



Warten auf Rückenwind

Group Investment Strategy

Monthly Outlook

Mai 2024

 **HypoVereinsbank**
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	9
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	13



CIO Kommentar

Warten auf Rückenwind

Das erste Halbjahr 2024 neigt sich langsam, aber sicher dem Ende zu und die Kapitalmarktentwicklung in den ersten Monaten des Jahres unterscheidet sich merklich von dem Szenario, das zum Ende des vergangenen Jahres erwartet wurde. Damals wurde über Rezessionsrisiken in den USA debattiert. Zeitweise waren bis zu sieben Zinssenkungen der US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) bis zum Ende des Jahres 2024 eingepreist. Von Rezessionsrisiken in den USA spricht derzeit kaum noch jemand, und angesichts der robusten US-Konjunktur, die sich auch über eine langsamere Normalisierung der Inflation manifestiert, wurde ein großer Teil der ursprünglich eingepreisten Zinssenkungsfantasien wieder ausgepreist. Mitunter wurde unlängst von einigen Marktbeobachtern sogar wieder über mögliche neuerliche Zinsanhebungen seitens der Fed spekuliert.

Bemerkenswert ist insbesondere das Bild, das sich ergibt, wenn man die Performance der Rentenmärkte mit denen der Aktienmärkte seit Jahresbeginn vergleicht. Euro-Staatsanleihen haben im Schnitt eine negative Gesamtperformance – also Kursänderungen plus Zinseinkünfte – von im Schnitt rund -1,5 %, während die US-Staatsanleihen sogar eine negative Gesamtperformance von fast -2,0 % aufweisen ([siehe Tabelle](#)). Europäische Aktien hingegen haben seit Jahresbeginn um fast 8 % zugelegt und US-amerikanische um fast 9 % ([siehe Tabelle](#)). Auch die innereuropäische Entwicklung kann sich sehen lassen. Der DAX legte um rund 11,5 % zu, und die Performance des breiten italienischen Aktienmarkts war sogar noch erfreulicher ([siehe Tabelle](#)). Gleichzeitig ist die Rendite von 10-jährigen deutschen Bundesanleihen von knapp unter 2 % zum Ende 2023 auf aktuell etwa 2,5 % gestiegen, und die Rendite der entsprechenden 10-jährigen US-Treasuries hat von unter 4 % auf 4,5 % zugelegt ([siehe Tabelle](#)). Renditen anderer Euro-Staatsanleihen sind ebenfalls angestiegen, wie das Beispiel der 10-jährigen italienischen Staatsanleihen zeigt ([siehe Tabelle](#)), wenn auch weniger deutlich als deutsche und US-amerikanische.

Wie passen diese Entwicklungen zusammen vor dem Hintergrund, dass in den vergangenen Jahren steigende Renditen an den Anleihemärkten in der Regel eine Belastung für Aktienmärkte waren, und die Euphorie zum Ende des vergangenen Jahres in erster Linie durch die Hoffnung auf rasche und umfangreiche Zinssenkungen seitens der großen westlichen Zentralbanken (insbesondere der Fed) genährt wurde? Zwei Dinge sind aus unserer Sicht von zentraler Bedeutung.

Erstens, die Inflationsüberraschungen in den USA, die dazu geführt haben, dass die Märkte baldige und deutliche Zinssenkungen der Fed wieder ausgepreist haben, zeichnen das Bild einer starken US-Wirtschaft. Trotz des hohen Zinsniveaus in den USA brummt die Konjunktur, und US-Unternehmen schaffen nach wie vor überraschend viele neue Arbeitsplätze, wenngleich die Dynamik zuletzt nachgelassen hat. Diese Entwicklung unterstreicht, dass sich die Fed in der komfortablen Situation befindet, die Zinsen derzeit nicht dringend und zeitnah senken zu müssen. Sie kann weiter abwarten und die Wirtschaftsdaten der kommenden Monate beobachten. Gleichzeitig bedeutet eine brummende Wirtschaft hohe Gewinne für die US-Unternehmen – und somit gute Aussichten für Aktionäre.

Der zweite Faktor, der für eine Bewertung der Entwicklung an den Aktienmärkten trotz hoher Zinsen wichtig ist, ist eine Änderungen in der geldpolitischen Herangehensweise der Zentralbanken. In der Vergangenheit haben diese sich für ihre geldpolitischen Entscheidungen primär an ihren eigenen mittelfristigen Inflationsprojektionen, also beispielsweise über Zeiträume von ein bis zwei Jahren, orientiert. Dabei wurden anstehende Änderungen in geldpolitischen Steuerungsgrößen wie den Zinssätzen zunächst an Änderungen der eigenen Prognosen zu Inflation, Wirtschaftswachstum etc. geknüpft. Der zukünftige Pfad von Zinsentscheidungen war entsprechend für Anleger gut prognostizierbar. Mit dieser hohen Prognostizierbarkeit und Transparenz ging aber auch eine hohe Bedeutung selbst kleinerer Veränderungen in der Erwartungshaltung einher. Die mitunter zögerlich anmutende Haltung

der Zentralbanken erwies sich in den Zeiten der Post-Corona-Inflationsschocks als unzureichend. Viel Zeit verstrich zwischen dem Beginn des Inflationsschubs und dem Einschwenken der Zentralbanken auf einen entschlossenen Inflationsbekämpfungsmodus, da man aufgrund der eigenen Inflationsmodelle von einem vorübergehenden Anstieg der Teuerungsrate ausging. Auf die Kritik an der Zögerlichkeit trotz bereits hoher Inflationsraten reagierten die Zentralbanken mit einem Umschwenken in ihrer Methodik. Anstatt, wie in der Vergangenheit, geldpolitische Entscheidungen an (gut prognostizierbare) ökonomische Modelle zu knüpfen, scheinen die Zentralbanken momentan ihre Entscheidungen von den monatlich veröffentlichten **Inflationsstatistiken**¹ abhängig zu machen. Diese Statistiken aber sind volatil und enthalten erratische Komponenten (bzw. sind statistisch „verrauscht“²).

In der Folge wird die Geldpolitik für Anleger und Investoren weniger prognostizierbar. Das erhöht zwar einerseits die Unsicherheit an den Märkten, andererseits messen die Marktteilnehmer aber nun auch der kurzfristig höheren Unsicherheit offenbar geringere Bedeutung zu. Denn diese Unsicherheit resultiert nicht etwa aus einer inkohärenten und uneinigen Zentralbank, sondern schlicht daraus, dass die Zentralbanken im aktuellen Umfeld mehr Wert darauf legen, dass sich die abkühlende Inflationsdynamik auch in den volatilen Monatsdaten manifestiert. Anders ausgedrückt: Die Anleger scheinen weniger daran interessiert zu sein, den exakten Beginn des Zinssenkungszyklus prognostizieren zu können. Viel wichtiger ist, dass der erwartete Pfad der Inflationsnormalisierung intakt bleibt und sich die Wirtschaft gleichzeitig nicht zu stark abkühlt. Beide Bedingungen scheinen derzeit erfüllt zu sein, weswegen die Aktienmärkte relativ entspannt auf die zuletzt gestiegenen Renditen reagiert haben.

Die jüngsten Wirtschaftsdaten zeigen, dass diese Sichtweise durchaus gerechtfertigt ist. Jüngste US-Arbeitsmarkt- und Konjunkturdaten deuten auf die erwünschte Abkühlung hin, ohne jedoch Alarm-signale hinsichtlich Rezessionsrisiken auszulösen. Und auch die Bilanzberichtssaison für das erste Quartal bestätigt die positive Kursentwicklung in den letzten Monaten. So haben die großen am Kapitalmarkt notierten US-Unternehmen, die bisher zum ersten Quartal berichtet haben, im Durchschnitt etwa Gewinnsteigerungen in Höhe von 5 % zu verzeichnen. Europäische Firmen hingegen haben zwar leicht rückläufige Gewinne aufzuweisen, dennoch berichteten auch diese im Schnitt spürbar bessere Zahlen als erwartet. Sollten die **Konsensus-Schätzungen**³ richtig liegen, sind bei den Unternehmensgewinnen in den nächsten Jahren deutliche Steigerungen zu erwarten. In den kommenden zwei Jahren (also 2025 und 2026) rechnen die Märkte mit zweistelligen Gewinnwachstumsraten in den USA. Für Europa sind die entsprechenden Erwartungen zwar etwas verhaltener – im Schnitt knapp unter 10 % – aber auch solche Wachstumsraten sollten die Aktienkurse unterstützen. Ein interessantes Detail ist, dass die mitunter besonders kritisch beäugten deutschen Unternehmen für 2025 und 2026 vergleichbar hohe Gewinnwachstumserwartungen haben. Lediglich in diesem Jahr dürfte das Plus bei den Gewinnen in Deutschland spürbar niedriger ausfallen als in den USA.

Insgesamt deutet die Lage also auf freundliche Aktienmärkte in den kommenden Quartalen hin. Nichtsdestotrotz bevorzugen wir eine ausgewogene Gewichtung von Aktien und Anleihen. Dies liegt an zwei Faktoren. Zum einen ist unser Basisszenario – wie oben dargestellt – zwar positiv, die angedeuteten Risiken sollte man aber nicht außer Acht lassen. Ein wesentliches Risiko resultiert aus unserer Sicht aus der überraschenden Stärke der US-Konjunktur. Dass die Wirtschaft jenseits des Atlantiks den hohen Zinsen in erstaunlicher Weise widersteht, könnte daran liegen, dass das Zinsniveau noch immer nicht restriktiv genug ist, um die Inflationsdynamik schnell genug abzukühlen. Mit anderen Worten: Es könnte sein, dass die Fed mit ihrer aktuellen Geldpolitik zwar bremst, aber noch nicht stark genug, um die Inflation in einer akzeptablen Zeit auf das Zielniveau von 2 % zu drücken. Das wäre zwar – wie oben dargelegt – ein Zeichen der Stärke der US-Wirtschaft. Die in diesem Fall notwendigen zusätzlichen Zinserhöhungen würden die Märkte aber unvorbereitet treffen und dürften für zeitweilige Kursabschläge sorgen, von denen sich auch die europäischen Märkte vermutlich nicht abkoppeln könnten.

Zum anderen legen jährliche Gewinnsteigerungserwartungen von 8-10 % zwar ein Renditepotenzial von Aktien in ähnlicher Größenordnung nahe, allerdings haben die Märkte mit ihrer Rallye in den vergangenen Monaten dieses Potenzial (zumindest teilweise) bereits vorweggenommen. Darüber hinaus weisen Anleihen ein Renditepotenzial auf, das zwar unter dem Potenzial von Aktien liegen dürfte, sich risikoadjustiert im Vergleich zu Aktien aber grundsätzlich interessant darstellt (auch wenn in einem Risikoszenario länger hochbleibende oder sogar steigende Zentralbankzinsen wohl erneut mit steigenden Renditen und damit Kursverlusten einhergehen könnte). Mit anderen Worten: Anleger und Investoren sollten bei ihren Investitionsüberlegungen für Multi-Asset-Portfolios weder Aktien noch Anleihen ignorieren.

¹Dieser Ansatz wird mitunter auch datenabhängig („data dependent“) genannt. Diese Begrifflichkeit ist allerdings etwas unzulänglich, denn auch eine modellgetriebene Methodik ist datenabhängig. Vielmehr geht es neuerdings darum sich von kurzfristigen und mitunter störungsanfälligen Daten abhängig zu machen.

²Der Begriff „Rauschen“ entstammt ursprünglich der Physik, in der man darunter allgemein eine Störgröße mit breitem unspezifischem Frequenzspektrum versteht.

³Die Konsensus-Schätzung ist der Median in der Verteilung der einzelnen Schätzungen. Der Median ist der Wert, der genau in der Mitte einer Datenreihe liegt, die nach der Größe geordnet ist. Er halbiert die Datenreihe, sodass eine Hälfte der Daten unterhalb und die andere Hälfte oberhalb des Medians in der geordneten Reihe liegt.



Im Fokus

US-Präsidentschaftswahl: Was die Kandidaten im Fall einer Wiederwahl vorhaben

Gespannt blicken Anleger und Investoren auf den ersten Dienstag im November, wenn in den USA der neue Präsident gewählt wird. Die seit Anfang Januar stattfindenden Vorwahlen von Republikanern und Demokraten sind entschieden. Es wird wieder zum Duell zwischen dem aktuellen und dem ehemaligen Präsidenten kommen: Joe Biden und Donald Trump. Wie mit der erhöhten Unsicherheit im Vorfeld der US-Wahlen umzugehen ist, hatten wir bereits im Februar beleuchtet. In diesem Fokus gehen wir näher auf die politische Dimension ein. Wir zeigen auf, welche Implikationen ein Wahlsieg von Biden einerseits haben und welche Veränderungen in andererseits im Falle eines Sieges von Trump insbesondere für die europäische Wirtschaft mit sich bringen könnte.

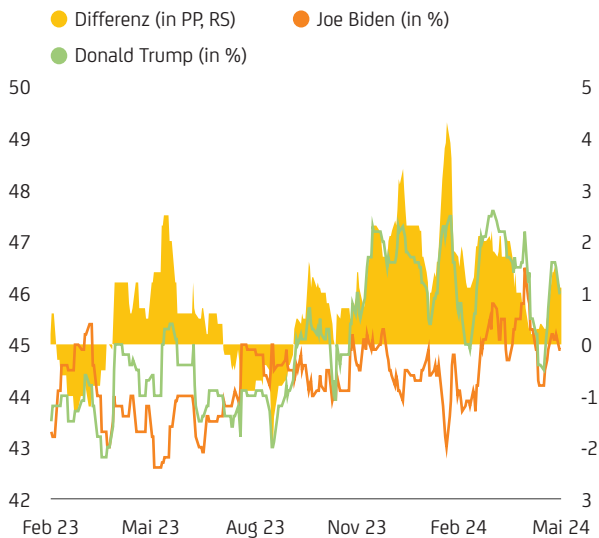
STATUS QUO: DUELL ZWISCHEN BIDEN UND TRUMP WEITER OFFEN

Bislang konnte Biden kaum davon profitieren, dass sich die US-Wirtschaft weiterhin robust entwickelt (siehe Teil Wirtschaft und Märkte). In jüngsten Umfragen liegen Biden und Trump weiterhin eng beieinander und derzeit ist nicht absehbar, wer im November den Sieg davontragen wird (siehe Grafik 1). Zudem ist die Gruppe an unentschiedenen Wählern groß, und wegen des **US-Wahl-systems**⁴ haben landesweite Umfragen ohnehin nur begrenzte Aussagekraft. Die amerikanischen Wähler dürften vor allem daran interessiert sein, wie sich ihre persönliche wirtschaftliche Lage entwickelt. Unter Biden zeigen sie sich in Bezug auf die Wirtschaft allerdings hartnäckig pessimistisch (siehe Grafik 1). Aber auch für Anleger und Investoren dürften mit Blick auf die Wahl ökonomische Fragen die größte Rolle spielen.

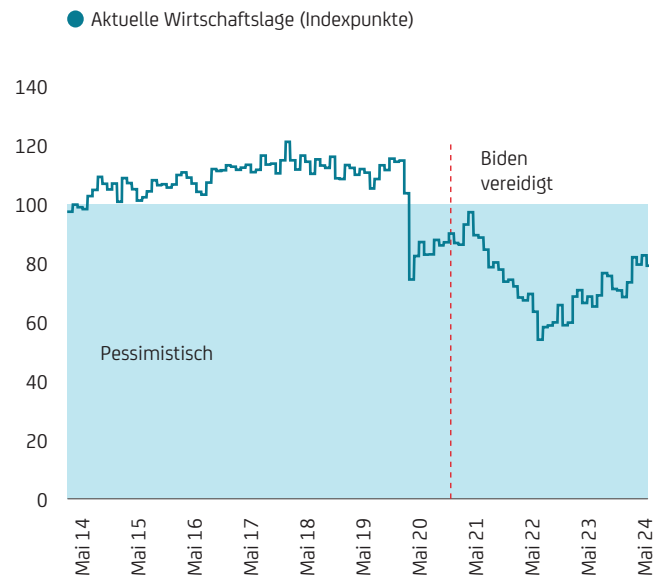
⁴Der US-Präsident wird nicht direkt vom Volk gewählt. In den einzelnen Bundesstaaten werden 538 Wahlleute bestimmt, die dem sogenannten Electoral College angehören. Um zum nächsten Präsidenten gewählt zu werden, benötigt ein Kandidat 270 Stimmen in diesem Wahlgremium.

1. TRUMPS VORSPRUNG VOR BIDEN ZULETZT KLEINER GEWORDEN, US-WÄHLER TROTZ ROBUSTER WIRTSCHAFT ABER HARTNÄCKIG PESSIMISTISCH

DURCHSCHNITTLLICHE NATIONALE UMFRAGEWERTE BIDEN VS. TRUMP



EINSCHÄTZUNG DER WIRTSCHAFTSLAGE



Hinweis: In der linken Grafik sind Durchschnittswert zahlreicher Umfragen dargestellt. RealClearPolitics sammelt die Befragungen verschiedener Umfrageinstitute und bildet daraus einen Mittelwert. So sollen zufällige Ausreißer oder systematische Verzerrungen einzelner Institute ausgeglichen werden. Die aktuelle Lage der Universität von Michigan (Current Conditions) in der rechten Grafik zeigt, wie die US-Verbraucher die aktuelle Wirtschaftslage im Land einschätzen. Der Index wird monatlich auf der Grundlage einer telefonischen Befragung von mindestens 500 US-Haushalten berechnet, die die Universität von Michigan durchführt, um fünf verschiedene Indizes zu berechnen, darunter diesen. Den Befragten werden unter anderem folgende Fragen gestellt. 1. Ob die finanziellen Bedingungen ihrer Familien besser oder schlechter geworden sind als vor einem Jahr. 2. Ob es eine gute Zeit ist, große Haushaltsgegenstände zu kaufen und andere große Einkäufe zu tätigen.
Quelle: Real Clear Politics, University of Michigan, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy
Beobachtungszeitraum: 01.01.2023-08.05.2024 (linke Grafik) bzw. 08.05.2014-08.05.2024 (rechte Grafik)

Welche Schwerpunkte die Präsidentschaftskandidaten mit Blick auf die Wirtschaft, aber auch in den verschiedenen Politikfeldern bzw. angesichts der geopolitischen Krisen und Herausforderungen setzen, soll im Folgenden beleuchtet werden.

BIDEN ODER TRUMP: WELCHE POSITIONEN VERTRETEN DIE KANDIDATEN?

Steuern/Zölle: Biden befürwortet eine Anhebung des Körperschaftssteuersatzes auf 28 % und damit eine Annäherung an den vor der Amtszeit von Trump geltenden Satz von 35 %. Zudem schlägt er vor, gegen die Steuervermeidung großer multinationaler Unternehmen vorzugehen und die Steuersätze für die reichsten Amerikaner zu erhöhen. Die Ausweitung von Steuergutschriften für Geringverdiener und Familien hält er ebenfalls für notwendig und richtig. Trump hingegen plant, die von ihm 2017 unterzeichnete Gesetzgebung zu verlängern. Dadurch würden die bald auslaufenden Senkungen der Einkommenssteuer für Einzelpersonen sowie die Senkung der Erbschafts- und Vermögenssteuer verlängert und möglicherweise dauerhaft gelten. Den Körperschaftssteuersatz von 21 % will er beibehalten. Allerdings schränkt die ausufernde Staatsverschuldung den fiskalischen Spielraum deutlich ein. Trump verfolgt darüber hinaus eine **merkantilistische**⁵ Handelspolitik. Er schlägt einen allgemeinen Zoll von 10 % auf alle US-Einfuhren sowie von 60 % auf Einfuhren aus China vor.

Industriepolitik und (Kampf gegen den) Klimawandel: Der Wiederaufbau der industriellen Kapazitäten, insbesondere durch **Nearshoring**⁶, und die weitere Verbesserung der Sicherheit der Lieferketten dürften für beide Regierungen Priorität haben. Allerdings würden sich ihre Ansätze wohl deutlich unterscheiden. Biden hat mit dem Inflation Reduction Act (IRA) historische **Investitionen von rund 370 Mrd. US-Dollar**⁷ über zehn Jahre in die nachhaltige Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft durchgesetzt und einen Boom bei der grünen Energieerzeugung ausgelöst. Die beiden anderen großen Konjunkturprogramme – der Infrastructure Development and Jobs Act sowie der CHIPS and Science Act – wurden von einer breiten Mehrheit aus Demokraten und Republikanern verabschiedet und haben ebenfalls eine lange Laufzeit. Biden hat ehrgeizige neue Ziele zur Verringerung der Treibhausgas- und CO₂-Emissionen definiert. Unter Trump droht ein Rollback: Er will den IRA abschaffen und hat versprochen, die heimische Öl- und Gasproduktion anzukurbeln. Denkbar scheint auch, dass die noch nicht ausgegebenen Mittel des IRA unter Trump in Branchen und Bereiche fließen könnten, die nicht dem eigentlichen Zweck des Programms entsprechen.

⁵Der Merkantilismus bezeichnet eine durch massive Staatseingriffe in die Wirtschaft gekennzeichnete Wirtschaftspolitik während der Zeit des Absolutismus zwischen dem 16. und 18. Jahrhundert.

⁶Nearshoring ist die Verlagerung betrieblicher Aktivitäten ins nahegelegene bzw. -stehende Ausland.

⁷Dazu gehören die Förderung von erneuerbaren Energien, Kaufprämien für Elektroautos, Steuervergünstigungen für Wärmepumpen und Solaranlagen sowie eine Gebühr auf Methan-Ausstoß.

China/Taiwan: Parteiübergreifend besteht in den USA Konsens darüber, dass China als Rivale zu betrachten ist und Handelshemmnisse erforderlich sind, um nicht nur die nationale und wirtschaftliche Sicherheit, sondern auch den technischen Vorsprung der USA zu sichern. Gleichwohl gibt es Unterschiede in den Ansätzen. Biden machte zwar viele von Trumps Maßnahmen rückgängig, entschied sich aber wohl aus innenpolitischen Gründen dafür, die Zölle seines Vorgängers auf chinesische Importe beizubehalten. Mitte Mai erhöhte er die Zölle für E-Autos, Solarzellen, Halbleiter und Medizinartikel aus China drastisch. Seine China-Politik trägt einerseits der vorherrschenden Anti-China-Stimmung in der US-Bevölkerung Rechnung und versucht gleichzeitig, die politischen Kosten zu minimieren. Hingegen droht in einer zweiten Amtszeit von Trump angesichts seiner Ankündigung prohibitiv hoher Importzölle von 60 % auf chinesische Waren ein neuer Handelskrieg. Der vielleicht offensichtlichste Unterschied zwischen Bidens und Trumps Chinapolitik ist ihre Haltung gegenüber Taiwan. Biden hat unmissverständlich klar gemacht, dass die USA Taiwan im Falle eines Angriffs durch China verteidigen würde und sich für die Stärkung von Bündnissen in der indopazifischen Region eingesetzt. Trump hingegen hat Taiwan als wirtschaftlichen Konkurrenten gebrandmarkt, der amerikanische Unternehmen "abzockt". Trumps Gleichgültigkeit gegenüber Taiwan hat China zu Spekulationen veranlasst, dass die USA die Insel aufgeben könnten, sollte er die Wahl gewinnen.

Russland-Ukraine-Krieg: Die USA gelten als wichtigster Verbündeter der von Russland angegriffenen Ukraine und sind der mit Abstand größte Geldgeber für Waffen und Ausrüstung. Nachdem das US-Repräsentantenhaus Ende April nach einer monatelangen innenpolitischen Hängepartie neue Ukraine-Hilfen billigte, ordnete Biden umgehend neue Waffenlieferungen an und warnte, dass Russland als nächsten Schritt einen Nato-Partner angreifen könnte. Trump, der immer wieder Bewunderung für Putin durchschimmern lässt, warnte, er werde Russland "ermutigen", mit den Nato-Ländern "zu machen, was immer sie wollen", wenn diese Verbündeten ihren finanziellen Verpflichtungen gegenüber dem Block nicht nachkämen. Er plant, das Engagement der USA in der europäischen Verteidigung zu reduzieren oder gar zu beenden. Inzwischen hat er seine Rhetorik abgemildert, nicht aber ohne die Europäer aufzufordern, die Ukraine bei deren Verteidigung gegen Russland mehr zu unterstützen. Gleichzeitig betonte er zuletzt ungewohnt deutlich, das „Überleben der Ukraine“ sei auch für die USA wichtig.

Nahost-Konflikt: Die USA und Israel sind traditionell Verbündete. Der amtierende US-Präsident steht zwar weiterhin grundsätzlich fest an der Seite Israels, kritisierte zuletzt aber zunehmend Israels Premierminister Benjamin Netanjahu wegen seines Umgangs mit dem Gaza-Krieg. Biden fordert eine Waffenruhe und setzte Waffenlieferungen wegen Bedenken gegen Israels Rafah-Offensive aus. Er steht unter wachsendem innenpolitischem Druck, der ihm mit Blick auf die Wahl gefährlich werden könnte. Viele junge Wähler, die in der Vergangenheit mehrheitlich zu den Demokraten tendierten, missbilligen seinen Umgang mit dem Gaza-Krieg. Trump, der oft mit seiner Unterstützung für Israel prahlt, ist der Meinung, Israel müsse "zu Ende bringen, was es begonnen hat" ohne seine Aussagen näher zu spezifizieren. Auch eine Antwort auf die Frage, wie er im Falle einer Wiederwahl mit der komplexen Konfliktlage in Nahost umgehen würde, blieb Trump bislang schuldig.

(Illegale) Immigration: In der Immigrationsfrage gilt Trump eher als Verfechter einer restriktiven Einwanderungspolitik und eines eher nationalistischen Ansatzes, der die Aufnahme von Flüchtlingen einschränkt und es Asylsuchenden erschwert, in den USA Schutz zu erhalten. Er lässt die Amerikaner glauben, die USA würden von einer Migrationswelle überrollt. Als Reaktion darauf hat auch Präsident Biden, der humanitären Erwägungen grundsätzlich Vorrang einräumt, sein Augenmerk zunehmend auf die südliche Grenze gerichtet und droht mit exekutiven Maßnahmen, um den Zustrom von Menschen in Richtung Norden einzudämmen. Er dürfte sich aber weiterhin für eine umfassende Einwanderungsreform einsetzen, die auch einen Weg zur Staatsbürgerschaft für Einwanderer ohne Papiere vorsieht.

Gesundheit: Während sich Bidens Gesundheitspolitik weiterhin auf Umverteilungsinitiativen konzentrieren dürfte, um den Zugang zur Gesundheitsversorgung zu erweitern, stünden für Trump Wahlfreiheit und Transparenz im Vordergrund. Das größte Streitthema ist die Zukunft des Affordable Care Act (ACA, auch bekannt als Obamacare) von 2010, den Biden zu stärken und Trump abzuschaffen bzw. zu ersetzen versprochen hat. Außerdem steht die Eindämmung des Preisauftriebs insbesondere bei Arzneimitteln im Fokus. Ein weiterer Konfliktpunkt ist die Abtreibung, nachdem der Oberste Gerichtshof der USA im Juni 2022 den Präzedenzfall Roe v. Wade aus dem Jahr 1973 gekippt hat, der allen Frauen im Land das Recht auf Abtreibung zugestand. Eine neue Biden-Regierung würde sich wohl dafür einsetzen, den landesweiten Zugang zu Abtreibungen wiederherzustellen und die reproduktiven Rechte zu erweitern. Unter Trump wäre hingegen mit weiteren Einschränkungen in Abtreibungs- und reproduktive Rechte zu rechnen.

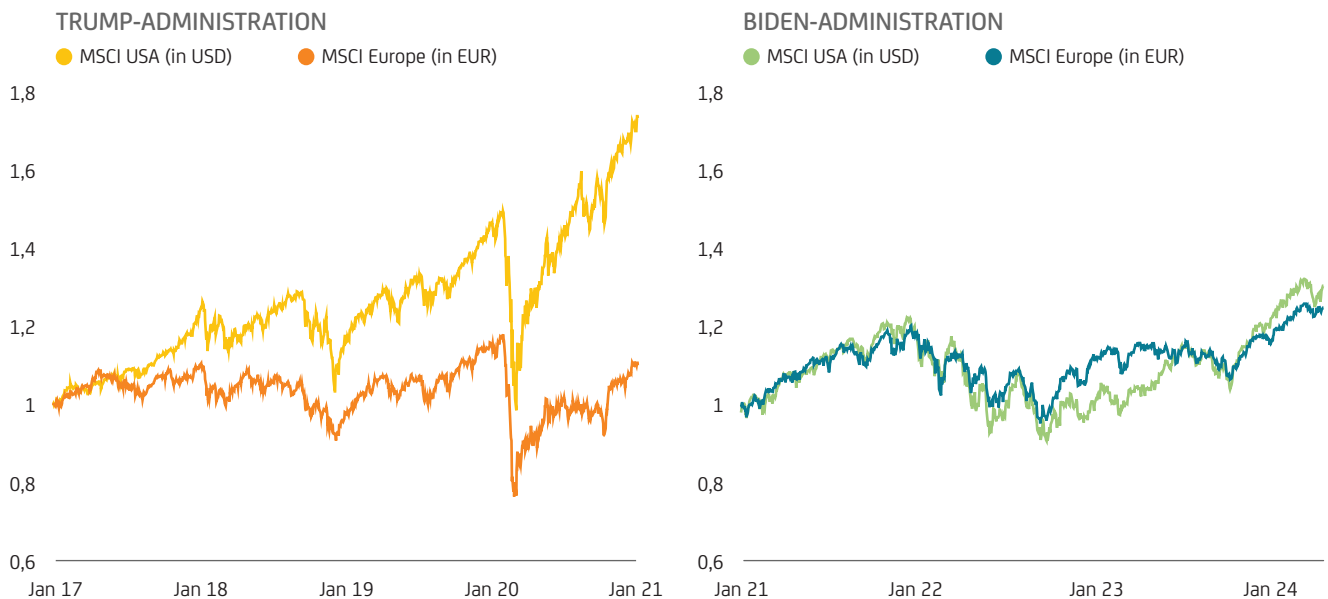
FAZIT: MÖGLICHE AUSWIRKUNGEN AUF WIRTSCHAFT UND MÄRKTE, INSBESONDERE IN EUROPA

Mit rund 1,6 Bio. Euro im Jahr 2023 hat der bilaterale Handel zwischen der EU und den USA einen historischen Höchststand erreicht (Quelle: Europäische Kommission). Europäische Unternehmen erzielen einer Analyse von Morgan Stanley zufolge etwa 25% ihrer nach der Markkapitalisierung gewichteten Einnahmen in den USA.

Unabhängig davon, wer im November ins Weiße Haus gewählt wird, dürfte die Aussicht auf die protektionistische US-Politik der letzten Jahre bestehen bleiben. Zwar ist von Trump eine grundsätzlich wirtschaftsfreundliche Politik zu erwarten, von der nicht nur US-amerikanische, sondern auch europäische Unternehmen profitieren könnten – insbesondere jene, die Tochtergesellschaften in den USA haben. Nichtsdestotrotz könnten die Risiken für Teile des europäischen Aktienmarktes im Fall eines Wahlsiegs von Trump angesichts der zu erwartenden Verschärfung der „America-First“-Politik zunehmen. Der Herausforderung dieses neuen ökonomischen Nationalismus muss sich die exportorientierte europäische Wirtschaft unabhängig vom Wahlausgang stellen – nicht nur in den Handels- und Wirtschaftsbeziehungen: In der US-Klima-Gesetzgebung etwa sind Zuschüsse und Steueranreize an die Produktion in den USA geknüpft.

Der Blick an die Märkte zeigt, dass breit amerikanische Aktienmarkt während Trumps erster Amtszeit als US-Präsident (bei hoher Volatilität) deutlich zulegen konnte. Dies dürfte allerdings eher eine Folge der damals expansiven Geldpolitik und des starken Weltwirtschaftswachstums gewesen sein. Obwohl Europa in der Regel hinter den wachstumsstarken US-Aktien zurückbleibt, war die Underperformance europäischer Aktien in den Trump-Jahren ausgeprägter als während der aktuellen Biden-Regierung (siehe Grafik 2). Aber auch wenn die Androhung neuer oder höherer Zölle auf Einfuhren aus der EU bzw. China die Stimmung gegenüber europäischen (und chinesischen) Aktien belasten dürfte, sehen wir Anleger und Investoren gut beraten, an ihren grundsätzlichen mittel- bis langfristigen Planungen festzuhalten. Dabei bleibt eine angemessene Diversifikation des Portfolios, auch über Regionen, hinweg unabdingbar.

2. US-AKTIE MIT STARKER PERFORMANCE UNTER TRUMP



Hinweis: Zeitreihen indexiert auf den Tag der Vereidigung von Trump und Biden am 20 Januar 2017 bzw. 2021. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Beobachtungszeitraum: 20.01.2017-20.01.2021 bzw. 20.01.2021-08.05.2024

Wirtschaft und Märkte

Notenbanken halten an Zinsausblick fest, Konjunktur zeigt sich nach wie vor stabil

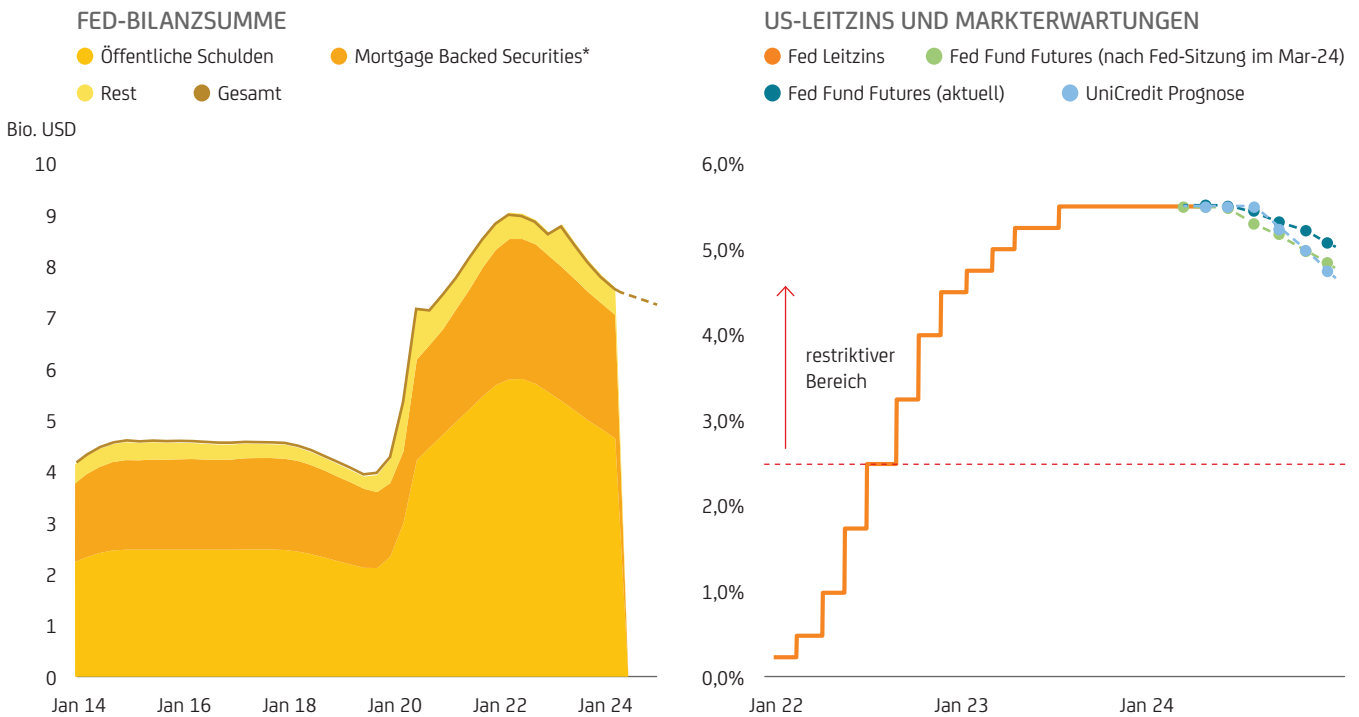
ANZEICHEN FÜR ABSCHWÄCHUNG DER US-WIRTSCHAFT MEHREN SICH, FED BEHÄLT INFLATIONS- UND ZINSAUSBLICK FÜR 2024 BEI

Die US-Wirtschaft ist im ersten Quartal 2024 auf den tiefsten Stand seit fast zwei Jahren gefallen. So wuchs das Bruttoinlandsprodukt (BIP) mit einer annualisierten Quartalsrate von 1,6 % schwächer als erwartet. Dies ist vor allem auf das gestiegene Handelsbilanzdefizit zurückzuführen, welches das Wachstum so stark dämpfte wie seit 2022 nicht mehr. Wichtigste Stütze der Konjunktur blieb der private Konsum, der allerdings ebenfalls schwächer als erwartet ausfiel. Belastend wirkten sich hingegen die Lagerbestände der Unternehmen und der Außenbeitrag aus. Auf dem Arbeitsmarkt stieg die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft im April nur noch um 175.000 und damit so langsam wie seit sechs Monaten nicht mehr, während die Arbeitslosenquote auf 3,9 % zulegte und sich der Lohnanstieg verlangsamte. Auch die Zahl der geleisteten Wochenarbeitsstunden ging leicht auf 34,3 zurück und bei den Frühindikatoren hat sich das Bild in den USA zuletzt ebenfalls eingetrübt: Der ISM-Einkaufsmanagerindex (Institute for Supply Management) für den Dienstleistungssektor etwa ist im April unter die Marke von 50 gefallen, was auf eine Verlangsamung der Konjunktur hindeutet. Der von der US-Notenbank bevorzugte Preisindikator, der sogenannte **PCE-Deflator**⁸, stieg zuletzt für März leicht auf 2,7 % gegenüber dem Vorjahresmonat (von 2,5 % im Vormonat), nachdem der letzte Anstieg der Verbraucherpreisinflation dies bereits angedeutet hatte.

Auf ihrer letzten Sitzung im Mai beließ die Fed die Zinssätze unverändert und kündigte an, das Tempo der quantitativen Straffung (Reduzierung der Zentralbankbilanz) ab Juni zu verlangsamen. Die Entscheidung, den Leitzins bei 5,50 % (oberes Ende) zu belassen, war allgemein erwartet worden. In der Erklärung nach der Sitzung hieß es, dass „in den letzten Monaten keine weiteren Fortschritte in Richtung des Inflationsziels des Ausschusses von 2 % gemacht wurden“, nachdem die Inflation drei Monate lang nach oben überrascht hatte und die wirtschaftliche Aktivität und Beschäftigung weiterhin robust waren. Während der Pressekonferenz sagte der Fed-Vorsitzende Powell, dass es wahrscheinlich länger als erwartet dauern werde, das „größere Vertrauen“ (dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung 2 % bewegt) zu erreichen, das der geldpolitische Ausschuss der Fed sehen muss, bevor er die Zinsen senken kann. Anders als im März sagte Powell nicht, dass Zinssenkungen in diesem Jahr wahrscheinlich seien. Stattdessen sagte er: „Es gibt Pfade, die zu Zinssenkungen führen, und es gibt Pfade, die nicht zu Zinssenkungen führen“, wobei er sich weigerte, Wahrscheinlichkeiten für die einzelnen Pfade anzugeben. In seinem Basisszenario rechnet er aber immer noch mit einer Verlangsamung der Inflation in diesem Jahr, auch wenn er jetzt offenbar weniger zuversichtlich ist als zuvor. Dennoch betonte er, dass der nächste Zinsschritt „wahrscheinlich keine Erhöhung sein wird“. Hinsichtlich der Notenbankbilanz hält die Fed an ihrem Abbauplan fest (siehe Grafik 3). Die Ankündigung einer Verlangsamung des Bilanzabbaus war von den Marktteilnehmern weitgehend erwartet worden, auch wenn die Senkung der monatlichen Tilgungsobergrenze für Staatsanleihen von 60 Mrd. US-Dollar auf nur noch 25 Mrd. US-Dollar etwas stärker ausfiel als allgemein erwartet. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Zinssenkungen in diesem Jahr, beginnend im September, kumuliert 75 Basispunkte betragen werden. Zudem gehen wir davon aus, dass das verlangsamte Tempo des Bilanzabbaus mindestens bis zum Ende dieses Jahres und wahrscheinlich noch bis in die erste Jahreshälfte nächsten Jahres anhalten wird (siehe Grafik 3).

⁸Der PCE-Deflator ist ein alternativer Indikator zur Messung der Inflation in den USA, der auf Daten über die persönlichen Konsumausgaben beruht (Personal Consumption Expenditures) und damit eine größere Stichprobe umfasst als der Warenkorb, der der Verbraucherpreisinflation zugrunde liegt.

3. FED DROSSELT TEMPO BEIM ABBAU DER BILANZSUMME, UNICREDIT RECHNET MIT DREI ZINSENKUNGEN BIS ENDE 2024



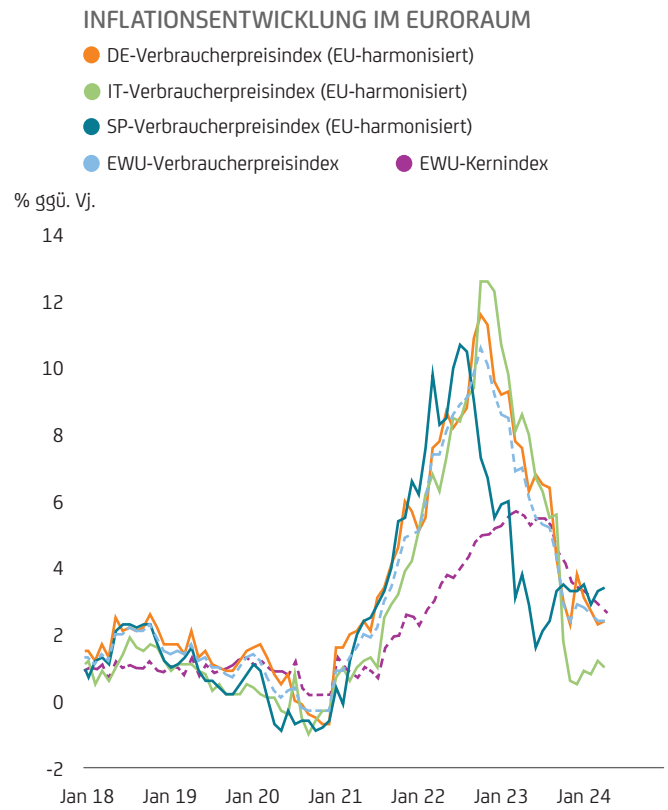
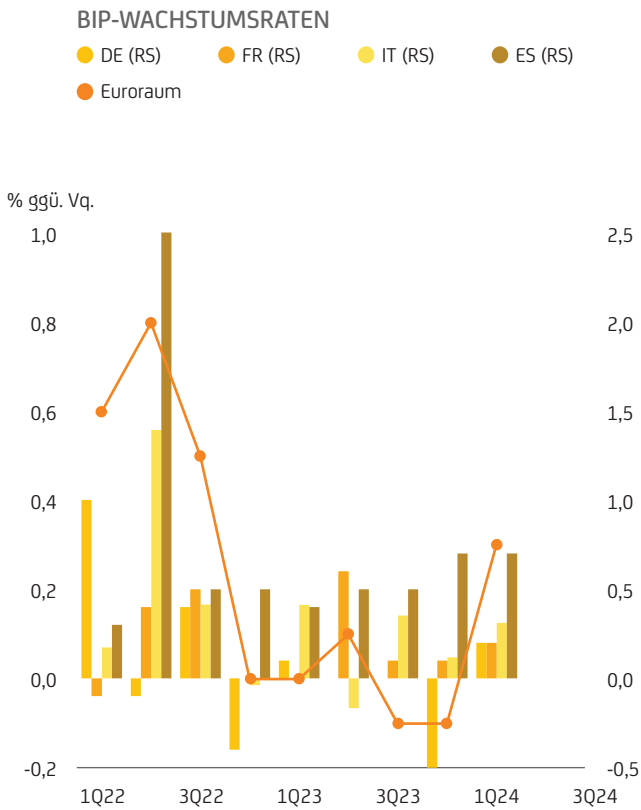
*Als Mortgage Backed Security (MBS) wird ein handelbares Wertpapier bezeichnet, das durch einen Pool an Hypothekendarlehen gedeckt ist.
Quelle: Eurostat, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

WIRTSCHAFT IM EURORAUM ERHOLT SICH STÄRKER ALS ERWARTET, DISINFLATION SETZT SICH FORT

Die Wirtschaft im Euroraum überraschte im ersten Quartal 2024 mit einem unerwartet soliden BIP-Wachstum von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Grafik 4). Dies ist auf eine bessere konjunkturelle Entwicklung in Deutschland (0,2 % gegenüber dem Vorquartal), Italien (0,3 % gegenüber dem Vorquartal), Frankreich (0,2 % gegenüber dem Vorquartal) und Spanien (0,7 % gegenüber dem Vorquartal) zurückzuführen. Dabei wurde das Wachstum in Deutschland und Italien vor allem von einer Verbesserung des Außenhandels getragen, während Frankreich und Spanien von einer Belebung der Binnennachfrage profitierten. Auf der Inflationsseite blieb die Gesamtrate im Euroraum im April gegenüber dem Vorjahr unverändert bei 2,4 % und entsprach damit den Konsenserwartungen (siehe Grafik 4). Hinter dieser Stabilität verbargen sich jedoch deutliche und gegenläufige Auf- und Abwärtsbewegungen. Auf der einen Seite stiegen die Energiepreise im April, was insbesondere auf einen Anstieg der Treibstoffpreise zurückzuführen war. Andererseits sank die Kerninflation (Gesamtrate ohne Energie und Nahrungsmittel) im April auf 2,7 % (gegenüber 2,9 % im März) und lag damit nur leicht über den Erwartungen. Erfreulich ist, dass insbesondere die Teuerung bei Dienstleistungen, die ein wesentlicher Treiber der Kernrate ist, rückläufig war. Obwohl die endgültigen Daten noch nicht vorliegen, ist es wahrscheinlich, dass eine Kombination aus sinkenden Transportkosten und sinkenden Kosten für Hotelübernachtungen sowie Restaurantbesuche diesen Rückgang erklärt.

Nachdem die EZB auf ihrer letzten Sitzung im April die Leitzinsen unverändert ließ und eine erste Zinssenkung im Juni in Aussicht stellte, wenn neue Wachstums- und Inflationsprognosen vorliegen, dürften diese Daten den Ausblick der Notenbank stützen. So äußerte sich der Chefvolkswirt der EZB kürzlich positiv über die jüngsten Daten aus dem Euroraum, die ihn in seiner Einschätzung bestärken, dass sich die Inflation wieder dem Ziel von 2 % nähert. Andere EZB-Vertreter wie Bundesbankchef Nagel und der Chef der österreichischen Nationalbank Holzmann warnen hingegen vor zu raschen Zinssenkungen, da insbesondere strukturelle Faktoren (z. B. anhaltend hohe Lohnzuwächse, die aufgrund der Demografie möglich sind) den unterliegenden Inflationsdruck aufrechterhalten könnten. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die EZB die Leitzinsen in diesem Jahr, mit einem ersten Zinsschritt wohl im Juni, um 75 Basispunkte senken wird, die Senkungen aber aufgrund der unsicheren Entwicklung der Disinflation nur langsam umsetzen wird.

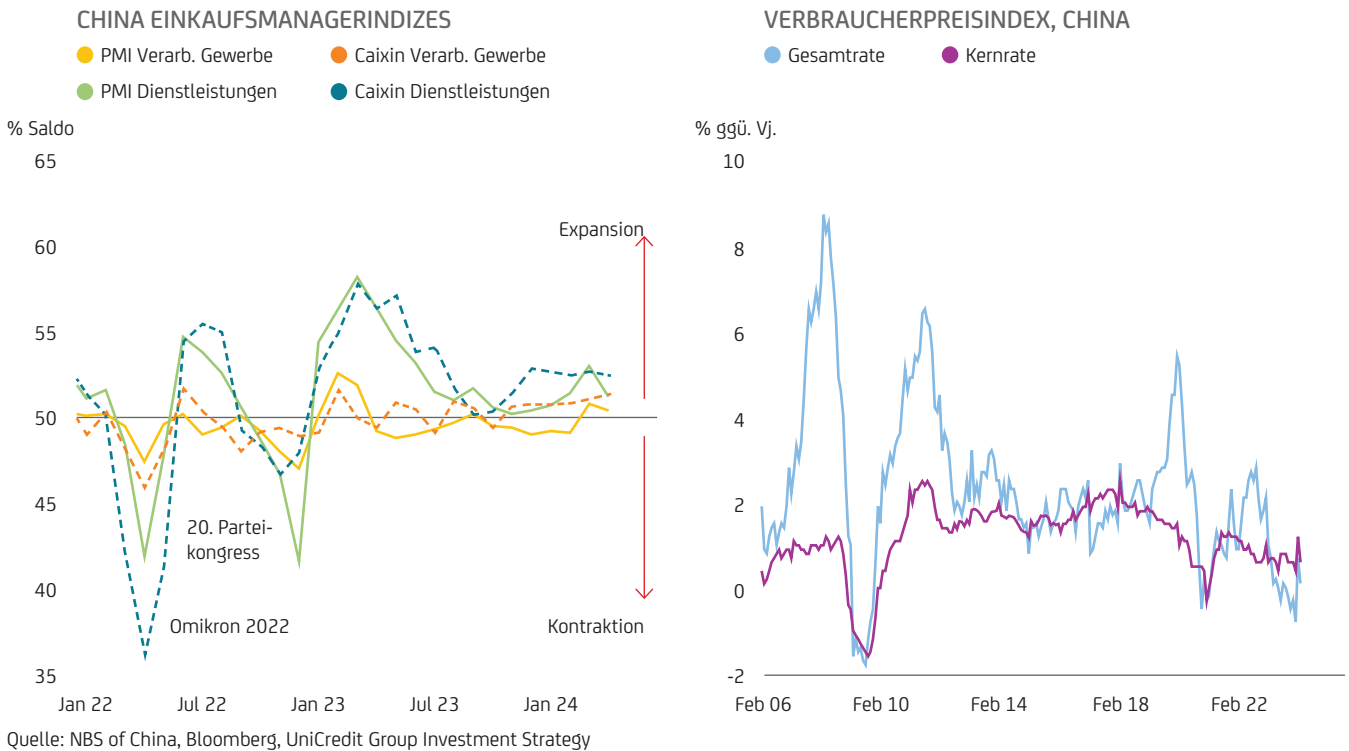
4. EURORAUM: WACHSTUM LEGT IM ERSTEN QUARTAL ZU, TEUERUNG GEHT WEITER ZURÜCK



CHINA: SOLIDES WACHSTUM ZUM JAHRESAUFTAKT, ABER SCHWACHE ERHOLUNG DES KONSUMS

Das reale BIP-Wachstum Chinas stieg im ersten Quartal auf 5,3 % gegenüber dem Vorjahr, was auf eine robuste Produktion im verarbeitenden Gewerbe und eine Ausweitung des Wachstums im Dienstleistungssektor zurückzuführen ist. Der Produktionszuwachs im verarbeitenden Gewerbe betrug 6,4 % gegenüber dem Vorjahr, angetrieben von einer Erholung der Exporte und einer anhaltenden Bautätigkeit im Zusammenhang mit den durch Konjunkturprogramme unterstützten Investitionen in die Infrastruktur und das verarbeitende Gewerbe. Der Aufschwung im Dienstleistungssektor hat sich im ersten Quartal etwas verlangsamt, aber die Menschen scheinen seit dem Aufheben der Null-Covid-Politik grundsätzlich wieder mehr zu konsumieren. Insbesondere der Inlandtourismus hat seitdem zu einem ausgeprägten saisonalen Muster bei den Konsumausgaben und der Dienstleistungsaktivität geführt. Dementsprechend befinden sich die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor auch im April weiterhin im Expansionsbereich (siehe Grafik 5). Trotz der Verbesserungstendenzen herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass sich die Binnennachfrage in China seit der Aufhebung der Null-Covid-Politik nur unzureichend erholt hat, insbesondere die Konsumausgaben. Letzteres zeigt sich auch in den schwachen Teuerungsraten der Verbraucherpreise (siehe Grafik 5). Wir erachten es jedoch als unwahrscheinlich, dass die chinesische Politik dem Ruf nach einer stärkeren politischen Unterstützung des Konsums folgen wird (z. B. durch Bargeldauschüttungen oder die Privatisierung von Staatsvermögen, um den vorhandenen Wohlstand an die Haushalte weiterzugeben). Ohne weitere staatliche Stützungsmaßnahmen erscheint es jedoch fraglich, ob China sein selbst gestecktes Wachstumsziel von rund 5 % in diesem Jahr erreichen kann.

5. CHINAS ERHOLUNG SETZT SICH FORT, INFLATION VERHARTET AUF NIEDRIGEM NIVEAU



FINANZMÄRKTE NACH DEUTLICHEN RÜCKSETZTERN IM APRIL ZULETZT WIEDER FREUNDLICHER

Der April war sowohl für die Aktien- als auch für die Anleihenmärkte ein schwieriger Monat. Eine Kombination aus anhaltend hohen US-Inflationsdaten und solidem US-BIP-Wachstum im ersten Quartal schürte an den Märkten Befürchtungen, dass insbesondere die Fed ihre Geldpolitik nicht so schnell lockern könnte wie zuvor erhofft. Sowohl die Aktien- als auch die Rentenmärkte reagierten daher negativ. Anfang Mai erholten sie sich aber wieder weitgehend. So verlor der S&P 500 im Berichtszeitraum (1. April bis 10. Mai) leicht, während der Euro Stoxx 50 seitwärts tendierte, der deutsche Aktienindex DAX markierte am 10. Mai sogar ein neues Allzeithoch ([siehe Tabelle](#)). In der Berichtssaison für das erste Quartal konnten die Unternehmen die Gewinnerwartungen weitgehend übertreffen (wenn auch auf niedrigem Niveau) und das konjunkturelle Umfeld zeigt sich grundsätzlich nach wie vor günstig. Auch die Rentenmärkte litten im April zunächst unter den veränderten Zinserwartungen. Zwischenzeitlich rechneten die Märkte mit nur noch eineinhalb Zinssenkungen in den USA in diesem Jahr, und der Zeitpunkt der ersten Zinssenkung durch die Fed wurde weit ins zweite Halbjahr hinein verschoben. Entsprechend legten die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen auf rund 4,7 % zu; die Bundrenditen folgten diesem Trend und stiegen auf über 2,6 % ([siehe Tabelle](#)). Zuletzt waren die Anleiherenditen aber sowohl in den USA als auch im Euro-Raum über die verschiedenen Laufzeiten hinweg wieder rückläufig, und Rentenpapiere konnten wieder etwas an Boden gut machen.

Auf den Rohstoffmärkten verlor der Preis für Rohöl der Sorte Brent im Berichtszeitraum rund 4 % und notierte zuletzt bei rund 85 US-Dollar pro Barrel ([siehe Tabelle](#)), nachdem er zuvor aufgrund von Befürchtungen über eine weitere Eskalation im Nahen Osten lange Zeit deutlich gestiegen war. Jüngste Anzeichen für eine mögliche Einigung auf einen Waffenstillstand in der Region führten dazu, dass ein Großteil der in den Terminkursen enthaltenen geopolitischen Risikoprämie gegen Ende des Berichtszeitraums wieder ausgepreist wurde. Das Edelmetall Gold konnte im Berichtszeitraum um mehr als 5 % zulegen, musste zwischenzeitlich aber deutliche Kursverluste hinnehmen, als sich auf den Märkten zunehmend die Aussicht durchsetzte, dass die Fed den Zinssenkungszyklus später einleiten und dieser weniger umfangreich ausfallen könnte ([siehe Tabelle](#)). Die Aussicht, dass die Fed mit ihrem vorgezeichneten Zinspfad und den darin enthaltenen drei Zinssenkungen in diesem Jahr richtig liegen könnte, haben den Goldpreis zuletzt aber wieder gut unterstützt. In diesem Umfeld konnte der EUR-USD-Kurs zulegen und stieg auf knapp 1,08 (Stand 10. Mai, [siehe Tabelle](#)).

Unsere Anlagestrategie

Anlage		Investmentuniversum	Unsere Positionierung		
			Untergewichten	Neutral Gewichten	Übergewichten
Anlageklassen		Aktien Global	○	●	○
		Anleihen Global ¹	○	○	●
		Geldmärkte	●	○	○
		Alternative Anlagen	○	●	○
Anlageklassen im Detail	Aktien	USA	○	●	○
		Europa	○	●	○
		Pazifischer Raum ²	○	○	●
	Renten	Schwellenländer	○	●	○
		EWU Staatsanleihen	○	●	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen	○	●	○
		EURO Unternehmensanleihen ³	○	○	●
		EURO Unternehmensanleihen (high yield)	●	○	○
	Rohstoffe	Schwellenländer-Anleihen (Harte Währung)	○	●	○
		Schwellenländer-Anleihen (Lokale Währung)	○	○	●
		Rohöl	○	●	○
		Gold	○	●	○

¹Die Positionierung von Anleihen Global berücksichtigt sowohl das Exposure als auch die Duration relativ zur Benchmark

²Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

³mit guter Bonität (Investment Grade)

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

AKTIEN

AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Das Umfeld für die globalen Aktienmärkte zeigt sich seit Jahresbeginn freundlich, und die Konjunkturdaten haben zuletzt überwiegend positiv überrascht. Allen voran die US-Wirtschaft bleibt robust und gibt den Aktienmärkten Rückenwind. Unterdessen scheint auch die europäische Wirtschaft die Talsohle durchschritten zu haben. Zudem stützt weiterhin die Aussicht auf einen Schwenk der großen westlichen Zentralbanken hin zu einer weniger restriktiven Geldpolitik. Hohe Bewertungen in manchen Bereichen, geopolitische Risiken und die Unsicherheit bezüglich des Beginns bzw. Umfangs des erwarteten Zinssenkungszyklus der großen westlichen Zentralbanken bleiben nicht unwesentliche Risiken. Wir behalten eine neutrale Gewichtung für globale Aktien bei.

AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Die jüngsten, über den Erwartungen liegenden Makrodaten deuten eine Erholung an. Der Arbeitsmarkt im Euroraum bleibt solide, und die abkühlende Inflation stützt die Realeinkommen. Die Risiken halten wir für ausgewogen. Einerseits könnte die EZB die Zinsen weniger stark senken als erwartet. Auf der anderen Seite wäre eine deutliche Verschlechterung am Arbeitsmarkt, wenn die Erholung der Wirtschaftstätigkeit ausbleibt, ein offensichtlicher Auslöser für einen dovischen (d.h. weniger auf die Kontrolle der Inflation als vielmehr auf die Ankurbelung des Wirtschaftswachstums fokussierten) Kurswechsel. Die nach wie vor vergleichsweise günstigen Bewertungen europäischer Aktien unterstützen diese Anlageklasse, die entsprechend gute Opportunitäten für wert- und qualitätsorientierte Anleger bietet. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

US-AKTIEN: NEUTRAL

Das robuste makroökonomische Umfeld in den USA ist positiv für US-Aktien. Die hartnäckige Inflation besteht allerdings nach wie vor große Unsicherheit über den Zeitpunkt des Beginns und den Umfang des zu erwartenden Zinssenkungszyklus durch die Fed. Die Bewertungen von US-Aktien bleiben vergleichsweise hoch, und der S&P 500 Aktienindex weist eine außergewöhnlich hohe Marktkonzentration auf. Insgesamt behalten wir eine neutrale Gewichtung bei.

SCHWELLENLÄNDER-AKTIEN: NEUTRAL

In Asien bleiben wir bei chinesischen Aktien strategisch zurückhaltend. Die recht günstigen Bewertungen könnten jedoch für eine begrenzte Aufholjagd angesichts fiskalischer und geldpolitischer Stimulus-Maßnahmen sprechen. Vor dem Hintergrund der Spannungen im Mittleren Osten bleiben geopolitische Risiken zu berücksichtigen. In Lateinamerika könnte die vorsichtige Haltung der Fed den Umfang der zu erwartenden Zinssenkungen Brasilien begrenzen. Insgesamt erscheinen die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien vergleichsweise günstig. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung, wobei ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren bei Schwellenländern unabdingbar bleibt.

ASIEN-PAZIFIK-AKTIEN (ENTWICKELTE MÄRKTE): ÜBERGEWICHTEN

Das solide Lohnwachstum bleibt ein stützender Faktor für die japanische Wirtschaft. Dass die Bank of Japan (BoJ) die Ära der negativen Zinssätze beendete und die Politik zur Steuerung der Renditekurve aufgab, wurde von den Märkten überwiegend positiv aufgenommen. Eine dauerhafte Schwäche des Yen könnte sich auf die Inflation auswirken, da Japan Lebensmittel und Energie in großem Umfang importiert, und damit auch auf die Zinssätze der BoJ. Die Aktienbewertungen erscheinen trotz der jüngsten Performance nicht teuer. Insgesamt behalten wir ein Übergewicht bei.

RENTEN

RENTEN GLOBAL: ÜBERGEWICHTEN

Angesichts der aktuellen Renditen und des – mutmaßlich im Sommer – zu erwartenden geldpolitischen Schwenks der großen westlichen Zentralbanken bieten globale Anleihen weiterhin ein konkurrenzfähiges, interessantes Risiko-Ertrags-Profil. Vor dem Hintergrund den einer sich weiter abkühlenden Inflation (trotz zuletzt eher enttäuschender Daten aus den USA, die auf eine hartnäckige Teuerung hindeuten) halten wir unseren Qualitätsfokus bei der Selektion von Anleihen wie Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen und -Staatsanleihen weiterhin für angemessen und behalten unser Übergewicht auf diese Anlageklasse bei.

EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Vor dem Hintergrund der sich abkühlenden Inflation und in Erwartung erster Zinssenkungen gegen Mitte 2024 behalten wir unsere konstruktive Sichtweise auf diese Anlageklasse bei: Die EZB scheint auf dem besten Weg, mit der Lockerung der Zinssätze im Juni zu beginnen. Trotz der jüngsten ermutigenden Daten kann allerdings nicht gänzlich ausgeschlossen werden, dass die Inflation hartnäckig bleibt und damit auch die Zinsen länger als allgemein erwartet hoch bleiben (Risikoszenario). Unsere neutrale Gewichtung für diese Anlageklasse bleibt daher unverändert.

NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL

Die sich weiterhin robust präsentierende US-Wirtschaft stützt Nicht-EWU-Staatsanleihen. Die jüngsten Inflationsdaten, die eine hartnäckige US-Inflation erkennen lassen, erhöhen das Risiko, dass die Fed ihren Lockerungszyklus später beginnen könnte und der Umfang der Zinssenkungen weniger umfangreich werden könnte. Wir bleiben bei einer neutralen Gewichtung dieser Anlageklasse.

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

Die Kreditaufschläge von Euro-Unternehmensanleihen, die nach wie vor von der Widerstandsfähigkeit des Wirtschaftszyklus und der anhaltenden Suche der Anleger nach Rendite unterstützt werden, sind vergleichsweise gering. Insgesamt dürften die Fundamentaldaten der IG-Unternehmen dank gesunder Bilanzen, über den Erwartungen liegender Gewinne, hoher Kassenbestände und eines im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt niedrigen Verschuldungsgrads stark bleiben. Wir behalten unser Übergewicht bei.

HOCHVERZINSLICHE EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN: UNTERGEWICHTEN

Die Kreditaufschläge von hochverzinslichen (HY) Unternehmensanleihen, insbesondere solche von Unternehmen mit geringer Bonität, scheinen eine mögliche spürbare Abkühlung der Wirtschaft nach wie vor nicht vollumfänglich zu reflektieren. Außerdem sind HY-Anleihen nicht ausreichend liquide und erscheinen deswegen in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus nach wie vor wenig interessant. HY-Anleihen bleiben daher untergewichtet.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG): NEUTRAL

Schwellenländer-Anleihen in harter Währung bieten grundsätzlich eine interessante Carry (Renditevorteil gegenüber Euro-Staatsanleihen), aber unser Fokus liegt weiterhin auf qualitativ hochwertigen Anleihen. Das Bonitäts- und Fremdwährungsrisiko sollte bei einer Investition in Schwellenländer-Anleihen immer berücksichtigt werden. Wir bleiben defensiv und selektiv und meiden weiterhin Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN

Auch Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung bieten eine interessante Carry. Insbesondere in Lateinamerika eröffnet die sinkende Inflation den Zentralbanken die Tür zu einer Lockerung der Geldpolitik, wovon die Anlageklasse profitieren könnte. Kurzfristig könnten Schwellenländer-Anleihen allerdings durch eine abwartende Haltung der Fed und einen stärkeren US-Dollar belastet werden. Weiterhin gilt zu beachten, dass potenzielle Bonitätsrisiken sowie Fremdwährungsschwankungen, die bei Schwellenländern oftmals höher sind, den potenziellen Ertrag beeinträchtigen können. Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung bleiben übergewichtet.

GELDMARKT/LIQUIDITÄT: UNTERGEWICHTEN

Cash bietet grundsätzlich interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität, da wir weiterhin erwarten, dass Fed und EZB ihre jeweiligen geldpolitischen Lockerungszyklen dieses Jahr einläuten werden, wobei es wahrscheinlich erscheint, dass die EZB den ersten Schritt machen könnte. Wir haben ein Untergewicht in diesem Anlagensegment.

ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL

Alternative Anlagen bieten nach wie vor Diversifikationspotenzial für das Portfolio. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente der Inflationsabsicherung. Wir behalten eine neutrale Gewichtung bei.

ROHSTOFFE: NEUTRAL

Niedrige Ölbestände, Produktionskürzungen der OPEC+ (die großen ölproduzierenden Länder und Russland, insgesamt 23 Staaten), geopolitische Spannungen (insbesondere im Mittleren Osten) und ein höheres Wirtschaftswachstum haben eine Trendwende bei den Ölpreisen nach oben bewirkt. Die Internationale Energieagentur schätzt nun, dass eine höhere Nachfrage zu einem leichten Angebotsdefizit an den globalen Ölmärkten führen könnte. Darüber hinaus lässt sich der Aufschwung im verarbeitenden Gewerbe mit dem Preisanstieg bei Industriemetallen erklären (Ausnahme: Eisenerz). Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung in dieser Anlageklasse.

GOLD: NEUTRAL

Gold profitiert weiterhin von verstärkten Zentralbankkäufen – insbesondere durch die chinesische Zentralbank (People's Bank of China, PBoC), nachdem USA und EU beschlossen haben, die Währungsreserven der russischen Zentralbank einzufrieren. Auch die Erwartung niedrigerer Zinsen und geopolitische Unsicherheiten bleiben stützende Faktoren. Wir behalten eine neutrale Gewichtung bei.

WÄHRUNGEN

EUR-USD

Das überdurchschnittliche US-Wachstum und eine geduldige Fed, die angesichts der hartnäckigen Inflation nach wie vor eine abwartende Haltung einnimmt, dürften den US-Dollar auch im zweiten Halbjahr unterstützen.

ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	10.05.23	10.05.19	10.05.20	10.05.21	10.05.22	10.05.23	10.05.19	01.01.24
Bis	10.05.24	10.05.20	10.05.21	10.05.22	10.05.23	10.05.24	10.05.24	10.05.24
Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)								
MSCI World (in USD)	24,0	-0,4	46,5	-7,9	7,8	24,0	78,6	8,8
MSCI Emerging Markets (in USD)	13,0	-8,7	51,2	-23,2	0,6	13,0	19,8	5,6
MSCI US (in USD)	28,9	4,6	46,6	-4,8	5,0	28,9	96,5	9,8
MSCI Europe (in EUR)	15,8	-7,4	33,1	-1,5	14,5	15,8	60,4	10,7
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	12,9	-3,7	45,4	-21,4	4,5	12,9	29,2	5,7
STOXX Europe 600 (in EUR)	16,0	-6,5	34,2	-2,8	13,9	16,0	60,6	10,6
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	18,6	-8,9	41,2	-12,1	17,5	18,6	55,7	12,1
MSCI Italy (in EUR)	35,5	-16,4	44,3	-3,9	25,6	35,5	95,8	17,7
ATX (Österreich, in EUR)	22,5	-23,3	54,7	-6,7	10,0	22,5	46,8	9,8
SMI (Schweiz, in CHF)	5,1	6,0	18,6	6,7	2,3	5,1	44,4	8,5
S&P 500 (USA, in USD)	28,4	4,1	45,3	-3,1	5,2	28,4	96,9	10,0
Nikkei (Japan, in JPY)	33,7	-3,6	48,6	-9,6	13,9	33,7	97,7	15,1
CSI 300 (China, in Yuan)	-5,8	12,7	28,6	-20,1	4,3	-5,8	9,6	7,0
Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-5,2	21,2	-6,0	-10,8	0,2	-5,2	-3,2	-3,6
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-2,2	13,9	-4,2	-8,0	-0,5	-2,2	-2,1	-2,1
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	3,3	7,8	6,9	-11,3	1,1	3,3	7,2	-1,0
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	0,1	5,1	-2,7	-10,2	-8,6	0,1	-15,5	-3,0
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	2,4	4,3	1,2	-9,5	-7,7	2,4	-9,3	-1,7
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	5,3	-0,8	5,3	-9,3	-3,3	5,3	-3,3	0,1
Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	112	-178	92	139	45	112	206	64
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	99	-186	42	194	85	99	231	59
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	39	-78	-73	222	86	39	192	43
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	28	-48	32	122	129	28	255	50
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	12	-43	-7	127	142	12	224	40
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-26	32	-79	207	150	-26	278	29
Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-60	100	-129	52	4	-60	-33	-15
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-169	353	-426	126	26	-169	-89	-22
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-46	62	-80	67	1	-46	5	-23
Euro-Unternehmensanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-149	245	-350	210	-25	-149	-63	-56
Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)								
Libor (USD, 3 Monate)	26	-210	-27	123	394	26	306	-1
Euribor (EUR, 3 Monate)	50	6	-29	12	372	50	413	-9
Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)								
US-Dollar (EUR-USD)	-1,4	-3,1	12,2	-13,3	3,8	-1,4	-4,0	-2,5
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-0,9	1,6	-1,5	-0,7	1,4	-0,9	-0,2	-1,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	0,2	-7,6	3,9	-4,2	-6,8	0,2	-14,1	5,6
Japanischer Yen (EUR-JPY)	14,6	-6,2	14,7	3,8	7,9	14,6	36,2	7,4
Rohstoffe (Veränderung in %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	16,9	32,3	4,1	-0,4	10,1	16,9	74,9	14,6
Industriemetalle (GSCI, in USD)	14,5	-14,8	75,7	3,2	-14,2	14,5	46,5	11,9
Gold (in USD pro Feinunze)	16,9	33,5	7,3	0,4	9,6	16,9	83,5	14,4
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	11,6	-58,2	130,8	49,9	-25,4	11,6	18,0	7,7

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: 10.05.2024.

Disclaimer

Wichtige rechtliche Information – bitte lesen.

Diese Publikation der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCredit Bank GmbH (im Folgenden gemeinsam als "UniCredit Group" bezeichnet) richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt wurden und keinem Verbot des Handels vor der Verbreitung der Finanzanalyse unterliegen.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, und die anderen Unternehmen der UniCredit Group können ein spezifisches Interesse an den hier beschriebenen Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Bitte beachten Sie: <https://www.unicreditresearch.eu/disclaimer>. Die in dieser Publikation enthaltenen Schätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, in gutem Glauben auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren Daten aus zuverlässigen Quellen gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen.

Es sollte auch beachtet werden, dass:

1. Informationen, die sich auf die vergangene Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage je nach Wechselkursschwankungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs bis zum gesamten investierten Kapital reichen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Angaben auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen.

Die Inhalte dieser Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - sind, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCredit Bank GmbH und unterliegen dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen, ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 10. Mai 2024.



UniCredit Bank GmbH
Client Solutions



Address
Arabellastraße 12
81925 München



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



Online
kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de