



# Gemischte Wachstumssignale

Herausforderung für die  
Erholung von Wirtschaft und  
Märkten



Group Investment Strategy

Monthly Outlook

Mai 2023

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	8
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	10



# CIO Kommentar

## Gemischte Wachstumssignale

Herausforderung für die Erholung von Wirtschaft und Märkten

In der Folge des Rückschlags an den Aktienmärkten im März haben sich letztere mittlerweile wieder weitgehend erholt. Der MSCI Europe hat unlängst sogar ein neues Jahreshoch erreicht. Im Zuge der Märzschwäche an den Aktienmärkten waren auch die Staatsanleiherenditen auf dem Rückzug, und trotz eines leichten Wiederanstiegs im April bleiben die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen weiterhin deutlich unter den letzten Höchstständen, insbesondere in den USA. Ein ausschlaggebender Faktor für die US-Rentenmärkte ist sicherlich die Erwartung vieler Analysten und Investoren, dass die US-Notenbank nunmehr nahe am Hochpunkt ihres Zinserhöhungszyklus ist. Es wird von den Märkten nur noch ein letzter Zinsschritt um 25 Basispunkte (Bp) in der kommenden Sitzung der Federal Reserve (Fed) Anfang Mai eingepreist, ausgehend von einem aktuellen Korridor der US-Leitzinsen von 4,75 % bis 5,0 %. Diese Erwartungen reflektieren auch das gestiegene Rezessionsrisiko in den USA, welches zuletzt durch die sich eintrübenden Frühindikatoren für die US-Wirtschaft unterstrichen wurde. Hier ist unter anderem der ISM Manufacturing Index zu nennen, der die Stimmung für das verarbeitende Gewerbe misst. Dieser weist seit Ende letzten Jahres auf eine Kontraktion der Wirtschaftsaktivitäten im verarbeitenden Gewerbe der USA hin und ist zuletzt sogar noch weiter gesunken.

In Europa stellt sich die Lage allerdings anders dar. Die Frühindikatoren steigen (Beispiel ifo-Index) und deuten auf eine Erholung der Wirtschaft hin. Die Markterwartungen bezüglich der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) legen weitere Zinsschritte um insgesamt 0,75 % von einem derzeitigen Zinsniveau (Einlagezins) von 3,0 % nahe. Und auch aktuelle Wirtschaftsdaten wie die Industrieproduktion in der Eurozone, die im Januar und Februar um 1,0 % bzw. 1,5 % zulegen, unterstreichen die erfreuliche wirtschaftliche Erholung diesseits des Atlantiks. Im Vergleich zu den USA steht die europäische Wirtschaft tatsächlich deutlich robuster da, was sich auch an der Entwicklung auf den Kapitalmärkten widerspiegelt: stärkere Erholung von Aktienkursen und Renditen, aber auch ein etwas festerer EUR-USD-Wechselkurs, der zusätzliche Entlastung bei den Energiepreisen mit sich bringt.

Die bessere Situation in Europa als in den USA kann man auch an den Gewinnerwartungen ablesen. Diese waren beiderseits des Atlantiks seit dem dritten Quartal letzten Jahres rückläufig. In Europa zeichnet sich aber nun eine Bodenbildung ab, wohingegen die Erwartungen für die US-Unternehmen weiter sinken. Dies betrifft in den USA nicht nur die Erwartungen für das aktuelle Jahr, sondern auch jene für 2024, die weiterhin sukzessive mehr oder weniger gleichläufig nach unten revidiert werden. Die Sorgen vor einer Rezession in den USA belasten also auch die Erwartungen für das kommende Jahr. Allerdings erwarten die Kapitalmärkte für 2024 nach wie vor ein ordentliches Gewinnwachstum von etwa 10 % im Vergleich zu 2023. Auch 2025 sollten die US-Gewinne fast zweistellig zulegen. Eine deutlich spürbare Rezession in den USA ist also nicht das durch die impliziten Markterwartungen reflektierte Basisszenario.

Für Europa ist die Entwicklung der Gewinnerwartungen zwar aktuell stabiler als in den USA, weil nunmehr seitwärtsgerichtet. Das erwartete Gewinnwachstum hingegen dürfte – wie so oft im transatlantischen Vergleich – in Europa in den kommenden zwei Jahren aber etwas niedriger ausfallen als in den USA. Diese Erwartungslage muss aber nicht notwendigerweise ein Belastungsfaktor für die europäischen Märkte sein, denn hierzulande sind die Bewertungen, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) deutlich niedriger. Europäische Aktien sind also im Durchschnitt deutlich günstiger bewertet als US-amerikanische. Dabei können die nach wie vor hohen Bewertungen von US-Aktien im aktuellen Umfeld die Renditeerwartungen an diese Anlageklasse für die kommenden Jahre drücken.

Ein Zahlenbeispiel soll das verdeutlichen. Das KGV des MSCI North America liegt derzeit bei fast 18,5 und somit nahezu gleichauf mit dem KGV-Hochpunkt der 15 Jahre vor der Corona-Pandemie. Mit dieser Bewertung liegen US-Aktien um etwa 25 % höher bewertet als im Durchschnitt des angesprochenen 15-Jahreszeitraums. Kurz nach der Pandemie lagen die Bewertungen allerdings deutlich höher (in der Spitze bei KGVs von über 22) was unter anderem durch die damals sehr niedrigen Zinsen getrieben wurde. Davor waren ähnlich hohe KGVs in den USA nach der Jahrtausendwende anzutreffen, also während der Dot-Com-Bubble.

Im Vergleich dazu liegen die Bewertungen in Europa bei einem moderaten KGV von 13. Sie sind im Zuge der Erholung an den Aktienmärkten in den letzten Monaten zwar gestiegen, befinden sich aber immer noch deutlich unter den Vor-Pandemie-Hochpunkten und eher im Bereich der entsprechenden Durchschnittsbewertungen der Vor-Pandemiejahre. Hohe aktuelle Bewertungen reduzieren einerseits das mittelfristige Renditepotenzial, da sie einen signifikanten Beitrag einer Bewertungsausdehnung (also einen Anstieg des KGV) zum Gesamtertrag weniger wahrscheinlich machen. Mit anderen Worten: Kursgewinne müssen im Falle von hohen KGVs fast ausschließlich durch Gewinnwachstum getrieben werden. Andererseits steigt mit hohen Bewertungen das Rückschlagspotenzial im Falle einer Rezession.

Der aktuell wichtigste Risikofaktor an den Kapitalmärkten ist also eine mögliche Rezession in den USA. Dieser hat aufgrund der deutlichen Zinserhöhungen der letzten Quartale, aber auch infolge der Entwicklungen im US-Bankensystem, die das Risiko einer Einschränkung der Kreditverfügbarkeit für die US-Realwirtschaft haben steigen lassen, zuletzt an Bedeutung zugenommen. Eines der gängigsten finanzmarktbasierenden Rezessionsbarometer für die USA, die Invertierung der Renditekurve von US-Staatsanleihen (also die Tatsache, dass die Rendite für eine 2-jährige Laufzeit höher ist als die für eine 10-jährige Laufzeit) deutet schon seit geraumer Zeit auf eine wachsende Rezessionsgefahr hin. Zu diesen gestiegenen Rezessionsrisiken passt das hohe KGV und die sehr niedrige implizite Volatilität (welches als "Angstbarometer" im US-Aktienmarkt gilt) jedoch nur bedingt. Die nicht kongruente Entwicklung bzgl. steigender Rezessionsrisiken einerseits und einer eher zuversichtlichen Haltung der US-Aktieninvestoren andererseits dürfte das Rückschlagspotenzial am US-Aktienmarkt erhöhen.

Panik ist jedoch nicht angeraten, denn selbst die Pessimisten unter den US-Marktbeobachtern gehen für den Fall, dass es zu einer US-Rezession kommen sollte, nicht von einem scharfen Wirtschaftseinbruch aus. Diese Einschätzung wird durch die zuletzt nach wie vor robusten US-Arbeitsmarktdaten gestützt. Die US-Wirtschaft befindet sich nicht in einer strukturellen Krise. Im Wesentlichen ist die Bremswirkung der Zinserhöhungen spürbar. Sollte aber im Zuge einer Abkühlung der US-Wirtschaft auch der Inflationsdruck nachlassen, was anzunehmen ist, so stiege auch der Spielraum für die Zentralbank, die letzten Zinserhöhungen wieder zurückzunehmen und für eine teilweise Entlastung bei den Kreditfinanzierungskosten zu sorgen.

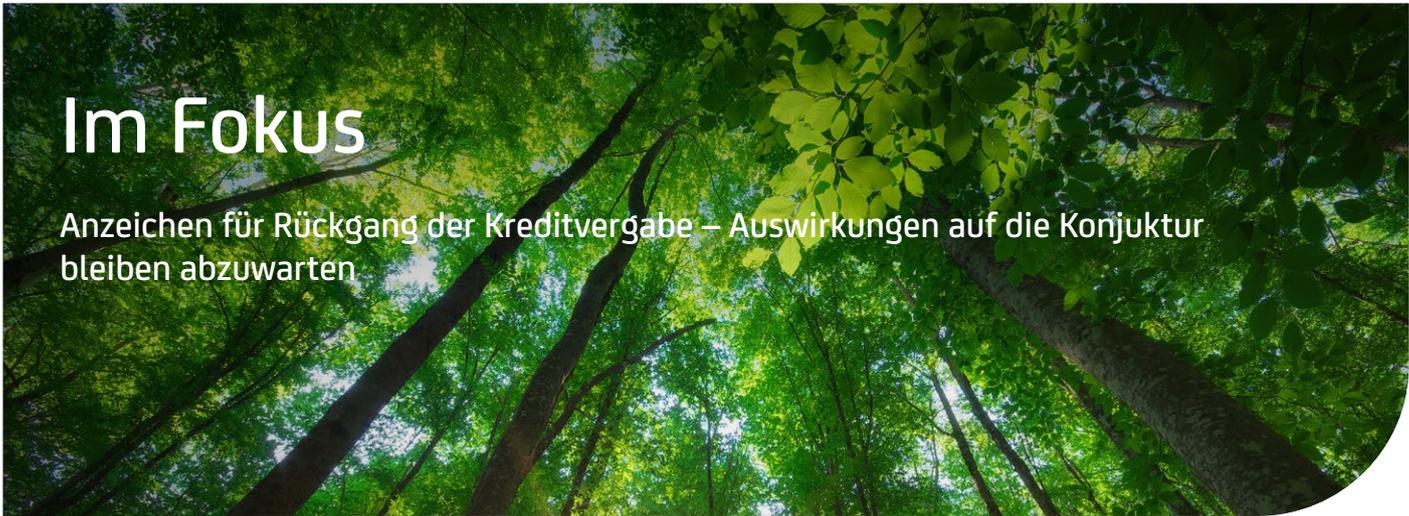
Insgesamt ist es im aktuellen Wirtschafts- und Marktumfeld nicht ganz einfach zu navigieren, steht doch in den USA aller Voraussicht nach mit dem nahenden Ende des Zinserhöhungszyklus ein wichtiger Wendepunkt in der US-Geldpolitik bevor. Solche Wendepunkte sind erfahrungsgemäß mit signifikanter Volatilität an den Kapitalmärkten verbunden. Wir raten daher aktuell zu einem eher moderaten Kurs bei der Anlagestrategie – ohne signifikante Gewichtung in die eine oder andere Richtung. Eine solche neutrale Positionierung an den Aktienmärkten wird durch die mittlerweile hohen Renditen, die an den Rentenmärkten zu erzielen sind, erleichtert. Nach den Jahren der Niedrig- und Negativzinsen und dem Katastrophenjahr 2022 ist der Rentenmarkt wieder zurück im Spiel und sollte von Anlegern aktiv genutzt werden. Hier sind (auch im Vergleich zu den Aktienmärkten) taktisch und risikoadjustiert interessante Renditen zu erzielen. Aber dennoch gilt: Kurzlaufende Rentenanlagen wie Termingelder sind höchstens für eine kurze Übergangsfrist sinnvoll (etwa weil das Kapital in absehbarer Zeit anderweitig benötigt wird), denn bereits mit einem Zeithorizont von wenigen Jahren schneiden kurzfristige Zinsanlagen inflationsbereinigt mit Blick auf die Rendite weniger gut ab. Auch mit den gestiegenen kurzfristigen Zinskonditionen ist ein realer Werterhalt angesichts der aktuellen Preissteigerungsraten (selbst wenn diese wieder auf ein erträgliches Niveau sinken sollten) schwerlich möglich. Die gute Nachricht ist: Angesichts der durchaus konstruktiven mittelfristigen Wirtschafts- und Kapitalmarktaussichten erscheint eine übermäßig defensive Anlageausrichtung (etwa in Termingelder) aber auch nicht notwendig.

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

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

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

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



# Im Fokus

## Anzeichen für Rückgang der Kreditvergabe – Auswirkungen auf die Konjunktur bleiben abzuwarten

Nachdem im März einzelne Banken mit sehr spezifischen Problemen in den USA und der Schweiz in Schieflage geraten waren, was vorübergehend für starke Kursverluste von Bankaktien und Turbulenzen an den Finanzmärkten sorgte, haben sich letztere in der Rückschau sehr widerstandsfähig gezeigt – nicht zuletzt auch dank der raschen und entschiedenen Intervention der Aufsichtsbehörden bzw. Regierungen in den USA und der Schweiz. Wie erwartet verlagerte sich der Fokus der Finanzmärkte nach der Phase erhöhter Volatilität wieder auf Inflations- und Wachstumsthemen. Gleichzeitig mehren sich mittlerweile die Anzeichen, dass die jüngsten Ereignisse dazu beitragen, dass die Banken – bei gleichzeitig sinkender Kreditnachfrage – im Bezug auf die Kreditvergabe mehr Umsicht walten lassen könnten, mit hemmenden Effekten für das Kreditwachstum beiderseits des Atlantiks.

### USA: KREDITVERGABE DER GESCHÄFTSBANKEN IM MÄRZ REGELRECHT EINGEBROCHEN, ZULETZT ABER STABILISIERT

Die US-Wirtschaft hat die stärkste geldpolitische Straffung seit Jahrzehnten bislang bemerkenswert solide verkraftet. Angesichts unsicherer Aussichten für die Wirtschaft haben die großen US-Banken ihre Vergabestandards für Kredite an Gewerbe- und Industriebetriebe sowie gewerbliche Immobilienkreditnehmer aber bereits im vierten Quartal 2022 verschärft, so die Ergebnisse der letzten verfügbaren **Umfrage der Fed**<sup>1</sup>. Zudem wurde eine geringere Nachfrage von Firmen und Privathaushalten nach Krediten beobachtet. Die US-Banken rechnen in den kommenden Monaten nach Fed-Angaben mit einer weiteren Verschärfung der Kreditvergabestandards, einer Abschwächung der Nachfrage und einer Verschlechterung der Kreditqualität. In der **März-Umfrage der Fed zu den Verbrauchererwartungen**<sup>2</sup> stieg überdies der Anteil der Haushalte, die angaben, dass es schwieriger als ein Jahr zuvor sei, einen Kredit zu erhalten, auf den höchsten Stand seit 2014. Auch für kleine Unternehmen ist der Zugang zu Krediten schwieriger geworden, so der Nationale Verband unabhängiger Unternehmen (**NFIB**)<sup>3</sup>.

Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken in den USA ist infolge der Turbulenzen im US-Finanzsektor regelrecht eingebrochen (siehe Chart 1). Sie fiel in der zweiten Märzhälfte laut Bloomberg so deutlich wie nie seit 1973. In erster Linie war dies auf einen Rückgang der Kredite kleiner Banken zurückzuführen. Auch wenn diese Entwicklung auf eine Verschärfung der Kreditbedingungen hindeutet, ist die Kausalität jedoch nicht ganz eindeutig, und Schlussfolgerungen, ob der Einbruch in erster Linie auf ein geringeres Kreditangebot (und eine strengere Kreditvergabe durch die Banken) oder auf die extreme Marktvolatilität und deren Auswirkungen auf die Kreditnachfrage zurückzuführen war, erscheinen verfrüht. Daten aus der ersten Aprilwoche deuten im Übrigen an, dass der negative Trend in den USA bereits wieder gebrochen ist – Anzeichen dafür, dass die Effekte des Bankenstresses erfolgreich eingedämmt werden konnten.

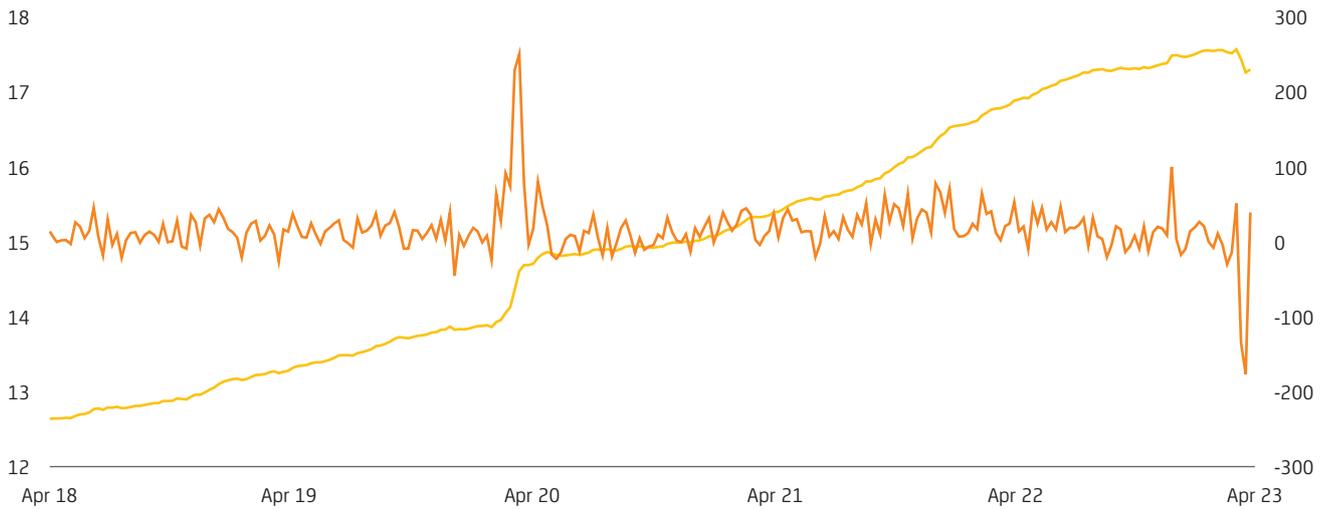
<sup>1</sup>Siehe Meinungsumfrage zu den Kreditvergabepraktiken der Banken vom Januar 2023 (Link: <https://www.federalreserve.gov/data/documents/sloos-202301-fullreport.pdf>)

<sup>2</sup>Siehe Fed-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Link: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/research/2023/20230410>)

<sup>3</sup>Siehe Pressemitteilung der National Federation of Independent Business (NFIB), einem Kleinunternehmerverband in den USA, der kleine und unabhängige Unternehmen vertritt (Link: <https://www.nfib.com/content/press-release/economy/small-business-optimism-declines-slightly-in-march>)

## 1. KREDITVERGABE VON US-GESCHÄFTSBANKEN BRICHT IM MÄRZ EIN, SCHEINT SICH ABER WIEDER ZU STABILISIEREN

● Kreditvolumen von US-Geschäftsbanken (Bio. US-Dollar) ● Wochenveränderung (Mrd. US-Dollar, RS)



Quelle: Fed, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy  
Beobachtungszeitraum: 15.04.2018-15.04.2023

## EURORAUM: EZB ERWARTET LANGSAMERES KREDITWACHSTUM

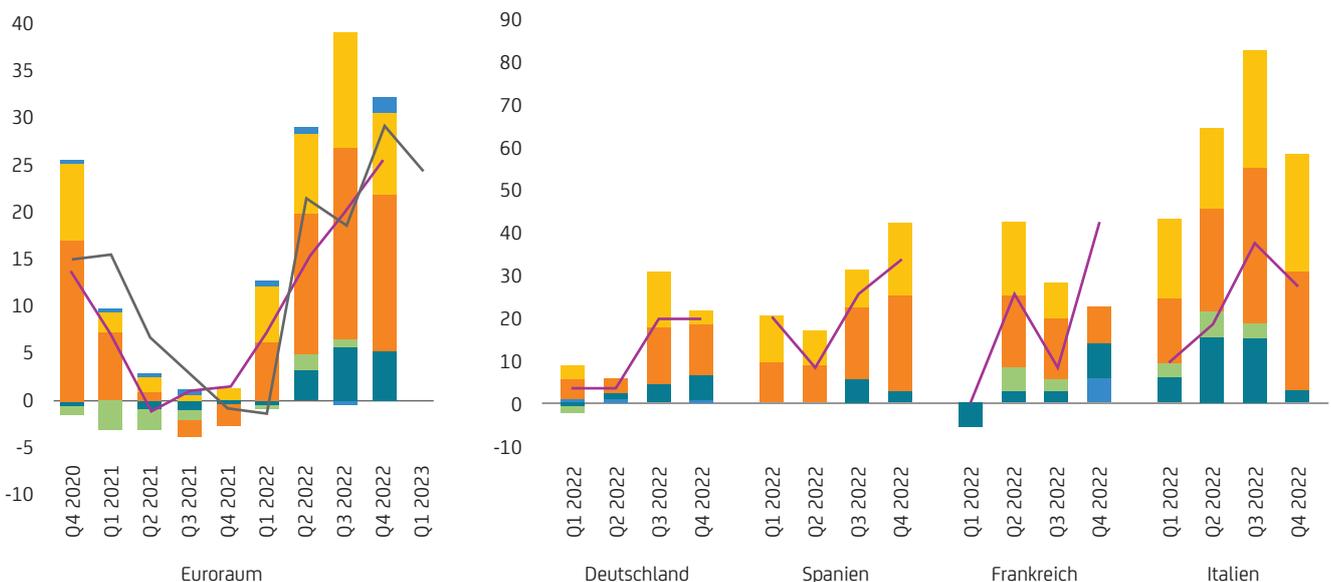
Ein Blick auf die Ergebnisse der letzten EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum (**Bank Lending Survey, BLS<sup>4</sup>**) vom Januar 2023 lässt erkennen, dass sich auch im Euroraum die Richtlinien für Kredite an Unternehmen im vierten Quartal 2022 verschärft haben – also noch vor den Turbulenzen an den globalen Finanzmärkten im März (siehe Chart 2): 26 % der Banken meldeten angesichts zunehmender Risiken bezogen auf die Wirtschaftsaussichten bzw. die branchen- oder firmenspezifische Lage sowie einer sinkenden Risikotoleranz der Banken und höherer Finanzierungskosten restriktivere Kreditrichtlinien – zuletzt war das Ausmaß während der Staatsschuldenkrise im Euroraum im Jahr 2011 vergleichbar stark. Auch die Vergaberichtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und für Konsumentenkredite bzw. sonstige Kredite an private Haushalte wurden laut EZB restriktiver.

<sup>4</sup>Siehe auch Pressemitteilung der Bundesbank vom 31. Januar 2023 (Link: <http://www.bundesbank.de/resource/blob/904056/f638118a4a7478463f978167d761928c/mL/2023-01-31-umfrage-kreditgeschaeft-download.pdf>)

## 2. VERÄNDERUNG DER KREDITRICHTLINIEN FÜR UNTERNEHMENSKREDITE UND EINFLUSSFAKTOREN IM EURORAUM

● Risikotoleranz der Banken ● Risikoeinschätzung ● Wettbewerbssituation ● Refinanzierungskosten und bilanzielle Risiken  
● Sonstige Faktoren ● Kreditrichtlinien – tatsächlich ● Kreditrichtlinien – erwartet

Prozentualer Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien meldeten, und Einflussfaktoren



Hinweis: Der prozentuale Saldo ist definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ angaben. Die Position „sonstige Faktoren“ umfasst etwaige weitere Faktoren, die den Banken zufolge einen Einfluss auf die Kreditrichtlinien hatten.

Quelle: EZB, UniCredit Group Investment Strategy

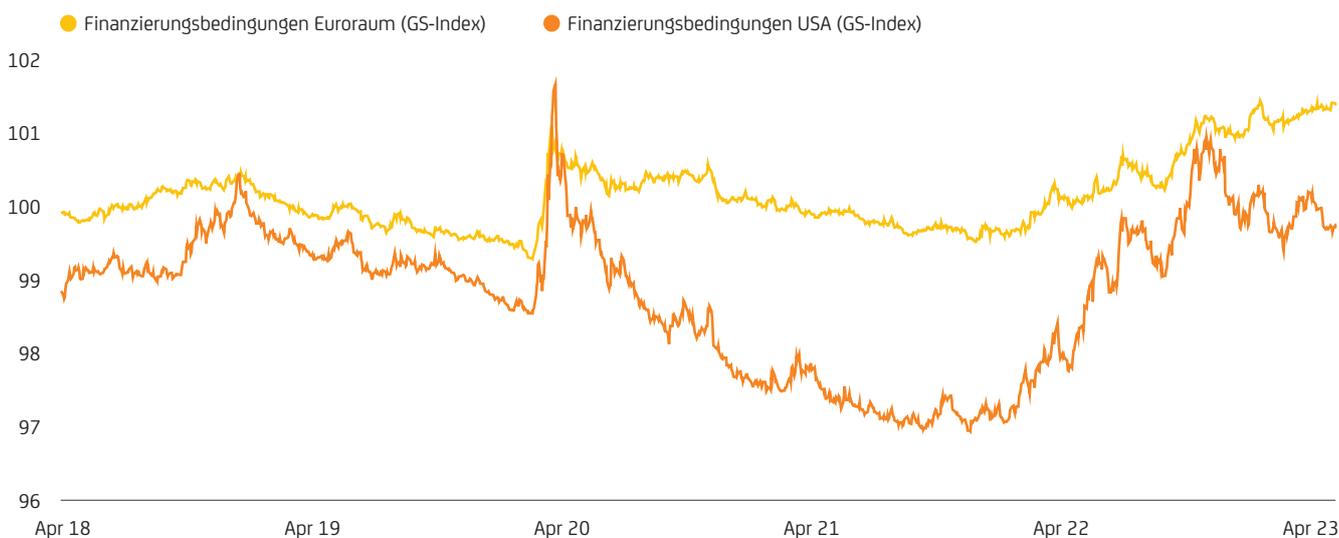
Gleichzeitig ist aber auch die Kreditnachfrage zurückgegangen, wofür auch die gestiegenen Refinanzierungskosten infolge der Zinswende ursächlich sein dürften. Entsprechend zeigen die jüngsten monatlichen Daten der EZB eine weitere Verlangsamung des Wachstums der Kredite an Unternehmen und private Haushalte, obwohl die Wachstumsrate im Jahresvergleich immer noch positiv ist. Für das erste Quartal 2023 erwarten die Banken im Euroraum per Saldo laut EZB eine weitere Verschärfung der Richtlinien für Unternehmens-, Wohnungsbau- und Konsumentenkredite.

Es scheint naheliegend, dass sich das Kreditwachstum im Euroraum mit der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen abschwächen wird. So weist der **GS Euro Area Financial Conditions Index**<sup>5</sup> darauf hin, dass die Bedingungen an den Finanzmärkten des Euroraums – anders als in den USA, wo sie sich wieder im akkommodierenden Bereich befinden – aktuell sogar strenger sind als zu Beginn der Corona-Pandemie (siehe Grafik 3). Die **EZB**<sup>6</sup> selbst hat verschiedentlich signalisiert, dass sie, neben der Tatsache, dass ein potenziell schwindendes Vertrauen von Verbrauchern und Investoren die Kreditnachfrage belasten könnte, eine Verschärfung der Kreditvergabestandards und eine langsameres Kreditwachstum erwartet.

<sup>5</sup>Der Goldman Sachs Financial Conditions Index (FCI) ist definiert als "ein gewichteter Durchschnitt aus risikolosen Zinssätzen, Wechselkursen, Aktienbewertungen und Kreditspreads mit einer Gewichtung, die dem direkten Einfluss der einzelnen Variablen auf das BIP entspricht". (Link: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/case-for-financial-conditions-index.html>)

<sup>6</sup>Siehe unter anderem Ausführungen von EZB-Vizepräsident Luis de Guindos vom 1. April (Link: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230401~d66e5a2335.en.html>)

### 3. FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN IM EURORAUM UND DEN USA



Hinweis: Ein Wert unter 100 deutet auf akkommodierende Bedingungen hin, während ein Wert über 100 eine Verschärfung anzeigt.

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

Beobachtungszeitraum: 15.04.2018-15.04.2023

Interessanterweise deuten jüngere Umfragen in Deutschland bislang nicht darauf hin, dass die Ereignisse im März dazu geführt haben, dass die Banken restriktiver bei der Vergabe von Unternehmenskrediten geworden sind. Laut einer Umfrage des **ifo Instituts**<sup>7</sup> berichteten im März 22,7 % der Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung Verhandlungen mit ihren Banken führten, dass letztere zurückhaltender bei der Kreditvergabe geworden seien. Verglichen mit Dezember (30,0 %) ist ihr Anteil signifikant gesunken. Insbesondere in der Industrie (von 27,8 % auf 17,3 %) bzw. im Dienstleistungsgewerbe (von 34,6 % auf 26,5 %) sind deutliche Rückgänge bei der so genannten **Kredithürde**<sup>8</sup> zu beobachten. Ob dieser Trend anhält, scheint aber fraglich. So zeigt unter anderem eine **Studie der Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft EY**<sup>9</sup>, dass in Deutschland zwei von drei deutschen Banken mit einem Rückgang der Kreditvergabe in diesem Jahr rechnen.

<sup>7</sup>Siehe auch ifo-Pressmitteilung vom 31. März 2023 (Link: <http://www.ifo.de/pressmitteilung/2023-03-31/banken-weniger-zurueckhaltend-bei-kreditvergabe-fuer-unternehmen>)

<sup>8</sup>Bei den vierteljährlichen ifo-Konjunkturumfragen werden die teilnehmenden Unternehmen gebeten, die Kreditvergabebereitschaft von Banken einzustufen, woraus das Institut den Indikator „Kredithürde“ berechnet.

<sup>9</sup>Siehe auch EY Kreditmarktstudie 2023 (Link: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/de\\_de/news/2023/04/ey-kreditmarktstudie-2023.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/de_de/news/2023/04/ey-kreditmarktstudie-2023.pdf))

### IMPLIKATIONEN FÜR GELDPOLITIK UND WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Das Zusammenspiel von Spannungen im Bankensektor, anhaltend hoher Inflation und restriktiver EZB-Politik hat unlängst Goldman Sachs Research empirisch analysiert und kommt zu dem Schluss, dass starke Kursverluste von Bankaktien in der Vergangenheit häufig zu einer Verschärfung der Kreditbedingungen und in der Folge zu einer sinkenden Kreditvergabe geführt haben – mit belastenden Effekten für das Wirtschaftswachstum einerseits und leicht dämpfenden Effekten auf die Kerninflation andererseits, worauf die EZB in der Regel mit einer Senkung des Einlagensatzes reagiert hat. Während der Notenbank ein abschließendes Urteil über die Auswirkungen der Entwicklungen der letzten Wochen auf Wachstum und Inflation verfrüht erscheint, dürfte der EZB-Rat mit Blick auf den weiteren Zinspfad zunehmend abwägen, inwieweit der jüngste Bankenstress die Wirtschaft belasten könnte. Wir rechnen damit, dass die Auswirkungen spürbar, wenngleich überschaubar sein dürften, gehen aber davon aus, dass sie in den USA stärker ausfallen als im Euroraum. Das Augenmerk von Investoren und Analysten wird jedenfalls auf die kommenden Veröffentlichungen von Fed und EZB zur Kreditvergabe in den USA bzw. im Euroraum (Anfang Mai) gerichtet sein, die neue Erkenntnisse über die Kreditvergabe liefern dürften – und damit auch über die weiteren wirtschaftlichen und geldpolitischen Entwicklungen.

# Wirtschaft und Märkte

US-Wirtschaft am Rande einer Rezession, Ausblick im Euroraum verbessert sich

## US-WIRTSCHAFT DÜRFTE SICH WEITER ABSCHWÄCHEN, KONTRAKTION WOHL UM DIE JAHRESMITTE

Die Wirtschaft in den USA kühlt sich weiter ab. Darauf deuten zuletzt veröffentlichte Frühindikatoren hin (unter anderem haben der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe und die Dienstleistungen weiter nachgegeben). Wir erwarten, dass sich diese Abschwächung weiter fortsetzt und die US-Wirtschaft um die Jahresmitte in eine leichte Rezession eintreten wird (d.h. leichtes Minuswachstum im zweiten und dritten Quartal von jeweils 0,3 % gegenüber Vorquartal). Dafür sprechen auch die abschmelzenden „Sparüberschüsse“ der privaten Haushalte, ein rückläufiges Wachstum bei den Verbraucherkrediten sowie ein sich anhaltend abschwächender Arbeitsmarkt. Letztere Faktoren dürften in Summe den privaten Verbrauch belasten – bislang eine wesentliche Stütze des BIP-Wachstums. Eine weitere Verschärfung der Kreditvergabebedingungen für private Haushalte und Unternehmen (siehe Ausführungen im Fokus-Teil) infolge der Spannungen im US-Bankensektor könnte die Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik darüber hinaus noch verstärken. Laut Fed-Protokoll der März-Sitzung erwartet auch der wissenschaftliche Stab der US-Notenbank eine milde Rezession im Laufe des Jahres. Für das Gesamtjahr 2023 gehen wir von einem BIP-Wachstum in Höhe von 0,5 % und für 2024 von 0,8 % aus (siehe Grafik 4). Die Inflation sollte sich bis Jahresende 2023 auf rund 3 % und dann bis Mitte 2024 auf 2 % abschwächen. Die jüngsten Inflationszahlen für März bestätigen, dass der Disinflationprozess vieler Komponenten im Warenkorb des Verbraucherpreisindex weiter voranschreitet: Die Gesamtrate lag im März bei 5,0 % gegenüber Vorjahresmonat (im Februar waren es noch 6,0 %), wohingegen die **Kernrate**<sup>10</sup> weiterhin hartnäckig auf hohem Niveau über 5 % verharret. Aus diesem Grund wird die US-Notenbank ihr Ziel der Inflationsbekämpfung auch weiterverfolgen, wenngleich der von ihr anvisierte Zinsgipfel näher rückt. Im März hat sie den Leitzins auf 5 % (oberes Band) angehoben, und wir erwarten, dass die Leitzinsen nach einer letzten Anhebung um 25 Bp im Mai ihren Gipfel erreichen werden. Von Zinssenkungen um 150 Bp gehen wir erst im Jahr 2024 aus.

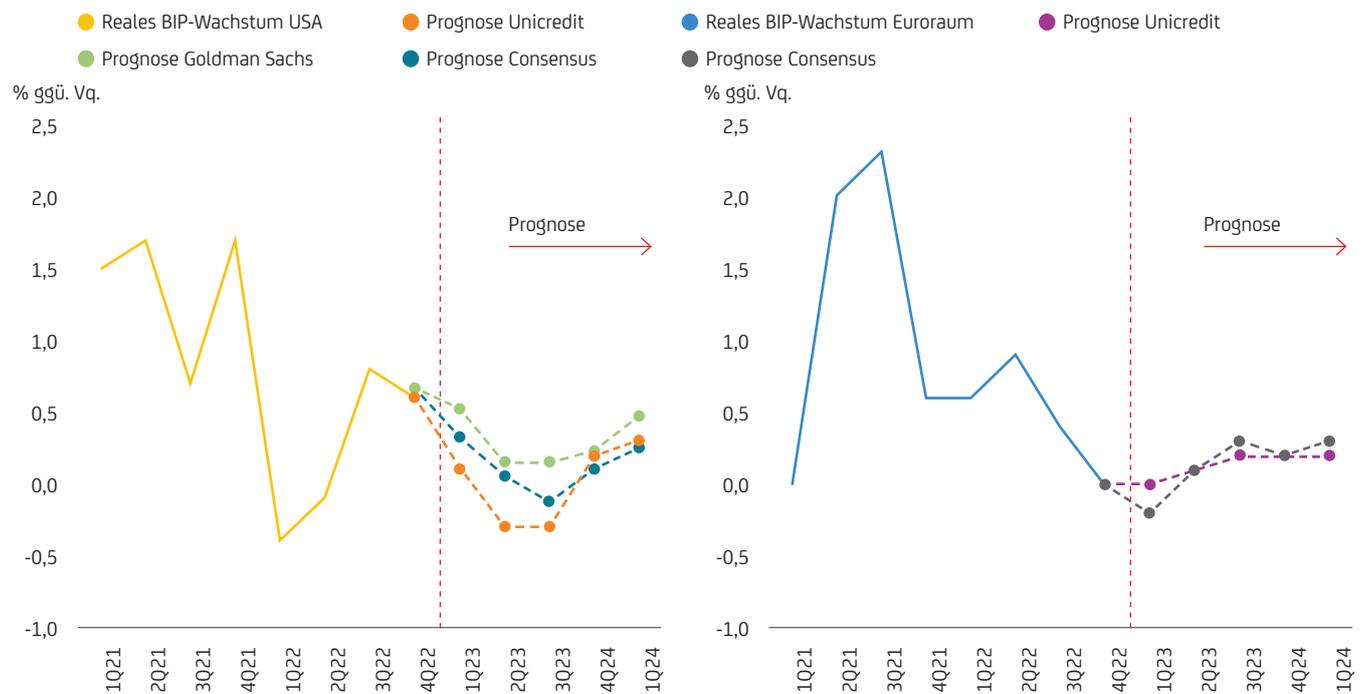
<sup>10</sup>Diese bildet die Gesamtinflation ohne die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel ab und bietet daher ein besseres Maß für den unterliegenden Inflationsdruck.

## WIRTSCHAFT IM EURORAUM TROTZT DER REZESSION

Im Euroraum haben sich die Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten zuletzt gut gehalten. Die solide Verfassung der Wirtschaft dürfte damit die drohenden Risiken aus der Abschwächung des Kreditzyklus und den Finanzmarkturbulenzen infolge der Spannungen im US-Bankensektor und der Ereignisse um eine Schweizer Großbank weitestgehend ausgleichen. Demnach sehen wir keine nennenswerte Kontraktion in den nächsten Quartalen und somit auch keine **(technische) Rezession**<sup>11</sup>, was in erster Linie auf die Vermeidung einer Energiekrise in Europa, insbesondere auf das Ausbleiben einer Gasmangellage, zurückzuführen ist. Dennoch dürften die hohe Inflation und die sich verschärfenden Kreditbedingungen das Wachstum im Laufe des Jahres 2023 belasten (siehe Ausführungen im Fokus-Teil). Wir bestätigen unsere Wachstumsprognose von rund 0,5 % für das Gesamtjahr 2023 und 1,0 % für 2024 (siehe Grafik 4). Die Teuerung im Euroraum befindet sich, ähnlich wie in den USA, auf einem Abwärtstrend, wenngleich die Kernrate ihren Höhepunkt noch nicht erreicht hat. Entsprechend gehen wir davon aus, dass die EZB weiter an ihrem Straffungskurs festhalten wird, nachdem sie die Leitzinsen im März um 50 Bp angehoben hat. Dementsprechend dürfte der Einlagensatz erneut angehoben werden, sowohl im Mai als auch im Juni und Juli um jeweils 25 Bp. Damit würde der Einlagensatz seinen Höchststand Mitte dieses Jahres bei 3,75 % erreichen. Mit Zinssenkungen um 75 Bp rechnen wir weiterhin erst ab Mitte 2024.

<sup>11</sup>Unter technischer Rezession versteht man zwei aufeinanderfolgende Quartale mit negativem Wachstum.

#### 4. US-WIRTSCHAFT AM RANDE EINER MILDEN REZESSION, EURORAUM DÜRFTE ABSCHWÄCHUNG BALD HINTER SICH LASSEN



#### CHINAS WIRTSCHAFT ERHOLT SICH ZU JAHRESBEGINN DEUTLICH

In China haben sich die Konjunkturindikatoren zuletzt ebenfalls deutlich verbessert. Die wichtigsten Einkaufsmanagerindizes befanden sich im März allesamt im wirtschaftlichen Expansionsbereich, was auf eine anhaltende Erholung hindeutet. Das chinesische BIP wuchs im ersten Quartal um 2,2 % gegenüber Vorquartal, nach nur 0,6 % im vierten Quartal 2022. Für den deutlichen Aufschwung zum Jahresauftakt waren vor allem die chinesischen Verbraucher verantwortlich, nachdem sie ihre Ausgaben über einen längeren Zeitraum hinweg wegen der strengen Lockdown-Maßnahmen infolge der Null-Covid-Politik der chinesischen Regierung deutlich eingeschränkt hatten. Wir erwarten, dass die konjunkturelle Erholung in China im Laufe des Jahres anhält, und gehen von einem BIP-Wachstum von rund 5 % im Jahr 2023 aus – womit unsere Zahlen im Einklang stehen mit dem neuen Wachstumsziel von „rund 5 %“, das von der chinesischen Regierung Anfang März festgelegt wurde. Für 2024 sehen wir ein etwas geringeres Wachstum um 4,5 %. Die weniger ehrgeizigen Wachstumserwartungen als in der Vergangenheit resultieren aus einer Reihe von Faktoren, welche die wirtschaftliche Aktivität Chinas nachhaltig belasten. Dazu zählen zum einen strukturelle Herausforderungen, wie eine schwache Produktivität, eine alternde Bevölkerung und ein für Korrekturen anfälliger Immobiliensektor. Zum anderen hat die Regierung erneut angekündigt, dass keine größeren Konjunkturprogramme geplant seien. Allerdings dürften die Steuer- und Geldpolitik weiterhin stützend wirken.

#### AUSSICHT AUF BALDIGEN ZINSGIPFEL IN DEN USA UNTERSTÜTZT FINANZMÄRKTE

Nach den durch die Spannungen im US-Bankensektor und die Krise einer Schweizer Großbank ausgelösten Finanzmarkturbulenzen im März haben schwächere US-Konjunkturdaten im April den Fokus der Märkte wie erwartet verstärkt auf Wachstumsthemen verlagert. Wenngleich eine sich abschwächende konjunkturelle Dynamik für erhöhte Unsicherheit sorgt, werteten die Finanzmärkte diese Entwicklung in erster Linie als Anzeichen dafür, dass der Zinsgipfel – vor allem in den USA – bald erreicht sein dürfte. Dies sorgte unlängst für einige Unterstützung an den Aktienmärkten: So legte der S&P 500 im Zeitraum zwischen Ende März und 18. April rund 0,6 %, während der Stoxx Europe 600 im selben Zeitraum mehr als 1,7 % anstieg. Die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen stiegen in dieser Zeit um etwa 20 Bp, nachdem sie im März um etwa 60 Bp gefallen waren. Die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen legten ebenfalls zu, um knapp 25 Bp. Die damit einhergehende geringere Renditedifferenz zwischen US- und deutschen Staatsanleihen und die weiterhin restriktiven Leitzinserwartungen der Märkte für den Euroraum haben den Euro im April deutlich gestützt: So wertete der EUR-USD-Wechselkurs weiter auf und knackte sogar die Marke von 1,10. An den Rohstoffmärkten legte der Goldkurs zwischen Ende März und 18. April um rund 1 % zu, während der Ölpreis der Sorte Brent sich in diesem Zeitraum – trotz der Ankündigung der OPEC+ die Ölförderung ab Mai drosseln zu wollen – weitgehend seitwärts bewegte und zuletzt um rund 85 US-Dollar pro Barrel notierte (Stand: 18. April 2023).

# 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>	○	●	○
		Renten	Schwellenländer	○	●	○
			EWU Staatsanleihen	○	●	○
			Nicht-EWU Staatsanleihen	○	●	○
			EURO Unternehmensanleihen <sup>2</sup>	○	○	●
			EURO Unternehmensanleihen (high yield)	●	○	○
		Rohstoffe	Schwellenländer-Anleihen	○	○	●
			Rohöl	○	●	○
			Gold	○	○	●

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

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

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## AKTIEN

### AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Das makroökonomische Bild erwies sich zu Beginn des Jahres deutlich robuster, als viele Marktteilnehmer erwartet hatten. Dies gilt insbesondere für China, dessen Wirtschaftsaktivität nach dem Ende der Null-Covid-Politik deutlich zugelegt hat. Davon profitierte auch die exportorientierte europäische Wirtschaft. Diese Entwicklungen führten zu einem erfreulichen Aufschwung an den Aktienmärkten. Allerdings sollte das Risiko einer Verlangsamung des Gewinnwachstums der Unternehmen in den kommenden Monaten, infolge möglicher verzögerter Bremswirkungen der Zinserhöhungen auf die Wirtschaft, nicht vernachlässigt werden (in Europa zeigt sich derzeit eine Bodenbildung bei der Gewinnerwartung, während in den USA noch negative Gewinnrevisionen vorherrschen). Derzeit erachten wir eine neutrale Gewichtung in globalen Aktien, die Spielraum für taktische Anpassungen an kurzfristige Marktentwicklungen bietet, als ratsam. Auch die Selektion von Sektoren und Titeln gewinnt zunehmend an Bedeutung.

### AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Europäische Aktien werden zwar durch das weiterhin restriktive Vorgehen der EZB belastet, jedoch durch die Erholung von wichtigen Frühindikatoren im ersten Quartal wie Einkaufsmangerindizes (PMIs), Ifo-Index und wachsende Produktion im verarbeitenden Gewerbe gestützt. Die nach wie vor vergleichsweise günstigen Bewertungen europäischer Aktien, der Value Bias und die Unterpositionierung der Anleger unterstützen diese Anlageklasse zusätzlich, trotz des anhaltend hohen geopolitischen Risikos (Russland-Ukraine-Krieg).

### US-AKTIEN: NEUTRAL

Der starke Arbeitsmarkt und die bis dato stabilen Erträge der Unternehmen haben US-Aktien unterstützt, aber die gestiegene Unsicherheit aufgrund der Sorge vor einer Kreditklemme (von der wir nicht ausgehen) bzw. vor einer Rezession wirken zunehmend als Belastungsfaktoren. Insbesondere die hohen Bewertungen lassen US-Aktien im Vergleich zu Europa weniger attraktiv erscheinen, da sie das zukünftige Renditepotenzial reduzieren und US-Aktien im Falle eines wirtschaftlichen Abschwungs anfällig erscheinen lassen. Mögliche Zinssenkungen (im Falle einer spürbaren Rezession) könnten zinssensitive Segmente (wie Technologie) aber perspektivisch unterstützen. Insgesamt empfehlen wir eine neutrale Gewichtung.

### SCHWELLENLÄNDER-AKTIEN: NEUTRAL

Schwellenländer-Aktien profitieren von den Öffnungsschritten in China nach dem Ende der Null-Covid-Politik sowie einer unterstützenden Geld- und Fiskalpolitik. Darüber hinaus wirken potenziell sinkende US-Dollar-Renditen sowie ein etwas schwächerer US-Dollar unterstützend für Schwellenländer. Insgesamt sind die Bewertungen günstig. Langfristig gibt allerdings die zunehmende geopolitisch-strategische Konfrontation zwischen den USA und China Anlass zur Sorge. Ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren wird bei Schwellenländern dringend empfohlen.

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

Das Ende von Chinas Null-Covid-Politik sehen wir positiv, doch mittel- bis langfristig besteht größere Unsicherheit, da die japanische Zentralbank gezwungen sein könnte, ihre sehr expansive Geldpolitik aufzugeben und auf einen weniger akkomodierenden Kurs einzuschwenken. Dies könnte dem Yen Auftrieb geben und die Aktienmärkte, insbesondere die Exporteure, belasten.

## RENTEN

### RENTEN GLOBAL: NEUTRAL

In Folge der im vergangenen Jahr massiv gestiegenen Renditen bieten globale Renten mittlerweile konkurrenzfähige Renditen, und die großen westlichen Zentralbanken dürften aufgrund einer hartnäckigen Kerninflation in diesem Jahr zwar weiterhin restriktiv bleiben, aber weniger aggressive Zinsschritte vornehmen.

### EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Angesichts der anhaltend hohen Inflation gehen wir davon aus, dass die EZB noch weiter an der Zinsschraube drehen wird. Allerdings dürfte auch im Euroraum das Gros der Zinserhöhungen hinter uns und das aktuelle Zinsniveau in der Nähe des Höhepunkts liegen. Eine deutliche wirtschaftliche Abkühlung in Form einer spürbaren Rezession (von der wir nicht ausgehen, aktuell erwarten wir eine milde Rezession in den USA, nicht aber in Europa) würde die EZB aus unserer Sicht nicht ignorieren und in der Folge auf eine weniger straffe Zinspolitik umschwenken. Solange die wirtschaftliche Situation so robust bleibt, wie die makroökonomischen Indikatoren derzeit indizieren, und infolgedessen auch die Inflationsdynamik bestimmend bleibt, sollte aber von einer weiteren Straffung der geldpolitischen Bedingungen ausgegangen werden.

### NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL

Nicht-EWU-Staatsanleihen bieten wettbewerbsfähige Renditen. Die Fed dürfte – trotz einer hartnäckigen Teuerung bei den US-Kerndienstleistungen – nicht weit von der Terminal Rate (Punkt, an dem der Referenzzinssatz den Höchstwert erreicht, bevor die Zentralbank beginnt, ihn zu senken) entfernt sein. Das bedeutet allerdings nicht, dass man kurzfristig mit Zinssenkungen rechnen sollte, denn eine deutlich lockerere Geldpolitik würde eine spürbare Abkühlung der Wirtschaft voraussetzen.

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

Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität bieten angesichts gestiegener risikofreier Zinsen attraktive Renditen. Angesichts der relativ engen Kreditspannen verstärken wir unsere qualitativ hochwertige, selektive und defensive Ausrichtung für den Fall, dass sich das makroökonomische Bild stark abkühlen sollte.

## **HOCHVERZINSLICHE EURO- UNTERNEHMENSANLEIHEN: UNTERGEWICHTEN**

Die Kreditspannen von hochverzinslichen (HY) Unternehmensanleihen berücksichtigen noch nicht in vollem Umfang die mögliche Abkühlung der Wirtschaft, insbesondere in den USA, die restriktivere Kreditbedingungen mit sich bringen könnten. Außerdem sind HY-Anleihen nicht ausreichend liquide und erscheinen deswegen in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus wenig attraktiv.

## **SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN: ÜBERGEWICHTEN**

Schwellenländer-Anleihen werden durch die Erwartungen, dass der Zinsgipfel in den USA bald erreicht ist, und damit einhergehenden schwächeren US-Renditen sowie einem potenziell schwächeren US-Dollar gestützt. Nichtsdestotrotz bleiben wir defensiv und selektiv und meiden Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit.

## **GELDMARKT/LIQUIDITÄT: NEUTRAL**

Cash bietet interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Euro-Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen.

## **ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL**

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

## **ROHSTOFFE: NEUTRAL**

Rohstoffe werden durch die Sorgen um eine weltweite Konjunkturabkühlung belastet, aber durch die Öffnungsschritte in China nach dem Ende von Null-Covid unterstützt. Zusätzliches Aufwärtspotential bei den Öl-Kursen ergibt sich aus der Ankündigung der OPEC+, ab Mai dieses Jahres eine Kürzung ihrer Öl-Fördermengen vorzunehmen. Sollte sich die wirtschaftliche Abschwächung in den USA als milde erweisen, dürften die Ölpreise bis Ende 2023 wieder zulegen.

## **GOLD: ÜBERGEWICHTEN**

Gold profitiert aktuell von der Erwartung sinkender US-Zinsen, einem schwächeren US-Dollar und anhaltenden politischen Unsicherheiten. Das Edelmetall bildet im Portfolio einen guten Ausgleichsfaktor zu geopolitischen Risiken und den Schwankungen an den Aktienmärkten.

## **WÄHRUNGEN**

### **EUR-USD**

Wir erwarten, dass sich der US-Dollar infolge des nahenden Endes im Straffungszyklus der Fed und der Abkühlung der US-Wirtschaft weiter abschwächen wird.

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	20.04.22	20.04.18	19.04.19	20.04.20	20.04.21	20.04.22	20.04.18	01.01.23
Bis	20.04.23	20.04.19	20.04.20	20.04.21	20.04.22	20.04.23	20.04.23	20.04.23
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	-3,7	4,7	-5,4	49,2	4,6	-3,7	48,9	9,2
MSCI Emerging Markets (in USD)	-6,6	-5,1	-15,2	53,5	-16,6	-6,6	-3,8	4,1
MSCI US (in USD)	-6,5	10,0	-0,8	51,6	7,6	-6,5	66,4	8,2
MSCI Europe (in EUR)	5,6	6,1	-11,9	31,5	10,1	5,6	43,0	11,4
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	-2,6	-4,4	-9,0	47,6	-15,2	-2,6	6,1	5,3
STOXX Europe 600 (in EUR)	4,8	5,9	-11,2	32,8	9,0	4,8	42,6	11,1
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	10,0	-2,8	-12,7	41,7	-5,1	10,0	25,7	13,5
MSCI Italy (in EUR)	15,0	-5,2	-21,2	42,3	7,0	15,0	30,8	16,0
ATX (Österreich, in EUR)	2,6	-2,4	-35,4	56,7	8,9	2,6	10,5	5,1
SMI (Schweiz, in CHF)	-5,1	11,7	5,5	17,7	14,3	-5,1	50,4	8,5
S&P 500 (USA, in USD)	-5,8	10,1	-0,9	48,9	9,4	-5,8	67,4	8,1
Nikkei (Japan, in JPY)	7,7	2,1	-9,4	50,3	-4,7	7,7	42,9	10,9
CSI 300 (China, in Yuan)	3,4	10,6	-4,4	34,7	-18,5	3,4	20,0	6,3
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-2,3	5,6	23,3	-6,4	-9,6	-2,3	7,6	4,0
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-2,3	4,4	15,3	-4,5	-7,1	-2,3	4,3	2,9
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-1,3	5,7	9,2	5,9	-9,1	-1,3	9,7	3,6
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-11,0	7,1	5,0	-1,5	-9,4	-11,0	-10,8	2,1
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-10,3	2,3	3,7	2,7	-8,4	-10,3	-10,4	1,4
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-6,1	2,8	-1,6	6,5	-7,3	-6,1	-6,3	1,9
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	62	-36	-194	95	135	62	62	-29
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	113	-21	-198	42	183	113	119	-27
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	117	-18	-70	-84	191	117	136	-24
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	162	-57	-47	15	112	162	185	-12
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	177	-12	-33	-26	111	177	216	-5
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	207	-21	52	-103	161	207	297	-12
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	9	7	119	-140	33	9	28	0
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	98	40	379	-417	21	98	121	-25
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	18	10	73	-88	40	18	53	-4
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro High Yield)	33	57	283	-334	122	33	161	-39
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	414	22	-148	-91	95	414	291	51
Euribor (EUR, 3 Monate)	369	2	7	-29	6	369	354	108
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	1,1	-9,1	-3,5	11,0	-10,1	1,1	-11,6	2,6
Britisches Pfund (EUR-GBP)	6,3	-0,6	1,0	-1,2	-3,9	6,3	1,4	-0,6
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-4,3	-5,0	-7,6	4,9	-7,0	-4,3	-18,1	-0,4
Japanischer Yen (EUR-JPY)	6,5	-5,3	-7,0	11,6	6,0	6,5	11,0	4,8
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	2,5	-6,0	33,2	0,9	9,3	2,5	41,5	10,2
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-21,3	-15,8	-19,3	59,6	31,5	-21,3	12,1	0,2
Gold (in USD pro Feinunze)	2,4	-5,2	32,7	4,9	10,0	2,4	48,7	10,2
Röhlöl (Brent, in USD pro Fass)	-24,1	-3,8	-64,3	160,0	60,3	-24,1	8,6	-4,5

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: 20.04.2023

# 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 AG deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank AG zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank AG kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen. Alle Angaben sind ohne Gewähr.



**UniCredit Bank AG**  
Client Solutions



**Address**  
Arabellastraße 12  
81925 München



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



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