtschaft nicht wächst und gleichzeitig Inflation und Unterbeschäftigung herrschen.

## 5. 12-MONATS-KORRELATION VON ANLEIHEN UND AKTIEN



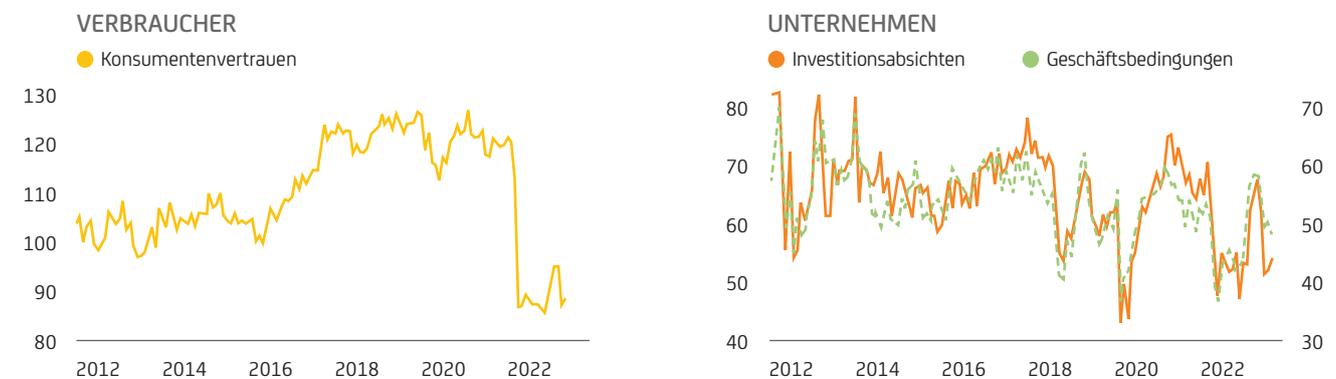
Hinweis: \*Im Goldilocks-Szenario wächst die Wirtschaft weder zu stark noch zu schwach, sondern leicht oberhalb des historischen Durchschnitts. Die Konjunktur befindet sich in perfekter Balance. Dargestellt sind über einen 12-Monatszeitraum berechnete Korrelationen zwischen den (monatlichen) Renditen von Aktien und Anleihen  
Quelle: UniCredit Research, UniCredit Group Investment Strategy

Bei der Allokation in regionale Aktien behalten wir unsere neutrale Positionierung gegenüber US-Aktien angesichts des bemerkenswert robusten Zustands der US-Wirtschaft und der stabilen Unternehmensgewinne bei. Allerdings besteht Unsicherheit über das Ausmaß der potenziellen wirtschaftlichen Abschwächung in den kommenden Monaten. Die hohen Bewertungen von Aktien lassen letztere im Falle eines Wirtschaftsabschwungs anfällig erscheinen.

Vor dem Hintergrund des schwachen Wirtschaftswachstums im Euroraum, einer restriktiven EZB und der Anfälligkeit der Wirtschaft für steigende Öl- und Gaspreise bleiben wir auch gegenüber europäischen Aktien neutral positioniert, sehen aber nach wie vor deren Potenzial für wert- und qualitätsorientierte Anleger.

Wir behalten die neutrale Aktienpositionierung ebenso für die Schwellenländer bei. Chinas Wirtschaft befindet sich in einem strukturellen (alternde Bevölkerung, geringe Produktivität des öffentlichen Sektors) und zyklischen (Immobilienkrise) Abschwung. Das Vertrauen der Verbraucher und der Unternehmen ist durch die Krise des Immobiliensektors, der etwa 70 % des Privatvermögens und 25 % des BIP ausmacht, stark beeinträchtigt.

## 6. DIE IMMOBILIENKRISE IN CHINA BELASTET DAS VERTRAUEN VON VERBRAUCHERN UND UNTERNEHMEN

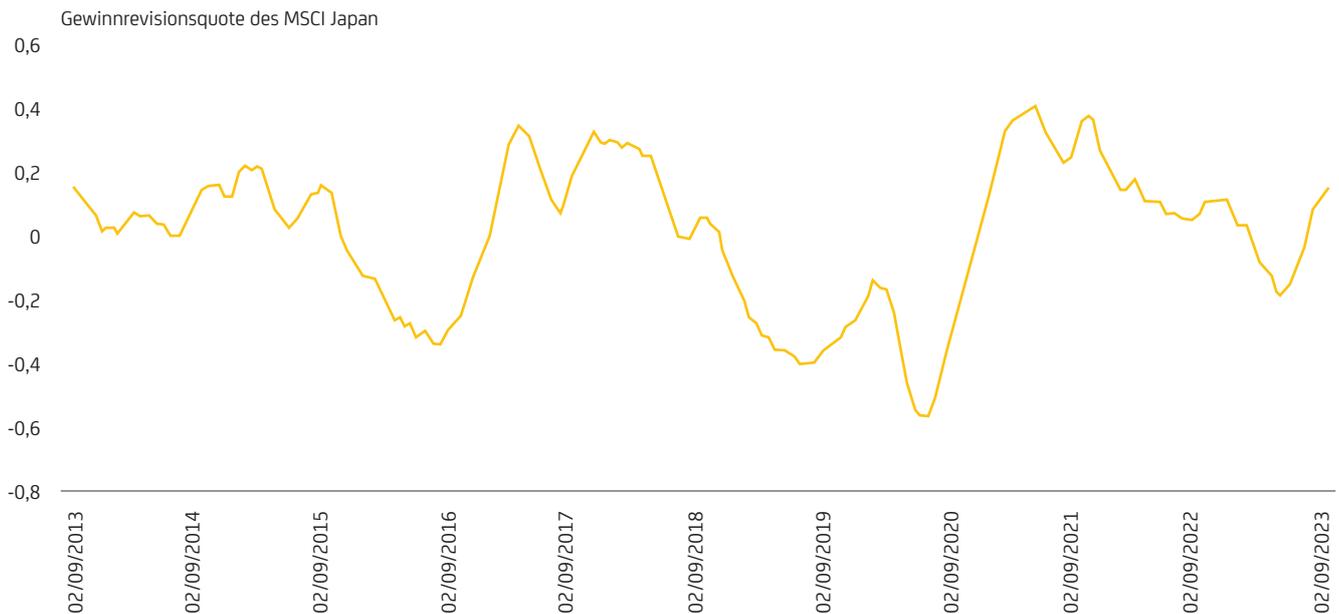


Quelle: China National Bureau of Statistics (NBS), Cheung Kong Graduate School of Business (CKGSB), UniCredit Group Investment Strategy

Bessere Aussichten sehen wir für Indien, das von seinem Konsumwachstum und dem Rückzug ausländischer Investoren aus China profitiert (siehe auch Fokus-Teil), und für Brasilien, da dort die Inflation sinkt, niedrigere Zinsen erwartet werden und sich steuerliche Maßnahmen positiv auswirken sollten. Insgesamt bleiben die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien günstig. Eine sorgfältige Länder- und Sektorenauswahl bleibt allerdings unabdingbar.

Wir bestätigen unsere Übergewichtung japanischer Aktien, die derzeit in Bezug auf die Gewinnrevisionsquote gut abschneiden (siehe Grafik 7), während der Anstieg der Inflation die Bank of Japan (BoJ) bislang nicht übermäßig zu beunruhigen scheint. Ein solides Lohnwachstum und die steigende Inflation – ohne das kurzfristige Risiko, dass die BoJ einen restriktiveren Kurs einschlagen könnte, und einer damit potenziell einhergehenden Aufwertung des Yen – sind stützende Faktoren. Darüber hinaus ermutigen der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse Unternehmen zu umfangreichen Aktienrückkäufen, die sich positiv auf die Kurse auswirken sollten. Ein potenzieller geldpolitischer Schwenk der BoJ könnte die japanischen Aktienmärkte hingegen belasten.

## 7. IN JAPAN VERBESSERT SICH DIE GEWINNREVISIONSQUOTE



Hinweis: 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.

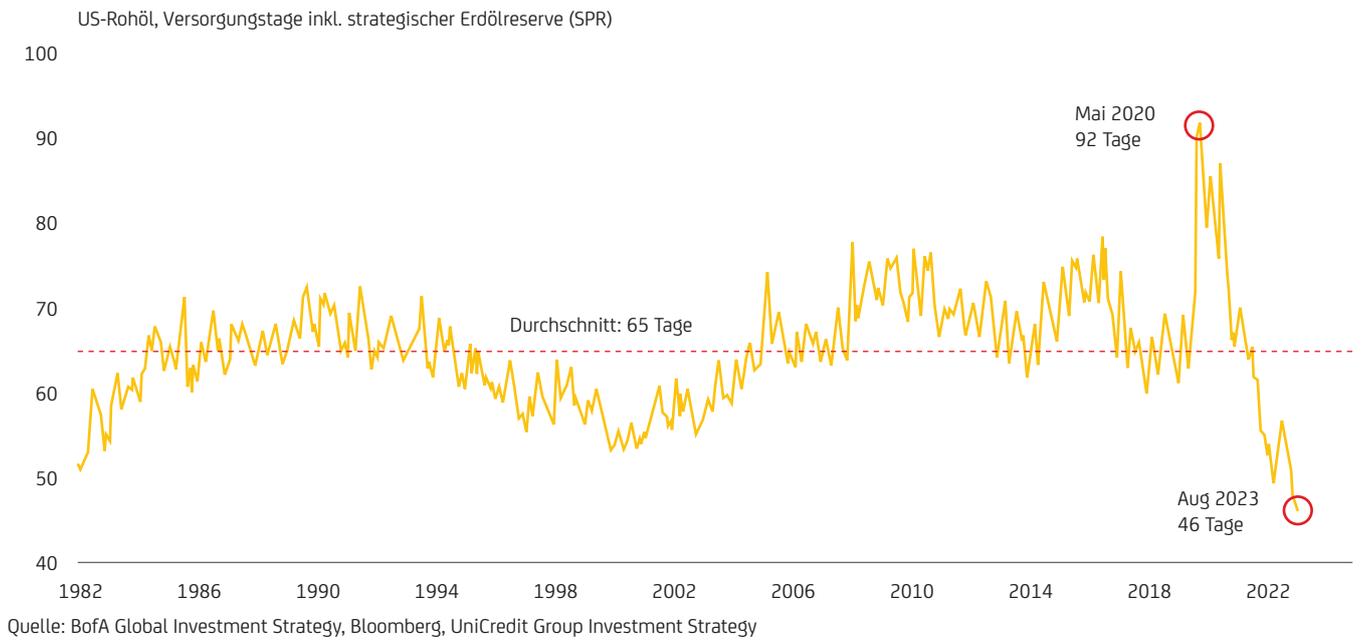
Quelle: MSCI, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 02.09.2013-02.09.2023

Bei der Allokation in Anleihen bekräftigen wir nicht nur unseren starken Fokus auf qualitativ hochwertige Staats- und Unternehmensanleihen (letztere jene mit guter Bonität, i.e. Investment Grade), sondern bleiben auch bei unserer neutralen Haltung gegenüber Schwellenländeranleihen. Sie bieten ein attraktives Carry und sollten von den in einigen wichtigen Ländern wie Brasilien bereits eingeleiteten Zinssenkungen profitieren. Wir bleiben selektiv und meiden Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit.

Bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen bleiben wir vorsichtig, da deren Kreditaufschläge die Konjunkturabschwächung noch nicht vollständig widerspiegeln und ihre geringere Liquidität zu berücksichtigen ist.

Mit Blick auf die Entwicklung von Rohstoffen hat sich Rohöl in den vergangenen Monaten deutlich verteuert, gestützt durch die Angebotsverknappung aufgrund der Produktionskürzungen der OPEC+, die niedrigen Lagerbestände und die geringen Kapazitätsreserven. Ein Abrücken der OPEC+ von ihrer aktuellen Förderpolitik ist derzeit nicht absehbar.

## 8. US-ROHÖLLAGERBESTÄNDE AUF 40-JAHRES-TIEF



Der US-Dollar wird kurzfristig weiter durch das gegenüber der schleppenden Erholung in China bzw. der schwächelnden Wirtschaft der Eurozone überlegene US-Wachstum gestützt.

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## AKTIEN

### AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Aktien zeigen sich weiterhin widerstandsfähig, und an den Märkten herrscht Zuversicht, dass ein „Hard Landing“, also eine schwere Rezession, vermieden werden kann. Allerdings scheinen die höheren Zinssätze noch nicht vollumfänglich spürbar zu sein, und das Risiko verzögerter Bremswirkungen der Zinserhöhungen auf die Wirtschaft sollte nicht vernachlässigt werden. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung in globalen Aktien, die Spielraum für taktische Anpassungen an kurzfristige Marktentwicklungen bietet. Auch die Selektion von Sektoren und Titeln hat weiter hohe Bedeutung.

### AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Während sich das makroökonomische Umfeld abschwächt, werden europäische Aktien durch das weiterhin restriktive Vorgehen der EZB belastet, auch wenn Signale, dass der Straffungszyklus nun wohl zu Ende ist, zuletzt lauter geworden sind. Die nach wie vor vergleichsweise günstigen Bewertungen europäischer Aktien unterstützen diese Anlageklasse, die entsprechend gute Opportunitäten für wert- und qualitätsorientierte Anleger bieten. Wir bleiben bei einer neutralen Gewichtung.

### US-AKTIE: NEUTRAL

Der starke (wenngleich etwas schwächer werdende) Arbeitsmarkt und die bis dato stabilen Erträge der Unternehmen haben US-Aktien unterstützt, aber die gestiegene Unsicherheit in Bezug auf die Dimension der wirtschaftlichen Abkühlung (im kommenden Jahr) wirkt belastend. Zudem weist der S&P 500 Aktienindex nach wie vor eine außergewöhnlich hohe Marktkonzentration auf. Mögliche Zinssenkungen im kommenden Jahr könnten zinsensensitive Segmente (wie Technologie) aber perspektivisch unterstützen. Insgesamt behalten wir eine neutrale Gewichtung bei.

### SCHWELLENLÄNDER-AKTIE: NEUTRAL

Die wirtschaftliche Erholung Chinas verläuft schleppend. Wir erwarten daher weitere geld- und fiskalpolitischen Lockerungen, die gezielt sein werden und stützend wirken dürften. In Lateinamerika entwickelt sich Brasilien aufgrund der Erwartung von (weiteren) Zinssenkungen, da die Inflation sinkt, und von Steuerreformen zu einem Lichtblick. Insgesamt bleiben die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien günstig. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung, wobei ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren bei Schwellenländern unabdingbar bleibt.

### ASIEN-PAZIFIK-AKTIE (ENTWICKELTE MÄRKTE): ÜBERGEWICHTEN

Ein solides Lohnwachstum und die steigende Inflation – bei einer BoJ, die gleichzeitig ihre lockere Geldpolitik fortsetzt – sind positive Faktoren für Japan, das die lange Phase der Deflation hinter sich gelassen zu haben scheint. Darüber hinaus ermutigen der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse Unternehmen zu umfangreichen Aktienrückkäufen, die sich positiv auf die Kurse auswirken sollten. Ein unerwartet rascher Schwenk der BoJ in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik dürfte japanische Aktien hingegen belasten. Insgesamt behalten wir ein Übergewicht bei.

## RENTEN

### RENTEN GLOBAL: NEUTRAL

Infolge der im vergangenen Jahr massiv gestiegenen Renditen bieten globale Renten mittlerweile konkurrenzfähiges Ertragspotenzial. Angesichts eines Wirtschaftswachstums, das sich zunehmend eintrübt, und einer Inflation, die sich im zweiten Halbjahr (wenn auch weniger rasch als erhofft) abzukühlen scheint, behalten wir unseren Qualitätsfokus bei der Selektion von Anleihen bei.

### EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Die Eintrübung des makroökonomischen Bildes und die sich (wenn auch langsamer als erhofft) abkühlende Inflation lassen uns trotz der nach wie vor restriktiven Geldpolitik der EZB konstruktiv auf diese Anlageklasse blicken. Das aktuelle Zinsniveau dürfte in der Nähe des Höhepunkts liegen.

### NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL

Angesichts einer US-Wirtschaft, die sich weiterhin erstaunlich robust präsentiert, stützen die sinkende Inflation und Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Fed mittelfristig (Mitte 2024) einen lockeren geldpolitischen Kurs einschlagen dürfte, Nicht-EWU-Staatsanleihen. Die Risiken einer weiteren Straffung durch die Fed sind jedoch weiterhin vorhanden, abhängig von den eingehenden Daten.

### EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN MIT GUTER BONITÄT (INVESTMENT GRADE): ÜBERGEWICHTEN

Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität bieten angesichts gestiegener risikofreier Zinsen interessante Renditen. Angesichts enger Kreditaufschläge verstärken wir unsere qualitativ hochwertigen, selektive und defensive Ausrichtung weiter für den Fall, dass sich das makroökonomische Bild spürbarer abkühlen sollte.

### HOCHVERZINSLICHE EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN: UNTERGEWICHTEN

Die Kreditaufschläge von hochverzinslichen (HY) Unternehmensanleihen berücksichtigen noch nicht in vollem Umfang die mögliche Abkühlung der Wirtschaft, insbesondere in den USA. Außerdem sind HY-Anleihen nicht ausreichend liquide und erscheinen deswegen in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus nach wie vor wenig interessant.

### SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG): NEUTRAL

Schwellenländer-Anleihen in harter Währung bieten grundsätzlich eine interessante Carry, aber unser Fokus liegt weiterhin auf qualitativ hochwertigen Anleihen. Wir bleiben defensiv und selektiv und meiden weiterhin Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit.

## **SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN**

Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung dürften von den Erwartungen der Marktteilnehmer eines Schwenks der Fed in Richtung einer lockeren Geldpolitik (Mitte 2024) und einer damit potenziell einhergehenden Schwächung des US-Dollars profitieren. In Lateinamerika öffnet die sinkende Inflation den Zentralbanken die Tür zu einer Lockerung der Geldpolitik. Dabei gilt es zu beachten, dass die Entwicklungen der Schwellenländerwährungen, die oftmals hohe Schwankungen aufweisen, den potenziellen Ertrag jedoch merklich beeinträchtigen können.

## **GELDMARKT/LIQUIDITÄT: NEUTRAL**

Cash bietet interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität.

## **ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL**

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

## **ROHSTOFFE: NEUTRAL**

Rohöl hat sich in den vergangenen Monaten deutlich verteuert, gestützt durch das knappe Angebot infolge der Produktionseinschränkungen durch die großen Förderländer wie Saudi-Arabien und Russland. Ein Abrücken der OPEC+ von ihrer aktuellen Förderpolitik ist derzeit nicht absehbar.

## **GOLD: NEUTRAL VON ÜBERGEWICHTEN**

Während das Aufwärtspotenzial des Edelmetalls durch die hawkische Fed-Sitzung und den stärkeren US-Dollar zuletzt limitiert scheint, könnte es mittelfristig von potenziell sinkenden US-Zinsen und den geopolitischen Unsicherheiten profitieren. Anhaltend hohe Zinsen und ein weiterhin solides Wirtschaftswachstum würden den Goldpreis hingegen belasten, da andere Anlageklassen in einem solchen Umfeld eine interessante Alternative für Investoren darstellen. Gold bildet im Portfolio grundsätzlich eine gute Absicherung gegenüber geopolitischen Risiken.

## **WÄHRUNGEN**

### **EUR-USD**

Der US-Dollar wird kurzfristig unterstützt durch die jüngste hawkische Fed-Sitzung (trotz unveränderten Zinsniveaus) und die stärkere US-Wirtschaftsdynamik, insbesondere gegenüber der Eurozone.



# Im Dialog

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

## Italien

### MUSS UNS DER JÜNGSTE ANSTIEG DER ÖLPREISE BEUNRUHIGEN?

Seit den jüngsten Tiefstständen im Juni ist der Ölpreis deutlich gestiegen. Die Gründe dafür liegen sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite. Auf der Angebotsseite kamen die Produktionskürzungen der OPEC+ zunächst überraschend. Sie zeigen allerdings die feste Absicht der Hauptexportländer Saudi-Arabien und Russland, den Verfall der Ölpreise zu bremsen, was für die Widerstandsfähigkeit ihrer Volkswirtschaften von entscheidender Bedeutung ist. Zwar steigt die Produktion in den USA, dem weltweit führenden Förderland, an – aber nur sehr langsam. Die Zahl aktiver Förderanlagen ist seit Jahresbeginn sogar um 100 auf 515 zurückgegangen (Stand: 15. September 2023), was Zweifel daran aufkommen lässt, dass das derzeitige US-Produktionsniveau gehalten werden kann. Auf der Nachfrageseite hingegen bleibt der Verbrauch von Rohöl in den USA hoch, da sich die Wirtschaft weniger als erwartet verlangsamt, so dass die Lagerbestände schrumpfen. In Asien hält China, der weltweit größte Ölverbraucher, trotz schwächelnder Konjunktur die Nachfrage hoch, und der Verbrauch in Indien, dem weltweit drittgrößten Verbraucher, steigt stetig und deutlich an (siehe auch Fokus-Teil). Vor diesem Hintergrund ist eine ausgeprägte Korrektur der Ölpreise nur schwer vorstellbar. Entscheidend ist jedoch, ob der Anstieg der Ölpreise eine erneute Beschleunigung der Inflationsraten nach sich ziehen wird. Die Gefahr, dass die Zentralbanken die Zinsen wieder bzw. weiter anheben müssen, um die Inflation einzudämmen, scheint jedenfalls nicht gebannt, und weitere Zinsschritte dürften sich negativ auf den Anleihemarkt auswirken. Aktuell halten wir das Risiko einer Stagflation (d. h. der Kombination aus niedrigem Wachstum und hoher Inflation), aber für gering.

Angesichts von Inflationsraten, die zwar nach wie vor deutlich über dem 2-Prozent-Zielwert liegen, aber stetig zurückgehen, wägen Fed und EZB ihr weiteres Vorgehen zunehmend anhand der eingehenden Daten vorsichtig ab. Der Rückgang der Ölpreise war sicherlich eine der Hauptursachen für den Rückgang der Gesamtinflationsrate und in der Folge mittelbar auch der Kerninflation. Letztere ist für die Zentralbanken der wichtigere Indikator für die Analyse künftiger Inflationsentwicklungen. So dürfte die jüngste Entwicklung des Ölpreises sicherlich einen Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflationsrate ausüben. Man darf jedoch nicht außer Acht lassen, dass die zweistelligen Teuerungsraten in der Zeit nach der Corona-Pandemie zwei außergewöhnliche Treiber hatten: die Unterbrechung der globalen Produktions- und Vertriebsketten und den Einmarsch Russlands in der Ukraine. Daher halten wir es für unwahrscheinlich, dass der Anstieg der Ölpreise im derzeitigen „normalen“ Umfeld ähnlich verheerende und dauerhafte Auswirkungen auf die Preisdynamik haben wird. Darüber hinaus sind für die Kerninflation vor allem die Wohnkosten von Bedeutung. Letztere haben in den USA ihren Gipfel überschritten und weisen einen deutlichen Disinflationstrend auf, der den Ölpreisanstieg ausgleichen oder sogar überkompensieren könnte. Diese Bewertung wird auch durch die erwarteten marktbasierten Inflationsraten gestützt (berechnet als Renditedifferenz zwischen nominalen und realen Staatsanleihen mit Inflationsschutz, sogenannte TIPS), die sich in den letzten Monaten recht stabil zeigen. Vor diesem Hintergrund sehen wir uns in unserer Einschätzung bestätigt, dass Anleihen mit guter Bonität (Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit einem Rating von mindestens BBB) eine Anlage darstellen, die gute Renditechancen mit dem Potenzial zur Absicherung gegenüber einer stärkeren Konjunkturabschwächung verbindet.

## FESTGELD ODER WERTPAPIERVERANLAGUNG?

Seit mehr als einem Jahr bekämpfen die Notenbanken die stark angestiegene Inflation mit diversen geldpolitischen Maßnahmen. Der jüngste Zinsschritt der EZB ist für Sparer eine gute Nachricht. Diese hat seit Mitte letzten Jahres zum zehnten Mal die Zinsen angehoben und den Einlagensatz, den Geschäftsbanken für das Parken überschüssiger Gelder von der Notenbank erhalten, auf ein neues Rekordhoch von 4,00 % angehoben. Das ist das höchste Niveau seit dem Start der Währungsunion 1999. Viele Experten gehen nun von einer Zinspause und dem Erreichen des Zinsgipfels aus. Das aktuelle Zinsniveau ist ein attraktives Umfeld für Sparer und die Diskussionen häufen sich, ob es nicht interessanter wäre, statt einer Wertpapierveranlagung das Ersparte in Festgeldern zu parken. Das letzte Kalenderjahr hat viele Anleger verunsichert und gezeigt, dass auch Staatsanleihen teilweise über 10 % verlieren können. Diese Kursverluste bei Anleihen, die wir in den letzten 50 Jahren in diesem Ausmaß nicht erlebt haben, haben sich negativ auf die Performance vieler Portfolios ausgewirkt. Darüber hinaus sind viele Investoren aufgrund der großen Unsicherheit, wie sich die Inflation und die Konjunktur in der Eurozone entwickeln werden, verunsichert. Ist es jetzt ratsam, sich die hohen Zinsen mittels Festgeldveranlagung zu sichern oder ist eine diversifizierte Wertpapierveranlagung doch die bessere Variante?

Auf den ersten Blick erscheinen die Zinssätze bei Festgeldern interessant zu sein und eine Alternative zu einer Wertpapierveranlagung zu bieten. Die Risiken der Wiederveranlagung bei Ablauf der Zinsvereinbarung scheinen aber erheblich. In einem Jahr könnten sich die möglicherweise stattfindenden ersten Zinssenkungen negativ auf das Umfeld der Wiederveranlagung auswirken. Ein rechtzeitiges Nutzen von Chancen auf dem Kapitalmarkt ist vom Einstiegszeitpunkt schwer einschätzbar. Die Renditen sind bei vielen Anleihen durch die deutlichen Zinsanstiege allerdings heute wieder sehr ansprechend. Ein nicht unerheblicher Teil der Emissionen von Staatsanleihen liegen im 5-jährigen Laufzeitenbereich wieder über der aktuell eingepreisten Inflationserwartung. Damit sind wieder positive Realrenditen (Renditen abzüglich der Inflationsrate) im sichersten aller Segmente möglich. Man kann getrost von einer Zeitenwende sprechen. Allein aus dieser Endfälligkeitsbetrachtung sind Anleihen also wieder interessant.

Sollte sich das Wirtschaftswachstum eintrüben, dann lebt auch die Fantasie rückläufiger Renditen auf. Die so möglichen Kursgewinne können vor allem in gemischten Strategien – mit Aktien und Anleihen – auch wieder als Puffer gegen mögliche Kursrückgänge bei risikoreicheren Veranlagungen dienen. Das Risiko besteht jedoch, dass steigende Renditen die Anleihenurse weiter belasten. Aus unserer Sicht ist der Zinsanhebungszyklus bereits weit fortgeschritten, weshalb wir diesem Szenario eine geringe Wahrscheinlichkeit beimessen. Wir nutzten dieses Umfeld im Sommer, um die zu Anfang des Jahres geschaffene Liquidität in europäische Staatsanleihen zu investieren. Ein kleiner Teil wurde auch in globale Anleihen (Anleihen entwickelter Länder außerhalb des Euro-Raums) investiert. Durch diesen Schritt profitieren wir stärker von allfällig sinkenden Renditen. Wir sicherten uns die attraktiven Renditeniveaus für einen längeren Zeitraum, als dies mit einer Geldmarktbindung möglich gewesen wäre.

**OLIVER PRINZ**, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

### **GIBT DER BOOM BEIM BAU NEUER FABRIKEN IN DEN USA DER FED ANLASS ZUR SORGE?**

In den USA ist die Biden-Administration bemüht, die wirtschaftlichen Abhängigkeiten vom Ausland zu verringern, die Widerstandsfähigkeit der globalen Wertschöpfungsketten zu verbessern, den grünen Wandel zu beschleunigen und Industrieregionen, die zu Verlierern der Globalisierung und dem technologischen Fortschritt zu werden drohen, wiederzubeleben. Anders als in früheren Episoden (aggressiver) geldpolitischer Straffung erlebt das verarbeitende Gewerbe in den USA dank der entsprechenden regulatorischen und fiskalischen Weichenstellungen (Infrastructure Investment and Jobs Act, CHIPS Act sowie Inflation Reduction Act) sowie großzügiger Subventionen einen außergewöhnlichen Boom beim Bau neuer Produktionsstätten: Die Ausgaben des verarbeitenden Gewerbes für das Baugewerbe stiegen seit Anfang 2022 rasant an, insbesondere in der Computer-, Elektronik- und Elektroindustrie, wo sich die realen Bauausgaben laut US-Finanzministerium in dieser Zeit nahezu vervierfachten.

Auch wenn das robuste US-Wirtschaftswachstum zuletzt in erster Linie auf den starken privaten Konsum zurückzuführen sein dürfte (und weniger auf die industriepolitischen Maßnahmen der US-Regierung), bergen letztere die Gefahr, dass unternehmerische Investitionsentscheidungen vom Konjunkturzyklus abgekoppelt werden. Insofern könnte der jüngste Boom beim Bau neuer Fabriken symptomatisch für ein breiteres Phänomen sein, das die Aufgabe der Fed bei der Eindämmung der Inflation erschweren könnte, da zwar mittelfristig die Produktionskapazitäten der Wirtschaft ausgeweitet werden (mit disinflationären Effekten), kurzfristig die Nachfrage jedoch angekurbelt wird (mit inflationären Effekten). Wenn Unternehmen die vorhandenen fiskalischen Anreize nutzen und expandieren wollen, könnte sich der US-Arbeitsmarkt weniger schnell abkühlen als erhofft. Nicht auszuschließen ist, dass die Geldpolitik der Fed vor diesem Hintergrund länger restriktiv bleiben muss, zumal die Ausweitung inländischer Produktionskapazitäten potenziell auf Kosten von Effizienzgewinnen aus dem internationalen Handel und der Spezialisierung geht – und die Industriepolitik auch auf diesem Weg mittelfristig für Inflationsdruck sorgen könnte.

**PHILIP GISDAKIS**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	22.09.22	22.09.18	22.09.19	22.09.20	22.09.21	22.09.22	22.09.18	01.01.23
Bis	22.09.23	22.09.19	22.09.20	22.09.21	22.09.22	22.09.23	22.09.23	22.09.23
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	18,2	2,7	9,2	33,7	-17,4	18,2	45,9	12,5
MSCI Emerging Markets (in USD)	7,8	1,4	9,5	19,3	-24,5	7,8	5,7	3,3
MSCI US (in USD)	16,8	4,1	14,8	35,4	-15,2	16,8	60,3	14,2
MSCI Europe (in EUR)	17,4	6,6	-7,4	32,7	-9,3	17,4	37,9	10,2
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	11,8	-0,2	10,2	19,4	-24,0	11,8	10,2	5,0
STOXX Europe 600 (in EUR)	17,2	6,5	-5,8	33,0	-10,9	17,2	37,5	9,8
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	24,1	1,2	2,0	23,1	-19,2	24,1	25,2	11,7
MSCI Italy (in EUR)	38,0	8,4	-15,4	36,3	-9,6	38,0	53,9	25,3
ATX (Österreich, in EUR)	16,9	-5,8	-29,2	76,1	-17,8	16,9	12,0	5,9
SMI (Schweiz, in CHF)	10,3	15,5	7,1	17,8	-10,5	10,3	42,9	5,9
S&P 500 (USA, in USD)	16,9	4,2	13,0	34,6	-13,2	16,9	60,8	13,9
Nikkei (Japan, in JPY)	22,0	-4,7	8,0	29,0	-6,6	22,0	50,1	25,7
CSI 300 (China, in Yuan)	-0,9	21,7	21,6	5,9	-18,1	-0,9	22,0	-1,2
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-2,3	15,7	13,3	-3,5	-17,4	-2,3	2,4	-1,9
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-1,1	10,3	8,7	-2,4	-13,7	-1,1	0,1	-1,0
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	3,1	12,8	8,6	2,9	-17,7	3,1	7,3	1,6
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-3,5	11,1	-0,6	-1,2	-18,2	-3,5	-13,6	1,0
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-2,8	10,5	0,6	-0,6	-16,9	-2,8	-10,4	0,6
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	2,6	5,8	0,3	2,0	-15,0	2,6	-5,5	2,7
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	72	-131	-104	67	238	72	136	60
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	79	-115	-127	42	309	79	183	61
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	53	-109	-99	2	339	53	181	44
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	73	-100	8	18	230	73	225	14
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	83	-103	-3	13	243	83	228	25
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	37	-80	11	-19	358	37	306	9
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-28	6	18	-47	58	-28	7	-18
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-98	56	161	-236	182	-98	68	-86
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-40	2	-1	-17	92	-40	36	-9
Euro-Unternehmensanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-127	-1	115	-170	256	-127	77	-73
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	202	-23	-188	-9	351	202	329	89
Euribor (EUR, 3 Monate)	284	-7	-11	-4	166	284	428	183
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	7,7	-6,3	6,9	-0,1	-15,7	7,7	-9,5	-0,2
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-0,5	-0,4	3,8	-6,3	1,5	-0,5	-2,9	-2,1
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-0,4	-3,3	-1,3	0,7	-10,5	-0,4	-14,1	-2,0
Japanischer Yen (EUR-JPY)	13,4	-9,8	4,0	4,7	8,3	13,4	19,2	12,2
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	14,9	24,4	21,5	-7,7	-6,4	14,9	52,9	5,5
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-0,5	-3,5	4,5	43,2	-14,5	-0,5	18,3	-8,5
Gold (in USD pro Feinunze)	15,4	24,9	24,8	-6,7	-6,0	15,4	60,9	6,2
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	3,3	-17,5	-35,1	82,7	18,4	3,3	18,4	9,9

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: 22.09.2023.

# 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 GmbH deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank GmbH 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.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 22. September 2023.



**UniCredit Bank GmbH**  
Client Solutions



**Address**  
Arabellastraße 12  
81925 München



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



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