

# Russland-Ukraine: Viele schlimme Nachrichten bereits eingepreist, aber die Aussichten verschlechtern sich



**Pascal BLANQUÉ**  
Chairman Amundi  
Institute



**Monica DEFEND**  
Head of Amundi  
Institute



**Matteo GERMANO**  
Deputy Group Chief  
Investment Officer



**Vincent MORTIER**  
Group Chief Investment  
Officer  
Mitarbeit von

**Eric MIJOT**  
Head of Developed  
Markets Strategy  
Research, Amundi  
Institute

**Lorenzo PORTELLI**  
Head of Cross Asset  
Research, Amundi  
Institute

- **Marktreaktionen:** Die Märkte sind nach wie vor sehr volatil, die Aktienmärkte sind rückläufig, doch gab es zuletzt gewisse Anzeichen einer Stabilisierung. Öl ist nach dem von den USA und UK verhängten Embargo gegen russisches Öl weiterhin angespannt. Die Nachfrage nach sicheren Anlagen („Safe-Haven“), wie Gold, ist nach wie vor hoch. Zwar ist ein Erholungsprozess bei Value-Aktien (wertorientierte Aktien) im Gange (die erste Neubewertung begann vor der Krise, dann kamen die Auswirkungen der Krise auf europäische Vermögenswerte), doch ist diese Erholung unvollständig und fragmentiert. Insbesondere bleibt abzuwarten, wie sich die von der Fed und der EZB bestätigten ersten Schritte der "Normalisierung" in der Praxis auswirken. Dies spricht für etwas Geduld, da die wahrscheinliche zusätzliche Volatilität mögliche Einstiegspunkte bieten wird.
- **Ausblick:** Wir haben unsere globalen Wachstumsprognosen nach unten korrigiert, da die Weltwirtschaft durch höhere Energie- und Lebensmittelpreise sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Produktionsseite beeinträchtigt werden wird. In Europa sind die Stagflationsrisiken am höchsten und eine vorübergehende Rezession im Jahr 2022 ist möglich. China dürfte weiterhin zur Stabilisierung des globalen Wachstums beitragen.
- **Erwartungen für Unternehmensgewinne; Aktienperspektiven:** Geringeres Wachstum und tendenziell höhere Preise werden die Gewinnspannen unter Druck setzen und könnten zu einer Gewinnrezession führen. Wir glauben, dass die USA dies vermeiden können, Europa ist diesbezüglich stärker gefährdet. Unserer Ansicht nach sind in den aktuellen Marktkorrekturen die meisten schlechten Nachrichten enthalten, aber weitere Rückgänge sind möglich, wenn auch in begrenztem Ausmaß, es sei denn, eine weitere Eskalation der Krise gefährdet die Weltwirtschaft (was nicht unser Basisszenario ist). Wir bleiben deshalb vorsichtig bei Aktien, sind aber bereit, Risiken zu erhöhen, da eine Verbesserung der Krisensituation eine Erholungsrallye auslösen könnte, insbesondere an den europäischen Märkten.  
**Wichtigste Überzeugungen:** Wir bleiben bei einer eher vorsichtigen Risikoallokation und achten bei der Auswahl von Aktien und Unternehmensanleihen auf Inflationsresistenz. Wir managen die Duration – ein Maß für die Zinssensitivität – aktiv, bleiben dabei aber insgesamt im kurzen Bereich, da wir sehen, dass höhere Inflation die Renditen mittelfristig nach oben treiben wird, die kurzfristige Dynamik jedoch taktische Chancen bieten könnte. Bei Unternehmensanleihen achten wir weiterhin auf das Liquiditätsrisiko.

Die zweite Woche des Konflikts in der Ukraine war von noch mehr Marktvolatilität geprägt. Aktien sind auf breiter Front gefallen. Die Nachfrage nach sicheren Anlagen drückte die Rendite für 10-jährige US-Staatsanleihen vorübergehend auf 1,7%, bevor sie angesichts des steigenden Inflationsdrucks auf 1,9% stieg. Indessen blieb der Goldpreis gut unterstützt und stieg kurzzeitig über die Marke von 2000 USD je Unze. Was den Gesamtmarkt betrifft, so ist die Unsicherheit nach wie vor sehr ausgeprägt, wobei die Rohstoffe besonders stark unter Aufwärtsdruck stehen. Das gemeinsame Embargo der USA und Großbritanniens gegen russisches Öl hat den Preis auf einen Höchststand von 130 USD je Barrel getrieben. Europäisches Gas ist seit Jahresbeginn um 200% gestiegen.

Nach mehreren Verhandlungsrunden hat sich das Gespräch an der Kriegsfront auf die russischen Forderungen bezüglich der abtrünnigen Regionen Donbass und Krim verlagert. Eine rasche Beilegung des Konflikts ist derzeit jedoch höchst ungewiss. Vor diesem Hintergrund richtet sich die Aufmerksamkeit der Märkte auf eine Bewertung der makroökonomischen Aussichten.

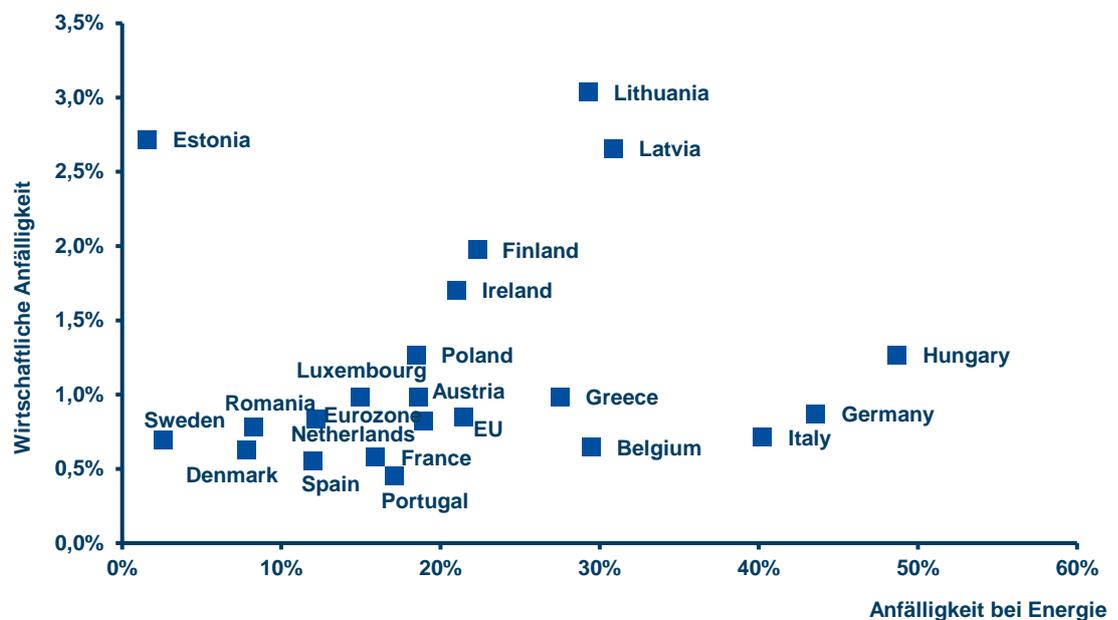
Der Konflikt wird sich ziemlich sicher auf Wachstum und Inflation auswirken, insbesondere durch höhere Energie- und Lebensmittelpreise. Wir haben unsere globalen Wachstumsprognosen nach unten korrigiert und unsere Inflationserwartungen für 2022 angehoben.

Obwohl es immer noch schwierig ist, die Auswirkungen der Krise auf die makroökonomischen Fundamentaldaten vorherzusehen, gehen wir davon aus, **dass die Inflation in der Eurozone im Laufe des Jahres hartnäckig hoch bleiben wird, insbesondere bei Energie und Lebensmitteln, was sich negativ auf die Nachfrage und die Produktion auswirken wird.** Dieser Ausblick ist konsistent mit einer möglichen vorübergehenden Rezession am unteren Ende unserer Prognosebandbreite. Insgesamt haben wir die Prognose für das globale Wachstum für das laufende Jahr um 0,5 Prozentpunkte nach unten korrigiert (auf eine Spanne von 3,3% - 3,7%).

**"Wir gehen davon aus, dass die Inflation in den Schwellen- und Industrieländern tendenziell steigen und das Wachstum geringer ausfallen wird als ursprünglich erwartet, wobei die Risiken für Europa und insbesondere Länder, die anfälliger für Sanktionen und die Energiepreisdynamik sind, höher sind."**

Die globale Inflationsprognose wurde in den Schwellenländern und in den Industrieländern nach oben korrigiert (um etwa 0,5% für 2022), was auf der unterschiedlichen Gewichtung der Energiekomponente in den VPI-Körben beruht. **In der Eurozone sehen wir für 2022 die Inflation nun in einer Spanne von 4,5% - 5,8% und in den USA bei 5,7% - 6%.** Außerdem entspricht die unterste Bandbreite unserer EU-Wachstumsprognose einem Stagflationsszenario oder sogar einer vorübergehenden Rezession. Es gibt jedoch viele Unterschiede zwischen den Ländern, die vom Grad ihrer Energieunabhängigkeit und von ihrer Anfälligkeit für die übergreifenden Effekte von Sanktionen abhängen.

#### Anfälligkeit europäischer Länder gegenüber Russland-Sanktionen



Quelle: Amundi Institute, Eurostat, OECD, Weltbank. Die Daten entsprechen dem Stand vom 2. März 2022. Die wirtschaftliche Anfälligkeit wird als Anteil der Bruttowertschöpfung des Landes an der russischen Inlandsnachfrage und den Ausfuhren gemessen. Die Energieabhängigkeit von Russland wird gemessen als der Anteil der Importe von Erdgas, Erdöl und festen Brennstoffen aus Russland an den Gesamtimporten, gewichtet mit der Energieabhängigkeit der einzelnen Länder

**Positiv zu vermerken ist, dass Chinas Wirtschaft das globale Wachstum weiterhin unterstützen dürfte.** Das Land hat einen neuen Lockerungszyklus für 2022 eingeleitet, im Gegensatz zu anderen Volkswirtschaften, die begonnen haben, die Geldpolitik straffer zu gestalten. Am vergangenen Wochenende erklärten die chinesischen Behörden ein Wachstumsziel von 5,5 % für dieses Jahr (über unseren ursprünglichen Erwartungen).

**"Die Korrekturen an den Aktienmärkten waren erheblich und stehen im Einklang mit einem Szenario niedrigeren Wachstums und schlechter werdender Ertragsaussichten."**

### Die meisten schlechten Nachrichten sind bereits im Markt eingepreist, aber vieles wird von der Entwicklung der Krise abhängen.

Die wirtschaftlichen Aussichten verschlechtern sich, und was zuvor als Alternativszenario galt, tritt nun ein. Aus diesem Grund **bleiben wir bei Aktien, insbesondere in Europa, etwas zurückhaltend.**

Im Wesentlichen folgten die Marktrückgänge zwei nacheinander eingetretenen Ereignissen:

1. Der Ausverkauf im Januar nach den am Monatsanfang erreichten Höchstständen war auf hohe Inflationszahlen und daraus resultierende geldpolitische Anpassungen zurückzuführen. In diesem Zusammenhang schnitten alle inflationsbezogenen Trades relativ gesehen gut ab (Value vs. Wachstum, EUR vs. USD, Finanzwerte vs. Rohstoffe usw.). Der erste Teil des Ausverkaufs hatte also nichts mit der Ukraine-Krise zu tun, sondern war eher eine Normalisierung, die sich nach dem außergewöhnlichen Ende des Jahres 2021 bereits abzeichnete.
2. Im Februar und März traf der Russland-Ukraine-Konflikt die Eurozone viel härter als die USA, da sich die Stimmung hinsichtlich der neuen Wirtschaftsaussichten zu verschlechtern begann. Die derzeitigen Gesamtrückgänge (-12 % in den USA, -17 % in der Eurozone, Stand: 10. März) stehen im Einklang mit einer deutlichen Korrektur der Risikoprämien.

Angesichts einer Verlangsamung des Wachstums und tendenziell höherer Inflation und unter der Annahme, dass es zu keiner weiteren Verschlechterung kommt (was derzeit zumindest für die USA das wahrscheinlichste Szenario ist), sind die aktuellen Niveaus angemessen. Den Fall einer leichten Gewinnrezession in der Eurozone haben die Märkte jedoch nicht vollständig eingepreist.

### Europas Aktienmärkte haben sich auf niedrigere Konjunkturerwartungen eingestellt



Quelle: Amundi Institute, Bloomberg, Sentix. Stand der Daten: 9. März 2022. Der Sentix-Wirtschaftsindex - Euro Aggregate ist ein Stimmung Indikator zur Messung der wirtschaftlichen Einschätzung auf Sicht von sechs Monaten und basiert auf einer Umfrage unter institutionellen und privaten Anlegern und Analysten.

Die großen Fragezeichen beziehen sich also auf die Unternehmensgewinne und das Potenzial für eine schwere Gewinnrezession. Zu Beginn dieses Jahres gingen wir bereits von einer Normalisierung des EPS-Trends auf globaler Ebene aus (EPS = Earnings Per Share = Gewinn je Aktie). Drei Monate später hatte sich das Risiko angesichts der stagflationären Auswirkungen der anhaltenden Krise nach unten verschoben. Wir sind der Meinung, dass die EPS in Europa stärker nach unten korrigiert werden sollten als in den USA, da dort ein stärkeres BIP-Wachstum zu erwarten ist.

- **US-Gewinnaussichten:** Ein US-Wirtschaftswachstum von über 3% hat im Allgemeinen ausgereicht, um positive Unternehmensgewinne zu erzielen. Aus heutiger Sicht kann also

**"Wir meinen, dass die Prognosen für die Gewinne pro Aktie in Europa mehr nach unten korrigiert werden sollten als in den USA, da dort ein stärkeres BIP-Wachstum erwartet wird".**

eine Gewinnrezession wahrscheinlich vermieden werden. Wir erwarten hier ein EPS-Wachstum von etwa 0 - 8%.

- **Europäische Gewinnaussichten:** Europa wird im Vergleich zu den USA stärker vom globalen Wachstum beeinflusst. Unsere jüngste globale Wachstumsprognose liegt zwischen 3,3% und 3,7%. Obwohl 3% globales Wachstum in der Regel ausreichen, um ein positives Gewinnwachstum in Europa zu erzielen, hängt es immer noch von den Auswirkungen und der Dauer des Konflikts ab. Wir können davon ausgehen, dass das europäische Gewinnwachstum zwischen -5% und +5% liegen wird. Daher ist eine vorübergehende Gewinnrezession möglich.

**"Wir glauben nicht, dass wir auf eine tiefe Rezession wie während der großen Finanzkrise zusteuern. Wenn dies jedoch der Fall wäre, hätten wir erst die Hälfte eines schmerzhaften Bärenmarktes hinter uns."**

Das ungünstigere Szenario einer tiefen Gewinnrezession in Verbindung mit einer wirtschaftlichen Rezession, wie bei der Großen Finanzkrise, ist unserer Ansicht nach unwahrscheinlich, wenn auch nicht ausgeschlossen, sollte der Krieg in der Ukraine zu einer ersten globalen Energiekrise eskalieren. In diesem Fall befänden sich die Märkte erst auf halbem Weg durch einen schmerzhaften Bärenmarkt.

Wir sind mit einem Aufruf zu Value (Value-Call) in die Krise gegangen, der so lange gültig ist, wie Wachstumspotenzial (keine Rezession) besteht und die Inflation und die Zinsen nach oben tendieren. Da die Value-Rotation im Januar sehr stark war, haben wir in diesem Value-Call zu Qualität tendiert, was in dieser Marktphase hilfreich war. Wir haben vor kurzem unsere defensive Positionierung erhöht und konzentrieren uns in unserem Auswahlansatz weiterhin auf das Thema Inflation, um die Krise zu bewältigen.

Was die europäischen Märkte betrifft, so ist ein Großteil der schlechten Nachrichten bereits eingepreist. Auf Basis des 12 Monates-PE liegt der MSCI Europe im Vergleich zum S&P500 nahe einem 20-Jahres-Tief, was ein Gefühl dafür vermittelt, wie stark die Auswirkungen auf Europa waren. Langfristig wird dies von Bedeutung sein. Die Fundamentaldaten (die hohe Impfquote in Europa, das Potenzial für einen Wachstumsaufschwung und die politische Unterstützung) sind solide, und ein höheres Wachstum in China kann ebenfalls hilfreich sein. Auch die fiskalischen Impulse werden wichtig sein. Mehr Klarheit in dieser Hinsicht ist von der informellen Tagung des Europäischen Rates in Versailles (10. und 11. März) zu erwarten, auf der erörtert werden soll, wie die europäischen Verteidigungskapazitäten gestärkt und die Energieabhängigkeit verringert werden können.

Derzeit ist Europa eine zentrale Region, die Eskalation findet in unmittelbarer Nähe statt, und Sensibilisierung ist der Schlüssel. Aber wenn der Krieg nicht so lange dauert, dass das Wirtschaftswachstum in Europa bis hin zur Rezession erstickt wird, gibt es Raum, um nach Kaufgelegenheiten zu suchen.

#### **Folgendes gehört zu unseren wichtigsten Überzeugungen:**

- **Die wirtschaftlichen Aussichten haben sich verschlechtert, und das Hauptszenario ist nun weniger freundlich, mit geringerem Wachstum und höherer Inflation** (insbesondere in Europa auf kurze Sicht). Trotz höherer Abwärtsrisiken rechnen wir nicht mit einer weltweiten Rezession.
- **Das chinesische Wachstum dürfte weiterhin solide bleiben und die Weltwirtschaft stützen** sowie als Katalysator für die europäische Erholung dienen, sobald das Schlimmste der Krise überwunden ist.
- Die Volatilität wird wahrscheinlich hoch bleiben, und trotz starker Marktkorrekturen **bleiben wir insgesamt vorsichtig und sichern uns gegen den ungewissen Ausgang der Krise ab.**
- **Wir halten weiterhin an einer kurzen Duration fest** und bleiben taktisch bei der Anpassung unserer Durationsposition, da dies in turbulenten Zeiten zur Absicherung beitragen kann.
- **Jede geopolitische Entspannung könnte eine Rallye auslösen. Da die meisten wirtschaftlichen Unsicherheiten bereits im Markt eingepreist sind,** sind wir bereit, unsere Risikoposition taktisch anzupassen. Unter der Annahme, dass sich die Lage im Ukraine-Krieg nicht drastisch verschlechtert, nähern wir uns dem Zeitpunkt, an dem man nach Einstiegspunkten suchen könnte.

**"Wir bestätigen unsere vorsichtige Haltung, sind uns aber bewusst, dass es in naher Zukunft Kaufgelegenheiten geben könnte und sind daher bereit, unsere Risikoposition taktisch anzupassen."**

- **Bei Aktien halten wir an einer Value/Quality-Tendenz fest, mit einer gewissen Beimischung von defensiven Titeln.** Es ist weiterhin wichtig, bei der Bewertung von Gelegenheiten sehr selektiv vorzugehen und sich auf die Inflationsresistenz zu konzentrieren.
- **Bei Unternehmensanleihen** sind die Risiken derzeit eher auf Liquidität bezogen als auf Fundamentaldaten. Die finanziellen Bedingungen verschärfen sich, daher ist es wichtig, das **Liquiditätsrisiko im Auge zu behalten.**

## AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS EINHEIT

Die Investment Insights Unit des Amundi Institute bündelt die Expertise unseres CIO und das Know-how unserer Investment Teams und setzt diese in praktische Erkenntnisse und Lösungen um, die auf die Bedürfnisse der Anleger abgestimmt sind. In einer Welt mit zahlreichen Informationsquellen wollen wir ein verlässlicher Partner erster Wahl sein, der Anleger regelmäßig mit klaren, zeitnahen und relevanten Analysen und Einschätzungen versorgt und bei ihren Entscheidungen unterstützt.

**Mehr über Amundi Investment Insights unter [www.amundi.com](http://www.amundi.com)**

### Wichtige Informationen

#### Dieses Dokument ist eine Marketingmitteilung.

Quelle: Amundi. Sofern nicht anders angegeben, stammen alle Informationen in diesem Dokument von Amundi Asset Management und sind aktuell mit Stand 10.03.2022. Dieses Material richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden mit Wohnsitz bzw. Sitz in Deutschland und ist nicht für „U.S. Persons“ gemäß Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 bestimmt. Die in diesem Dokument vertretenen Einschätzungen der Entwicklung von Wirtschaft und Märkten sind die gegenwärtige Meinung von Amundi Asset Management. Diese Einschätzungen können sich jederzeit aufgrund von Marktentwicklungen oder anderen Faktoren ändern. Es ist nicht gewährleistet, dass sich Länder, Märkte oder Sektoren so entwickeln wie erwartet. Diese Einschätzungen sind nicht als Anlageberatung, Empfehlungen für bestimmte Wertpapiere oder Indikation zum Handel im Auftrag bestimmter Produkte von Amundi Asset Management zu sehen. Es besteht keine Garantie, dass die erörterten Prognosen tatsächlich eintreten oder dass sich diese Entwicklungen fortsetzen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen nur für den internen Gebrauch verwendet, nicht vervielfältigt oder in irgendeiner Form weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten, Produkten oder Indizes verwendet werden. Darüber hinaus ist nichts in diesem Dokument als Steuer-, Rechts- oder Anlageberatung gedacht. Dieses Dokument wird in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt, und der Nutzer dieser Informationen trägt das gesamte Risiko der Nutzung dieser Informationen. Historische Daten und Analysen sollten nicht als Hinweis oder Garantie für zukünftige Performanceanalysen, Prognosen oder Vorhersagen verstanden werden. Herausgeber: Amundi Deutschland GmbH, Arnulfstr. 124-126, D-80636 München.

Datum der ersten Verwendung: 10. März 2022.

Dokument ausgestellt von Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS mit einem Kapital von 1.143.615.555 € - Portfoliomanager reguliert durch die AMF unter der Nummer GP04000036 - Hauptsitz: 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - Frankreich - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

---

### Chefredakteure

#### Pascal BLANQUÉ

*Chairman Amundi Institute*

#### Vincent MORTIER

*Group Chief Investment Officer*

---