

# The UniCredit Macro & Markets Weekly



Macro Research  
Strategy Research

No. 285  
1. August 2022

## “ Marktfokus wechselt von Inflations- zu Wachstumssorgen ”

Die Fed hob den Leitzins um 75 Bp an, deutete aber ein langsames Tempo der künftigen Straffung an. Das US-BIP sank in 2Q22 um 0,9% annualisiert. In der Eurozone stieg das BIP in 2Q22 um 0,7% ggü. Vq., während die Inflationsrate im Juli mit 8,9% ein neues Hoch erreichte. Das Ifo Geschäftsklima brach ein und signalisiert ein hohes Rezessionsrisiko für Deutschland in 2H22. Der IWF korrigierte seine globalen Wachstumsprognosen nach unten und warnte vor dem steigenden Risiko eines Abschwungs. Russland reduzierte die Gaslieferungen über die Nord Stream 1 Pipeline auf etwa 20% der Kapazität. Die 10J Bund- und UST-Renditen fielen angesichts der schwachen Wachstumsdaten um rund 15 Bp und liegen nun wieder auf einem Niveau, welches zuletzt im April verzeichnet wurde. Gestärkt durch die Aussicht auf eine langsamere Straffung der Fed blieb EUR-USD bei 1,02. Die Investment Grade Spreads, sowohl im Finanz- als auch im Nicht-Finanzsektor, engten sich leicht ein. Gute Quartalsberichte und nachlassende Befürchtungen hinsichtlich einer übermäßigen Straffung der Geldpolitik überwogen die Wachstumssorgen und trugen zur Erholung der Aktienmärkte bei.

- **Macro:** Wir erwarten, dass die BoE den Leitzins um 25 Bp anheben wird, wobei das Risiko eines Zinsschritts von 50 Bp hoch ist. In den USA erwarten wir einen Rückgang bei den im Juli neu geschaffenen Stellen auf 230.000.
- **FI:** Rezessionsängste haben dazu geführt, dass die Zinsanhebungserwartungen zurückgeschraubt wurden und die Renditen von Staatsanleihen fielen. Da der Pessimismus derzeit seinen Höhepunkt erreicht haben könnte, sehen wir ein gewisses Potenzial für einen Anstieg der Renditen im Laufe des Sommers.
- **FX:** Die globale Risikoaversion und Unsicherheit dürften die Devisenmärkte im August unruhig halten. Während wir EUR-USD vorerst weiter über Parität sehen, birgt die steigende Wahrscheinlichkeit einer Rezession in der Eurozone Abwärtsrisiken für unsere mittelfristigen Ziele.
- **Equities:** Die Berichtssaison zeichnet bisher ein konstruktives Bild, wobei positive Überraschungen überwogen haben, während das technische Marktumfeld auf eine anhaltende Bodenbildung im August hindeutet.
- **Credit:** Die Risiken für die europäischen Immobilienmärkte nehmen zu. Unserer Ansicht nach ist die Gefahr einer erheblichen Preiskorrektur bei Immobilien gering, aber weniger Transaktionen wirken sich negativ auf die Rentabilität der Banken aus, da Hypothekendarlehen zuletzt eine treibende Kraft bei der Kreditvergabe waren.

## Markets at a glance

	Current	Total return (%)					
Equities	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
MSCI World (USD)	2710	5.4	-2.5	-8.8	-10.6	-15.1	6.5
MSCI EM (USD)	998	-1.0	-5.9	-14.5	-20.6	-17.3	0.2
S&P 500	4072	6.8	-1.0	-7.4	-6.5	-13.8	7.7
Nasdaq Composite	12163	8.8	-1.2	-11.3	-17.1	-21.9	10.3
Euro STOXX 50	3692	4.4	-0.8	0.4	5.8	-1.8	6.1
DAX	13384	2.9	-5.1	-12.6	-14.4	-15.7	4.7
MSCI Italy	56.16	0.3	-7.7	-14.9	-9.9	-16.5	2.9
Rates (government bonds)	Yield (%)	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
1-3Y US	2.87	0.6	0.4	-1.9	-3.2	-2.6	0.4
7-10Y US	2.70	3.7	2.7	-5.9	-9.3	-8.1	3.0
1-3Y Germany	0.32	1.1	0.3	-1.2	-1.8	-1.4	0.8
7-10Y Germany	0.91	6.3	1.9	-6.1	-9.1	-6.9	5.1
1-3Y Italy	1.62	0.2	-0.6	-2.3	-2.7	-2.3	0.0
7-10Y Italy	3.26	2.3	-1.8	-11.4	-14.9	-12.1	1.7
Credit	OAS (bp)	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
iBoxx Non-Financials (EUR)	76	5.5	-0.1	-7.6	-10.3	-8.6	5.0
<i>iBoxx Non-Financials Sen (EUR)</i>	64	5.6	0.0	-7.4	-10.1	-8.4	5.0
<i>iBoxx Non-Financials Sub (EUR)</i>	328	4.4	-2.9	-10.5	-12.9	-11.9	5.2
iBoxx Financials (EUR)	119	4.6	-0.5	-6.9	-9.2	-7.9	4.3
<i>iBoxx Financials Sen (EUR)</i>	99	4.6	-0.5	-6.8	-9.1	-7.7	4.3
<i>iBoxx Financials Sub (EUR)</i>	231	4.7	-1.0	-7.6	-10.0	-8.9	4.6
iBoxx High Yield NFI (EUR)	484	3.8	-3.4	-9.2	-10.1	-10.2	4.8
EM hard currency* (USD)	413	1.4	-3.2	-13.7	-16.9	-15.9	1.5
Commodities	Current Price	Price change (%)					
	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
Oil (Brent, USD bbl)	109.3	-6.0	-0.1	21.4	43.7	40.5	-4.8
Gold (USD oz)	1,762.9	-3.0	-7.1	-1.9	-3.6	-3.6	-2.5
Bloomberg Commodity Index	121.4	-0.7	-6.2	13.3	24.5	22.4	3.7
Exchange rates	Current Price	Price change (%)					
	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
EUR-USD	1.02	-2.1	-3.1	-9.0	-14.0	-10.1	-2.5
EUR-GBP	0.84	2.5	-0.2	-0.6	1.3	0.1	2.5
EUR-CHF	0.97	2.4	5.4	7.0	10.6	6.6	2.8
EUR-JPY	136.0	4.9	0.7	-4.9	-4.3	-3.7	4.6
EUR-NOK	9.90	4.4	-0.1	1.0	4.8	1.2	4.2
EUR-SEK	10.40	2.8	-0.4	0.7	-2.2	-1.0	3.1
<i>EUR TWI</i>	93.4	-2.8	-1.3	-2.6	-6.3	-3.5	-1.8
EUR-PLN	4.74	-1.5	-1.2	-3.3	-3.6	-3.2	-0.9
EUR-HUF	404	-2.5	-6.4	-12.1	-11.5	-8.6	-1.9
EUR-CZK	24.6	0.5	0.1	-1.1	3.5	1.1	0.6
EUR-RON	4.93	0.2	0.3	0.2	-0.3	0.3	0.2
EUR-TRY	18.31	-5.1	-14.5	-18.3	-45.0	-17.6	-4.3
EUR-RUB	63.1	-13.1	19.5	37.6	37.8	35.4	-9.1

Returns are shown in domestic currency \*Bloomberg index  
 Kurse von Freitag, 29. Juli 2022, 11:00 CET

Quelle: IHS Markit, Bloomberg, UniCredit Research

## Major data releases and economic events of the week ahead

Date	Time	Country	Indicator/Event	Period	UniCredit estimates	Consensus (Bloomberg)	Previous	
30 Jul-05 Aug	16:00	US	Construction spending (% mom)	Jun		0.3	-0.1	
	<b>16:00</b>	<b>US</b>	<b>ISM manufacturing (index)</b>	<b>Jul</b>	<b>52.0</b>	<b>52.1</b>	<b>53.0</b>	
Tue, 02 Aug	06:30	AU	RBA cash rate target (%)	Aug	1.85	1.85	1.35	
	08:00	UK	House price index (nationwide, % yoy)	Jul		11.6	10.7	
	09:00	SP	Unemployment (net change in thousands mom nsa)	Jul			-42	
	09:30	SZ	Manufacturing PMI (index)	Jul		55.6	59.1	
Wed, 03 Aug	00:45	NZ	Unemployment rate (% sa)	2Q		3.1	3.2	
	00:45	US	Fed's Bullard speaks					
	<b>08:00</b>	<b>GE</b>	<b>Exports (% mom)</b>	<b>Jun</b>	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.5</b>	
	<b>08:00</b>	<b>GE</b>	<b>Imports (% mom)</b>	<b>Jun</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	
	<b>08:30</b>	<b>SZ</b>	<b>Consumer price index, CPI (% yoy)</b>	<b>Jul</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	
	<b>09:00</b>	<b>TR</b>	<b>Consumer price index, CPI (% yoy)</b>	<b>Jul</b>	<b>79.8</b>	<b>80.2</b>	<b>78.6</b>	
	09:15	SP	Services PMI (index)	Jul		52.0	54.0	
	<b>09:45</b>	<b>IT</b>	<b>Services PMI (index)</b>	<b>Jul</b>	<b>50.5</b>	<b>50.1</b>	<b>51.6</b>	
	11:00	EMU	Retail sales (volume, % mom)	Jun		0.0	0.2	
	11:00	EMU	Producer price index, PPI (% yoy)	Jun		35.7	36.3	
	<b>16:00</b>	<b>US</b>	<b>ISM non-manufacturing (index)</b>	<b>Jul</b>	<b>53.0</b>	<b>53.9</b>	<b>55.3</b>	
	Thu, 04 Aug	<b>08:00</b>	<b>GE</b>	<b>Industrial orders (% mom)</b>	<b>Jun</b>	<b>-0.7</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.1</b>
		10:00	EMU	ECB publishes Economic Bulletin				
<b>10:30</b>		<b>UK</b>	<b>Construction PMI (index)</b>	<b>Jul</b>	<b>52.4</b>	<b>52.4</b>	<b>52.6</b>	
<b>13:00</b>		<b>UK</b>	<b>Bank of England policy rate (%)</b>	<b>Aug</b>	<b>1.50</b>	<b>1.75</b>	<b>1.25</b>	
13:30		UK	BoE governor Bailey holds a press conference					
<b>14:30</b>		<b>CZ</b>	<b>Repo rate announcement (%)</b>	<b>Aug</b>	<b>7.00</b>	<b>7.25</b>	<b>7.00</b>	
<b>14:30</b>		<b>US</b>	<b>Trade balance (USD bn)</b>	<b>Jun</b>	<b>-80.5</b>	<b>-81.5</b>	<b>-85.5</b>	
18:00		US	Fed's Mester discusses the economic outlook					
Fri, 05 Aug	<b>08:00</b>	<b>GE</b>	<b>Industrial production (% mom)</b>	<b>Jun</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.2</b>	
	08:45	FR	Industrial production (% mom)	Jun		-0.5	0.0	
	09:00	HU	Industrial production (% mom)	Jun			1.4	
	<b>10:00</b>	<b>IT</b>	<b>Industrial production (% mom)</b>	<b>Jun</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.1</b>	
	11:00	IT	Istat releases the monthly economic note					
	14:30	CA	Employment (net change in thousands mom sa)	Jul		18	-43	
	14:30	CA	Unemployment rate (% sa)	Jul		5.0	4.9	
	<b>14:30</b>	<b>US</b>	<b>Unemployment rate (%)</b>	<b>Jul</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	
	<b>14:30</b>	<b>US</b>	<b>Non-farm payrolls (change thousands mom)</b>	<b>Jul</b>	<b>230</b>	<b>250</b>	<b>372</b>	
	<b>14:30</b>	<b>US</b>	<b>Average hourly earnings (% mom)</b>	<b>Jul</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	
	21:00	US	Consumer credit (net change, USD bn)	Jun		25	22	
-	IT	Bank of Italy report on balance-sheet aggregates						

\*Asterisked releases are scheduled on or after the date shown; sa = seasonally adjusted, nsa = not seasonally adjusted, wda = working day adjusted

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

## Macro overview

### BoE-Vorschau – Die BOE sieht sich einem schlechter werdendem Trade-off gegenüber

- Wir erwarten, dass der geldpolitische Ausschuss (MPC) der BoE den Leitzins am 4. August um 25 Bp anheben wird, wobei die Entscheidung zwischen einer Anhebung um 25 Bp oder um 50 Bp sehr knapp ausfallen dürfte. Der MPC wird einen Plan für den Verkauf von Staatsanleihen veröffentlichen, der bereits auf der September-Sitzung des MPC beschlossen werden könnte.
- Die aktualisierten makroökonomischen Projektionen des MPC werden wahrscheinlich einen schlechter werdenden Trade-off zwischen der nach oben korrigierten Inflation und den nach unten korrigierten BIP-Wachstumszahlen zeigen.

**Knappe Entscheidung zwischen einer Anhebung um 25 Bp oder um 50 Bp**

Am 4. August wird der MPC der BoE seine geldpolitische Entscheidung, das Protokoll seiner letzten Sitzung und den *geldpolitischen Bericht für August* veröffentlichen. Wir erwarten, dass der MPC den Leitzins um 25 Bp auf 1,50% anheben wird, wobei die Entscheidung zwischen einer Anhebung um 25 Bp und einer größeren Anhebung um 50 Bp sehr knapp ausfallen dürfte. Wir erwarten, dass sich drei oder vier Mitglieder gegen eine Anhebung um 50 Bp aussprechen werden. Die Finanzmärkte schätzen die Wahrscheinlichkeit eines Zinsschritts von 50 Bp derzeit auf etwa 80%. Darüber hinaus hat der MPC bereits angedeutet, dass er diese Woche einen Plan für Gilt-Verkäufe veröffentlichen wird, wobei sich Verkäufe und Tilgungen im ersten Jahr auf insgesamt 50-100 Mrd. GBP belaufen könnten.

**Höhere Inflation, geringeres Wachstum**

Die aktualisierten Prognosen des MPC werden wahrscheinlich nach oben revidierte Inflationszahlen und ein geringeres BIP-Wachstum im nächsten Jahr enthalten. Die Verbraucherpreisinflation stieg im Juni auf 9,4% ggü. Vj. und lag damit um 0,3pp höher als von der BoE erwartet. Die Spot- und Terminpreise für Erdgas im britischen Großhandel haben sich verdoppelt. Da die britische Energieregulierungsbehörde Ofgem ihre Preisobergrenzen für die Energiepreise der Haushalte mit einer Verzögerung von sechs Monaten aktualisiert, wird die Inflation wohl noch länger hoch bleiben. Das handelsgewichtete Pfund Sterling hat seit April um rund 3% abgewertet, was den Inflationsdruck noch verstärken dürfte. In der Zwischenzeit deuteten die Nachrichten auf eher rückläufige Wirtschaftsaktivitäten hin. Das monatliche BIP stieg im Mai um 0,5% ggü. Vm., nachdem es im April um 0,2% gesunken war, aber der Mai-Wert wurde wahrscheinlich vorübergehend durch die Verlegung des Bankfeiertags Ende Mai in den Juni nach oben verzerrt. Das Verbrauchervertrauen ist auf einem Rekordtief.

**Der Schwerpunkt wird auf der Inflationsprognose des MPC für die nächsten 2-3 Jahre liegen...**

Um die Absichten des MPC in Bezug auf künftige Zinssätze zu beurteilen, werden die Inflationsprognose für den für die Politik relevanten Zwei- bis Dreijahreszeitraum, die Prognoseverteilung und die Beurteilung der freien Kapazitäten am Ende des Prognosezeitraums ausschlaggebend sein. Bei der letzten Prognoserunde im Mai rechnete der MPC mit einem Rückgang der Inflation auf 2,1% in zwei Jahren und einem weiteren Rückgang auf 1,3% in drei Jahren. Die Botschaft lautete damals, dass die Markterwartungen in Bezug auf Zinsanhebungen (von denen die Prognosen des MPC abhängen) zu hoch seien, aber der MPC sagte auch, dass die Risiken für die Inflation eher nach oben gerichtet sind.

**... insbesondere die Projektion, die von einem konstanten Leitzins ausgeht**

Der vom Markt erwartete Verlauf der Leitzinsen hat sich inzwischen etwas nach oben verschoben, so dass das Hoch nun bei 2,9% in einem Jahr gesehen wird, statt bei 2,6% vor drei Monaten. Dies wird dazu beitragen, die Inflationsprognose mittelfristig zu senken und die projizierten Kapazitätsreserven zu vergrößern. Wir gehen weiter davon aus, dass der MPC erwartet, die Inflation würde in den nächsten drei Jahren unter das Ziel von 2% fallen. Um jedoch beurteilen zu können, ob der MPC weitere Zinsanhebungen für wahrscheinlich hält, müssen die Anleger die alternative Projektion des MPC betrachten, die den Leitzins über den Prognosezeitraum konstant hält.

Sollte dieser Pfad mit konstantem Zinssatz weiterhin eine Inflation von etwas über 2% am geldpolitisch relevanten Zeithorizont aufweisen, würde dies signalisieren, dass der MPC eine weitere Straffung für notwendig hält, um sein Inflationsziel zu erreichen.

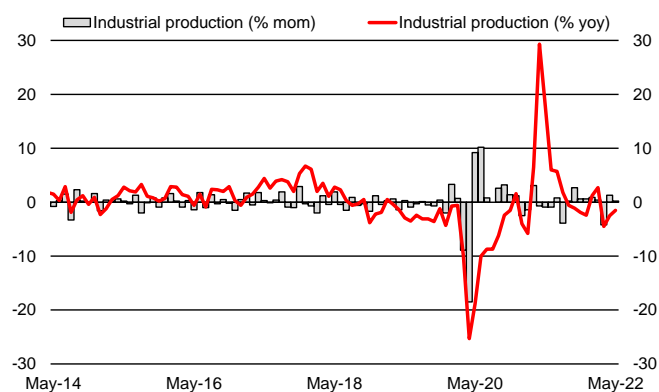
**Die Risiken sind eher auf weitere Zinserhöhungen ausgerichtet**

Im Protokoll der MPC-Sitzung vom Juni hieß es, dass der Ausschuss „besonders aufmerksam auf Anzeichen für einen anhaltenden Inflationsdruck achten und erforderlichenfalls mit Nachdruck darauf reagieren würde“. BoE-Gouverneur Andrew Bailey erklärte am 19. Juli, dass bei der nächsten Sitzung eine Anhebung um 50 Bp zur Debatte stehen wird. In unserer Prognose erwarten wir, dass eine Anhebung um 25 Bp diese Woche die letzte in diesem Zinserhöhungszyklus sein wird, aber die Risiken sind jetzt eindeutig nach oben gerichtet. Der MPC müsste wahrscheinlich erst sehen, dass sich auf dem Arbeitsmarkt Kapazitätsreserven auftun, um zuversichtlich zu sein, dass sich das Risiko einer verfestigten hohen Inflation verringert hat. Wir glauben immer noch, dass dies in 2H22 der Fall sein wird, aber die Unsicherheit ist sehr groß.

## Wichtige Ereignisse und Datenveröffentlichungen der Woche

### Deutschland

**Industrieproduktion ist voraussichtlich moderat gestiegen**

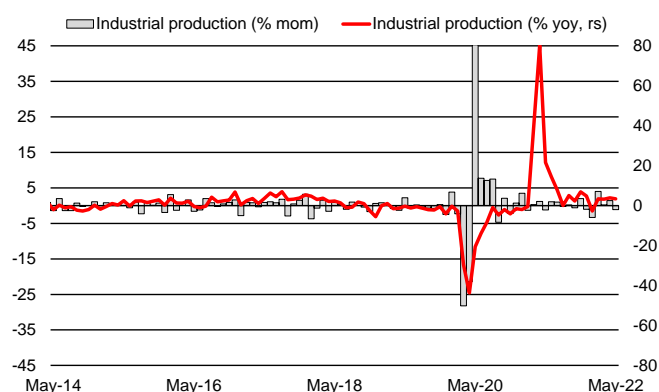


Fr, 05 Aug, 8:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
Industrieproduktion, % ggü. Vm.	Juni	0.3	-0.5	0.2

- Wir erwarten, dass die Industrieproduktion im Juni um 0,3% ggü. Vm. gestiegen ist, der dritte Anstieg in Folge.
- Ein hoher Bestand an Aufträgen dürfte abgearbeitet worden sein, nachdem sich die Versorgungsgpässe etwas verringert haben. Auch die Pkw-Produktionsdaten des Verbands der Automobilindustrie und der Lkw-Fahrleistungsindex deuten auf einen Anstieg der Industrieaktivitäten im Juni hin.
- Die hohen Energiekosten dämpften jedoch wahrscheinlich den Anstieg, da einige Unternehmen der Vorleistungsgüterindustrie, wie die Hersteller von Glaswaren, Keramik usw., ihre Produktion aufgrund der höheren Erdgaspreise weiter reduzierten.

### Italien

**Die Industrieproduktion hat sich vermutlich weiter verlangsamt**



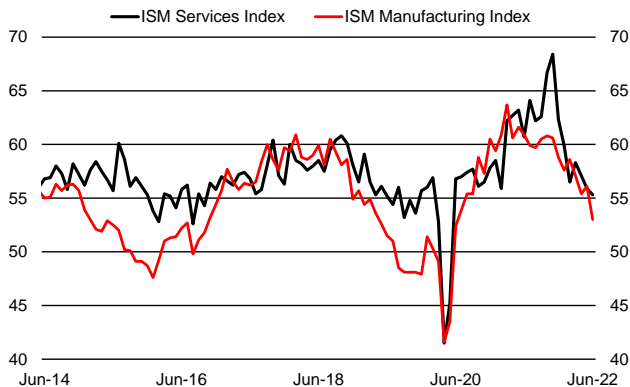
Fr, 05 Aug, 10:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
Industrieproduktion, % ggü. Vm.	Juni	-1.2	-0.3	-1.1

- Wir erwarten, dass die Daten zur Industrieproduktion Ende des 2Q22 einen weiteren Rückgang zeigen werden.
- Die Industrietätigkeit erwies sich in den ersten Monaten des Jahres als relativ widerstandsfähig, aber ein Nachfrage- und Gewinnrückgang dürften sich negativ auf die Aktivitäten ausgewirkt haben.
- Trotz des starken Einbruchs im Juni expandierte das verarbeitende Gewerbe im zweiten Quartal insgesamt vermutlich kräftig und könnte somit das BIP-Wachstum gestützt haben, während sich ab 3Q22 die Abschwächung verstärken dürfte.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

## USA

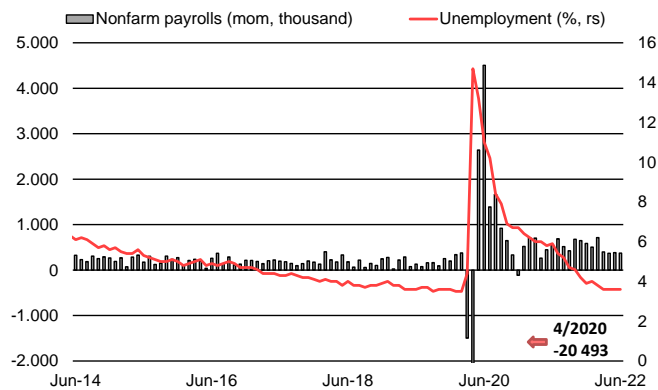
### ISM-Umfrage dürfte eine Verschlechterung der Aussichten zeigen



Mo, 01 Aug, 16:00 CET		UniCredit	Konsens	Zuletzt
ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe	Juli	52.0	52.1	53.0
Mi, 3 Aug, 16:00 CET		UniCredit	Konsens	Zuletzt
ISM-Index für den Dienstleistungssektor	Juli	53.0	53.9	55.3

- Wir erwarten für Juli einen Rückgang des Index für das verarbeitende Gewerbe von 53,0 auf 52,0. Die bisher veröffentlichten Umfragen, einschließlich des S&P Global PMI, deuten auf sinkende Auftragseingänge und steigende Lagerbestände hin, während die Beschäftigungsaussichten relativ gut bleiben.
- Wir erwarten, dass der ISM-Index für den Dienstleistungssektor im Juli von 55,3 auf 53,0 zurückgehen wird. Der Nachholbedarf an Dienstleistungen nach der Pandemie lässt aufgrund des Drucks auf das real verfügbare Einkommen der Haushalte und der zunehmenden gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit nach.

### Zuwachs bei den neu geschaffenen Stellen hat sich vermutlich verlangsamt



Fr, 05 Aug, 14:30 CET		UniCredit	Konsens	Zuletzt
Neu geschaffene Stellen außerhalb der Landwirtschaft (Veränd. in Tausend ggü. Vm.)	Juli	230	250	372
Arbeitslosenquote, %	Juli	3.6	3.6	3.6
Durchschnittliche Stundenlöhne, % ggü. Vm.	Juli	0.3	0.3	0.3

- Wir prognostizieren eine Abschwächung des Beschäftigungszuwachses im Juli auf 230k. Die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung sind weiter gestiegen, während Unternehmensumfragen auf eine geringere, aber immer noch starke Zunahme der Einstellungen hindeuten.
- Die Arbeitslosenquote wird wahrscheinlich bei 3,6% bleiben. Der Rückgang der Beschäftigung in den privaten Haushalten (-350k seit März) steht im Gegensatz zum Anstieg der Beschäftigtenzahlen, aber sowohl die Beschäftigung der privaten Haushalte als auch die Erwerbsbeteiligung dürften im Juli wieder gestiegen sein.
- Die durchschnittlichen Stundenlöhne sind im Juli voraussichtlich um weitere 0,3% ggü. Vm. gestiegen, was aber einen Rückgang der Jahresrate auf 4,9% bedeuten würde.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Dr. **Andreas Rees**, Chief German Economist (UniCredit Bank, Frankfurt)  
 Dr. **Loredana Federico**, Chief Italian Economist (UniCredit Bank, Milan)  
 Daniel **Vernazza**, PhD, Chief International Economist (UniCredit Bank, London)  
 Edoardo **Campanella**, Economist (UniCredit Bank, Milan)

## FI Strategy

### Prognoserisiken klar nach unten gerichtet

**Kornelius Purps**, FI Strategist  
(UniCredit Bank, Munich)  
+49 89 378-12753  
kornelius.purps@unicredit.de

**Starker Rückgang der Renditen, nachdem sich die wirtschaftliche Stimmung eingetrübt hat**

**Märkte nehmen die 75-Bp-Zinsanhebung der Fed gelassen hin**

**Die Rezessionssorgen kamen früher als erwartet**

■ Rezessionsängste haben in den letzten Wochen dazu geführt, dass die Zinsanhebungserwartungen deutlich zurückgeschraubt wurden und die Renditen von Staatsanleihen zurückgingen. Da diese Entwicklung viel früher einsetzte, als wir es erwartet hatten, sind unsere Renditeprognosen mit erheblichen Abwärtsrisiken behaftet.

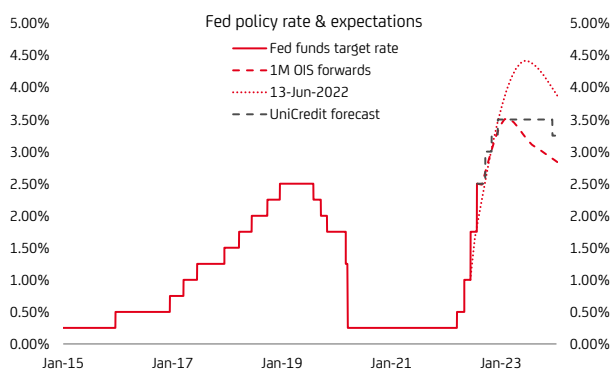
■ Da der Pessimismus derzeit ein Maximum erreicht hat, könnten die Renditen im Laufe des Sommers etwas ansteigen, wenn positive Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten (in Relation zu den negativen Erwartungen) die Stimmung etwas aufhellen.

Staatsanleiherenditen sind seit Ende vorletzter Woche in Reaktion auf den Einbruch der Stimmungsindikatoren gesunken. Die 10J Bundrendite fiel von einem Höchststand von 1,38% nach der Zinsanhebung der EZB um satte 58 Bp auf ein Tief von 0,80% und notiert jetzt bei 0,90%. Die 10J UST-Rendite pendelt sich bei etwa 2,70% ein. BTPs schnitten schlechter ab als Bunds, und der 10J Renditespread bewegte sich zwischen 230 und 240 Bp. In Anbetracht vorgezogener Wahlen in Italien und einer Herabstufung des „BBB“ Ratings durch S&P (von positiv auf stabil) halten wir den jüngsten Anstieg der Risikoprämie des Landes für moderat. Das neue Transmissionsschutzinstrument (TPI) der EZB und die dovische Neubewertung der Leitzinserwartungen haben in diesem Umfeld wohl unterstützend gewirkt haben.

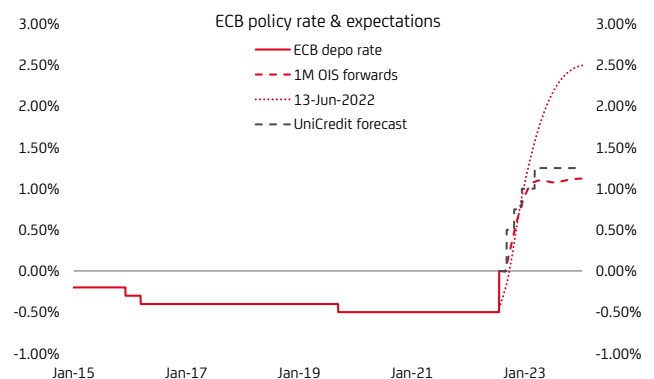
Wie die EZB hat auch die Fed darauf verzichtet, einen Ausblick für die künftige Leitzinsentwicklung („Forward Guidance“) zu geben. Die Zinsmärkte nahmen die Entscheidung des FOMC, das Zielband für den Leitzins um weitere 75 Bp anzuheben, gelassen hin. Den Geldmärkten zufolge sind die Anleger gespalten in diejenigen, die auf der nächsten FOMC-Sitzung im September weitere 75 Bp erwarten, und diejenigen, die mit einer Verlangsamung auf 50 Bp rechnen. Die Marktteilnehmer sehen den Höchststand des Leitzinses jetzt im Bereich von 3,25% bis 3,50%. Wir rechnen derzeit für die September-Sitzung mit einer Zinsanhebung um 50 Bp auf 3,00% (obere Grenze) und einem Höchststand von 3,50% vor Jahresende.

Unsere Renditeprognosen suggerieren derzeit einen Ausverkauf um etwa 100 Bp während des Sommers. Wir haben unsere Prognosestabelle zuletzt Mitte Juni angepasst, genau zu dem Zeitpunkt, als Renditen und Swapsätze ihr Hoch im laufenden Zyklus erreichten. Damals gingen wir davon aus, dass auch im dritten Quartal Inflationssorgen und Zinsanhebungserwartungen das beherrschende Thema bleiben würden, bevor dann Rezessionsängste einsetzen würden. Folglich rechneten wir mit einem weiteren Anstieg der Renditen bis Ende September, gefolgt von einem stetigen Rückgang im weiteren Verlauf unseres Prognosehorizonts.

**GRAFIK 1: LEITZINSERWARTUNGEN FÜR DIE USA...**



**GRAFIK 2: ...UND FÜR DIE EUROZONE**



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

**Rezessionsängste kamen am Markt früher auf als wir erwartet hatten**

Letztlich gewannen die Rezessionsängste früher die Oberhand als wir dachten. Ein wichtiger Auslöser könnte die Entscheidung Russlands gewesen sein, die Gaslieferungen über Nord Stream 1 Mitte Juni auf 40% der Kapazität zu reduzieren. In der Zwischenzeit haben sich die Stimmungsindikatoren der Unternehmen verschlechtert, was die Befürchtungen einer deutlichen Konjunkturabschwächung noch verstärkt hat. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind die Risiken für unsere Zinsprognosen eindeutig nach unten gerichtet. Angesichts der hohen Unsicherheit in Bezug auf Wirtschaftswachstum, Preise und Politik werden wir dennoch versuchen, die Entwicklung der Renditen in den kommenden Wochen im Vergleich zu den aktuellen Niveaus und zu unseren Prognosen zu antizipieren.

**Wirtschaftsdaten und Inflationszahlen werden die Rentenmärkte in den kommenden Wochen beeinflussen**

Wir erwarten nach wie vor, dass UST- und Bundrenditen in erster Linie von den erwarteten Leitzinsentwicklungen bestimmt werden (Grafiken 3 und 4). Sowohl die Fed als auch die EZB haben angekündigt, keine Forward Guidance für die Leitzinsen mehr zu geben. Ihre Entscheidungen würden ausschließlich von den zum Zeitpunkt der jeweiligen Sitzung verfügbaren Daten abhängen. Möglicherweise haben wir den Höhepunkt der Inflationsraten noch nicht erreicht, und die Aussichten für das Wirtschaftswachstum trüben sich von Tag zu Tag mehr ein. Wir gehen daher davon aus, dass in den nächsten Wochen sowohl die Indikatoren für das Wirtschaftswachstum als auch für die Preisentwicklung einen Einfluss auf die Leitzinserwartungen und damit auf die Staatsanleiherenditen haben werden.

**Die Wirtschaftsdaten könnten positiv überraschen, während die kurzfristigen CPI-Aussichten unklar sind**

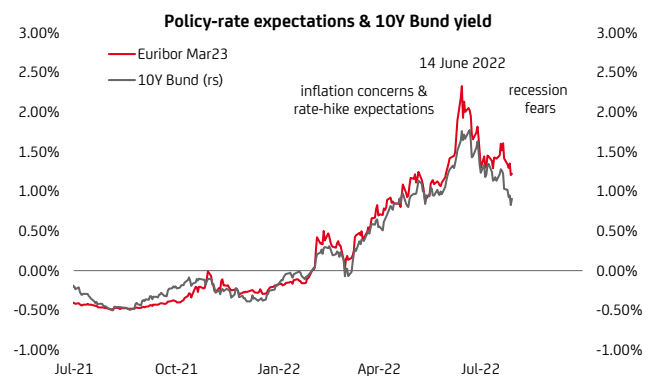
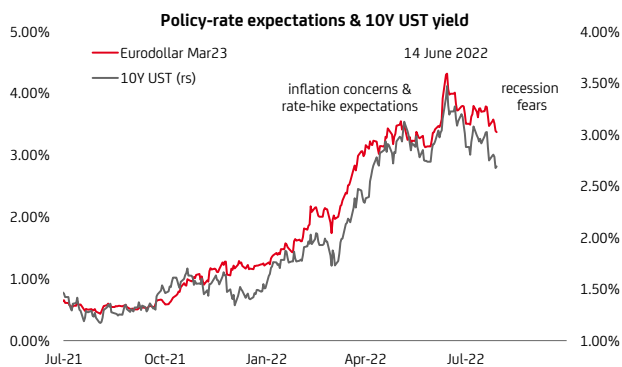
Wenn man den jüngsten Stimmungsindikatoren wie den PMIs oder der Ifo-Umfrage etwas Positives abgewinnen kann, dann ist es der Eindruck, sie spiegeln bereits die Erwartung einer starken Konjunkturabkühlung wider. Angesichts der gedrückten Marktstimmung halten wir positive Überraschungen bei der Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten für wahrscheinlicher als weitere negative Überraschungen. Was die Preisentwicklung angeht, so könnten gegenläufige Trends bei den allgemeinen Rohstoffpreisen (nach unten) und den europäischen Energiepreisen (nach oben) zu Überraschungen in beide Richtungen führen.

**Die Lücke zwischen den Marktrenditen und unseren Prognosen könnte sich verringern, aber nicht vollständig schließen**

Insgesamt sehen wir eine etwas größere Chance, dass die Datenveröffentlichungen auf kurze Sicht einen moderaten Anstieg der Zinsanhebungserwartungen und damit der Staatsanleiherenditen und Swapsätze auslösen werden. Die 10J Bundrendite hat den gesamten Anstieg von Anfang Juni um 90 Bp rückgängig gemacht und wird nun auf einem Niveau gehandelt, das zuletzt im April verzeichnet wurde. Die 10J UST-Rendite ist unter die Unterstützungslinie bei 2,70% gerutscht und wird nun ebenfalls auf einem Niveau gehandelt, das zuletzt im April herrschte. In Anbetracht des relativ niedrigen Renditeniveaus und unserer Vermutung, die Konjunkturdaten könnten (relativ zu den pessimistischen Erwartungen) nach oben tendieren, sehen wir eine begründete Chance, dass die Renditen im Laufe des Sommers ansteigen werden. Das Marktniveau dürfte daher den Abstand zu unseren Prognosen für Ende des dritten Quartals (2,00% bei der 10J Bundrendite, 3,75% bei der 10J UST-Rendite) verkleinern, aber der Abstand von rund 100 Bp ist vermutlich zu groß, um in den kommenden Wochen vollständig geschlossen zu werden.

**GRAFIK 3: LEITZINSERWARTUNGEN BESTIMMEN DIE UST-...**

**GRAFIK 4: ...UND DIE BUND-RENDITEN**



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research



## FX Strategy

### Ein unruhiger August vor einem komplizierten September

**Roberto Mialich**, FX Strategist  
(UniCredit Bank, Milan)  
+392 88 62-0658  
[roberto.mialich@unicredit.eu](mailto:roberto.mialich@unicredit.eu)

- Angesichts der anhaltenden Risikoaversion und Unsicherheit dürften die Devisenmarktaktivitäten im August unruhig bleiben. Wir erwarten unverändert einen leicht positiven Trend für EUR-USD oberhalb der Parität. Angesichts der Risiken für eine Rezession in der Eurozone könnten unsere mittel- und langfristigen Ziele jedoch nach unten korrigiert werden.
- In der ersten Augushälfte werden wichtige Wirtschaftsdaten veröffentlicht, z.B. die US-Arbeitsmarkt- und Inflationszahlen. Die Aufmerksamkeit wird sich dann wahrscheinlich auf das jährliche Fed-Symposium in Jackson Hole (25.-27. August) richten. In der Zwischenzeit dürften die BoE, die RBA und die Norges Bank die Zinsen erneut anheben.

**Anzeichen für weitere, aber langsamere Zinsanhebungen durch die Fed führten zu einer schwächeren Tendenz bei USD**

Der USD tendierte schwächer und der US-Dollar-Index (DXY) fiel wieder unter die Marke von 107, nachdem sich das FOMC für eine allgemein erwartete Zinsanhebung um 75 Bp entschieden und die Obergrenze des Leitzinses auf 2,50% angehoben hatte. Außerdem deutete der Fed-Vorsitzende Jerome Powell an, dass eine weitere Straffung nun in einem langsameren Tempo erfolgen könnte, um die Inflationsrate in den USA auf das Ziel von 2% zu drücken.

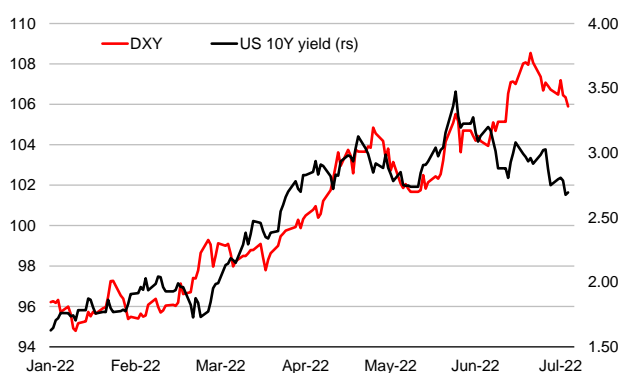
**Die Angst vor einer weltweiten Rezession hält an**

Dennoch endet der Juli mit Sorgen über eine weltweite Rezession, die aufgrund des BIP-Rückgangs in 2Q22, schwacher Vertrauensumfragen und Hausverkäufe auch die USA erfasst haben. Diese Befürchtungen spiegelten sich in niedrigeren US-Renditen und einem Dollar-Index (DXY) wider, der sogar unter 106 fiel, obwohl der Greenback als Safe-Haven-Währung gilt (Grafik 1). Die Verlagerung auf sichere Anlagen erklärt auch den Rückgang von EUR-CHF auf ein Siebenjahrestief unter 0,9720 und trug dazu bei, dass USD-JPY unter 133 fiel, unser derzeitiges Ziel für 3Q22. Eine Fed, die bei der Anpassung der Zinssätze vorsichtiger ist, bleibt unserer Ansicht nach der stärkste Faktor für eine EUR-USD Erholung. Allerdings haben die ebenfalls auf das April-Niveau zurückgefallenen Renditen deutscher Bundesanleihen wahrscheinlich eine stärkere Erholung verhindert (Grafik 2).

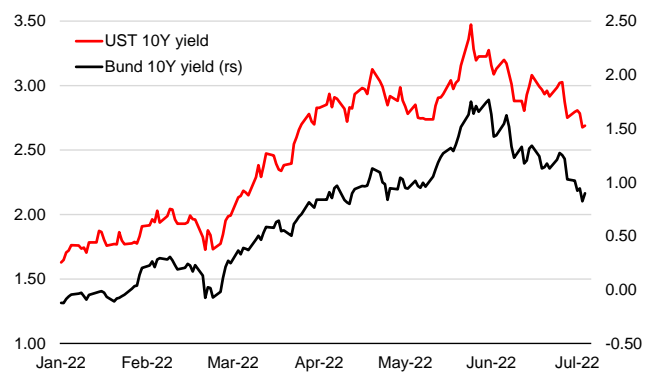
**EUR-USD wird im August wahrscheinlich über der Parität bleiben, aber unsere Ziele für 4Q22 und 4Q23 könnten nach unten korrigiert werden**

EUR-USD hat sich bisher als widerstandsfähig erwiesen, da sein Fall unter die Parität bei 0,9950 gestoppt wurde und er nun bei etwa 1,02 gegenüber unserem Ziel von 1,03 für 3Q22 handelt. Daher werden neue Jahrestiefs unserer Ansicht nach nicht so leicht erreicht werden, und EUR-USD wird wahrscheinlich den ganzen August oberhalb der Parität bleiben.

**GRAFIK 1: SAFE-HAVEN-STATUS DES USD KÖNNTE SEINE TALFAHRT TROTZ SINKENDER US-RENDITEN BREMSEN...**



**GRAFIK 2: ...WÄHREND RÜCKGANG DER BUNDRENDITEN EINE STÄRKERE EUR-USD ERHOLUNG VERHINDERT HAT**



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Mittelfristig sind die Anleger jedoch nach wie vor davon überzeugt, dass eine Rezession in der Eurozone früher eintreten könnte als in den USA, nachdem Russland seine Gaslieferungen weiter gekürzt hat. Diese Aussicht dürfte das Aufwärtspotenzial der Gemeinschaftswährung begrenzen. Wir sehen jedoch lediglich das Risiko einer nur leichten Rezession in der Eurozone, was die EZB kaum von weiteren Zinsanhebungen abhalten dürfte. Daher halten wir an unserer leicht positiven Prognose für EUR-USD für 2H22 und 2023 fest, wo wir auch erwarten, dass die Fed mit Zinssenkungen beginnen könnte. Es besteht jedoch weiterhin das Risiko, dass sich unsere Ziele von 1,06 für 4Q22 und 1,12 für 4Q23 im Laufe der Zeit noch als zu ehrgeizig erweisen und nach unten korrigiert werden müssen.

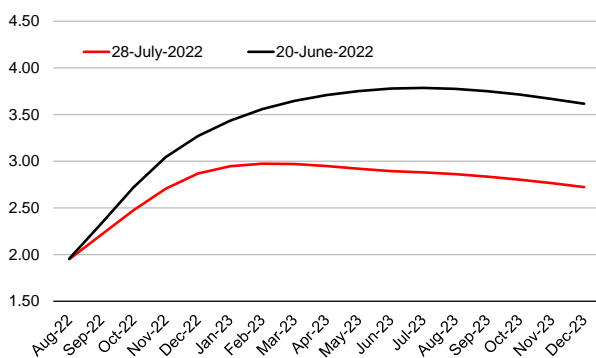
**Wir erwarten, dass die Devisenmarktaktivitäten auch im August unruhig bleiben werden**

Neben EUR-USD erwarten wir, dass die Devisenaktivitäten im August insgesamt unruhig bleiben werden, bevor ein komplizierterer September bevorsteht, da es viele Quellen für Volatilität gibt, z.B. neue Entwicklungen im Russland-Ukraine-Konflikt und bei der Gasversorgung über Nord Stream 1 sowie neue mögliche Lockdown-Maßnahmen in China. In der ersten Augushälfte, wenn wichtige Wirtschaftsdaten wie die US-Arbeitsmarkt- und Verbraucherpreisdaten (5. bzw. 10. August) veröffentlicht werden, werden die Währungsschwankungen wahrscheinlich deutlicher ausfallen. Niedrigere US-Inflationszahlen könnten den USD im Hinblick auf die geringere Intensität einer weiteren Straffung der Fed nochmals schwächen. In der Eurozone werden die deutschen Auftragseingänge für das verarbeitende Gewerbe und die Industrieproduktion sowie die ZEW-Umfrage (am 4., 5. bzw. 11. August) im Mittelpunkt stehen. Danach wird sich die Aufmerksamkeit wahrscheinlich direkt auf das jährliche Symposium der Fed in Jackson Hole (25.-27. August) richten, um erste Aussagen von den wichtigsten Zentralbankern nach dem Ende der Sommerpause zu hören.

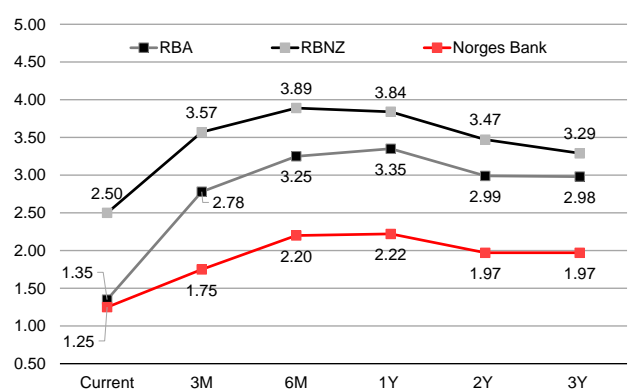
**Erholung bei GBP-USD über 1,20 könnte zurückgenommen werden, falls die BoE die Leitzinsen nur um 25 Bp anhebt**

Am 4. August wird die BoE nach den jüngsten britischen Inflationsdaten, die im Juni einen Anstieg um 9,4% ggü. Vj. zeigten, die Zinsen erneut anheben. Wir bleiben bei unserer Prognose einer Anhebung um 25 Bp auf 1,50%, halten aber auch eine Anhebung um 50 Bp für möglich, da BoE-Gouverneur Andrew Bailey sagte, dass eine Anhebung in diesem Umfang „auf dem Tisch liegen“ würde. Die Anleger haben ihre Erwartungen einer starken Straffung der BoE in der Zukunft bereits zurückgeschraubt (Grafik 3). Eine Zinsanhebung um nur 25 Bp könnte die jüngsten Gewinne von GBP-USD wieder zunichtemachen und den Kurs auf mindestens 1,20 drücken. Die britischen CPI-Daten für Juli (17. August) dürften zusammen mit den BIP-Daten für 2Q22 und den Einzelhandelsumsätzen (12. bzw. 18. August) ein guter Test für die geldpolitischen Pläne der BOE sein.

**GRAFIK 3: GBP-TERMINKURVE SIGNALISIERTE ABNEHMENDE ERWARTUNGEN KÜNFTIGER BOE-ZINSANHEBUNGEN**



**GRAFIK 4: TERMINKURVEN DEUTEN AUF EINE AGGRESSIVE STRAFFUNG DURCH RBA UND RBNZ HIN**



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

**Die Veröffentlichung der jeweiligen CPI-Daten dürfte für den CHF und JPY von Bedeutung sein**

Die CPI-Daten aus der Schweiz (3. August) dürften für den CHF ebenfalls von Bedeutung sein, nachdem die SNB erklärt hat, dass sie auch zwischen den regulären Sitzungen geldpolitische Entscheidungen treffen könnte. Die steigende Inflation in Japan dürfte die Aufmerksamkeit auf die CPI-Daten (18. August) lenken, aber die BoJ wird die Normalisierung angesichts von Wachstumssorgen wahrscheinlich weiter hinauszögern (die japanischen BIP-Daten für 2Q22 werden am 15. August veröffentlicht).

**Wir erwarten, dass die RBA, die RBNZ und die Norges Bank ihre Straffung im August fortsetzen werden**

Die RBA, die RBNZ und die Norges Bank werden im August tagen, und zwar am 2., 17. und 18. August. Wir gehen davon aus, dass sie alle die Leitzinsen erneut anheben werden, aber ihre jeweiligen Terminkurven berücksichtigen bereits eine starke Straffung (Grafik 4). Daher werden AUD, NZD und NOK wahrscheinlich nur eine begrenzte Unterstützung erfahren, insbesondere wenn die Straffung weniger stark ausfällt, wie es bei der RBA nach einer Verlangsamung der australischen Inflationsrate in 2Q22 der Fall sein könnte.

**Bei den EMFX werden der RUB und die TRY wahrscheinlich schwach bleiben. Die NBH wird voraussichtlich wieder bei EUR-HUF intervenieren, und eine unveränderte Geldpolitik der CNB könnte die CZK belasten**

Bei den EMFX dürfte USD-RUB weiterhin stabil bleiben, meist über 60. Die CEE3-Währungen werden sich voraussichtlich schlechter entwickeln, wobei der PLN möglicherweise durch ein e im Vergleich zur NBH weniger hawkische NBP im Hinblick einer weiteren Straffung belastet wird. Die NBH wird wahrscheinlich erneut versuchen, EUR-HUF unter 400 zu drücken. Die TRY wird nach den türkischen CPI-Daten (3. August) und angesichts der Tatsache, dass die CBRT am 18. August erneut eine Sitzung abhalten wird, wahrscheinlich ebenfalls schwach bleiben. Die CNB tagt am 4. August und wird die Zinsen vermutlich auf ihrem derzeitigen Niveau von 7% belassen, was CZK-positiv gestimmte Anleger enttäuschen könnte.

## Equity Strategy

### Stabilisierung der Aktienmärkte vor der Sommerflaute

**Christian Stocker**, CEFA,  
Lead Equity Strategist  
(UniCredit Bank, Munich)  
+49 89 378 18603  
christian.stocker@unicredit.de

- Das technische Marktumfeld zeigt weltweit Anzeichen einer Stabilisierung und deutet auf eine anhaltende Bodenbildung an den Aktienmärkten im August hin.
- Die Gewinnsaison zeichnet bisher ein konstruktives Bild, wobei in Europa und den USA positive Gewinnüberraschungen vorherrschen.

Es ist nie einfach, einen Boden am Aktienmarkt auszurufen, aber die Chancen dafür sind hoch. Die eigentliche Frage ist die Gewinnsaison, und bisher läuft sie in den USA und Europa recht gut. Vergangene Woche hat die Fed die Befürchtungen der Aktienmärkte vor übermäßigen Zinserhöhungen etwas beruhigt, indem sie den Weg für eine Verlangsamung des Zinserhöhungstempos ebnete und erklärte, sie werde prüfen, wie sich ihre Politik auf die Wirtschaft und die Inflation auswirkt.

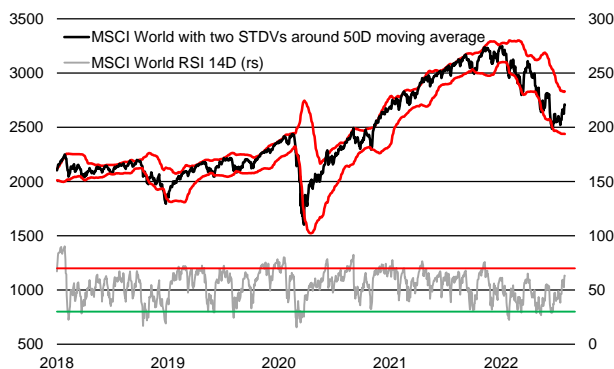
#### Die börsentechnische Situation stabilisiert sich

In der ersten Hälfte dieses Jahres verzeichneten die globalen Aktienmärkte einen klaren Abwärtstrend, der die KGV-Bewertungen im Vergleich zum Jahresanfang um etwa 30% senkte, während die Gewinnzuschätzungen weiter stiegen, wie wir bereits mehrfach betont haben. Der starke Abwärtstrend brachte die Aktienmärkte wiederholt in den technisch überverkauften Bereich, insbesondere in 2Q22, wie Grafik 1 zeigt. Die technische Situation scheint sich jedoch zu stabilisieren, da Indikatoren wie der Relative-Stärke-Indikator (RSI) und das Ausmaß der Abweichung von gleitenden Durchschnitts weniger Stress für die Aktienmärkte anzeigen. Wir interpretieren die aktuelle Situation als eine, in der negative Markterwartungen weitgehend eingepreist sind. Für eine genauere Betrachtung der günstigen Bewertungslage und des Ausmaßes der negativen Anlegerpositionierung empfehlen wir einen Blick in die letzten beiden Ausgaben dieser Publikation (**15. Juli, 22. Juli**).

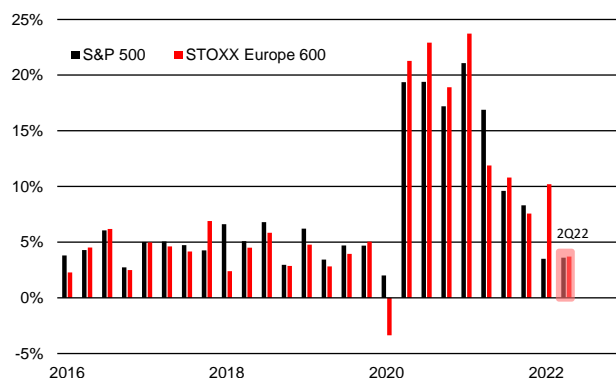
#### Die Gewinnsaison bestätigt im Großen und Ganzen solide Erträge und Bilanzen

In den USA sind die 12M-Gewinnschätzungen relativ stabil und in Europa steigen sie weiter an. Daher ist die aktuelle Gewinnsaison ein Lackmustest. Etwa ein Viertel der US-amerikanischen und europäischen Unternehmen haben bereits ihre Gewinne für das 2Q22 gemeldet. In den USA haben die Unternehmen bisher mit 3,8% höheren Gewinnen als erwartet für das zweite Quartal überrascht (was in etwa dem Wert des ersten Quartals entspricht, wie Grafik 2 zeigt). Die Gewinnüberraschung in Europa ist mit 3,7% vergleichbar. Die positivste Zahl in Europa stammt aus der Automobilindustrie, die mit einem um 26% über den Erwartungen liegenden Ergebnis überrascht hat. Vor diesem Hintergrund erwarten wir in den nächsten Wochen keine nennenswerten Abwärtskorrekturen bei den 12M-Gewinnschätzungen und bleiben zuversichtlich, dass die derzeitige Stabilisierung der Aktienmärkte bis zum Herbst zu höheren Kursen führen dürfte.

**GRAFIK 1:**  
TECHNISCHES BILD DES MSCI WORLD



**GRAFIK 2:**  
ÜBERRASCHUNG BEI DEN UNTERNEHMENSGEWINNEN IN %



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

## Credit Strategy

### Risiken bei europäischen Wohnimmobilien für Banken beherrschbar

**Dr. Michael Teig,**  
Credit Strategist - Financials  
Banks, Covered Bonds  
(UniCredit Bank, Munich)  
+49 89 378-12429  
michael.teig@unicredit.de

- Die Wende im Zinszyklus hat zu einem deutlichen Anstieg der Hypothekenzinsen geführt. Zusätzlich wirken sich die hohe Inflation und die steigenden Energiepreise negativ auf das verfügbare Einkommen der Haushalte aus. Dies wirft die Frage nach der Anfälligkeit der europäischen Immobilienmärkte auf.
- Unserer Ansicht nach ist das Risiko einer erheblichen Preiskorrektur bei Immobilienpreisen gering, aber eine Verlangsamung der Transaktionen wirkt sich negativ auf die Gewinnentwicklung der Banken aus, da Hypothekenkredite in den letzten Jahren eine treibende Kraft bei der Vergabe neuer Kredite waren.

#### Immobilienmarkt im Fokus

Die Sorge der Anleger über die künftige Entwicklung des Immobilienmarktes hat zugenommen. Die Wende im Zinszyklus hat zu steigenden Zinsen für neue Hypothekendarlehen geführt, während die Immobilienpreise in den letzten zehn Jahren deutlich gestiegen sind. So hat sich bspw. der durchschnittliche Zinssatz für ein neues Hypothekendarlehen mit fester Laufzeit von 5-10 Jahren in Deutschland in den letzten 12 Monaten von 1,0% auf 2,1% mehr als verdoppelt (siehe [Deutsche Bundesbank](#)). Die EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken vom Juli zeigt eine starke Nettoverschärfung der Kreditstandards für Wohnungsbaukredite.

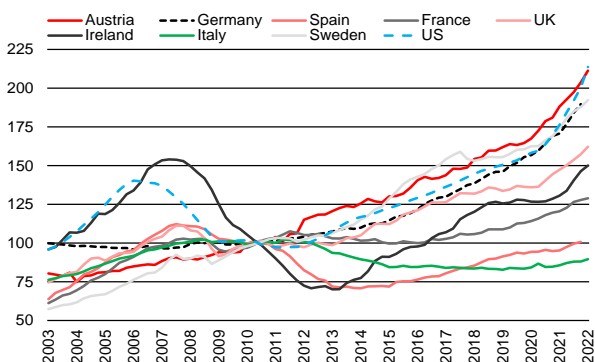
#### Unterschiedlicher Anstieg der Immobilienpreise in den einzelnen Ländern

Der Anstieg der Immobilienpreise in den letzten zehn Jahren war von Land zu Land unterschiedlich, in vielen Ländern jedoch geringer als vor 2008 (Grafik 1). In den USA sind die Immobilienpreise seit 2010 um 114% gestiegen, während die Durchschnittspreise im Euro-Raum nur um 40% gestiegen sind. In Österreich, Deutschland und Schweden war der Preisanstieg ähnlich wie in den USA, während er in Frankreich, dem Vereinigten Königreich und Irland gedämpfter ausfiel und in Italien die Immobilienpreise sogar rückläufig waren.

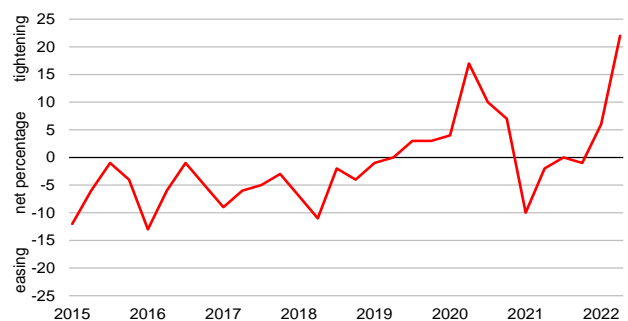
#### EZB-Umfrage zur Kreditvergabe zeigt starke Verschärfung der Kreditstandards für Wohnungsbaukredite

In der jüngst veröffentlichten [EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft](#) meldeten die Banken in 2Q22 eine starke Verschärfung der Kreditvergabestandards für Wohnungsbaukredite, die deutlich über dem historischen Durchschnitt lag (Grafik 2). Zu diesen Zwängen gehören höhere künftige Risikogewichte aufgrund der Reaktivierung antizyklischer Puffer durch die nationalen Regulierungsbehörden, neue sektorale Risikopuffer in einigen Ländern und die bevorstehende Basel III Finalisierung ab 2025. Es besteht immer noch Ungewissheit über die Risikogewichte, die nach der geplanten Übergangsfrist für Wohnhypothekendarlehen, die bis 2029 oder 2032 läuft, zur Anwendung kommen. Außerdem ging in 2Q22 die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten zurück, nachdem sie in 1Q22 noch gestiegen war. Steigende Zinssätze und ein geringeres Verbrauchervertrauen waren die Gründe dafür.

**GRAFIK 1:**  
INDEXIERTE NOMINALE IMMOBILIENPREISE (2010=100)



**GRAFIK 2: ÄNDERUNGEN DER KREDITSTANDARDS FÜR WOHNUNGSBAUDARLEHEN\***



\* gemessen an den Nettoprozentätzen der Banken, die eine Verschärfung bzw. eine Lockerung der Kreditstandards melden (positiver Nettoprozentatz bedeutet Verschärfung, negativer Nettoprozentatz bedeutet Lockerung)  
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, EZB, UniCredit Research

**Banken in den nordischen Ländern sowie in Deutschland und Österreich haben einen hohen Anteil an Hypothekarkrediten**

Wie in Grafik 3 zu sehen ist, haben die Banken in den nordischen Ländern sowie in Deutschland und Österreich den größten Anteil an Immobilienkrediten im Vergleich zu den Gesamtkrediten in ihren Kreditbüchern. Die Heatmap-Tabelle (Tabelle 1) zeigt, dass die Fundamentalindikatoren trotz des starken Preisanstiegs in Deutschland und Österreich im Vergleich zu den nordischen Ländern mit höherem Fremdkapitalanteil immer noch günstig sind. Nach Angaben der Österreichischen Nationalbank (ÖNB) wird in Österreich ein beträchtlicher Anteil neuer Hypothekarkredite mit einem hohen Verschuldungsgrad im Verhältnis zum Einkommen und zum Beleihungswert (LTV) angeboten, aber der durchschnittliche Beleihungsgrad von 60% bietet einen gewissen Puffer für die Stabilität des Gesamtmarktes. Auf der anderen Seite werden Länder mit einem hohen Anteil variable verzinsten Hypotheken (Spanien, Portugal und die CEE-Länder) die negativen Auswirkungen wahrscheinlich früher zu spüren bekommen.

**Wir erwarten eine Seitwärtsbewegung der Immobilienpreise**

Es gab Kommentare von schwedischen Banken über eine mögliche Korrektur der Immobilienpreise um 10% im Jahr 2023 in Schweden. Wir erwarten eine Seitwärtsbewegung bei den Immobilienpreisen in anderen Märkten, da die Preise durch mehrere Faktoren gestützt werden: höhere Baukosten bevorzugen Bestandsimmobilien gegenüber Neubauten, die hohe Unsicherheit und Inflation unterstützt Sachwerte wie Immobilien und die wachsende Bevölkerung und der steigende Anteil an Single-Haushalte stützen die Nachfrage.

**Die Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken sind unserer Ansicht nach moderat, selbst in einem Stressszenario**

Für Länder, die in den letzten zehn Jahren einen starken Preisanstieg erlebt haben, würde eine Abkühlung der Wohnimmobilienmärkte zur finanziellen Stabilität beitragen. Allerdings dürfte sich eine Abkühlung negativ auf die Rentabilität der Banken auswirken:

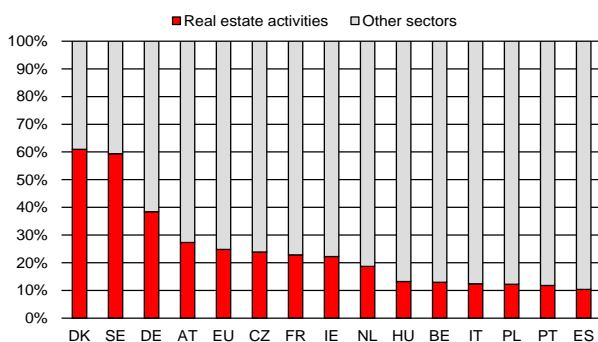
- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite lag in den letzten Jahren bei 5%. Eine Verlangsamung des Marktes würde daher das Kreditwachstum der Banken beeinträchtigen.
- Die Qualität der Aktiva schwächerer Hypothekenschuldner könnte sich von einem sehr soliden Niveau aus allmählich verschlechtern.

Diese Faktoren dürften durch verbesserte Margen bei Immobilienkrediten teilweise kompensiert werden.

In einem Risikoszenario mit einem Rückgang der Immobilienpreise um 10%, das nicht unser Basisszenario ist, sollten die Banken durch günstige durchschnittliche Beleihungsquoten von rund 60% für die meisten Banken geschützt sein.

Insgesamt halten wir die Auswirkungen einer Abkühlung des Immobilienmarktes auf das Kreditprofil von Banken für beherrschbar. In einem Risikoszenario mit größeren Immobilienpreiskorrekturen würden wir ein gewisses moderates Spread-Ausweitungspotenzial erwarten, insbesondere in regionalen Bankenmärkten mit einem hohen Anteil an Immobilienkrediten und für Banken mit einem höheren Anteil an Hypothekarkrediten mit hohen Beleihungsausläufen.

**GRAFIK 3: ANTEIL VON IMMOBILIENKREDITEN AN DEN KREDITBÜCHERN**



**TABELLE 1: HEATMAP IMMOBILIENMARKTINDIKATOREN (KREDITE ENDE 2020, WENN NICHT ANDERS ANGEGEBEN)**

	Wohnungsbaudarlehen (in Mrd. EUR)	Wachstum der Wohnungsbaukredite im 2015-2020 CAGR	Wohnungsbaukredite im Verhältnis zum BIP (%)	Anteil variabler Zinssatz (%)	Wohnungsbau darlehen zu verfügbarem HH-Einkommen (%)	Anstieg der nominalen Hauspreise 2010-2021
AT	126	5%	33%	38%	54%	104%
FR	1,137	6%	49%	n.a.	74%	28%
DE	1,629	5%	48%	11%	75%	90%
IE	81	-2%	22%	23%	66%	46%
IT	392	2%	24%	18%	34%	-12%
ES	482	-2%	43%	34%	65%	1%
SE	469	5%	87%	48%	194%	88%
DK	266	2%	85%	2%	174%	121%

Quelle: Europäische Bankenaufsichtsbehörde, Europäischer Hypothekenverband, UniCredit Research

## UniCredit economic forecasts

	Real GDP (% yoy)			Consumer prices (% yoy)			Budget balance (% of GDP)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Industrialized countries</b>									
<b>US</b>	<b>5.7</b>	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	<b>4.7</b>	<b>8.3</b>	<b>3.4</b>	<b>-12.4</b>	<b>-5.5</b>	<b>-4.0</b>
<b>Euro Area</b>	<b>5.3</b>	<b>2.8</b>	<b>1.3</b>	<b>2.6</b>	<b>7.8</b>	<b>3.1</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.2</b>	<b>-2.9</b>
Germany	2.6*	1.6*	1.8*	3.1	7.3	3.5	-3.7	-3.5	-2.0
France	6.8	2.4	1.4	1.6	5.2	3.3	-6.4	-5.0	-3.8
Italy	6.6	2.9	1.1	1.9	6.4	2.3	-7.2	-5.8	-4.8
Spain	5.0	4.4	3.1	3.0	8.0	2.1	-6.9	-5.0	-3.6
Austria	4.8	4.4	1.5	2.8	7.0	3.6	-5.9	-2.9	-2.5
Greece	8.0	3.8	1.4	1.2	9.4	1.9	-7.4	-4.6	-2.0
Portugal	4.9	5.3	1.3	1.3	6.1	2.0	-2.8	-1.9	-1.6
<b>UK</b>	<b>7.4</b>	<b>3.4</b>	<b>0.6</b>	<b>2.6</b>	<b>8.4</b>	<b>3.9</b>	<b>-6.0</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.0</b>
<b>Switzerland</b>	<b>3.7</b>	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>
<b>Sweden</b>	<b>4.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>6.0</b>	<b>2.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>
<b>Norway**</b>	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>1.9</b>	<b>3.5</b>	<b>5.5</b>	<b>2.0</b>	<b>9.1</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>
<b>Japan</b>	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.4</b>	<b>0.8</b>	<b>-8.2</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.5</b>
<b>Developing countries</b>									
<b>Central &amp; Eastern Europe</b>									
Russia	4.7	-6.0	-3.0	8.4	17.0	7.0	0.4	-1.7	-2.0
Poland	6.0	4.2	2.8	8.6	15.2	11.0	-1.9	-4.0	-4.0
Czechia	3.3	1.5	0.9	6.6	16.2	7.4	-5.9	-5.0	-4.0
Hungary	7.1	4.6	2.8	7.4	13.9	10.8	-6.8	-5.2	-4.1
Turkey	11.0	4.4	3.3	36.1	84.0	43.0	-3.9	-5.2	-4.2
<b>Emerging Asia</b>									
China	8.1	2.4	4.0	1.1	1.8	1.9	-7.5	-7.1	-6.5

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
<b>Real GDP (% qoq sa)</b>										
US (non-annualized)	0.6	1.7	-0.4	-0.2	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
Euro Area	2.3	0.2	0.5	0.7	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Germany	0.7	0.0	0.8	0.0	0.4	0.3	0.6	0.7	0.5	0.3
France	3.2	0.4	-0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
Italy	2.6	0.7	0.1	1.0	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Spain	2.6	2.0	0.2	1.1	0.9	0.6	1.0	0.8	0.5	0.5
Austria	3.4	-0.8	1.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
UK	0.9	1.3	0.8	-0.2	0.2	-0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
Switzerland	1.9	0.2	0.5	0.1	0.4	0.3	0.5	0.6	0.4	0.3
Sweden	1.9	1.1	-0.8	1.0	0.9	0.6	0.3	0.4	0.4	0.3
Norway (mainland)	2.8	1.4	-0.6	0.7	1.2	0.8	0.4	0.4	0.3	0.2
Russia (%yoy)	5.3	4.8	3.3	-6.6	-8.1	-12.3	-12.6	-3.0	0.4	4.3
Poland (%yoy)	6.2	8.0	9.4	4.5	2.1	1.5	1.3	2.0	3.6	4.3
Czechia	1.7	0.8	0.9	0.2	-0.7	0.5	0.3	0.4	0.7	1.0
Hungary (%yoy)	6.2	7.1	8.2	5.0	3.6	2.2	1.6	2.4	3.1	3.7
Turkey (%yoy)	7.5	9.1	7.3	6.2	3.5	1.6	2.1	2.1	3.4	5.0

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
<b>Consumer prices (% yoy)**</b>										
US	5.3	6.7	8.0	8.6	8.9	7.8	5.9	3.8	2.2	1.9
Core rate (ex food & energy)	4.1	5.0	6.3	6.0	6.0	5.6	4.7	3.8	3.0	2.6
Euro Area	2.8	4.6	6.1	8.0	8.8	8.3	5.9	3.7	1.9	1.2
Core rate (ex food & energy)	1.4	2.4	2.7	3.7	4.1	4.4	3.8	3.1	2.5	1.9
Germany	3.9	5.0	5.8	7.6	7.9	7.9	6.5	3.7	2.5	1.4
France	1.7	2.7	3.7	5.2	6.0	5.7	4.7	3.5	2.7	2.1
Italy	2.2	3.5	5.7	6.9	7.6	5.9	3.7	2.5	1.7	1.7
Spain	3.4	5.8	7.9	8.9	8.3	6.5	3.5	1.5	1.5	1.8
Austria	3.1	4.1	5.9	7.9	7.7	6.6	5.5	4.1	2.9	2.0
UK	2.8	4.9	6.2	9.1	9.1	9.0	7.7	3.8	3.1	1.4
Switzerland	0.8	1.4	2.1	3.0	3.3	3.3	2.6	1.2	0.7	0.4
Sweden	2.3	3.6	4.8	7.4	7.0	5.0	4.2	2.2	1.8	1.8
Norway	3.5	4.6	3.8	5.8	6.6	5.6	3.2	2.0	1.5	1.5
Russia	7.4	8.4	16.7	15.9	15.8	17.0	9.5	9.1	9.3	7.0
Poland	5.9	8.6	11.0	15.6	16.1	15.2	13.9	9.6	8.0	11.0
Czechia	4.9	6.6	12.7	17.2	16.2	16.2	11.4	8.5	8.0	7.4
Hungary	5.5	7.4	8.5	11.7	13.5	13.9	17.7	15.0	12.2	10.8
Turkey	19.6	36.1	61.1	78.6	94.1	84.0	73.8	63.2	51.4	43.0

\*Non-wda figures. Adjusted for working days: 2.6% (2021), 1.7% (2022) and 2.0% (2023).

\*\*Mainland economy figures. Overall GDP: 4.0% (2021), 2.9% (2022) and 1.7% (2023).

\*\*\*CEE CPI figures are end-of-period.

Quelle: UniCredit Research

## UniCredit FI forecasts

### INTEREST RATE AND YIELD FORECASTS (%)

	Current	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
<b>EMU</b>							
Refi rate	0.50	1.00	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75
Depo rate	0.00	0.50	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25
3M EUR	0.27	0.83	1.15	1.35	1.35	1.35	1.35
2Y Schatz	0.32	1.50	<b>1.40</b>	1.35	1.30	1.25	<b>1.25</b>
Fwd		0.33	0.35	0.34	0.31	0.35	0.42
5Y Obl	0.61	1.85	1.65	1.55	1.45	1.35	1.30
10Y Bund	0.91	2.00	<b>1.75</b>	1.65	1.55	1.45	<b>1.35</b>
Fwd		0.93	0.96	0.98	1.01	1.04	1.07
30Y Bund	1.17	2.15	1.90	1.80	1.75	1.65	1.55
2/10Y	59	50	35	30	25	20	10
2/5/10Y	-2	20	15	10	5	0	0
10/30Y	26	15	15	15	20	20	20
2Y EUR swap	1.16	2.20	2.05	1.95	1.85	1.75	1.70
5Y EUR swap	1.41	2.60	2.35	2.20	2.05	1.90	1.75
10Y EUR swap	1.73	2.80	2.50	2.35	2.20	2.05	1.85
<b>US</b>							
FedFunds	2.50	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25
3M Libor	2.81	3.35	3.60	3.60	3.60	3.45	3.25
2Y UST	2.87	3.70	<b>3.50</b>	3.40	3.30	3.20	<b>3.10</b>
Fwd		2.87	2.83	2.78	2.75	2.71	2.68
5Y UST	2.72	3.75	3.50	3.40	3.30	3.15	3.00
10Y UST	2.71	3.75	<b>3.50</b>	3.40	3.30	3.15	<b>3.00</b>
Fwd		2.74	2.76	2.78	2.80	2.83	2.85
30Y UST	3.06	3.75	3.50	3.40	3.30	3.20	3.10
2/10Y	-16	5	0	0	0	-5	-10
2/5/10Y	-14	5	0	0	0	-5	-10
10/30Y	36	0	0	0	0	5	10
2Y USD swap	2.82	3.65	3.45	3.35	3.25	3.15	3.05
10Y USD swap	2.50	3.55	3.30	3.20	3.10	2.95	2.80
<b>UK</b>							
Key rate	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	<b>1.50</b>

Spreads	Current	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
10Y UST-Bund	180	175	175	175	175	170	165
10Y BTP-Bund	235	200	200	200	175	175	175
10Y EUR swap-Bund	82	80	75	70	65	60	50
10Y USD swap-UST	-21	-20	-20	-20	-20	-20	-20

Forecasts are end-of-period

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research



## UniCredit FX forecasts

EUR	Current	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	3M	6M	12M
<b>G10</b>										
EUR-USD	1.02	1.03	<b>1.06</b>	1.08	1.10	1.10	<b>1.12</b>	1.04	1.07	1.10
EUR-CHF	0.97	1.01	<b>1.03</b>	1.04	1.05	1.05	<b>1.05</b>	1.02	1.03	1.05
EUR-GBP	0.84	0.86	<b>0.90</b>	0.92	0.95	0.96	<b>0.97</b>	0.87	0.91	0.95
EUR-JPY	136	137	<b>140</b>	140	142	142	<b>143</b>	138	140	142
EUR-NOK	9.90	10.40	<b>10.30</b>	10.20	10.10	10.00	<b>9.90</b>	10.37	10.27	10.07
EUR-SEK	10.40	10.60	<b>10.50</b>	10.40	10.30	10.20	<b>10.00</b>	10.57	10.47	10.27
EUR-AUD	1.46	1.45	<b>1.47</b>	1.48	1.49	1.47	<b>1.47</b>	1.46	1.47	1.48
EUR-NZD	1.62	1.58	<b>1.61</b>	1.61	1.62	1.59	<b>1.60</b>	1.59	1.61	1.61
EUR-CAD	1.31	1.31	<b>1.33</b>	1.34	1.35	1.34	<b>1.34</b>	1.31	1.33	1.35
EUR TWI	93.4	95.0	<b>97.1</b>	98.0	98.4	98.5	<b>98.7</b>	95.7	97.4	98.4
<b>CEEMEA &amp; CHINA</b>										
EUR-PLN	4.74	4.65	<b>4.75</b>	4.72	4.68	4.75	<b>4.80</b>	4.68	4.74	4.70
EUR-HUF	404	385	<b>395</b>	398	393	398	<b>400</b>	388	396	395
EUR-CZK	24.60	24.80	<b>24.90</b>	25.10	25.30	25.20	<b>25.00</b>	24.83	24.97	25.27
EUR-TRY	18.31	19.88	<b>23.32</b>	25.81	25.74	20.90	<b>20.72</b>	21.01	24.14	24.13
EUR-RUB	63.31	75.19	<b>84.80</b>	91.80	99.00	104.50	<b>112.00</b>	78.35	87.11	100.83
EUR-CNY	6.88	6.85	<b>6.94</b>	7.02	7.10	7.04	<b>7.11</b>	6.88	6.97	7.08
<b>USD</b>										
<b>G10</b>										
EUR-USD	1.02	1.03	<b>1.06</b>	1.08	1.10	1.10	<b>1.12</b>	1.04	1.07	1.10
USD-CHF	0.95	0.98	<b>0.97</b>	0.96	0.95	0.95	<b>0.94</b>	0.98	0.97	0.95
GBP-USD	1.22	1.20	<b>1.18</b>	1.17	1.16	1.15	<b>1.15</b>	1.19	1.18	1.16
USD-JPY	133	133	<b>132</b>	130	129	129	<b>128</b>	133	131	129
USD-NOK	9.69	10.10	<b>9.72</b>	9.44	9.18	9.09	<b>8.84</b>	9.97	9.63	9.15
USD-SEK	10.17	10.29	<b>9.91</b>	9.63	9.36	9.27	<b>8.93</b>	10.16	9.81	9.33
AUD-USD	0.70	0.71	<b>0.72</b>	0.73	0.74	0.75	<b>0.76</b>	0.71	0.72	0.74
NZD-USD	0.63	0.65	<b>0.66</b>	0.67	0.68	0.69	<b>0.70</b>	0.65	0.66	0.68
USD-CAD	1.28	1.27	<b>1.25</b>	1.24	1.23	1.22	<b>1.20</b>	1.26	1.25	1.23
USTW\$	90.8	97.1	<b>95.5</b>	94.4	93.4	93.2	<b>92.0</b>	96.6	95.1	93.3
DXY	105.9	105.6	<b>103.7</b>	102.2	100.9	100.9	<b>99.4</b>	105.0	103.2	100.9
<b>CEEMEA &amp; CHINA</b>										
USD-PLN	4.64	4.51	<b>4.48</b>	4.37	4.25	4.32	<b>4.29</b>	4.50	4.44	4.28
USD-HUF	396	374	<b>373</b>	369	357	362	<b>357</b>	373	371	359
USD-CZK	24.10	24.10	<b>23.50</b>	23.20	23.00	22.90	<b>22.30</b>	23.90	23.40	23.00
USD-TRY	17.91	19.30	<b>22.00</b>	23.90	23.40	19.00	<b>18.50</b>	20.20	22.63	21.93
USD-RUB	61.74	73.00	<b>80.00</b>	85.00	90.00	95.00	<b>100.00</b>	75.33	81.67	91.67
USD-CNY	6.74	6.65	<b>6.55</b>	6.50	6.45	6.40	<b>6.35</b>	6.62	6.53	6.43

Forecasts are end-of-period

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

## UniCredit risky assets forecasts

### COMMODITY, EQUITY AND CREDIT FORECASTS

	Current	End-2022
<b>Oil</b>		
Brent. USD/bbl.	109.3	118
<b>Equities</b>		
Euro STOXX 50	3692	4000
STOXX Europe 600	436	465
DAX	13384	15500
MSCI Italy	56.16	63
S&P 500	4072	4200
<b>Credit</b>		
iBoxx Non-Financials Senior	64	70
iBoxx Financials Sen	99	90
iBoxx High Yield NFI	484	430

Forecasts are end-of-period

Quelle: Bloomberg, IHS Markit, UniCredit Research

### EQUITY SECTOR ALLOCATION WESTERNEUROPE

STOXX Europe 600 Sector	Portfolio weight over/underweight – (% points)	Portfolio position (%)	Strength of over/underweight in % of sector weight
Automobiles & Parts	0.5	2.8	22
Banks	0.5	7.9	7
Basic Resources	0.5	2.9	21
Chemicals	0	3.8	0
Construction & Materials	0	3.4	0
Consumer Products & Services	-0.5	6.1	-8
Energy	0.5	5.8	10
Financial Services	0.5	4.2	13
Food, Beverage & Tobacco	0.5	8.7	6
Health Care	0.5	17.6	3
Industrial Goods & Services	0	12.9	0
Insurance	0.5	5.4	10
Media	0	1.6	0
Personal Care, Drug & Grocery Stores	-0.5	2.1	-19
Real Estate	-1.5	0.3	-84
Retail	-0.5	0.3	-60
Technology	0	6.6	0
Telecommunications	0	3.4	0
Travel & Leisure	-1	0.0	-99
Utilities	0	4.2	0

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

## Rechtliche Hinweise

### Glossar

Ein umfangreiches Glossar zu vielen in dem Bericht verwendeten Fachbegriffen finden Sie auf unserer Website: <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=glossary>

### Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen beruhen auf Informationen, die öffentlich zugänglichen Informationsquellen entnommen sind oder auf ihnen basieren. Diese Informationsquellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Sofern nicht anders angegeben, handelt es sich bei allen Informationen, Schätzungen, Meinungen, Vorhersagen und Prognosen in diesem Bericht um die unabhängigen Einschätzungen der Analysten zum Publikationstermin. Wir behalten uns das Recht vor, unsere Einschätzungen jederzeit und ohne gesonderte Bekanntmachung zu ändern bzw. die in diesem Report enthaltenen Informationen nicht zu aktualisieren bzw. entsprechende Informationen überhaupt nicht mehr zu veröffentlichen. Dieser Report kann Links zu Webseiten Dritter enthalten, deren Inhalte nicht von der UniCredit Bank kontrolliert werden. Daher wird für derartige Inhalte keine Haftung übernommen.

Dieser Bericht wurde nur zu Informationszwecken erstellt und (i) ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren; (ii) ist weder als derartiges Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder als Bestandteil eines solchen Angebots noch als Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren zu verstehen und (iii) ist Werbematerial im Sinne des geltenden Prospektrechts. Die in diesem Report behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Darüber hinaus lassen die Kurs- oder Wertentwicklungen aus der Vergangenheit nicht ohne weiteres einen Schluss auf die zukünftigen Ergebnisse zu. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt.

Für die in diesem Report enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Haftung. Dieser Report ist kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Investoren müssen selbst auf Basis der hier dargestellten Chancen und Risiken, ihrer eigenen Anlagestrategie und ihrer finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Situation berücksichtigen, ob eine Anlage in die hier dargestellten Finanzinstrumente für sie sinnvoll ist. Da dieses Dokument keine unmittelbare Anlageempfehlung darstellt, sollten dieses Dokument oder Teile dieses Dokuments auch nicht als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden. Investoren werden aufgefordert, den Anlageberater ihrer Bank für eine individuelle Anlageberatung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren.

Weder die UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch, noch einer ihrer Vorstands-, Aufsichtsrats- oder Verwaltungsratsmitglieder, Angestellten oder sonstige Personen übernehmen die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen.

Dieser Bericht wird per E-Mail und per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieses Reports treffen. Dieser Report darf nicht – ganz oder teilweise und gleich zu welchem Zweck – weiterverteilt, reproduziert oder veröffentlicht werden.

Dieser Report wurde am 1. August 2022 um 13:37 Uhr fertiggestellt und erstmalig weitergeben.

### Die Verantwortung für diese Publikation übernimmt:

**Die UniCredit Group und ihre Tochtergesellschaften unterliegen der Regulierung durch die Europäische Zentralbank.**

a) Die UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich oder Frankfurt), Arabellastraße 12, 81925 München, Deutschland (ebenfalls verantwortlich für die Verteilung nach §85 WpHG).

Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

b) Die UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, Vereinigtes Königreich.

Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland sowie in begrenztem Umfang die Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN, Vereinigtes Königreich und Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, London, EC2R 6DA, Vereinigtes Königreich. Einzelheiten hinsichtlich unseres regulatorischen Status sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

c) Die UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), Piazza Gae Aulenti, 4 - Torre C, 20154 Mailand, Italien, zur Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen durch die Bank of Italy ordnungsgemäß ermächtigt.

Aufsichtsbehörde: „Bank of Italy“, Via Nazionale 91, 00184 Rom, Italien und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland.

d) UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), Rothschildplatz 1, 1020 Wien, Österreich

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien, Österreich sowie in begrenztem Umfang die „BaFin“ – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland. Einzelheiten zum Umfang der diesbezüglichen Aufsicht der BaFin sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

e) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Rothschildplatz 1, 1020 Wien, Österreich

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien, Österreich

f) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgarien. Aufsichtsbehörde: Financial Supervision Commission (FSC), 16 Budapeshta str., 1000 Sofia, Bulgarien

g) Zagrebačka banka d.d., Trg bana Josipa Jelačića 10, HR-10000 Zagreb, Kroatien.

Aufsichtsbehörde: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb, Kroatien.

h) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Želetavská 1525/1, 140 92 Prag 4, Tschechische Republik

Aufsichtsbehörde: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Prag 1, Tschechische Republik

i) ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), Prechistskaya nab. 9, RF-119034 Moskau, Russland

Aufsichtsbehörde: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moskau 119991, Russland

j) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Slovakia Branch, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slowakei

Aufsichtsbehörde: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Prag 1, Tschechische Republik sowie in begrenztem Umfang die National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slowakei. Aufsichtsbehörde: National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slowakei

k) UniCredit Bank Romania, Bucharest 1F Expozitiei Boulevard, 012101 Bukarest 1, Rumänien

Aufsichtsbehörde: National Bank of Romania, 25 Lipsicani Street, 030031, 3rd District, Bukarest, Rumänien

l) UniCredit Bank AG New York Branch (UniCredit Bank, New York), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017

Aufsichtsbehörde: „BaFin“ – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Deutschland und New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511

Weitere Details zu unserem regulatorischen Status erhalten Sie auf Anfrage.

### ERKLÄRUNG DES ANALYSTEN

Die Vergütung des Analysten steht weder in der Vergangenheit noch der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Ansichten, die in dieser Studie geäußert werden, in Zusammenhang.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

### POTENZIELLE INTERESSENKONFLIKTE

Eine Liste der Schlüssel für unternehmensspezifische aufsichtsrechtliche Offenlegungen finden Sie auf unserer Website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

### EMPFEHLUNGEN, ANLAGEURTEILE UND BEWERTUNGSGRUNDLAGEN

Eine Übersicht über die absolute und relative Verteilung der Anlageurteile bzw. eine Übersicht der letzten Änderungen, und eine Anmerkung zur Bewertungsbasis für verzinsliche Wertpapiere finden Sie auf unserer Website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer> und <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=legalnotices>.

### ZUSÄTZLICHE HINWEISE NACH DEN EINSCHLÄGIGEN BESTIMMUNGEN AUSLÄNDISCHER RECHTSORDNUNGEN

Eine Übersicht über weitere zusätzliche Hinweise nach den einschlägigen Bestimmungen ausländischer Rechtsordnungen finden Sie auf unserer Website

<https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. © 2011

UniCredit Research\*

Macro & Strategy Research



**Marco Valli**  
Global Head of Research,  
Chief European Economist  
+39 02 8862-0537  
marco.valli@unicredit.eu



**Dr. Ingo Heimig**  
Head of Research Operations  
& Regulatory Controls  
+49 89 378-13952  
ingo.heimig@unicredit.de

Head of Macro Research

Heads of Strategy Research



**Marco Valli**  
Global Head of Research,  
Chief European Economist  
+39 02 8862-0537  
marco.valli@unicredit.eu



**Dr. Luca Cazzulani**  
Head of Strategy Research  
FI Strategist  
+39 02 8862-0640  
luca.cazzulani@unicredit.eu



**Elia Lattuga**  
Cross Asset Strategist  
Deputy Head of Strategy Research  
+39 02 8862-0851  
elia.lattuga@unicredit.eu

European Economics Research

**Dr. Andreas Rees**  
Chief German Economist  
+49 69 2717-2074  
andreas.rees@unicredit.de

**Dr. Loredana Federico**  
Chief Italian Economist  
+39 02 8862-0534  
loredanamaria.federico@unicredit.eu

**Stefan Bruckbauer**  
Chief Austrian Economist  
+43 50505-41951  
stefan.bruckbauer@unicreditgroup.at

**Tullia Bucco**  
Economist  
+39 02 8862-0532  
tullia.bucco@unicredit.eu

**Edoardo Campanella**  
Economist  
+39 02 8862-0522  
edoardo.campanella@unicredit.eu

**Walter Pudschedl**  
Economist  
+43 50505-41957  
walter.pudschedl@unicreditgroup.at

**Chiara Silvestre**  
Economist  
chiara.silvestre@unicredit.eu

International Economics Research

FX Strategy Research

**Daniel Vernazza, Ph.D.**  
Chief International Economist  
+44 207 826-7805  
daniel.vernazza@unicredit.eu

**Roberto Mialich**  
FX Strategist  
+39 02 8862-0658  
roberto.mialich@unicredit.eu

FI Strategy Research

**Michael Rottmann**  
Head  
FI Strategist  
+49 89 378-15121  
michael.rottman1@unicredit.de

**Dr. Luca Cazzulani**  
Head of Strategy Research  
FI Strategist  
+39 02 8862-0640  
luca.cazzulani@unicredit.eu

**Francesco Maria Di Bella**  
FI Strategist  
+39 02 8862-0850  
francescomaria.dibella@unicredit.eu

**Kornelius Purps**  
FI Strategist  
+49 89 378-12753  
kornelius.purps@unicredit.de

Credit & Equity Sector Strategy Research

**Christian Stocker, CEFA**  
Lead Equity Strategist  
+49 89 378-18603  
christian.stocker@unicredit.de

**Dr. Stefan Kolek**  
Credit Strategist - Non-financials  
+49 89 378-12495  
stefan.kolek@unicredit.de

**Dr. Michael Teig**  
Credit Strategist - Financials  
+49 89 378-12429  
michael.teig@unicredit.de

**Julian Kreipl, CFA**  
Credit Strategist - ESG  
+49 89 378-12961  
julian.kreipl@unicredit.de

**Jonathan Schroer, CFA**  
Credit Strategist - ESG  
+49 89 378-13212  
jonathan.schroer@unicredit.de

Cross Asset Strategy Research

**Elia Lattuga**  
Cross Asset Strategist  
Deputy Head of Strategy Research  
+39 02 8862-0851  
elia.lattuga@unicredit.eu