

The Compass 2025



2024 war ein historisches Wahljahr: Weltweit gaben mehr als zwei Milliarden Menschen ihre Stimme ab. Die Ergebnisse waren oft überraschend, doch die Demokratie hat sich als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen. 2025 dürften die Auswirkungen der Wahlergebnisse deutlicher sichtbar werden, und insbesondere die Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus wird die Weltwirtschaft prägen.

The Compass 2025, ein Werk des neu gebildeten Group Investment Strategy Teams, bietet einen umfassenden Überblick über unsere Wirtschaftsprognosen und ihre wichtigsten Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte. Trump 2.0 ist dabei nur eine Geschichte von vielen.

Im kommenden Jahr dürften sich die geopolitischen Spannungen verschärfen, der Protektionismus dürfte zunehmen, und die Industriepolitik noch mehr zur Priorität werden. Ein solches Umfeld wird aber auch große Chancen für positive Veränderungen bieten. Europa könnte seine existenziellen Herausforderungen endlich umfassend angehen. Erfahrungsgemäß schaltet es immer dann einen Gang höher, wenn die Not am größten ist. Die die Weltwirtschaft prägenden Triebkräfte werden 2025 auf beiden Seiten des Atlantiks zu unterschiedlichen Entwicklungen beim Wirtschaftswachstum und bei der Inflation führen. Entsprechend wird auch das Tempo der geldpolitischen Lockerung in den USA und im Euroraum nicht dasselbe sein.

Unser Ausblick für das kommende Jahr ist von vorsichtigem Optimismus geprägt: Ein makroökonomisches Umfeld mit niedrigeren Zinsen und positivem Wirtschaftswachstum sollte die Risikobereitschaft unterstützen, während der geldpolitische Straffungszyklus die Werkzeugkästen vieler westlicher Zentralbanken wieder aufgefüllt und Handlungsspielräume geschaffen hat, die im Bedarfsfall genutzt werden können. Dies sind grundsätzlich gute Nachrichten für die potenziellen Aktien- und Anleiherenditen im Jahr 2025, wenngleich mit Blick auf die globalen Finanzmärkte ein gewisses Maß an Vorsicht gerechtfertigt ist. Trotz hoher Marktkonzentration und hoher Bewertungen erscheinen die Aussichten für US-Aktien in den kommenden Quartalen am freundlichsten, aber auch in anderen Regionen sollten sich Chancen ergeben. Anleihen dürften aufgrund ihres nach wie vor interessanten Renditepotenzials gefragt bleiben, auch wenn die zu erwartenden Zinssenkungen bei Staats- und Unternehmensanleihen bereits gut eingepreist scheinen.

Wir hoffen, dass Sie wertvolle Einblicke gewinnen können, und wünschen Ihnen ein erfolgreiches Jahr 2025.

Manuela D'Onofrio
Head of Group Investment Strategy

Fabio Petti
Deputy Head of Group Investment Strategy

WELCHE WELT? 2

Willkommen bei Trump 2.0

MAKRO STORIES 3

Trump 2.0 wird die Aussichten für die Weltwirtschaft trüben

MARKT STORIES 13

Wir bleiben konstruktiv

WAS IST, WENN WIR UNS IRREN? 24

- Was ist, wenn die "Achse des Umbruchs" gestärkt wird?
- Was ist, wenn die Fed die Zinsen erhöht?

TOP 2025 STORIES 28

- Staatsverschuldung: USA vs. Euroraum
- Elektroautos in Europa
- Wir sehen keine KI-Blase

ANLAGESTRATEGIE 35

Sicht der CIOs

PROGNOSETABELLEN 40



Welche Welt?

Willkommen bei Trump 2.0

Edoardo Campanella, Chief Editor, *The Compass 2025*

Alle vier Jahre, unmittelbar nach den US-Präsidentenwahlen, veröffentlicht der US-amerikanische National Intelligence Council (NIC), der in den USA als Bindeglied zwischen den Geheimdiensten und den politischen Entscheidungsträgern fungiert, seinen Bericht "Global Trends". Der Bericht wagt eine Prognose, die der neuen Regierung helfen soll, sich vorzustellen, wie die Welt in zwei Jahrzehnten aussehen könnte. Ziel des Berichts ist es nicht, eindeutige Vorhersagen zu treffen, sondern vielmehr die wichtigsten strukturellen Triebkräfte zu identifizieren, welche die Zukunft prägen werden.

Der designierte US-Präsident Donald Trump wird die neue Ausgabe des Berichts vor seinem Amtsantritt am 20. Januar erhalten. Dieser wird sich mit der Welt im Jahr 2045 befassen. Im Jahr 2008, als Barack Obama Präsident wurde, veröffentlichte der NIC den Bericht Global Trends 2025: Eine veränderte Welt. Nun, da sich das Jahr 2024 seinem Ende zuneigt, scheint es lohnenswert, sich in Erinnerung zu rufen, was der NIC vor zwei Jahrzehnten vorausgesagt hat, um einen Einblick zu erhalten, was 2025 auf uns zukommen könnte.

Die wichtigste Prognose lautete: "Das internationale System, wie es sich nach dem Zweiten Weltkrieg herausgebildet hat, wird 2025 kaum wiederzuerkennen sein". Erwartet wurde, dass die *unipolare* Ordnung unter Führung der USA durch eine *multipolare* Welt ersetzt werden würde - chaotisch, instabil und geprägt von Konflikten. In vielerlei Hinsicht behielt der NIC Recht. Die „Pax Americana“ bröckelt. Neue Machtzentren entstehen, militärische Konflikte nehmen zu und die Welt teilt sich entlang geopolitischer Linien. Ein zweiter Kalter Krieg scheint sich abzuzeichnen.

Trumps erste Amtszeit wirkte wie ein Katalysator für einige der strukturellen Trends, die der NIC fast ein Jahrzehnt zuvor identifiziert hatte. Er wandte sich von der globalen liberalen Weltordnung ab und machte sich Isolationismus und Protektionismus zu eigen. Letztlich war **Trump 1.0** eine Präsidentschaft des Bruchs und der Diskontinuität. Zweifellos wird **Trump 2.0** das Jahr 2025 prägen. Doch diesmal ist zu erwarten, dass Trump ein Präsident der Kontinuität sein wird. Ob es uns gefällt oder nicht: Wir leben bereits in einer Trumpschen Welt, die durch grassierenden Protektionismus, eine weitreichende Industriepolitik und zunehmende geopolitische Spannungen geprägt ist.

In seiner zweiten Amtszeit dürfte Trump diese Entwicklungen durch *Unilateralismus* beschleunigen. Im Vergleich zu seiner ersten Amtszeit könnte er jedoch auch ein Präsident der Zurückhaltung sein – so zumindest unsere Hoffnung. Die Welt von heute erscheint deutlich herausfordernder als jene im Jahr 2016. Mit zwei großen Konflikten, einem in der Ukraine und einem in Nahost, und zunehmend angespannten Beziehungen zwischen der westlichen Welt und China, gibt es weniger Spielraum für Fehlkalkulationen.

Trump 2.0 wird vermutlich eine weniger "inflationstreibende" Präsidentschaft sein, als viele befürchten. Trump hat das Jahr 2026 (Zwischenwahlen zum Kongress) fest im

Blick, nicht 2028 (Präsidentenwahlen). Wenn er eine Politik verfolgt, welche die Inflation wieder aufflammen lässt, dürfte er 2026 den Preis dafür zahlen, indem er dann den Kongress verliert. Nachdem er in den ersten Monaten seiner Präsidentschaft einige symbolische Entscheidungen in Bezug auf gezielte Zölle, Einwanderung und Steuern getroffen haben dürfte, um seine Wahlversprechen einzulösen, wird er vermutlich versuchen, die Aufmerksamkeit von seinen wirtschaftlichen Versprechen auf Fragen der nationalen Identität zu lenken.

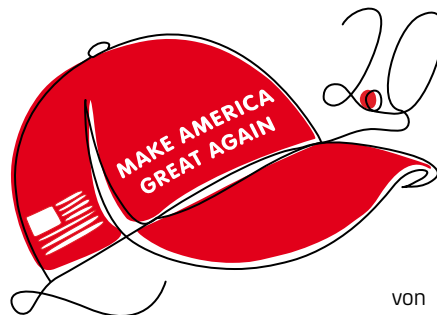
Angesichts der großen Unsicherheit und der Risiken, die mit Trumps Wirtschaftsagenda verbunden sind, wird die US-Notenbank Fed wahrscheinlich vorsichtiger agieren, als sie es im Falle eines Sieges von Kamala Harris getan hätte. Sie dürfte die erste Hälfte des nächsten Jahres nutzen, um die Zinsen in Richtung 4% zu senken, wenn die Auswirkungen von Trumps Politik auf die Wirtschaft noch nicht sichtbar sind. Obwohl die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE) weiterhin versuchen werden, die Zinsen in den *neutralen Bereich* zu bewegen, könnte eine größere Zurückhaltung der Fed in Bezug auf künftige Zinssenkungen auch sie zögerlicher werden lassen.

Wie die Zentralbanken wird sich auch der Rest der Welt auf die Veränderungen und Umbrüche einstellen müssen, die die Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus mit sich bringt. Die Europäische Union (EU) wird 2025 vor einer wichtigen Entscheidung stehen: Entweder sie wird zu einer echten geopolitischen Supermacht mit einer nachvollziehbaren Industrie- und Verteidigungsstrategie – oder sie lässt sich weiterhin in einer Welt treiben, die von rivalisierenden Blöcken und einem sinkenden Engagement der USA geprägt ist. Im Jahr 2008 hielt der NIC das letztere Szenario für wahrscheinlicher. In ähnlicher Weise wird China entscheiden müssen, ob es die Umstellung seines Wachstumsmodells von Exporten und Investitionen auf den privaten Konsum weiter forciert. Mit Donald Trump im Weißen Haus wird die Welt noch weniger bereit sein, Chinas Überkapazitäten, insbesondere bei Elektrofahrzeugen, Solarmodulen und Batterien, aufzunehmen, was zu einer Verschärfung der derzeitigen Handelsspannungen führen dürfte.

Im NIC-Bericht 2008 wurde Künstliche Intelligenz (KI) kaum erwähnt. Damals war die KI noch eine im Entstehen begriffene Technologie. Im Jahr 2025 dürfte KI weiterhin die Richtung der Aktienmärkte wesentlich bestimmen, was aufgrund der hohen Konzentration von Technologiewerten möglicherweise zu erhöhter Volatilität im Markt führen könnte. Angesichts der zentralen Bedeutung von Chips für die Entwicklung von KI könnte Trumps unklare Haltung in Bezug auf die Verteidigung von Taiwans Status, wo bedeutende Halbleiterzulieferer für die USA ansässig sind, eine weitere Quelle der Volatilität für Technologie-Aktien sein.

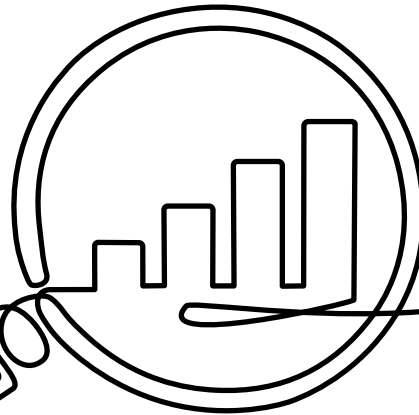
Nicht erwähnt im Bericht von 2008 wurde die Schieferöl-Revolution in den USA, die den Ölmarkt rund fünf Jahre später wesentlich verändern sollte. Stattdessen ging der NIC davon aus, dass die Welt bis 2025 in eine Wirtschaft nach dem Öl eintreten würde, da das Angebot nicht mit der Nachfrage Schritt halten würde. Tatsächlich hat der Ölmarkt trotz steigender Nachfrage mit einem Überangebot zu kämpfen, das sich durch Trumps Unterstützung für die US-Ölindustrie noch verschärfen könnte. Die globale Transformation hin zur Elektrifizierung sollte jedoch dazu führen, dass die Weltwirtschaft perspektivisch weniger ölintensiv und relativ "metallintensiver" wird. Sollten sich die Handelsspannungen zwischen den USA und China (das ein großes Angebot an bedeutenden Metallen kontrolliert) verschärfen, könnte es im Jahr 2025 zu einer neuen Art von Energieschock kommen, der durch steigende Preise für Industriemetalle und nicht für Erdöl ausgelöst wird.

Was der NIC 2008 nicht voraussah, war die starke Polarisierung in der US-Politik, die auch über das Jahr 2025 hinaus anhalten dürfte.



Trump 2.0 wird vermutlich eine weniger "inflationstreibende" Präsidentschaft sein, als viele befürchten





EDITOR

Marco Valli

AUTOREN

Tullia Bucco

Edoardo Campanella

Gokce Celik

Loredana Federico

Roberto Mialich

Andreas Rees

Chiara Silvestre

Marco Valli

Daniel Vernazza

Trump 2.0 wird die Aussichten für die Weltwirtschaft trüben

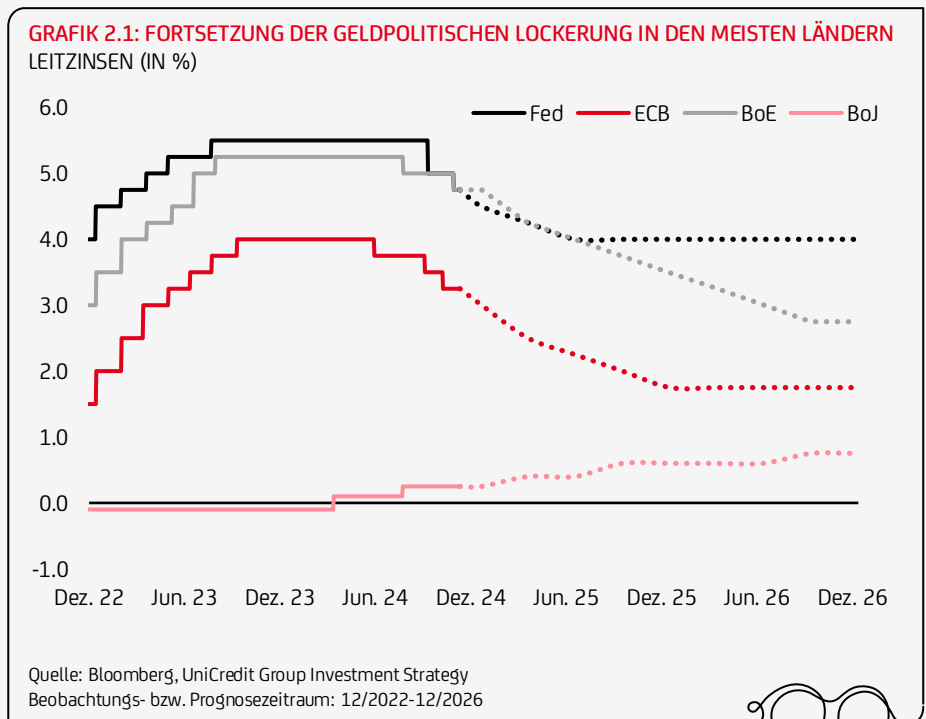
Das globale Wachstum verharrt auf niedrigem Niveau mit begrenzten Aussichten auf eine kurzfristige Verbesserung, während der Ausgang der US-Präsidentschaftswahlen die ohnehin schon große geopolitische Unsicherheit noch verstärkt.

Obwohl davon auszugehen ist, dass nur Teile der Agenda des designierten US-Präsidenten Donald Trump umgesetzt werden, dürften die neuen Zölle das globale Verarbeitende Gewerbe belasten, da sie den Handel dämpfen, die Stimmung beeinträchtigen und die Aussichten für Investitionen trüben. Es ist unwahrscheinlich, dass China der Verhängung von US-Zöllen tatenlos zusieht, und vor dem Hintergrund zunehmender Handelsspannungen wird der Euroraum aufgrund seines großen verarbeitenden Sektors Gegenwind verspüren. Die Zölle, die steigenden Spannungen zwischen den USA und China und die zunehmende geoökonomische Fragmentierung dürften auch zu einer Umlenkung des Handels weg von den USA führen und Sand ins Getriebe der globalen Lieferketten streuen. Der **Welthandel**, der sich in diesem Jahr zaghaft erholt hat, wird 2025 wahrscheinlich keine weiteren Fortschritte machen.

Vor dem Hintergrund steigender Handelsschranken dürfte ein leicht *über Potenzial liegendes Wachstum* in den USA, das durch eine noch expansivere Fiskalpolitik angeheizt wird, dem Rest der Welt nicht viel bringen. Die Lage im Euroraum wird durch den laufenden Prozess der Haushaltskonsolidierung und das Fehlen einer klaren strategischen Ausrichtung in der Industriepolitik weiter erschwert. In China sollten sich die Konjunkturmaßnahmen als ausreichend erweisen, um die Finanzstabilität zu erhalten und das Risiko einer regelrechten Deflation zu mindern. Doch ist es unwahrscheinlich, dass sie den privaten Verbrauch spürbar ankurbeln und das Land von seinem strukturell schwächeren Wachstumspfad abbringen können. Alles in allem dürfte der Dienstleistungssektor trotz der Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes dazu beitragen, dass sich das weltweite Wachstum des **Bruttoinlandsprodukts** (BIP) 2025 bei knapp über 3% stabilisiert.

Die erneute US-Präsidentschaft von Donald Trump könnte auch bedeutende Auswirkungen auf den Krieg in der Ukraine und die Entwicklung in Nahost haben. Das wahrscheinlichste Szenario sind **Gebietsverluste** für die Ukraine und eine kleinere Ukraine, die sich Europa annähert, auch wenn eine Einigung zur Beendigung des Krieges nicht bald erreicht werden dürfte. Im Nahen Osten hat sich das Risiko einer **Eskalation der Spannungen** zwischen Israel und dem Iran erhöht. Bei dem derzeitigen Produktionsniveau von Erdöl, insbesondere aufgrund der Förderung in den USA, dürfte der Ölmarkt im nächsten Jahr dennoch übertversorgt sein. Das sollte dazu beitragen, die Risikoprämie zu begrenzen, und die *OPEC+* vermutlich zwingen, die Produktionskürzungen im Jahr 2025 erneut zu verlängern. Wir gehen davon aus, dass sich der *Brent*-Preis über den Prognosehorizont im Bereich von 75-80 US-Dollar pro *Barrel* (USD/bbl) bewegen wird, sofern kein größerer Schock eintritt.

Ohne größere Energieschocks sollte sich die **Inflation** in den Industrieländern den Zielvorgaben der Zentralbanken annähern, zumal sich die Dienstleistungspreis-inflation bei nachlassendem Lohndruck verlangsamt, während die Kerninflation bei den Warenpreisen niedrig bleibt. Die USA dürften eine Ausnahme darstellen, denn es ist davon auszugehen, dass die Inflation in den USA infolge der Handels-, Steuer- und Einwanderungspolitik der Trump-Regierung etwas anziehen wird, auch wenn Zeitpunkt und Ausmaß der politischen Veränderungen höchst ungewiss bleiben. Dies dürfte zu einer Divergenz in der Geldpolitik zwischen den USA und Europa führen: Die Fed wird ihre Zinssenkungen voraussichtlich stoppen, wengleich sich die Zinssätze weiterhin im *restriktiven Bereich* befinden, und die EZB wird wohl gezwungen sein, ihre Zinssätze leicht unter ein *neutrales Niveau* zu senken (siehe Grafik 2.1). Die Bank of Japan (BoJ) hingegen wird mehr Spielraum für eine allmähliche Straffung ihres geldpolitischen Kurses haben.



Die Fed wird restriktiv bleiben, die EZB ihre Zinsen unter neutrales Niveau senken

Derzeit überwiegen die **Abwärtsrisiken** für unsere Wachstumsprognosen, vor allem weil wir von einer teilweisen und gestaffelten Einführung von US-Zöllen ausgehen und annehmen, dass eine weitere Eskalation in Nahost ausbleibt. Sollten wir in unserer Annahme bezüglich der Zölle irren, wären die Auswirkungen auf den Handel, das Vertrauen, die Investitionen und die Arbeitsmärkte deutlich größer als derzeit prognostiziert. Sollten die Spannungen im Nahen Osten zunehmen, würden die Ölpreise sprunghaft ansteigen, insbesondere wenn es zu einer Störung in der Straße von Hormus käme. Ein solcher Schock würde den Euroraum viel stärker treffen als die USA und eine weitere Divergenz zwischen beiden Volkswirtschaften auslösen.

1

LOCKERE FINANZPOLITIK IN DEN USA HÄLT WACHSTUM ÜBER TREND

2

WEITERHIN SCHLEPPENDES WIRTSCHAFTSWACHSTUM IM EURORAUM

3

CHINA KÄMPFT WEITER MIT STRUKTURELLEN HERAUSFORDERUNGEN

4

LEICHTE BELEBUNG DES BRITISCHEN WIRTSCHAFTSWACHSTUMS

5

BOJ WIRD GELDPOLITISCHE DIVERGENZ BEIBEHALTEN, AUSLAUFENDER NACHHOLBEDARF BELASTET WACHSTUMSAUSSICHTEN INDIENS

6

ANHALTENDES WACHSTUM IN MITTEL- UND OSTEUROPA TROTZ HAUSHALTSKONSOLIDIERUNG UND EXTERNEN GEGENWINDS



1

LOCKERE FINANZPOLITIK IN DEN USA HÄLT WACHSTUM ÜBER TREND

Mit Donald Trump im Weißen Haus und der Kontrolle der Republikaner über beide Kammern des Kongresses erwarten wir, dass der Nettoeffekt von Steuersenkungen, lockererer Regulierung, höheren Zöllen und strengerer Einwanderung in den nächsten zwei Jahren zu einem leicht über dem Trend liegenden Wachstum führen wird (2,1% im Jahr 2025 und 2,3% im Jahr 2026). Vieles wird jedoch vom Zeitpunkt, dem Umfang und dem Inhalt der politischen Veränderungen abhängen, und diese sind höchst ungewiss.

Auf kurze Sicht dürfte die US-Wirtschaft eine ordentliche Dynamik aufweisen. Das reale BIP wuchs im zweiten und dritten Quartal 2024 mit einer Jahresrate von rund 3%. Allerdings ist die Stärke des **privaten Verbrauchs** zum Teil auf einen Rückgang der Sparquote zurückzuführen, während sich der Arbeitsmarkt abgekühlt hat. Letzterer dürfte diesen Trend um die Jahreswende weiter allmählich fortsetzen, und es besteht nach wie vor die Gefahr, dass der Konsum aufgrund des langsameren Einkommenswachstums schwächer wird.

Mittelfristig werden die Aussichten für die USA durch die Politik von Donald Trump geprägt sein. Wir gehen davon aus, dass die Aufwärtseffekte auf das BIP-Wachstum durch eine lockere Finanzpolitik (im Umfang von etwa 1,5-2% des BIP, hauptsächlich infolge von Steuersenkungen) und eine geringere Regulierung die Abwärtseffekte durch höhere Zölle und eine restriktivere Einwanderung (einschließlich der erwarteten Abschiebung von Einwanderern mit nicht legalem Aufenthaltsstatus) ausgleichen werden. Dabei gehen wir davon aus, dass Trump seine **Wahlversprechen** in Bezug auf Zölle und Massenabschiebung nur teilweise umsetzen wird. Das impliziert, dass die Abwärtsrisiken für das Wachstum zunehmen, sollte Donald Trump seine Agenda vollständig umsetzen. Die Umsetzung der Zölle könnte im Frühjahr 2025 beginnen und im Herbst ein Steuerpaket folgen.

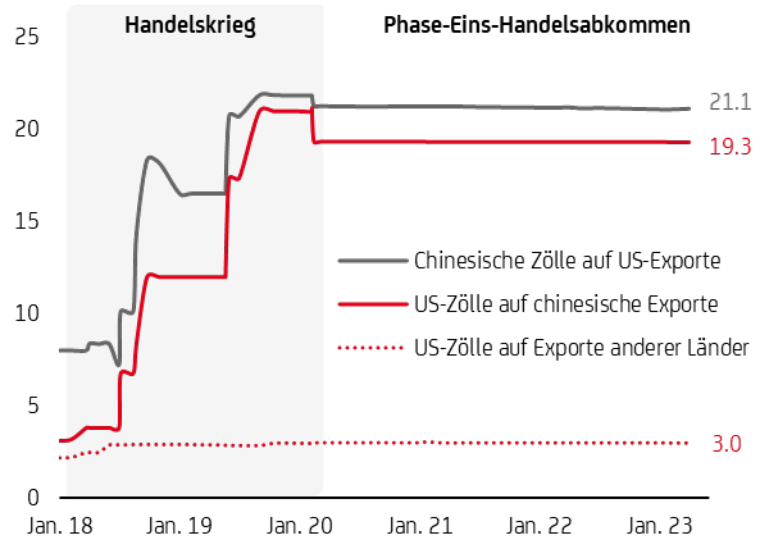
Die von uns angenommene fiskalische Lockerung in Höhe von 1,5-2% des BIP erfolgt zusätzlich zu einer vollständigen Verlängerung der im **Tax Cuts and Jobs Act (TCJA)** von 2017 enthaltenen Steuersenkungen, die ansonsten Ende 2025 auslaufen würden. Eine solche Verlängerung würde das BIP nicht direkt ankurbeln, da sie ohne eine Verlängerung eine beträchtliche Belastung darstellen würde. Wäre unser Prognosehorizont länger als zwei Jahre, würden wir erwarten, dass sich das Wachstum auf einen Wert unter Trend verlangsamt, da der vorübergehende Impuls der lockeren Fiskalpolitik nachlässt und zu einem Hemmschuh wird, zusammen mit den verzögerten Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik auf die Wirtschaft.

Höhere Zölle, eine geringere Zuwanderung und ein leicht über Trend liegendes Wachstum (wenn die Wirtschaft über nahezu keine Kapazitätsreserve verfügt) dürften die Verbraucherpreise in den USA in die Höhe treiben, so dass die **Inflation** im nächsten Jahr mit 2,3% und im Jahr 2026 mit 2,5% **über dem Zielwert** von 2% liegen wird. Die Fed wird dies zur Kenntnis nehmen müssen, nachdem sie auf ihrer Sitzung im Dezember dieses Jahres die Zinsen vermutlich erneut um 25 Basispunkte gesenkt haben wird. Da es einige Monate dauern wird, bis die Maßnahmen von Donald Trump angekündigt und umgesetzt sind und sich dann auf die Wirtschaft auswirken, dürfte die Fed die Zinsen im ersten Halbjahr 2025 weiter senken, aber wahrscheinlich in einem langsameren Tempo als zuletzt, um 25 Basispunkte pro Quartal. Über die Jahresmitte 2025 hinaus dürfte die **Fed eine abwartende Haltung** einnehmen, da die Aussichten auf eine über dem Ziel liegende Inflation und ein leicht über dem Trend liegendes Wachstum ein höheres Zinsniveau als sonst erfordern würden (siehe unsere Top 2025 Story zu den Auswirkungen der Finanzpolitik auf den realen neutralen Zinssatz). Damit läge der Zielkorridor für die **Federal Funds Rate** bis 2026 bei 3,75-4,00% und damit etwas über dem Wert, den wir für den längerfristigen neutralen Zinssatz erwarten (nahe bei oder leicht



siehe Top 2025 Story
Staatsverschuldung: USA vs. Euroraum

GRAFIK 2.2: NEUE HANDELSCHRANKEN SIND IN DER PIPELINE
ZÖLLE DER USA UND CHINAS UNTEREINANDER UND GEGENÜBER DEM REST DER WELT (IN %)



Hinweis: Das Phase-One Wirtschafts- und Handelsabkommens zwischen den USA und der Volksrepublik China trat am 14. Februar 2020 in Kraft.

Quelle: Peterson Institute for International Economics, UniCredit Group Investment Strategy
Beobachtungszeitraum: 01/2018-12/2023

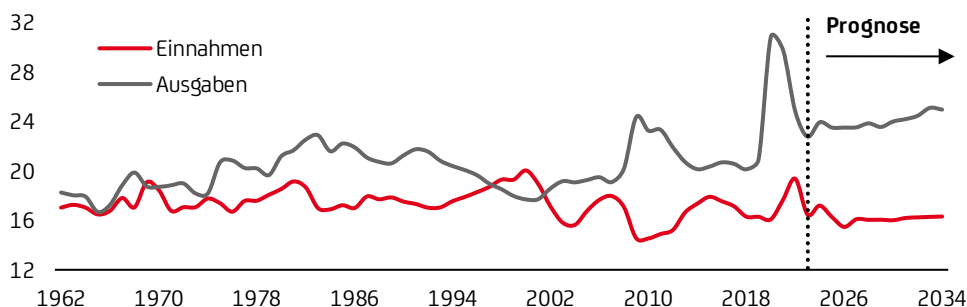


US-Zölle könnten ab dem kommenden Frühjahr ausgeweitet werden, und ein Steuerpaket dürfte im Herbst folgen



über 3%). Wir gehen davon aus, dass die *quantitative Straffung (QT)* in den USA im Frühjahr 2025 enden wird. Der genaue Zeitpunkt wird allerdings von der Entwicklung der Geldmarktsätze und anderer Liquiditätsmessgrößen bestimmt werden (um zu beurteilen, wann die Reserven nicht mehr reichlich, sondern ausreichend sind).

GRAFIK 2.3: AUSWEITUNG DES US-HAUSHALTSDEFIZITS
EINNAHMEN UND AUSGABEN DER US-REGIERUNG (IN % DES BIP)



Hinweis: Die Prognose für die Ausgaben stammt vom US-amerikanischen Congressional Budget Office. Die Prognose für die Einnahmen von UniCredit. Letztere berechnet sich wie folgt: CBO-Prognose plus vollständige Ausweitung des TCJA plus zusätzliche Steuersenkungen, die 1,5% des BIP kosten.

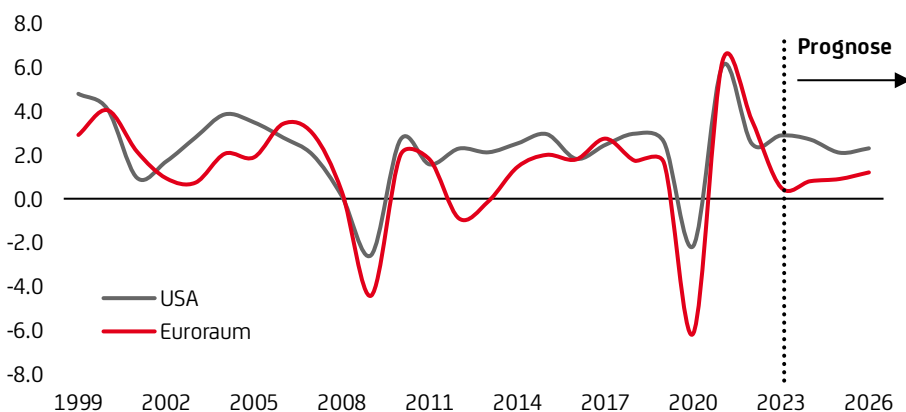
Quelle: US-amerikanisches Congressional Budget Office, UniCredit Group Investment Strategy
Beobachtungs- bzw. Prognosezeitraum: 1962-2034

2

WEITERHIN SCHLEPPENDES WIRTSCHAFTSWACHSTUM IM EURORAUM

Der Euroraum dürfte in einem wachstumsschwachen Umfeld gefangen bleiben und in Bezug auf die Wirtschaftstätigkeit weiterhin deutlich hinter den USA zurückbleiben, was teilweise auf die Politik von Donald Trump zurückzuführen sein wird (siehe Grafik 2.4). Wir prognostizieren, dass das BIP des Euroraums im Jahr 2025 um 0,9% wachsen wird – also nur geringfügig über dem für dieses Jahr erwarteten Wachstum von 0,8%. Deutschland, Frankreich und Italien dürften dabei etwas weniger stark wachsen als der Euroraum insgesamt. Im Jahr 2026 sollte der Aufschwung aber etwas an Fahrt gewinnen und die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum in einem Tempo zunehmen, das weitgehend dem Potenzial entspricht.

GRAFIK 2.4: GROSSE WACHSTUMSLÜCKE ZWISCHEN DEN USA UND DEM EURORAUM
JÄHRLICHES BIP-WACHSTUM (IN %)



Quelle: Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungs- bzw. Prognosezeitraum: 1999-2026

Zwei Hauptfaktoren werden die Konjunktur im Euroraum stützen.

1. Erstens eine moderate Beschleunigung des privaten Konsums, da sich die Reallöhne wieder dem Niveau von vor der Pandemie nähern. Die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit und der schwächelnde Arbeitsmarkt dürften einen wesentlichen Rückgang der Sparquote von ihrem derzeit hohen Niveau jedoch verhindern.
2. Zweitens sollte die Normalisierung der Geldpolitik den Bausektor unterstützen und die Investitionen in einer Zeit, in der die Aussichten für die Auslandsnachfrage weniger klar sind, entlasten.



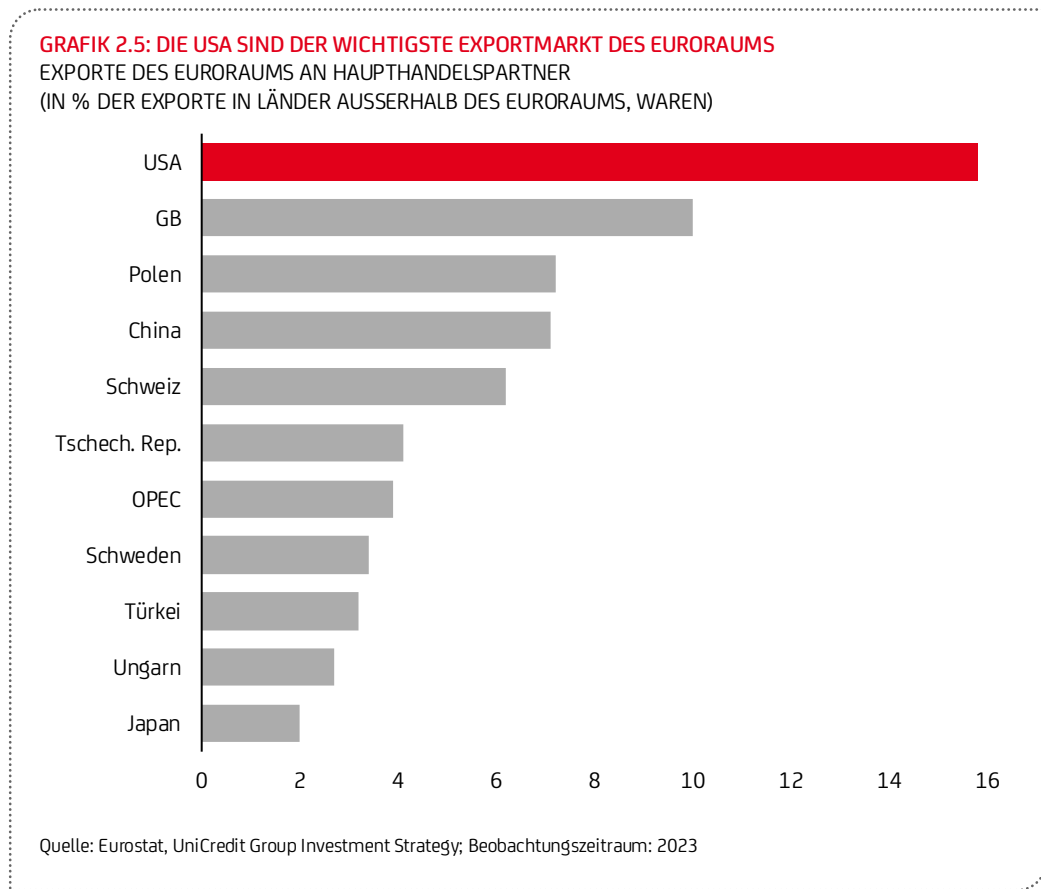
In **Deutschland**, wo die Hauspreise seit der ersten Zinserhöhung durch die EZB um mehr als 10% gesunken sind, sprechen die lockere Geldpolitik, aber auch die starke Nachfrage nach Wohnraum aufgrund der steigenden Bevölkerungszahl für eine Trendwende im Wohnungssektor.

Italien dürfte diesem Aufwärtstrend im Wohnungsbau nicht folgen, da die großzügigen Anreize für die Gebäudesanierung zurückgefahren werden. Wie schnell und stark die Auswirkungen sein werden, ist eine der Unbekannten für Italiens Wachstumsaussichten. Das Land ist jedoch nach wie vor gut positioniert, um von der Umsetzung der *Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF)* zu profitieren. Obwohl bisher nur rund 30% der Italien zugewiesenen EU-Mittel aus dem *Next Generation EU-Fonds (NGEU)* ausgegeben wurden, sind wir zuversichtlich, dass sich die Ausgaben in den kommenden Quartalen beschleunigen werden, da der Großteil der Investitionsprojekte bereits angelaufen ist. Daher dürfte sich der Wachstumsimpuls vor allem im nächsten Jahr deutlich verstärken.



Der Außenhandel des Euroraums dürfte von einem Wachstumsimpuls zu einer Wachstumsbremse werden

Der **Außenhandel** des Euroraums dürfte von einem Wachstumsimpuls zu einer Wachstumsbremse werden, vor allem aufgrund der erwarteten höheren Zölle in den USA, ihrem wichtigsten Exportmarkt, auf den fast 16% des gesamten Warenhandels mit Ländern außerhalb der Eurozone entfallen (siehe Grafik 2.5).



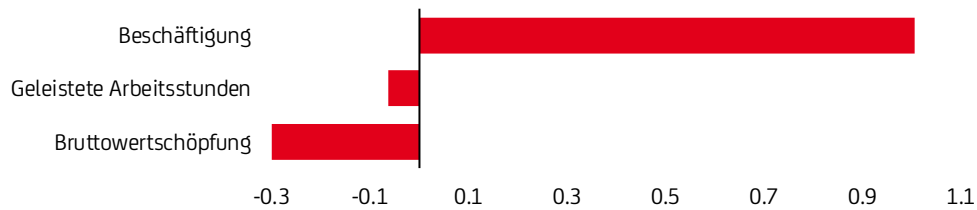
siehe Top 2025 Story
 Elektroautos in Europa

Während der zweiten Trump-Regierung könnten die Zölle auf US-Importe aus der EU von derzeit durchschnittlich 3% auf 10% steigen, wenn man von einem Extremszenario ausgeht, das auf den Wahlkampfversprechen von Trump basiert. Von den größten Ländern des Euroraums dürfte Deutschland den Risiken höherer Zölle am stärksten ausgesetzt sein, da die Menge der in die USA exportierten Waren fast 4% des nationalen BIP ausmacht, gefolgt von Italien (3,2%) und Frankreich (1,6%). Der **Autosektor**, ein wahrscheinliches Ziel protektionistischer Maßnahmen der USA, dürfte angesichts der großen Unsicherheit, der starken chinesischen Konkurrenz und der strukturellen Probleme der deutschen Autohersteller weiter unter Druck bleiben (siehe unsere Top Story über die europäische Automobilindustrie).



Nachdem in den letzten zwei Jahren in erheblichem Umfang **Arbeitskräfte gehortet** wurden (siehe Grafik 2.6), dürften die Neueinstellungen im Euroraum zurückgehen, da sich das Gewinnwachstum der Unternehmen im Euroraum nach dem pandemiebedingten Boom verlangsamt. Dies wird die Abwärtsrisiken für den Arbeitsmarkt erhöhen, auch wenn ein Abschwung unwahrscheinlich ist, da die Unternehmen angesichts der ungünstigen demografischen Entwicklung offenbar zögerlicher sind als in früheren Zyklen, Mitarbeiter zu entlassen.

GRAFIK 2.6: ERHEBLICHE HORTUNG VON ARBEITSKRÄFTEN IN DER INDUSTRIE
INDUSTRIE (4Q19–2Q24, VERÄNDERUNG IN %)



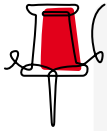
Quelle: Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 4Q19-2Q24

Die mit einer Größenordnung von 0,3-0,5% des BIP (ohne *NGEU*) **restriktive Fiskalpolitik** im Euroraum dürfte das Wachstum 2025 dämpfen, vor allem infolge der fiskalischen Straffung in **Frankreich**, das sein Haushaltsdefizit reduzieren muss. Ein "Joker" ist die Möglichkeit einer expansiveren Finanzpolitik in Deutschland nach den vorgezogenen Neuwahlen im Februar. Die CDU/CSU, die in den Meinungsumfragen mit einem Stimmenanteil von mehr als 30% klar in Führung liegt, scheint immer noch geneigt zu sein, die Schuldenbremse beizubehalten. Angesichts der gestiegenen Wahrscheinlichkeit, dass Trump Druck auf **Deutschland** ausüben wird, die Militärausgaben zu erhöhen, und der Notwendigkeit, die Infrastruktur zu modernisieren, könnte eine Aufweichung der Schuldenbremse und/oder die Einführung eines Sondervermögens zur Finanzierung der Ausgaben für Verteidigung, Energiewende usw. nach den Wahlen einen Kompromiss darstellen. Dafür wäre allerdings eine Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat erforderlich. In einer Zeit, in der die politischen Aussichten weiterhin von Unsicherheit geprägt sind, wäre eine expansivere Fiskalpolitik eine gute Nachricht für Deutschland und Europa – insbesondere dann, wenn es zu einer gemeinsamen Anstrengung kommt, die Investitionen in kritischen Bereichen wie Verteidigung und Energiewende zu erhöhen. Frankreich steht hier im Fokus der Aufmerksamkeit. Eines der Hauptrisiken ist ein Szenario, in dem das französische Parlament (frühestens) im nächsten Juni wieder aufgelöst wird, wodurch die politische Instabilität zunimmt und Druck auf Präsident Macron ausgeübt wird, zurückzutreten. Aus Angst vor einem Sieg der Rechtspopulistin Le Pen bei den nächsten Präsidentschaftswahlen könnten die Märkte zunehmend nervös werden, und der Abwärtsdruck auf die Kreditwürdigkeit des Landes könnte sich verstärken. Unter diesen Umständen könnte das Rating Frankreichs in Richtung Single A sinken.

Der Trend **rückläufiger Inflation** im Euroraum hält an: Die Gesamtinflation sollte sich im Laufe des Jahres 2025 auf oder leicht unter dem 2-Prozent-Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) einpendeln. Die Dienstleistungspreis-inflation liegt seit einem Jahr bei rund 4%, aber es zeichnet sich eine Verlangsamung ab. Unseren Prognosen zufolge werden die Dienstleistungspreise der Treiber beim Rückgang der Kerninflationrate sein, da sich das Lohnwachstum im nächsten Jahr abschwächen wird. Im Allgemeinen haben die Unternehmen des Euroraums weniger Preissetzungsmacht und sind gezwungen, einen größeren Teil ihrer gestiegenen Arbeitskosten in ihre Gewinnmargen laufen zu lassen. Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Waren- und Lebensmittelpreise weniger stark zur Disinflation beitragen könnten.

Die zunehmenden Risiken für die Beschäftigungsaussichten und die rückläufigen Inflationsraten machen es wahrscheinlich, dass die **EZB** ihren restriktiven geldpolitischen Kurs bald aufgeben wird. Wir rechnen mit Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte in den Sitzungen bis März. Dann sollte der Einlagensatz 2,5% erreicht haben – ein Niveau, das die Mehrheit des EZB-Rates als weitgehend neutral einschätzt. Danach könnte sich das Tempo der Lockerung verlangsamen, und die EZB zu vierteljährlichen Senkungen zurückkehren. Da wir davon ausgehen, dass die US-Zölle die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im nächsten Jahr belasten werden und die Inflation um das 2-Prozent-Ziel der EZB herum schwanken wird, haben wir unsere Projektion für die geldpolitische Lockerung um eine letzte Senkung um 25 Basispunkte ergänzt, so dass der Einlagensatz im Dezember 2025 ein **Niveau von 1,75%** erreichen dürfte. Unserer Ansicht nach läge er damit leicht unter dem neutralen Niveau. Generell wird die EZB bei der Bewältigung der Auswirkungen des Ausgangs der US-Wahlen ihre geldpolitische Reaktion auf der Grundlage der Entwicklung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum kalibrieren müssen. In dieser Hinsicht werden zwei Faktoren eine besonders wichtige Rolle bei der Gestaltung der Überlegungen des EZB-Rats spielen: der Euro und das lange Ende der *Zinskurven* im Euroraum. Sollte sich der Euro deutlich abschwächen, hätte die EZB weniger Spielraum für Zinssenkungen unter die neutrale Marke, während der Aufwärtsdruck auf die langfristigen Renditen, der durch einen möglichen Ausverkauf der US-Staatsanleihen entsteht, für schnellere und umfassendere Zinssenkungen der EZB sprechen würde. Wir gehen davon aus, dass die Zinssätze im Jahr 2026 unverändert bleiben werden, da die Inflation wahrscheinlich um 2% schwanken wird, falls kein größerer Schock bei den Rohstoffpreisen eintritt.





ZEIT, SICH DER HERAUSFORDERUNG ZU STELLEN

Mit Blick auf die strukturellen Herausforderungen warnte der ehemalige italienische Ministerpräsident **Mario Draghi** in seinem jüngsten Bericht über die Wettbewerbsfähigkeit Europas, dass der EU ohne ein Umdenken eine "langsame Agonie" drohe. Eine zweite Trump-Regierung in den USA könnte Europa dazu anspornen, einige seiner anhaltenden strukturellen Probleme in Angriff zu nehmen, von fehlenden Innovationen und dem Mangel an grenzüberschreitender Infrastruktur bis hin zum unvollständigen Binnenmarkt. Das politische Umfeld in Europa scheint für diese Art von Veränderung jedoch nicht sehr förderlich zu sein, da die strategischen Prioritäten der EU-Mitgliedstaaten unterschiedlich sind und europaskeptische Kräfte an Boden gewinnen. Trump 2.0 könnte diese Dynamik noch verschärfen, die EU weiter spalten und illiberale Demokratien in Osteuropa stärken. Wenn sich Europa unter Trump nicht mehr auf den Sicherheitsschirm der USA verlassen kann, stehen die nationalen Regierungen vor einer schwierigen Abwägung, wenn es darum geht, Teile des Staatshaushalts für die Verteidigung oder für Sozialprogramme bereitzustellen. Seit dem Ende des Kalten Krieges sind die staatlichen Ausgaben für Sozialprogramme drastisch gestiegen, während die Ausgaben für die Verteidigung in etwa gleichgeblieben sind. Eine Umkehrung dieses Trends wird politisch kostspielig sein.

3

CHINA KÄMPFT WEITER MIT STRUKTURELLEN HERAUSFORDERUNGEN

2025 dürften sich die Spannungen zwischen China und den USA verschärfen. Im Wahlkampf hat Trump seine Absicht bekräftigt, alle US-Importe aus China mit Zöllen in Höhe von 60% zu belegen. Er versprach sogar, Zölle in Höhe von 100% zu erheben, sollte Peking versuchen, die internationale Rolle des US-Dollars zu untergraben. Um den inländischen Inflationsdruck vor den anstehenden *US-Zwischenwahlen* einzudämmen, dürfte sich Trump zumindest in den ersten Monaten seiner Präsidentschaft auf **gezielte Maßnahmen** in ausgewählten Sektoren beschränken. So kann er sich innenpolitische Unterstützung sichern und ein Druckmittel für mögliche spätere Verhandlungen mit China aufbauen. Die Auswirkungen auf das chinesische Wachstum dürften sich daher in Grenzen halten. Generell sind die USA seit Trumps erster Amtszeit als Exportziel für China weniger wichtig geworden, da die chinesischen Exportanteile in die USA von rund 18% auf gut 14% der Gesamtexporte zurückgegangen sind.

Chinas Exporte in die USA
(in % der Gesamtausfuhren)

14,3%

2024

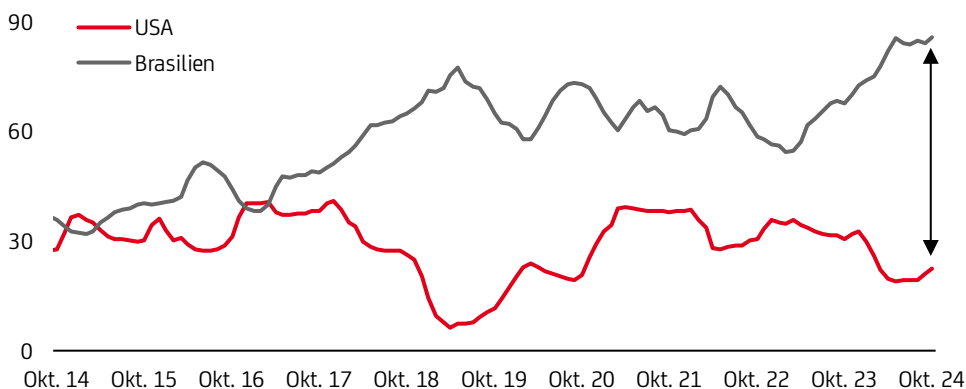
18,2%

2017

Darüber hinaus dürfte die **chinesische Zentralbank** (PBoC) den chinesischen Exportsektor durch eine Abwertung des Renminbi (CNY) unterstützen, was auch dem eingedämmten Inflationsdruck im Inland zu verdanken ist. Selbst ohne eine Eskalation der Handelskonflikte und zum Ausgleich der schwachen Binnennachfrage erwarten wir, dass sich der USD-CNY-Kurs im nächsten Jahr in Richtung 7,30-7,35 bewegen wird. Sollten die USA Zölle in Höhe von 60% erheben und Peking beschließen, seine eigene Währung stark abzuwerten, um die Auswirkungen dieser Zölle auszugleichen, dürfte der USD-CNY-Kurs weiter steigen, wahrscheinlich sogar deutlich über 7,40, je nachdem, wie viele Sektoren von der Trump-Administration ins Visier genommen werden. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass China dies einfach hinnehmen wird. Wie schon während der ersten Trump-

GRAFIK 2.7: ZÖLLE FÜHREN ZUR UMLENKUNG VON HANDELSSTRÖMEN

CHINESISCHE IMPORTE VON SOJABOHNEN (IN MIO. TONNEN, KUMULIERT ÜBER 12 MONATE)



Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 10/2014-10/2024



Präsidentschaft ist mit gezielten Gegenmaßnahmen zu rechnen. Im Jahr 2018 wurden Chinas **Gegenzölle** sorgfältig ausgewählt, um Waren zu treffen, die in Bundesstaaten hergestellt werden, in denen die Republikaner traditionell starke Unterstützung genießen. Ein Beispiel sind Agrarprodukte wie Sojabohnen, bei denen China seine Abhängigkeit von den USA verringert und gleichzeitig seine Abhängigkeit von Brasilien erhöht hat.

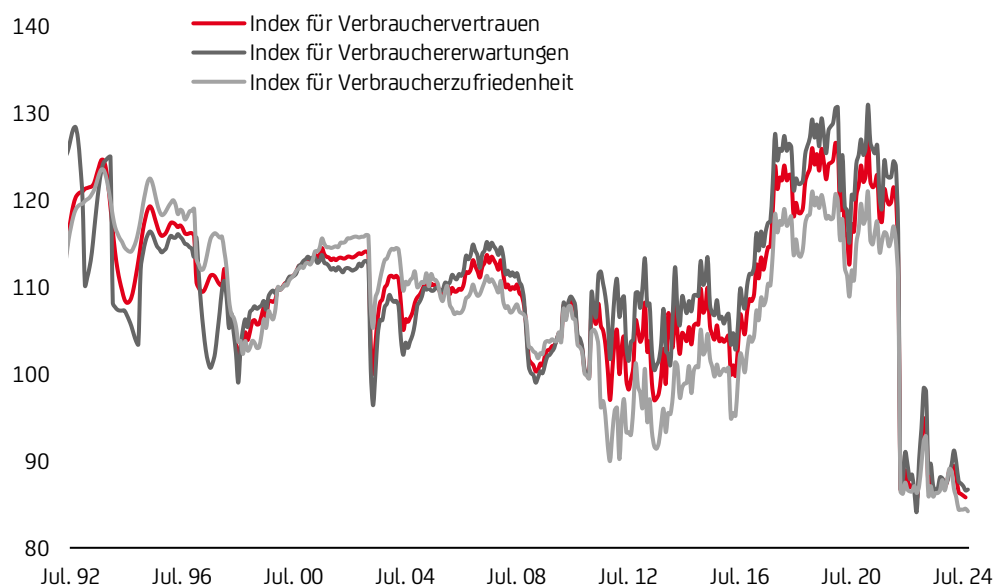
Die zunehmenden Herausforderungen für Chinas Exporte dürften die Schwäche der Binnennachfrage offenlegen, da es an mutigen Maßnahmen zur Ankurbelung des Konsums mangelt. Dies bestärkt uns in unserer Einschätzung, dass sich die strukturelle Verlangsamung des chinesischen Wirtschaftswachstums fortsetzen und das BIP-Wachstum nach 4,8% in diesem Jahr auf 4,5% im Jahr 2025 und 4,2% im Jahr 2026 zurückgehen wird. Zwei Hauptfaktoren dürften die chinesische Wirtschaft belasten. Erstens ist die Neuausrichtung des Wachstumsmodells des Landes weg von der Immobilien- und Schwerindustrie (wie Eisen und Stahl) hin zu einer höherwertigen und strategischeren Produktion (d.h. Elektrofahrzeuge, Hochtechnologie, Batterien) noch nicht abgeschlossen. Zweitens ist das **Verbrauchervertrauen** nach wie vor gering, vor allem weil das Vermögen der chinesischen Haushalte in der Regel an den Wert ihrer Immobilien gebunden ist, der in den letzten Jahren vor dem Hintergrund steigender Arbeitslosigkeit und eines schwachen sozialen Sicherheitsnetzes gesunken ist.

Da eine Wiederbelebung des privaten Verbrauchs eine Ankurbelung des Immobiliensektors voraussetzt, was den Strukturwandel der Wirtschaft verzögern würde, erwarten wir, dass Peking weitere politische Maßnahmen ergreifen wird, die eher auf eine Stimulierung der Angebots- als der Nachfrageseite abzielen (z.B. geldpolitische Maßnahmen zur Kreditvergabe an Unternehmen und zur Unterstützung einkommensschwacher Haushalte mit kleinen Geldbeträgen). Der Grund dafür ist, dass Chinas Finanzsystem hauptsächlich auf die Angebotsseite der Wirtschaft ausgerichtet ist. Kredite werden über Unternehmen, Staatsbetriebe, lokale Regierungen und die Zentralregierung in die Infrastruktur, den Immobiliensektor und das verarbeitende Gewerbe geleitet. Dies wiederum führt zu einer Produktionssteigerung bei den Unternehmen, die sich einem starken Preiswettbewerb ausgesetzt sehen. Um den Konsum nachhaltig anzukurbeln und den anhaltend niedrigen Anteil der Konsumausgaben am BIP sowie die hohe Sparquote zu senken, wären Reformen wie die Einführung eines Wohlfahrtsstaates nach westlichem Vorbild notwendig. Wir halten dies in naher Zukunft für unwahrscheinlich. Im Gegenzug wird das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im Inland weiterhin für deflationären Druck sorgen, wobei die Verbraucherpreisinflation 2025 wohl unter 1,0% bleiben dürfte. Chinas **Überkapazitäten** werden vom Ausland aufgefangen werden müssen, mit allen damit verbundenen Handelsspannungen. Um die Wirtschaft weiter zu stützen, erwarten wir, dass die PBoC weitere Zinssenkungen ankündigt wird.

Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im Inland wird weiterhin für deflationären Druck sorgen

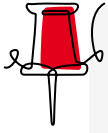


GRAFIK 2.8: CHINESISCHE VERBRAUCHER BLEIBEN PESSIMISTISCH



Quelle: NBS, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 07/1992-07/2024





UMGANG MIT DEM ZWEITEN „CHINA-SCHOCK“

Die Welt steht vor einem **neuen Exportboom** aus China. Während des ersten „China-Schocks“ (zwischen 2003 und 2015) stiegen die Anteile Pekings an den weltweiten Exporten von weniger als 5% auf etwa 12%. Bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie gingen sie zwar zurück, mittlerweile liegen sie aber bei fast 15% – ein historischer Höchststand. Wesentliches Merkmal des ersten „China-Schocks“ war der chinesische Export billiger, minderwertiger Waren mit geringer Wertschöpfung. Jetzt führt China zunehmend technologisch fortschrittliche Waren wie Elektroautos, Batterien oder Solarmodule aus, die häufig hochwertiger und günstiger sind als solche, die westliche Unternehmen produzieren können. Waren damals erzwungene Technologietransfers vom Westen nach China im Fokus, ist es jetzt der Westen, der insbesondere im Bereich der grünen Technologien versuchen sollte, Zugang zu chinesischem Wissen zu erhalten.

Eine pragmatische Herangehensweise für den Westen wäre, chinesische Unternehmen nach Europa und in die USA zu locken. So könnten die Belastungen durch den Wettbewerb aus China auf die Beschäftigung abgemildert werden, da chinesische Unternehmen auf die lokale Belegschaft angewiesen wären und die lokalen Arbeitsvorschriften einhalten müssten. Gleichzeitig wäre es einfacher, Kontrollen chinesischer Produkte durchzusetzen, etwa bei der Nutzung von Daten in Elektroautos. In den 1980er Jahren ließen die Handelsspannungen zwischen Japan und den USA nach, als japanische Unternehmen einen Teil ihrer Produktion in die USA verlagerten. Im aktuellen geopolitischen Kontext erscheint ein solches Szenario jedoch unwahrscheinlich. Im Gegensatz zu China heute sah der Westen in Japan damals keinen *hegemonialen* Konkurrenten. Zudem scheint das Vertrauensverhältnis zwischen Peking und dem Westen auf einem Tiefpunkt angelangt. Die neue Trump-Regierung in den USA wird wohl kaum Maßnahmen ergreifen, um das Vertrauen zu Peking wiederherzustellen, und das **gegenseitige Misstrauen** dürfte einer einfachen Lösung des zweiten „China-Schocks“ im Wege stehen. Grundsätzlich sollten Überkapazitäten in der Produktion grüner Technologien weltweit jedoch begrüßt werden, da diese zu einer Beschleunigung des Dekarbonisierungsprozesses zu möglichst geringen Kosten beitragen dürften. Europa und die USA müssten nicht erst wieder wettbewerbsfähig in der Produktion von Solarmodulen werden, sondern könnten sich auf ihre wahren *komparativen Vorteile* spezialisieren. Ohne gegenseitiges Vertrauen dürften nationale Sicherheitsbedenken mit Blick auf eine zu starke Abhängigkeit von einem einzigen Lieferanten Fragen der wirtschaftlichen Effizienz und des grünen Wandels dominieren.

4

LEICHTE BELEBUNG DES BRITISCHEN WIRTSCHAFTSWACHSTUMS

Für Großbritannien prognostizieren wir ein reales BIP-Wachstum von 1,2% im kommenden Jahr und 1,4% im Jahr 2026, nach einem Anstieg von 0,9% in diesem Jahr. Kurzfristig dürfte das Wachstum gedämpft bleiben, doch werden die im Herbstbudget angekündigte Lockerung der Haushaltskonsolidierung und eine weniger restriktive Geldpolitik zu einer moderaten Wachstumsbelebung beitragen. Die Gesamtinflation dürfte im kommenden Jahr leicht über der Zielmarke von 2% bleiben, bevor sie 2026 leicht darunter fällt.

Die **Bank of England** (BoE) wird voraussichtlich ihren Leitzins im Dezember bei 4,75% belassen, nachdem der geldpolitische Ausschuss (MPC) auf seiner Sitzung im November bekräftigt hat, dass die meisten Mitglieder einen "graduellen Ansatz" (d.h. eine Senkung um 25 Basispunkte pro Quartal) unterstützen. Für das kommende Jahr rechnen wir mit Zinssenkungen um insgesamt 125 Basispunkte, so dass der Leitzins Ende nächsten Jahres bei 3,50% liegen dürfte. Dies ist weniger als wir zuvor erwartet hatten, da die geringere Straffung der Finanzpolitik eine allmählichere Rücknahme der geldpolitischen Beschränkungen begünstigen wird. Bis 2026 dürfte die BoE den Leitzins auf ein neutrales Niveau von etwa 2,75% zurückführen.

Britisches Herbst-Budget

(Pfund Sterling, Durchschnitt pro Jahr)

ca. 40	ca. 70
Mrd. höhere Steuern	Mrd. höhere Ausgaben

Britische Haushaltsaufsicht:

“Eine der größten fiskalpolitischen Lockerungen der letzten Jahrzehnte”



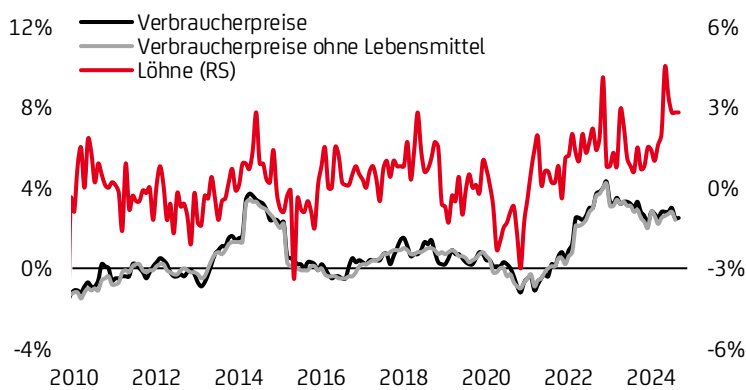
5

BOJ WIRD GELDPOLITISCHE DIVERGENZ BEIBEHALTEN, AUSLAUFENDER NACHHOLBEDARF BELASTET WACHSTUMSAUSSICHTEN INDIENS

Die japanische Wirtschaft dürfte wieder an Fahrt gewinnen und das BIP-Wachstum von 0,1% im Jahr 2024 auf rund 1% im Jahr 2025 beschleunigen. Das stärkere Wachstum wird in erster Linie vom privaten Konsum getragen, da die *Reallöhne* steigen. Die Konsumausgaben werden auch von einem potenziell stärkeren japanischen Yen (JPY) unterstützt, der den Inflationsdruck dämpfen könnte. Die **Bank of Japan** (BoJ) wird sich wohl weiterhin von den Zentralbanken anderer Industrieländer unterscheiden und auf einem Normalisierungspfad bleiben. Die Löhne steigen weiterhin kräftig, wenn auch nicht mehr so stark wie im Juni (4,5% gegenüber dem Vorjahr), während die Inflation über der Zielmarke der BoJ von 2% liegt, so dass die Realzinsen deutlich im negativen Bereich bleiben (siehe Grafik 2.10). Die BoJ sollte die Geldpolitik auch 2025 weiter straffen und die Zinsen schrittweise erhöhen. Allerdings dürfte ihr Kurs maßgeblich von den wirtschaftlichen Aussichten, der Frage, ob der Lohn- und Inflationsdruck weiter nachlässt, und der weiteren Entwicklung des JPY abhängen. Eine weitere Schwäche des JPY, die sich aus einer längeren politischen Pattsituation nach den Parlamentswahlen im Oktober ergeben könnte, würde durchaus Auswirkungen auf die Politik der BoJ haben. Insgesamt erwarten wir, dass der offizielle Leitzins der BoJ von derzeit 0,25% bis zum vierten Quartal 2025 auf 0,65% und bis zum vierten Quartal 2026 auf 0,75% angehoben wird.

In Indien dürfte sich das BIP-Wachstum von 7,0% im Jahr 2024 auf etwa 6,5% im Jahr 2025 abschwächen, da der durch die Pandemie entstandene Nachholbedarf abgebaut wird. Der private Konsum wird ein wichtiger Wachstumsmotor bleiben. Dank der nachlassenden Inflation und der starken landwirtschaftlichen Produktion erweisen sich die Konsumausgaben als robust, insbesondere in ländlichen Gebieten. Die Kapazitätsauslastung des Verarbeitenden Gewerbes liegt bei über 75%, und Investitionen aus der Privatwirtschaft dürften anziehen.

GRAFIK 2.9: WEITERE NORMALISIERUNG DER BOJ-GELDPOLITIK STEHT BEVOR



Quelle: Bloomberg, UniCredit Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 02/2010-10/2024

6

ANHALTENDES WACHSTUM IN MITTEL- UND OSTEUROPA TROTZ HAUSHALTSKONSOLIDIERUNG UND EXTERNEN GEGENWINDS

Der zollbedingte Gegenwind im Welthandel dürfte die Exportnachfrage der mittel- und osteuropäischen Länder der Europäischen Union (EU-MOE) belasten, da sie in die Lieferketten des Verarbeitenden Gewerbes im Euroraum integriert sind. Daher dürften die Nettoexporte auch 2025 das Wachstum belasten. Dagegen wird der private Konsum das Wachstum voraussichtlich weiter stützen, wengleich sein Beitrag aufgrund des langsameren Reallohnwachstums und der geringeren fiskalischen Unterstützung für die Haushalte infolge der staatlichen Konsolidierungspläne abnehmen könnte. Die Geldpolitik wird vermutlich weiter gelockert werden, um die Binnennachfrage zu stützen. Darüber hinaus ergeben sich aufgrund der **Wahlzyklen** gewisse wirtschaftspolitische Unterschiede zwischen den Ländern. Länder, in denen Wahlen anstehen (Polen und die Tschechische Republik 2025, Ungarn 2026), dürften anfälliger für fiskalische Fehlentwicklungen sein, was auch den Spielraum der Zentralbanken für Zinssenkungen einschränken könnte. Andere Länder, wie Rumänien, die Slowakei und die Türkei, könnten jedoch eine stärkere Haushaltskonsolidierung durchführen. Der Beitrag der Investitionen wird steigen, vor allem wenn die öffentlichen Investitionen aufgrund höherer Auszahlungen aus der Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF) und regulärer EU-Mittel aus dem EU-Haushalt 2021-27 anziehen. Infolgedessen könnte sich das BIP-Wachstum in den EU-MOE bis 2025 auf 2,7% beschleunigen (von 2,0% in diesem Jahr), während es in der Türkei von 3% auf 2,7% im nächsten Jahr zurückgehen dürfte. Eine länger anhaltende Schwäche der Nettoexporte kann sich über die Arbeitsmarktbedingungen und die Konsumentenstimmung negativ auf die Binnennachfrage in den EU-MOE auswirken.

Die rückläufige Inflation, die im vierten Quartal dieses Jahres zum Stillstand gekommen ist, dürfte 2025 wieder einsetzen. Ein langsames Lohnwachstum und ein günstiger Trend bei der importierten Inflation sollten den Abwärtstrend unterstützen. Allerdings üben fiskalpolitische Maßnahmen (Rücknahme von Preisobergrenzen, Steuererhöhungen) Aufwärtsdruck auf die administrierten Preise aus. Höhere US-Renditen könnten zu einer Schwächung der Währung führen, was den Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik verringern könnte.

Für 2026 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 2,8% für die EU-MOE. Die fiskalische Konsolidierung dürfte sich fortsetzen, während die geldpolitische Lockerung und die damit einhergehende Lockerung der finanziellen Bedingungen die Wirtschaftstätigkeit unterstützen könnten. Zudem kann die wirtschaftliche Erholung im Euroraum zu einem stärkeren Wachstumsbeitrag der Auslandsnachfrage in den EU-MOE führen. Die Inflation wird voraussichtlich weiter zurückgehen und bis Ende 2026 in allen Ländern mit Ausnahme der Türkei innerhalb der Zielbereiche der Zentralbanken liegen.





EDITOREN

Francesco Maria Di Bella

Thomas Strobel

AUTOREN

Edoardo Campanella

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Elia Lattuga

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Michael Rottmann

Jonathan Schroer

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Wir bleiben konstruktiv

Das makroökonomische Umfeld dürfte die Risikobereitschaft im Jahr 2025 unterstützen. Wir rechnen mit einem moderaten Weltwirtschaftswachstum und einer Inflation, die sich den Zielvorgaben der Zentralbanken von mittelfristig 2% annähert, was eine weitere Lockerung der Geldpolitik möglich macht. Der Straffungszyklus der Zentralbanken hat diesen erlaubt, ihren Instrumentenkasten wieder aufzufüllen und damit Spielraum für mögliche konjunkturstützende Maßnahmen zu schaffen, falls sie notwendig werden sollten. Dementsprechend erwarten wir ein Marktumfeld, das ein solides Gewinnwachstum der Unternehmen, eine anhaltende Nachfrage der Anleger nach *Carry* bei Anleihen und eine Erholung der Bewertungen in manchen Marktsegmenten unterstützt.

Das sind gute Nachrichten für die Aktien- und Anleiherenditen im Jahr 2025, bedeuten aber nicht unbedingt Entwarnung für die globalen Finanzmärkte. Die weltweite Erholung der Risikobereitschaft ist weit fortgeschritten, und die zweistelligen Renditen, die 2024 in weiten Teilen der Aktienmärkte erzielt wurden, haben die Bewertungen in die Höhe getrieben. Die *Risikoprämien* für Unternehmensanleihen haben sich im Zuge dessen deutlich eingeeignet, während in den *risikofreien Zinskurven* bereits deutliche Leitzinssenkungen eingepreist sind. US-Aktien werden weiterhin von marktfreundlichen Impulsen des designierten US-Präsidenten Donald Trump unterstützt; die Agenda der neuen US-Regierung birgt allerdings ein gewisses Risiko für US-Staatsanleihen, die als Benchmark für die globalen Rentenmärkte fungieren. Darüber hinaus könnte das Programm der neuen US-Regierung zu geopolitischen und handelspolitischen Spannungen führen, die sich auch außerhalb der USA bemerkbar machen dürften.

Während die scheinbar leicht erreichbaren Erfolge bereits realisiert wurden, sollten Anleger und Investoren mit einem selektiveren Ansatz immer noch solide Renditen mit Aktien und Anleihen erzielen können. Dabei dürfte die wirtschaftliche und politische Unsicherheit zu unterschiedlichen Risiko-Rendite-Perspektiven in den einzelnen Regionen führen. US-Aktien dürften in den kommenden Quartalen die größten Ertragschancen haben, aber auch in anderen Regionen sehen wir interessante Anlagemöglichkeiten. Anleihen sollten aufgrund ihrer Diversifikationsvorteile und ihres nach wie vor attraktiven *Carry* gefragt bleiben.

Anleihen

US-STAATSANLEIHEN UND BUNDESANLEIHEN DÜRFTEN ANGESICHTS BEREITS EINGEPREISTER ZINSENKUNGEN SEITWÄRTS TENDIEREN

Die Erwartung weiterer Leitzinssenkungen in den USA und der Eurozone ist derzeit gut etabliert; Anleger und Investoren fokussieren sich auf die Frage, auf welchem Niveau und in welchem Zeitfenster die Lockerungszyklen enden. In Bezug auf das Niveau lautet die Schlüsselfrage: Ist der schwer fassbare *neutrale Zinssatz* in den letzten Jahren gestiegen, und wie wird er von der zweiten Trump-Präsidentschaft beeinflusst werden? Das Tempo des Lockerungszyklus wird weitgehend von der Wachstums- und Inflationsdynamik abhängen, da die Zentralbanken ihr Mantra der Datenabhängigkeit beibehalten werden. Leitzinssenkungen führen nicht automatisch zu niedrigeren Renditen von zehnjährigen Staatsanleihen. Letztere dürften auch von anderen Faktoren wie der Dynamik des Anleiheangebots beeinflusst werden. Auch geopolitische Risiken stellen einen Unsicherheitsfaktor dar, da sie entweder die Nachfrage nach Staatsanleihen, die als *sichere Häfen* angesehen werden, ankurbeln oder zu einer erneuten Beschleunigung der Inflation und möglicherweise weniger expansiven Geldpolitik führen könnten.

Unter der Annahme, dass die geldpolitische Lockerung sowohl in der Eurozone als auch in den USA voranschreitet, sind wir der Ansicht, dass die **langfristigen Renditen** von Staatsanleihen der Eurozone und von US-Staatsanleihen nur wenig Spielraum haben werden zu fallen. Leitzinssenkungen der Fed und der EZB sind weitgehend eingepreist, und das Anleiheangebot wird das längere Ende der Zinsstrukturkurven belasten. Die anhaltende quantitative Straffung der EZB sorgt für ein höheres Angebot von Staatsanleihen in der Eurozone. Das Angebot an US-Staatsanleihen zur Finanzierung von Trumps ehrgeiziger Agenda bleibt ebenfalls sehr hoch. Für die **Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen** haben wir für Ende 2025 eine Spanne von **4,40-4,60%** angesetzt, 40-60 Basispunkte höher als das von uns prognostizierte Leitzinsniveau. Die Rendite der **10-jährigen Bundesanleihen** dürfte bis Ende 2025 in einer Spanne zwischen **2,20% und 2,40%** liegen, d. h. 45 bis 65 Basispunkte über dem von uns für Ende nächsten Jahres prognostizierten Einlagesatzes der EZB. Die Renditedifferenz zwischen amerikanischen und deutschen zehnjährigen Staatsanleihen könnte sich weiter ausweiten. Sowohl in den USA als auch im Euroraum dürften die Zinsstrukturkurven *steiler* werden, auch wenn sie aufgrund der immer noch hohen Leitzinsen wahrscheinlich flacher bleiben als vor der Corona-Pandemie. Sollten aufgrund eines Wiederaufkeimens der Inflation Zinserhöhungen in Betracht gezogen werden (wovon wir nicht ausgehen), wäre mutmaßlich mit erhöhter Renditevolatilität zu rechnen.

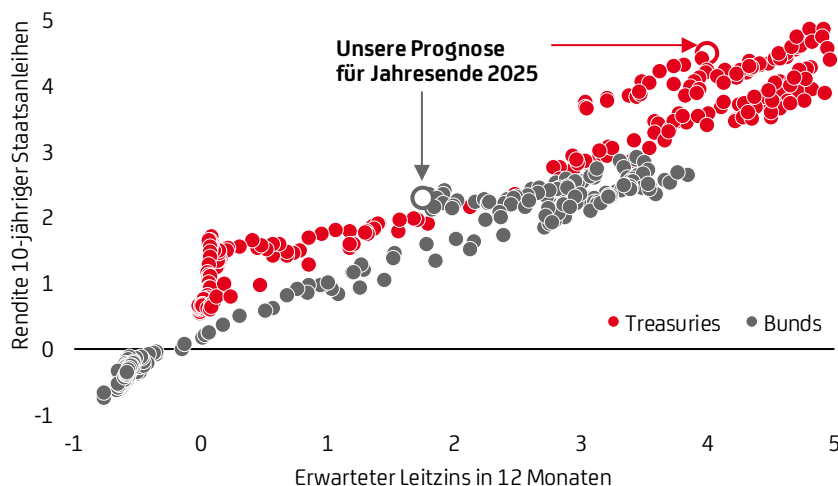


siehe Top 2025 Story
Staatsverschuldung: USA vs. Euroraum

GRAFIK 3.1: LEITZINSEN UND IHRE AUSWIRKUNGEN AUF DIE LANGFRISTIGEN RENDITEN

Jeder Datenpunkt zeigt die historische Relation zwischen dem erwarteten Leitzins in 12 Monaten und der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen.

Die Korrelation ist signifikant und positiv.



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. 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) Staatsanleihe 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: bedingungsgerichte 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 wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen 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: 15.11.2019-15.11.2024



ITALIENISCHE STAATSANLEIHEN DÜRFTEN WEITERHIN INTERESSANTES ERTRAGSPOTENZIAL AUFWEISEN

Da sich das Ertragspotenzial von Bundesanleihen in Grenzen halten dürfte, werden Anleger und Investoren nach lukrativeren Möglichkeiten suchen. Dies steht im Einklang mit dem Wiederaufleben der Carry Trades in diesem Jahr. Das starke Interesse an Staatsanleihen der Peripherieländer hat die Renditedifferenz gegenüber Bundesanleihen eingeeengt, was durch die anhaltende Desinflation, die abnehmende Marktvolatilität, die günstigen fiskalischen Aussichten, die im innereuropäischen Vergleich höheren Wachstumsraten und – insbesondere in Italien – die stabile politische Lage unterstützt wird. Eine Ausnahme bildet Frankreich, das durch schwächer werdende makroökonomische Fundamentaldaten und politische Unsicherheiten belastet ist.

Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage nach italienischen Staatsanleihen (BTPs) auch im Jahr 2025 anhalten wird, gestützt durch ein stabiles politisches Umfeld und die laufende Haushaltskonsolidierung. Wir sehen die **Renditedifferenz** zwischen italienischen und deutschen zehnjährigen Staatsanleihen im Bereich von **120-140 Basispunkten**. Unterstützende Faktoren dürften zum Teil durch die hohe Emissionstätigkeit ausgeglichen werden, die hauptsächlich auf fällig werdende Anleihen zurückzuführen ist. Die Aussichten für französische Staatsanleihen (OATs) haben sich eingetrübt, was vor allem auf politische Instabilität und das Risiko einer möglichen Herabstufung der Bonität durch Ratingagenturen zurückzuführen ist. Auch wenn es zu taktischen Käufen kommen kann, sollten die Bedenken der Anleger dafür sorgen, dass der Renditeabstand zwischen französischen und deutschen zehnjährigen Staatsanleihen bei etwa 70 Basispunkten verharren wird (siehe Grafik 3.2). **Wir bevorzugen italienische gegenüber französischen Staatsanleihen**, da erstere einen attraktiveren Einstiegspunkt und einen natürlichen Puffer bei steigenden Renditen bieten. Auch die Tatsache, dass 50% aller französischen Staatsanleihen von ausländischen Anlegern gehalten werden (im Vergleich zu nur 25% für Italien), ist von Bedeutung, da ausländische Anleger oft empfindlicher auf Kursschwankungen und Veränderungen der wirtschaftlichen Fundamentaldaten eines Landes reagieren. Sollte der Inflationsdruck wieder zunehmen, könnten die Peripherieländer-Staatsanleihen (einschließlich der italienischen) allerdings unter Druck geraten.

GRAFIK 3.2: OUTPERFORMANCE VON ITALIENISCHEN GEGENÜBER FRANZÖSISCHEN STAATSANLEIHEN
RENDITEDIFFERENZ 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (BTP VS. OAT)



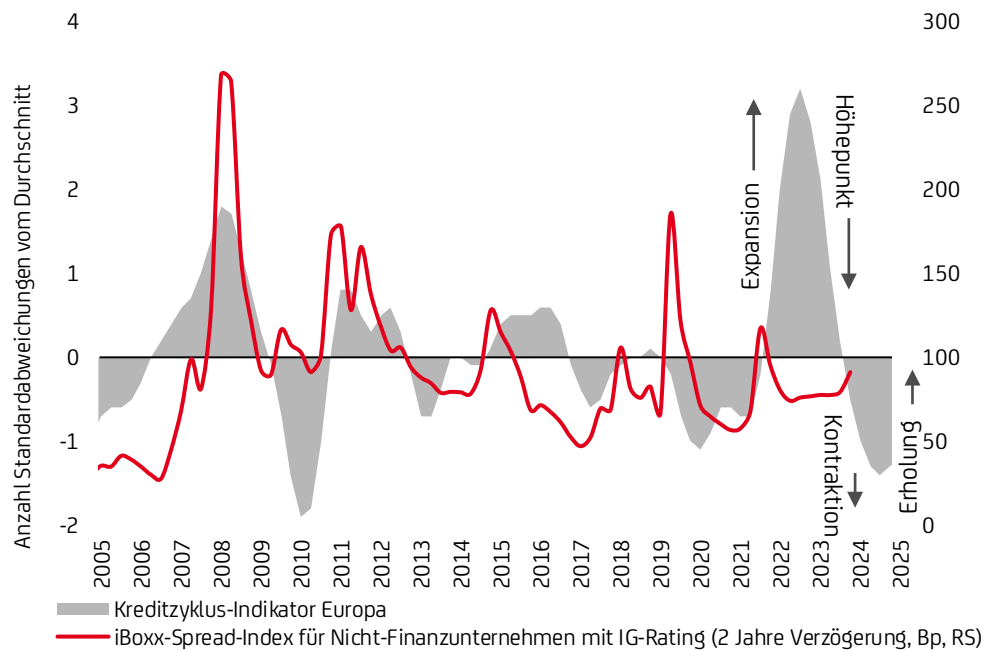
Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "passendste" reale (echte) Staatsanleihe 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: bedingungsgerichte 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 wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen 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: 15.11.2004-15.11.2024

CARRY TRADES TREIBEN 2025 GEWINNE FÜR EUROPÄISCHE KREDITE AN

Carry Trades werden das beherrschende Thema auf dem Markt für Unternehmensanleihen sein. Die Entwicklung europäischer Unternehmensanleihen (außerhalb des Finanzsektors) wird durch ein moderates makroökonomisches Wachstum in der Eurozone und den Kreditzyklus, der sich fest im Erholungsmodus befindet, unterstützt. Grafik 3.3 veranschaulicht die Phasen des Kreditzyklus (in Anzahl der *Standardabweichungen* vom langfristigen Durchschnitt, der als Null dargestellt ist). Wir sehen Anzeichen für eine leichte Beschleunigung des Kreditwachstums bei gleichzeitig konservativen Finanzstrategien der Unternehmen, während die Risikobereitschaft angesichts steigender Bewertungen der Vermögenswerte robust bleibt.

GRAFIK 3.3: ERHOLUNGSPHASE DES KREDITZYKLUS WIRD UNTERNEHMENSANLEIHEN IM EURORAUM UNTERSTÜTZEN



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. 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) Staatsanleihe 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: bedingungsgerichte 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 wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen 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.

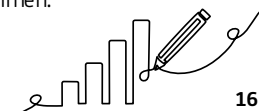
Quelle: S&P, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungs- bzw. Prognosezeitraum: 31.12.2005-31.12.2025

Anleihen von zyklischen Unternehmen dürften von einem allmählichen Aufschwung des Wirtschaftswachstums unterstützt sein, und die Wahrscheinlichkeit von Kreditereignissen wie Zahlungsausfällen dürfte abnehmen. Viele Unternehmen verfügen über solide Barreserven, was sich positiv auf die Schuldendienstfähigkeit auswirkt. Vor dem Hintergrund eines anziehenden Wirtschaftswachstums rechnen wir mit einem moderaten Anstieg der Investitionsausgaben und einer **Zunahme der M&A-Aktivitäten**. Angesichts steigender Anleihefälligkeiten in den Jahren 2025-26 deuten diese Faktoren auf ein weiteres Jahr mit einem starken Angebot an neuen Anleihen hin. In Anbetracht der insgesamt günstigen Wirtschaftsaussichten sollte sich dieses, in Verbindung mit ausbleibenden EZB-Reinvestitionen, aber nicht wesentlich auf die Kreditrisikoprämien auswirken. Im **Automobilsektor** rechtfertigen strukturelle Herausforderungen im Zusammenhang mit der Elektromobilität und Zöllen eine vorsichtige Haltung, insbesondere bei Anleihen mit längeren Laufzeiten. Auch Bankenanleihen dürften im nächsten Jahr in guter Verfassung bleiben. Auch wenn die Nettozinsströme voraussichtlich zurückgehen werden, dürften die europäischen Banken 2025 immer noch eine solide Rentabilität erzielen, wobei die Eigenkapitalrendite im Konsens bei etwa 11% liegt. Sinkende Zinssätze werden die Qualität der Aktiva unterstützen, insbesondere bei gewerblichen Immobilienkrediten. Wir gehen davon aus, dass die Refinanzierungskosten der Banken 2025 überschaubar bleiben werden. In Bezug auf die Spreads gehen wir davon aus, dass sich der iBoxx Investment-Grade Non-Financials Index bis Ende 2025 auf 80 Basispunkte, der iBoxx Non-Financials Hybrid Index auf 180 Basispunkte und der iBoxx High-Yield Non-Financials Index auf 270 Basispunkte verengen wird. Der Carry wird in diesem Umfeld ein entscheidender Faktor für die Gesamtrendite sein, die zwischen 3% für den iBoxx Investment-Grade Non-Financials Index und 6% für den iBoxx High-Yield Non-Financials Index liegen und damit mit der diesjährigen Performance Schritt halten dürfte. Ein (Risiko-)Szenario mit Stagnation bzw. Rezession im Euroraum könnte europäische Unternehmensleihen ebenso belasten wie ein deutlicher Anstieg der langfristigen Renditen.

Eine Fortsetzung des Umfelds mit begrenzter Zinsvolatilität könnte auch Unternehmensanleihen mit schlechterer Bonität (hauptsächlich Rating BB) unterstützen. Die selektive Aufnahme von fundamental soliden Hochzinsanleihen in die Portfolios kann dank des Carry Ertragsmöglichkeiten Werte schaffen, wobei damit verbundene idiosynkratische Risiken nicht zu vernachlässigen sind. Da die Sorgen der Märkte hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten kleiner werden, und die EZB ihre Geldpolitik im Jahr 2025 wahrscheinlich weiter lockern wird, betrachten wir eine **Verlängerung der Laufzeiten** als eine mögliche Strategie zur Steigerung der Performance, dank höherer Renditeaufschläge für diese Unternehmen.



Hohes Emissionsvolumen auch im Jahr 2025



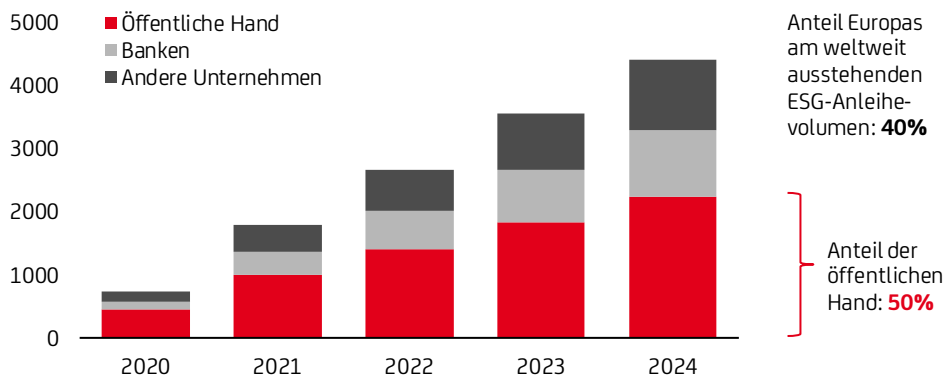
POSITIVE ENTWICKLUNG DES ESG-ANLEIHEMARKTS SOLLTE SICH 2025 FORTSETZEN

Wir gehen davon aus, dass Anleger in ESG-Anleihen (ESG steht für die Nachhaltigkeitsbereiche Umwelt, Soziales und Governance) im Jahr 2025 weiterhin von der positiven Entwicklung des Umfelds für ESG-Investitionen unterstützt werden, die gegen Ende des Jahres 2023 einsetzte. Unsere Untersuchungen zeigen, dass "Greeniums" (d.h. die Preisaufschläge, die mit grünen und anderen ESG-Anleiheklassen im Vergleich zu Standardanleihen verbunden sind) seit dem dritten Quartal 2023 fast vollständig verschwunden sind. Diese Verschiebung ermöglicht es Anlegern, ethische und ökologische Anlagestrategien zu verfolgen, ohne die höheren Kosten in Kauf nehmen zu müssen, die den Boom bei ESG-Anleihen ab 2019 kennzeichneten.

Mehrere Faktoren haben dazu beigetragen, dass die Preise für ESG-Anleihen auf dasselbe Niveau wie jene von Anleihen, die den ESG-Kriterien nicht entsprechen, gesunken sind. Erstens hat die Unsicherheit über die EU-Regulierung grüner Vermögenswerte, insbesondere im Zusammenhang mit der Fondsklassifizierung in der Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzierungen, zu einer Abkühlung der Nachfrage geführt. Zweitens hat das Interesse an fossilen Energieanlagen nach dem Anstieg der Rohstoffpreise im Zusammenhang mit dem Ukraine-Konflikt merklich zugenommen. Drittens verzeichnete der breitere Anleihemarkt eine hohe Nachfrage, da die Anleger in Erwartung sinkender Zinsen in langlaufende Anleihen strömten.

Außerdem spielt das anhaltend große Angebot an **ESG-Anleihen** eine wichtige Rolle bei dieser Preisdynamik. Im Gegensatz zu dem, was man bei einem schrumpfenden Preisaufschlag erwarten könnte, war im Jahr 2024 ein stetiges Wachstum bei der Emission von ESG-Anleihen zu beobachten. Neue Anleihen von ESG-Debütanten erweitern das Spektrum der verfügbaren Anleiheklassen, Branchen und Emittenten. Unternehmen und Regierungen sind nicht nur aus Gründen einer besseren Preisgestaltung darauf bedacht, ESG-Anleihen zu begeben. Sie konzentrieren sich zunehmend darauf, Nachhaltigkeitsziele zu erreichen, sich auf strengere Umweltvorschriften vorzubereiten und gegenüber ihren Stakeholdern ein "Virtue Signaling" zu betreiben (d.h. eine Positionierung deutlich zu machen, die mit den gängigen moralischen Werten übereinstimmt). Angesichts des weiteren Wachstums des ESG-Marktes dürfte die erwartete Lockerung der Geldpolitik wahrscheinlich noch mehr grüne Investitionen anregen und sicherstellen, dass der ESG-Anleihemarkt dynamisch und interessant für Anleger und Investoren bleibt, die sowohl finanzielle Erträge als auch eine positive Außenwirkung anstreben.

GRAFIK 3.4: GLOBAL AUSSTEHENDE ESG-ANLEIHEN
GLOBAL AUSSTEHENDES ESG-ANLEIHEVOLUMEN (IN MRD. USD)



Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 2020-2024

Aktien

EIN WEITERES JAHR MIT SOLIDER AKTIENPERFORMANCE LIEGT VOR UNS

Der Aktienmarktausblick für 2025 bleibt konstruktiv und deutet auf interessante Chancen hin, wobei der Schwerpunkt auf soliden Fundamentaldaten und Wachstumsimpulsen seitens ausgewählter Sektoren liegt. Nach einem beeindruckenden Jahr 2024, in dem der US-Aktienmarkt einen Höhenflug erlebte (bis Mitte November S&P 500 ca. +25%, STOXX Europe 600 ca. + 7%, Nikkei ca. + 15%, MSCI Emerging Markets [Schwellenländer] + 10%), erwarten wir für das nächste Jahr einen weiteren soliden durchschnittlichen Anstieg von rund 10%. Die kurzfristige Nachrichtenlage – von geopolitischen Spannungen bis hin zu möglichen Enttäuschungen überzogener Unternehmensgewinnerwartungen im Technologiesektor – kann zwar immer wieder Anlass zur Sorge geben. Wichtig bleibt aber auch, eine langfristige, auf die Fundamentaldaten fokussierte Perspektive beizubehalten.

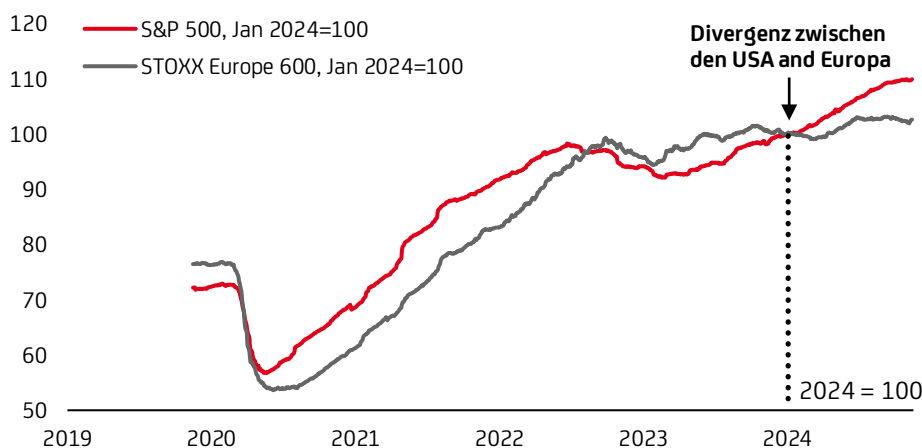
Nach einer anfänglichen Wachstumsverlangsamung im kommenden Jahr dürften sich die globalen Wirtschaftsaussichten gegen Ende 2025 wieder verbessern, was sich sowohl auf die Unternehmensgewinne als auch auf die Aktienmärkte positiv auswirken dürfte. Der Technologiesektor wird, insbesondere aufgrund der zunehmenden Bedeutung der künstlichen Intelligenz, weiterhin ein wichtiger und unabhängiger Wachstumsmotor sein. Abgesehen von möglichen Phasen erhöhter Volatilität auf den Aktienmärkten erwarten wir eine allmähliche Normalisierung der Bewertungen, die in erster Linie durch den Trend zu niedrigeren Zentralbankzinsen unterstützt wird.

Wir gehen davon aus, dass der US-Aktienmarkt mit den global stärksten Fundamentaldaten in das Jahr 2025 starten wird. Wir erwarten, dass die US-Wirtschaft ein "Soft Landing" hinlegen und sich das Wachstum im Jahresverlauf wieder beschleunigen wird, während sich die Wirtschaft in Europa vermutlich nur langsam erholen wird. Das wirtschaftliche Umfeld in China dürfte sich weiter verschlechtern, während das BIP in Japan nur mäßig steigen dürfte. Infolgedessen gehen wir davon aus, dass die Gewinnspannen der Unternehmen in den USA weiterhin am höchsten sein werden, auch wenn sie etwas niedriger ausfallen dürften als im Vorjahr. Die in diesem Jahr beobachtete Divergenz beim Wachstum der Unternehmensgewinne zwischen den USA und Europa dürfte sich 2025 fortsetzen (siehe Grafik 3.5). In den USA sollten geplante fiskalische Anreize, Steuersenkungen und Deregulierungsbemühungen, deren Realisierung durch die republikanische Mehrheit im Kongress erleichtert wird, das Gewinnwachstum der US-Unternehmen unterstützen.



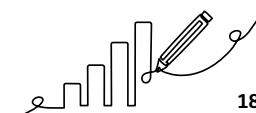
Der Tech-Sektor wird auch weiterhin ein wichtiger Wachstumsmotor sein

GRAFIK 3.5: STARKES GEWINNWACHSTUM VON US-UNTERNEHMEN DÜRFTE SICH FORTSETZEN
GEWINNSCHÄTZUNG JE AKTIE FÜR DIE NÄCHSTEN 12 MONATE



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.11.2019-15.11.2024

Auf Grundlage dieser Prognosen reichen unsere Jahresendziele 2025 für die Aktienmärkte von +8% für Europa bis +15% für die USA. Für japanische und chinesische Unternehmen erwarten wir ein ähnliches Wachstumspotenzial wie für Europa von jeweils +8%. Somit sehen wir 2025 das höchste Aktienmarktpotenzial in den USA, gefolgt von Europa und Japan. Chinas Märkte dürften zwar weiterhin ein gewisses taktisches Aufholpotenzial aufweisen, dieses wird jedoch durch den Sieg von Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen und die daraus resultierende Unsicherheit in Bezug auf die Ausweitung der Zölle begrenzt.



Da sich das Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf beschleunigen sollte, dürften zyklische Sektoren interessanter werden – und damit einhergehend auch kleine und mittlere Unternehmen relativ zu Large Caps (d.h. Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung). Relativ betrachtet könnte dies die Dynamik von Technologiewerten dämpfen, deren robustes Gewinnwachstum sich bereits in den aktuell hohen Bewertungen niederschlägt.

BEWERTUNGEN UND US-MARKTKONZENTRATION SIND ZU BEWÄLTIGEN

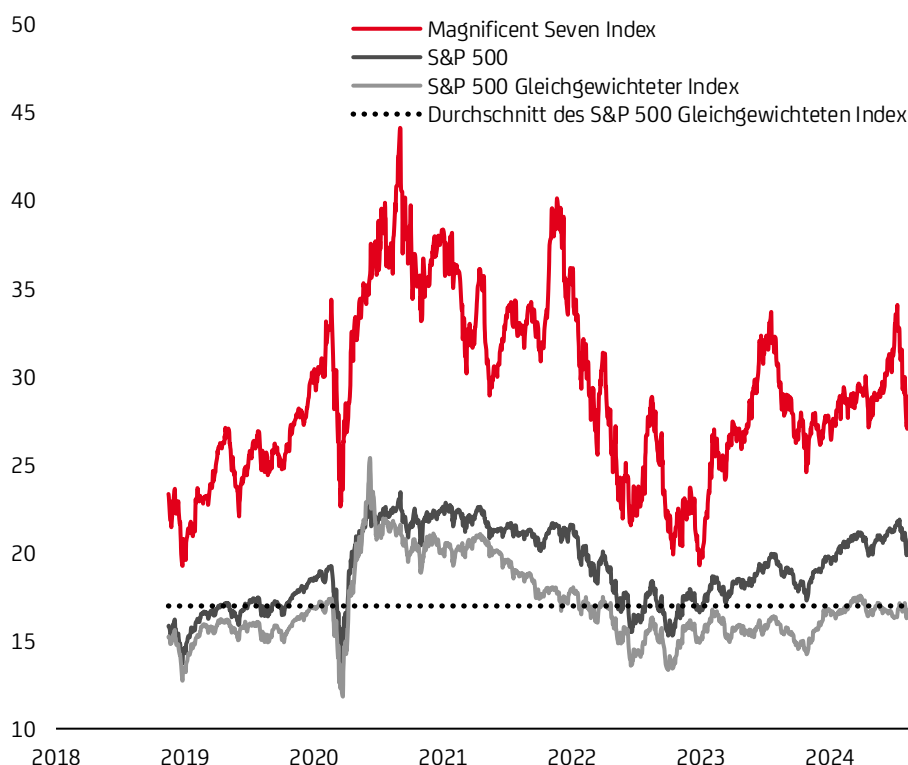
Die starke Marktkonzentration in den USA wird weiterhin kritisch zu beobachten sein, insbesondere im Hinblick auf die "Magnificent Seven", die einen Anteil von etwa 30% im S&P 500 ausmachen. In der Vergangenheit war es für Unternehmen schwierig, über längere Zeiträume ein konstant hohes Umsatzwachstum und eine hohe Rentabilität zu erzielen. Sollten sich unsere Prognosen zur US-Wirtschaft und zur Fed bewahrheiten, könnte es zu einer Verschiebung bei den Aktienmarktfavoriten kommen, die eine Erholung des breiteren Marktes ermöglicht. Unternehmen aus Sektoren wie Finanzdienstleistungen, zyklische Konsumgüter und Industrierwerte (deren Gewichtung zusammengenommen der des IT-Sektors im S&P 500 entspricht) könnten sich dabei als Marktführer erweisen.



Obwohl die Bewertungen in den USA mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 22 über den historischen Durchschnittswerten liegen, ist dies weitgehend auf das erwartete hohe Gewinnwachstum der "Magnificent Seven" von fast 40% im Jahr 2025 zurückzuführen (siehe Grafik 3.6). Diese Situation unterscheidet sich deutlich von der *Dot-Com-Bubble* im Jahr 2000, als die führenden Unternehmen ein durchschnittliches KGV von 52 aufwiesen. Da die Marktkonzentration jedoch zugenommen hat, dürfte es zunehmend wichtig werden, zu diversifizieren und die mit dem IT-Sektor verbundenen Risiken zu verringern. Wir denken, das niedrigere KGV des gleichgewichteten S&P 500-Index spiegelt dabei die Bewertungen des gesamten US-Marktes in besserer Art und Weise wider. Angesichts des erwarteten Trends zu niedrigeren Zinsen und einer sich verbessernden Wirtschaftsdynamik könnte der gleichgewichtete S&P 500 unseres Erachtens eine Outperformance erzielen. Insbesondere Unternehmen außerhalb des (teilweise teuren) Large-Cap-Segments, die stark auf die US-Binnenwirtschaft ausgerichtet sind, sollten von den geplanten Maßnahmen der neuen Trump-Regierung unterstützt werden.

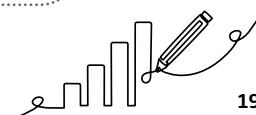
GRAFIK 3.6: BEWERTUNGEN VON US-UNTERNEHMEN SIND HOCH, ABER NICHT EXZESSIV

KGV



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.11.2018-15.11.2024



Rohstoffe

PREISE FÜR ERDÖL UND -GAS WERDEN SICH STABILISIEREN

Die OPEC+ befindet sich nach wie vor in einem schwierigen Umfeld, da sie mit ihren derzeitigen Förderbeschränkungen zu kämpfen hat. Die Mitglieder der Gruppe streben eine Normalisierung der Fördermengen und die Aufhebung der derzeitigen Beschränkungen in Höhe von 2,2 Mio. Barrel pro Tag an. Mit Blick auf 2025 könnte sich die OPEC+ angesichts des robusten Ölangebots aus Nordamerika (dem die Unterstützung der Industrie durch die neue Trump-Regierung zugutekommen könnte) und der schwachen globalen Nachfrageaussichten gezwungen sehen, ihre derzeitigen Förderkürzungen auf das gesamte kommende Jahr auszudehnen. Selbst die Beibehaltung des derzeitigen Produktionsniveaus könnte zu einem leichten Überschuss auf dem Weltölmarkt führen.

Sofern die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten nicht zu einem größeren regionalen Konflikt eskalieren, erwarten wir, dass die OPEC+ versuchen wird, den Brent-Preis bei rund 75 US-Dollar pro Barrel zu stabilisieren. Ab 2026, wenn sich die Nachfrage zu erholen beginnt, wird die OPEC+ vermutlich damit beginnen, das Ölangebot auf dem Markt zu erhöhen, und der Brent-Preis dürfte sich dann in Richtung 80 US-Dollar pro Barrel bewegen. Sollte die OPEC+ hingegen auf ihrer Jahrestagung im Dezember beschließen, das Angebot um monatlich 180.000 Barrel pro Tag zu erhöhen, könnte der Brent-Preis 2025 auf etwa 60 US-Dollar pro Barrel oder sogar darunter fallen.

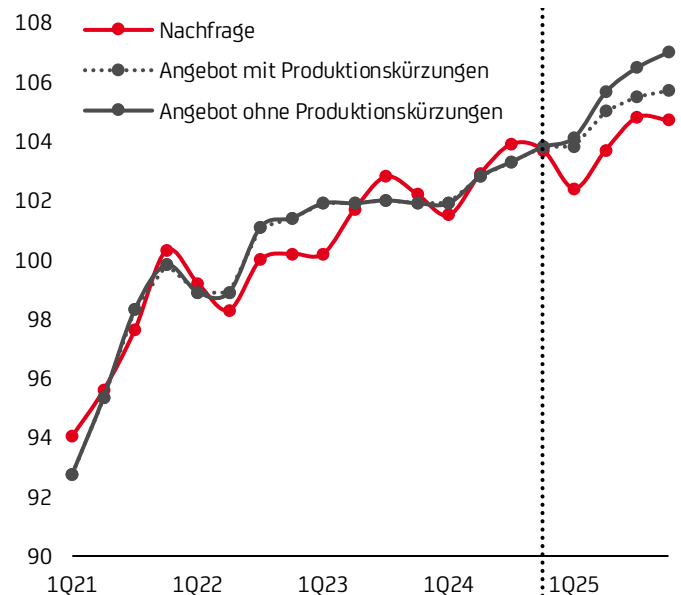
Dagegen könnte eine Eskalation des Nahostkonflikts den Brent-Preis auf über 100 US-Dollar pro Barrel steigen lassen. Sollten Ölfelder oder Raffinerieanlagen im Iran oder in Saudi-Arabien angegriffen werden oder sollte es zu einer vorübergehenden Blockade der Straße von Hormus kommen, durch die rund 20% der weltweiten Ölversorgung fließen, könnte der Brent-Preis auf über 130 US-Dollar pro Barrel steigen. Ein solcher Anstieg würde wahrscheinlich so lange anhalten, bis es klare Anzeichen für eine vollständige Wiederherstellung der weltweiten Ölversorgung gibt.

Dank des milden vergangenen Winters waren die europäischen Gasspeicher Mitte August bereits zu 90% gefüllt. Die Nachfrage stabilisiert sich auf niedrigem Niveau, was auf strukturelle Veränderungen infolge von Energieeffizienzsteigerungen, die Diversifizierung der Brennstoffe weg vom Gas und verbindliche Klimaziele zurückzuführen sein dürfte. Diese Entwicklung ist teilweise mit dauerhaften Produktionsverlusten in energieintensiven Industrien verbunden, die aufgrund der über dem Vorkriegsniveau liegenden TTF-Preise Schwierigkeiten haben, sich im globalen Wettbewerb zu behaupten. Die jüngste Preisvolatilität erklärt sich vermutlich mit einem Anstieg der Nachfrage, d.h. der Notwendigkeit, aufgrund eines Temperaturrückgangs mehr zu heizen. Über den einsetzenden Winter hin sollten sich die TTF-Preise im Bereich von 40-45 EUR/MWh halten.

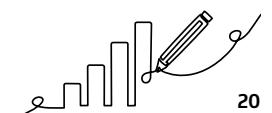
Europa hat seine Abhängigkeit von russischem Gas durch eine Diversifizierung der Versorgung verringert. Derzeit entfallen etwa 45% der europäischen Versorgung auf die heimische Produktion, gefolgt von LNG-Importen (35%) und Leitungsgas (20%). Ein Anstieg der Heizungsanfrage um 20% könnte zu einem Defizit von etwa 20 Mrd. Kubikmetern führen, was weitere LNG-Importe erforderlich machen würde. Vorübergehende Ausfälle könnten das Gleichgewicht im Gasmarkt stören, insbesondere wenn der kommende Winter überdurchschnittlich kalt ausfallen sollte. Trotz der Diversifizierungsbemühungen ist Europa nach wie vor zu etwa 12,5% seines Gesamtverbrauchs vom russischen Gas und LNG abhängig. Eine Eskalation des Russland-Ukraine-Konflikts würde die TTF-Preise wahrscheinlich in Richtung 100 EUR/MWh treiben.

Eine Ausweitung der Produktion dürfte der OPEC+ angesichts des anhaltenden Überangebots schwerfallen

GRAFIK 3.7. ÜBERANGEBOT AUF DEM ÖLMARKT IM JAHR 2025
MIO. BARREL / TAG



Quelle: Internationale Energieagentur, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 1Q21-4Q25



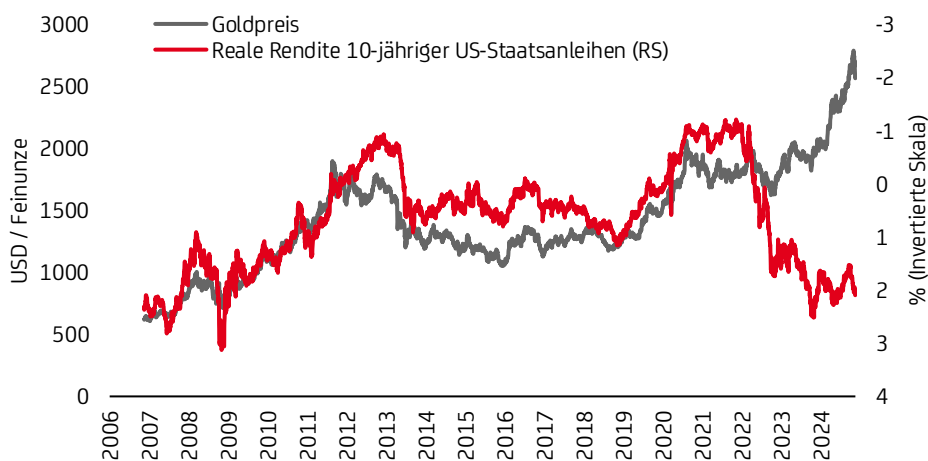
INDUSTRIEMETALLE SOLLTEN SICH ERHOLEN, WÄHREND DER GOLDRAUSCH VORBEI SEIN DÜRFTTE

Die weltweite Produktionsaktivität hat sich in den letzten Quartalen verlangsamt, was sich in diesem Jahr negativ auf die Nachfrage nach Industriemetallen ausgewirkt hat. Während die schleppende Nachfrage bis Anfang 2025 anhalten könnte, dürften die Zinslockerungszyklen der Zentralbanken im Allgemeinen die Erholung der Industrie unterstützen und Investitionsausgaben fördern, was eine stärkere Nachfrage nach Industriemetallen mit sich bringt. Nichtsdestotrotz wird ein Großteil der Entwicklung von Industriemetallen im Laufe des nächsten Jahres davon abhängen, wie sich die Wirtschaftstätigkeit in Europa und China und damit das globale Wachstum angesichts der drohenden US-Importzölle unter der Trump-Administration und möglicher Vergeltungsmaßnahmen entwickelt.

China wird eine besonders wichtige Rolle spielen, da die industriellen Modernisierungsprogramme des Landes und die Investitionen in Stromnetze den Aluminium- und Kupferpreisen zugutekommen dürften, während die Eisenerzpreise unter Druck geraten könnten, da sich China zunehmend auf den Abbau von Überkapazitäten im Immobiliensektor (mit entsprechenden Auswirkungen auf die Nachfrage nach Baustahl) konzentriert. Längerfristig sollte der globale Übergang zu Netto-Null-Klimaemissionen die Nachfrage nach Industriemetallen unterstützen, während das neue Angebot durch Faktoren eingeschränkt wird, die Bergbauunternehmen anfällig für ESG-Risiken machen.

In einem Jahr, das von steigenden Aktienmärkten geprägt war, hat sich Gold durch eine außerordentliche Wertentwicklung hervorgetan; der Goldpreis hat im Oktober beeindruckende Höchststände von rund 2.750 US-Dollar pro Feinunze erreicht. Dieser bemerkenswerte Anstieg hat viele Analysten überrascht, vor allem diejenigen, die sich bei der Vorhersage des Goldpreises auf historische Faktoren stützten. Als unverzinslicher Vermögenswert wird Gold tendenziell interessanter, wenn Realzinsen sinken. Außerdem dient es in Zeiten hoher Inflation und erhöhter Marktvolatilität als zuverlässiger, sicherer Hafen. In den letzten Jahren hat der Goldpreis diesen Erwartungen jedoch getrotzt und sich trotz steigender Realzinsen, nachlassender Inflationsrisiken und eines robusten Aktienmarktes stabil gehalten.

GRAFIK 3.8: DIE STRAHLENDE PERFORMANCE VON GOLD IN DIESEM JAHR



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. 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) Staatsanleihe 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: bedingungsgerichte 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 wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen bzw. 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. Bei einer Anlage in Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und Verwahrkosten nicht berücksichtigt.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.11.2006-15.11.2024

Die wichtigsten Faktoren hinter dieser unerwarteten Entkopplung sind die geopolitische Unsicherheit und die wachsende Besorgnis über die Haushaltslage der USA. Das Potenzial für erneute geopolitische Spannungen, ja sogar Andeutungen eines zweiten Kalten Krieges, hat Anleger und Investoren, einschließlich Zentralbanken und Privatanleger, dazu veranlasst, nach Alternativen zum US-Dollar, der weltweit dominierenden Reservewährung, zu suchen. Dies hat zu einem Anstieg der Goldkäufe geführt. Während die jüngste Performance von Gold zum Jahresende hin zu Gewinnmitnahmen führen könnte, dürfte die anhaltende Nachfrage nach Absicherungen zusammen mit sinkenden Anleiherenditen und einem schwächeren US-Dollar dazu beitragen, mögliche Kursverluste abzufedern. Sollte es jedoch nicht zu einer Eskalation der geopolitischen Spannungen oder einem plötzlichen Anstieg der Inflation kommen, dürfte der Goldpreis in naher Zukunft nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial haben.

Währungen

TRUMP 2.0 STELLT DIE WEICHEN ZU GUNSTEN DES US-DOLLARS

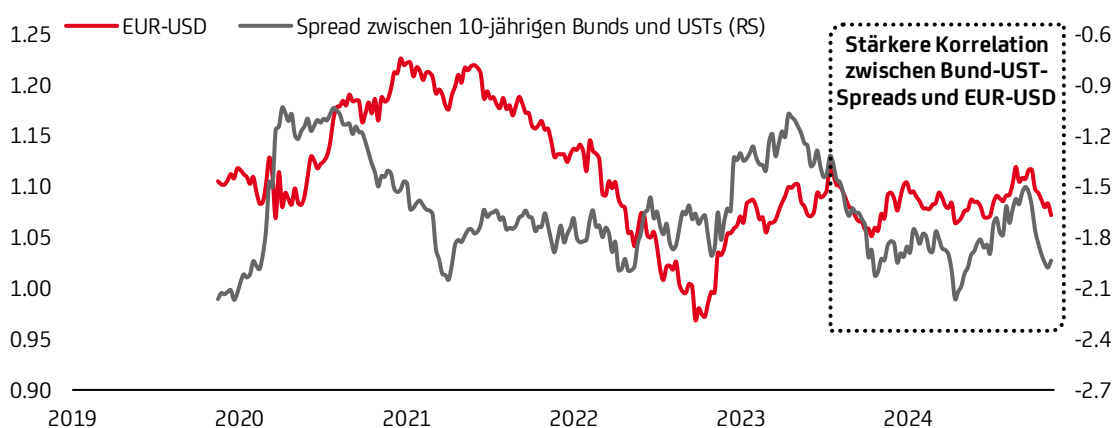
2025 könnte ein gutes Jahr für den US-Dollar werden. Trumps Präsidentschaft dürfte eine höhere Inflation, eine vorsichtiger Haltung der US-Notenbank, mehr Handelskonflikte mit China und Europa und eine isolationistischere Außenpolitik der USA zur Folge haben. Vor diesem Hintergrund wird sich die von Donald Trump geäußerte Hoffnung auf eine schwächere US-Währung wohl kaum erfüllen. Zuflüsse in den US-Aktienmarkt, höhere inländische Renditen und die Rolle des US-Dollars als "sicherer Hafen" im Falle einer Eskalation der globalen Risikoaversion dürften den US-Dollar stützen. Ob und in welchem Ausmaß der US-Dollar gegenüber anderen Währungen aufwertet, wird aber davon abhängen, inwieweit und wann Trumps Vorschläge umgesetzt werden.

Der EUR-USD-Wechselkurs dürfte sich angesichts eines potenziell aufwertenden US-Dollars weiter abschwächen, aber der Rückgang sollte sich auf ein Niveau über der Parität beschränken. Der US-Dollar hat sich bereits erholt, da Anleger und Investoren in den Wochen unmittelbar nach der US-Wahl einen Teil des „Trump-Trades“ vollzogen haben. Sorgen über die mangelnde Haushaltsdisziplin in den USA dürfte den Abwärtstrend des EUR-USD ebenfalls begrenzen und könnte die US-Währung in den kommenden Jahren belasten. Ein stärkerer Rückgang des Wechselkurses (EUR-USD erreichte Ende September 2022 einen Tiefststand von 0,9536) würde voraussetzen, dass sich die Zinsdifferenzen deutlich stärker zugunsten des US-Dollars verschieben, während eine Rückkehr über die Höchststände von fast 1,12 im Jahr 2024 hinaus eine drastische Verbesserung der Wirtschaftsaussichten des Euroraums im Vergleich zu den USA voraussetzen würde, was im nächsten Jahr ebenfalls unwahrscheinlich ist.

EUR-USD wird nicht unter Parität fallen



GRAFIK 3.9: IN HÖHERER UST-BUND-SPREAD DÜRFT DEN EUR-USD-KURS WEITER SCHWÄCHEN

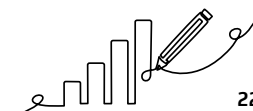


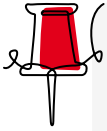
Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "passendste" reale (echte) Staatsanleihe 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: bedingungsgerichte 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 wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen bzw. 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. Bei einer Anlage in Währungen sind anfallende Erwerbskosten nicht berücksichtigt.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.11.2019-15.11.2024

In Japan haben die jüngsten Parlamentswahlen zu einer Pattsituation in der politischen Landschaft des Landes geführt, was den Kurs des Yen kurzfristig belasten könnte. Wir gehen jedoch davon aus, dass die japanische Zentralbank (BoJ) ihre geldpolitischen Straffungsmaßnahmen (durch Zinserhöhungen) fortsetzen wird. Das könnte die Renditedifferenzen zwischen den USA und Japan verringern, allerdings nicht so stark, dass der USD-JPY-Kurs bis 2025 deutlich unter 150 fallen würde. Wenn die japanische Zentralbank ihren Kurs fortsetzt, könnte der EUR-JPY-Kurs aufgrund des schwächeren Euro aber unter 155 nachgeben.

In Großbritannien dürfte das Pfund Sterling (GBP) 2025 vor allem gegenüber dem US-Dollar an Wert verlieren, da die Bank of England (BoE) ihre Geldpolitik weiter lockern wird. Allerdings hat BoE-Gouverneur Andrew Bailey im November davor gewarnt, die Zinsen zu schnell oder zu stark zu senken. Wir gehen davon aus, dass die britischen Leitzinsen von derzeit 4,75% auf 3,50% im nächsten Jahr und dann auf 2,75% im Jahr 2026 sinken werden, um der sich verschlechternden britischen Wirtschaft Rechnung zu tragen. Letzteres dürfte durch die im Haushalt 2025 skizzierte strikte Fiskalpolitik weiter erschwert werden. Der EUR-GBP-Wechselkurs dürfte daher bei etwa 0,82 verharren.



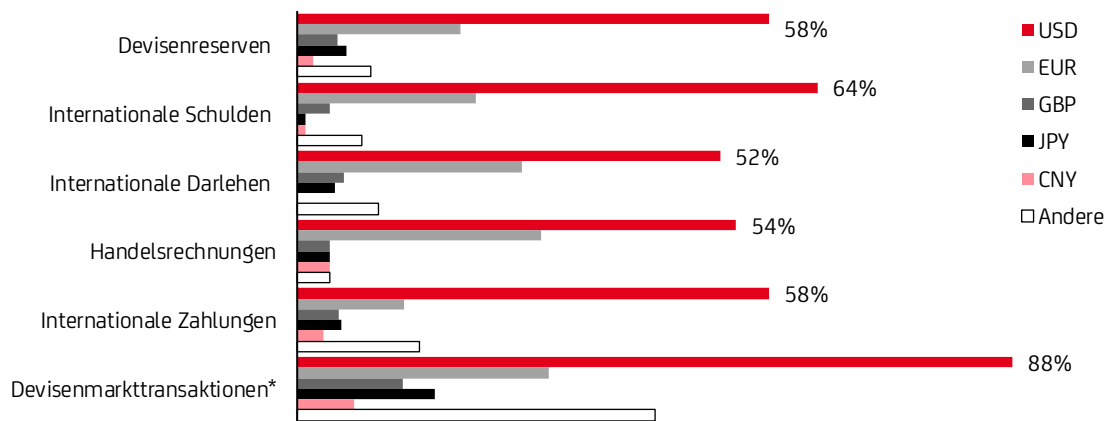


FÜHRUNGSROLLE DES US-DOLLARS NICHT GEFÄHRDET

Der jüngste Ansturm auf Gold wurde zum Teil von den Zentralbanken der Schwellenländer befeuert. Die erweiterte Gruppe der BRICS+, der zusätzlich auch Länder wie Ägypten, Äthiopien, der Iran und die Vereinigten Arabischen Emirate angehören, arbeitet aktiv daran, die Rolle des US-Dollars im internationalen Finanzsystem zu verringern und gleichzeitig die Verwendung des chinesischen Renminbis (CNY) zu fördern. Trotz unterschiedlicher Interessen eint die Gruppe das gemeinsame Ziel, die Führungsrolle des US-Dollar in Frage zu stellen.

Kurzfristig dürfte der internationale Status des US-Dollars aber nicht ernsthaft gefährdet sein. Die Geschichte zeigt, dass globale Reservewährungen eine gewisse Trägheit aufweisen, da ihr Aufstieg oft mit der wachsenden Bedeutung der ausgebenden Mächte einhergeht, aber nicht notwendigerweise mit deren Niedergang. Selbst wenn die "Pax Americana" verblasst, werden die USA auf absehbare Zeit die führende Weltmacht bleiben und der US-Dollar seine Vormachtstellung im internationalen Währungssystem behalten. Der US-Dollar ist nach wie vor die bei weitem am häufigsten verwendete Währung, wenn man die Währungsreserven, den internationalen Zahlungsverkehr, die Weltverschuldung und die Außenhandelsrechnungen betrachtet. Auf den Euro entfallen rund 20% der weltweiten Währungsreserven, auf den CNY nur 2% (SWIFT-Daten zeigen, dass nur 2,2% der weltweiten Zahlungen in Renminbi abgewickelt werden).

GRAFIK 3.10: DER US-DOLLAR IST DERZEIT KONKURRENZLOS



*Die Summe beträgt 200%. Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Währungen sind anfallende Erwerbskosten nicht berücksichtigt.

Quelle: Bloomberg, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, IWF, SWIFT, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 2023-2024

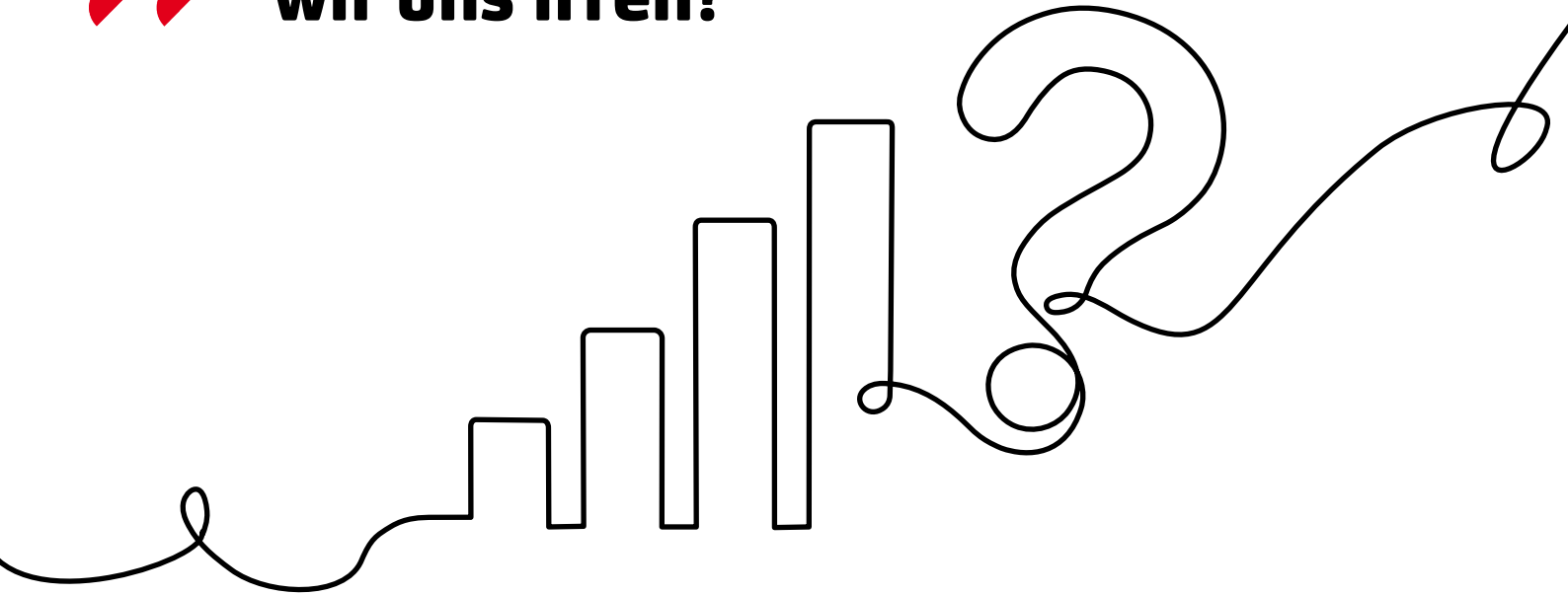
Darüber hinaus untergräbt die Tatsache, dass Peking den CNY, der nicht voll konvertierbar ist, strengen Kapitalkontrollen unterwirft, die internationalen Bestrebungen für diese Währung. Ein kürzlich veröffentlichter Bericht der US-amerikanischen Denkfabrik Carnegie Endowment for International Peace zeigt, dass China zwar eine Internationalisierung des CNY anstrebt, aber nicht die Absicht hat, den US-Dollar zu ersetzen. Dies würde eine grundlegende Umgestaltung des chinesischen Wirtschaftsmodells erfordern, einschließlich einer Vertiefung der Finanzmärkte, der Liberalisierung von Kapitalkonten, eines frei schwankenden Wechselkurses und weniger staatlicher Interventionen. Zudem müssten die privaten Ersparnisse deutlich sinken und China müsste erhebliche Leistungsbilanzdefizite aufweisen, um seine Währung weltweit anbieten zu können. Zwar strebt die chinesische Führung einen Wechsel von einem investitions- zu einem konsumorientierten Modell an, doch wird ein solcher Übergang unseres Erachtens noch einige Zeit in Anspruch nehmen.

Langfristig würde ein möglicher Aufstieg des CNY eher zur Herausbildung eines multipolaren internationalen Währungssystems als zu einer globalen Hegemonie führen. In diesem Zusammenhang könnten der EUR-Kurs und der CNY-Kurs als regionale Anker in Europa und Asien fungieren und ein Mittel zur Diversifizierung weg vom US-Dollar darstellen. Neben den geopolitischen Faktoren könnten jedoch auch andere Faktoren die Dominanz des US-Dollars untergraben. So wäre es denkbar, dass Innovationen in der Zahlungstechnologie und -abwicklung die Verwendung des US-Dollars reduzieren. Auch digitale Zentralbankwährungen könnten seine Rolle schwächen, indem sie die Abwicklungszeiten verkürzen, und Nachrichtenübermittlung und Zahlungen integrieren. Darüber hinaus würde eine zu lockere Finanzpolitik in den USA die Rating-Agenturen dazu zwingen, die Kreditwürdigkeit des Landes herabzustufen, was wiederum das Vertrauen der Anleger in den US-Dollar untergraben könnte. All dies sind jedoch Überlegungen eines Risikoszenarios und stellen nicht unser Basisszenario dar.





Was ist, wenn wir uns irren?



AUTOREN

Edoardo Campanella

Gokce Celic

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Michael Rottmann

Prognosen stellen immer eine Wahrscheinlichkeitsbetrachtung dar, aber es gibt zahlreiche Faktoren, die einem Eintreten unseres Basisszenarios im Wege stehen können. Im Folgenden betrachten wir die beiden Risikofaktoren genauer, die uns die größten Sorgen bereiten: eine drastische Verschlechterung des geopolitischen Umfelds und eine restriktivere Haltung der Fed. Dabei beleuchten wir die Auswirkungen sowohl auf die Wirtschaft als auch auf die Märkte.

Was ist, wenn die "Achse des Umbruchs" gestärkt wird?

Seit der Corona-Pandemie ist das geopolitische Risiko der wesentliche Unsicherheitsfaktor für die Weltwirtschaft. In unserem Basisszenario gehen wir von einer Eskalation der Spannungen zwischen dem Westen und China aus. Gleichzeitig ist zu erwarten, dass für die Konflikte in der Ukraine und in Nahost durch das Eingreifen der Trump-Administration gewissermaßen "Lösungen" gefunden werden – möglicherweise mit bitteren Folgen sowohl für die Ukrainer als auch für die Palästinenser. Die größte Sorge bereitet uns allerdings, in welche Richtung sich die sogenannte "Achse des Umbruchs" entwickeln könnte. Zu dieser Achse gehören die vier Staaten **China, Iran, Nordkorea und Russland**, die das gemeinsame Ziel verfolgen, die Grundsätze, Regeln und Institutionen, die der westlichen liberalen Ordnung zugrunde liegen, in Frage zu stellen. Obgleich keine formelle Staatengemeinschaft sind diese Staaten dabei, ihre wirtschaftlichen, militärischen und diplomatischen Bemühungen zunehmend zu koordinieren, um die Auswirkungen der westlichen außenpolitischen Instrumente möglichst gering zu halten.

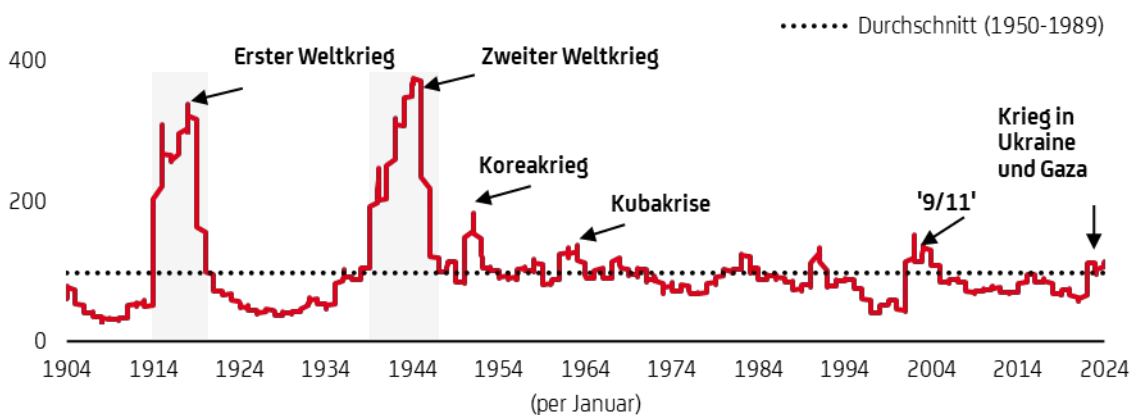
Unmittelbar vor Ausbruch des Krieges in der Ukraine im Jahr 2022 kündigten China und Russland eine "grenzenlose Freundschaft" an. Seitdem hat Peking Moskau wirtschaftlich unterstützt, indem es sanktioniertes Öl kaufte und zunehmend Dual-Use-Komponenten lieferte, die unter westliche Ausfuhrkontrollen fallen und neben dem zivilen Einsatz auch militärisch genutzt werden können. Der Iran unterstützt Russlands Krieg in der Ukraine durch die Bereitstellung von Drohnentechnologie, während Nordkorea ballistische Raketen und Soldaten für den Kampf nach Russland geschickt hat. China ist zudem ein bedeutender Importeur von sanktioniertem iranischem Öl, und Russland tätigt die höchsten ausländischen Investitionen im Iran. Darüber hinaus haben China, Iran und Russland in den letzten drei Jahren gemeinsame Marineübungen abgehalten.

Die Gefahr, dass sich die Interaktion zwischen diesen vier Staaten in Umfang und Ausmaß im kommenden Jahr intensivieren wird, ist real. Bislang war die Zusammenarbeit zwischen diesen Ländern meist *bilateraler* Natur. **Multilaterale** Aktionen könnten die Fähigkeiten dieser Staaten, die globale Ordnung zu verändern, weiter erhöhen. Die sichtbarsten Folgen einer solchen gestärkten Achse könnten sich in bereits bestehenden Konflikten zeigen. Der Krieg in der Ukraine könnte sich in die Länge ziehen, und Russland könnte weitere Gebiete hinzugewinnen. Der Iran könnte aggressiver auf mögliche Angriffe Israels reagieren. Der Krieg in Nahost könnte sich regional ausweiten, was zu Unterbrechungen in den Öl- und Flüssiggaslieferungen führen könnte. Wir gehen nicht davon aus, dass China direkt in einen dieser Konflikte verwickelt wird, glauben aber, dass China eine wichtige Rolle im Hintergrund spielen könnte, insbesondere wenn die Spannungen mit dem Westen nach der Wiederwahl Trumps als US-Präsident zunehmen sollten. Letztlich könnte der Ausgang dieser Konflikte auch schwerwiegende Folgen für den künftigen Status Taiwans haben.

Dies bedeutet nicht, dass es zu einem großen, offenen Konflikt zwischen dem Westen und der "Achse des Umbruchs" kommen wird. Das wesentliche Risiko besteht vielmehr darin, dass je stärker diese Mächte die westliche liberale Ordnung in Frage stellen, desto mehr Risse im internationalen System entstehen. Damit würde auch ein **zweiter Kalter Krieg** mit dem Entstehen verschiedener wirtschaftlicher und ideologischer Blöcke wahrscheinlicher werden. Grafik 4.1 zeigt, dass das Ausmaß an geopolitischen Spannungen bereits über dem Niveau liegt, das den Kalten Krieg durchschnittlich prägte. Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt, dass der Handel zwischen Volkswirtschaften der unterschiedlichen Blöcke stärker zurückgegangen ist, als der Handel

GRAFIK 4.1: AUSMASS GEOPOLITISCHER SPANNUNGEN ÜBER DEM DURCHSCHNITTLICHEN NIVEAU DES KALTEN KRIEGES

GEOPOLITISCHER RISIKOINDEX (GLEITENDER 12-MONATS-DURCHSCHNITT)



Quelle: Iacoviello (2024), UniCredit Group Investment Strategie, Beobachtungszeitraum: 1904-2024



zwischen Volkswirtschaften innerhalb der Blöcke. Auch die ausländischen Direktinvestitionen zersplittern entlang geopolitischer Grenzen, und die Lieferketten werden länger.

Eine gestärkte "Achse des Umbruchs" würde diese Brüche vertiefen; sie würde Effizienzgewinne und Skaleneffekte, die durch die Spezialisierung des Welthandels entstanden sind, untergraben und die Preise für die Verbraucher erhöhen. Der IWF schätzt, dass ein langfristiger Rückgang des realen BIP von etwa 2,5% und ein kurzfristiger Rückgang von etwa 5% weltweit zu verzeichnen wäre, sollte ein Szenario eintreten, in dem sich zwei exklusive geopolitische Blöcke gegenüberstehen - einer um die USA und Europa und der andere um China und Russland. Es ist unwahrscheinlich, dass eine Verschlechterung der diplomatischen Beziehungen bereits im Jahr 2025 eintreten würde. Eine Beschleunigung des Fragmentierungsprozesses erscheint aber realistisch.

Die Folgen für die Finanzmärkte wären **mehr Volatilität** und wahrscheinlich höhere Zinssätze. Angebotsschocks könnten trotz schwächerer Wachstumsaussichten die Inflation erhöhen angesichts einer weniger effizienten globalen Arbeitsteilung, längeren Wertschöpfungsketten und einer Angebotsverknappung. Traditionelle sichere Anlagen wie Gold und der US-Dollar dürften sich in einem solchen Umfeld gut entwickeln, während Anlagen in Schwellenländern einer höheren Volatilität ausgesetzt sein könnten. Neben den negativen Auswirkungen der De-Globalisierung auf die globalen Wachstumsaussichten könnten auch eine höhere Inflation und zunehmende Sorgen um geopolitische Risiken das Verbrauchervertrauen nachhaltig belasten, insbesondere in den entwickelten Volkswirtschaften mit alternder Bevölkerung. Ein schwieriges wirtschaftliches Umfeld führt selbst in der westlichen Welt mit ihren reifen Demokratien zu einer Abkehr von den etablierten Parteien der Mitte hin zu einer Stärkung der politischen Ränder. Zusätzlich könnten mögliche strategische Fehlausrichtungen innerhalb der EU und der westlichen Bündnisse zu Phasen höherer Risikoaversion auf den globalen Kapitalmärkten führen.

Was ist, wenn die Fed die Zinsen erhöht?

Während wir in unserem Basisszenario davon ausgehen, dass die Fed das Zielband für den Leitzins im 1. Halbjahr 2025 um weitere 50 Basispunkte auf 3,75-4,00% senken und bis ins Jahr 2026 auf diesem Niveau halten wird, erwarten wir in unserem Aufwärtsrisikoszenario, dass die Zinssätze ab dem zweiten Halbjahr 2025 wieder steigen. Auslöser dafür könnte ein **größerer fiskalischer Impuls** durch die neue US-Regierung sein, möglicherweise in Höhe von rund 5% des BIP (gegenüber 2% in unserem Basisszenario). Dieser Impuls könnte Anfang des zweiten Halbjahrs angekündigt und im Herbst vom US-Kongress formell genehmigt werden. Das Maßnahmenpaket könnte stärkere Steuersenkungen umfassen als derzeit angenommen, z.B. eine umfassendere Senkung der Körperschaftssteuer, eine niedrigere Kapitalertragssteuer und eine Anhebung der Steuerabzugsgrenzen. Solche zusätzlichen Impulse könnten das reale BIP in den USA über zwei Jahre hinweg um insgesamt etwa 1,5% erhöhen, würde aber gleichzeitig die Inflation in jedem Jahr um etwa 0,3-0,4 Prozentpunkte ansteigen lassen. Eine solche Entwicklung, d.h. ein Wachstum über Potenzial bei gleichzeitigem Wiederaufflammen der Inflation, würde die Fed kaum ignorieren. Da dieser Stimulus nicht vor dem zweiten Halbjahr 2025 angekündigt würde, bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die Fed das Fed-Funds-Zielband in der ersten Hälfte des kommenden Jahres um 50 Basispunkte auf 3,75-4,00% senken wird. Ein solches Niveau wäre nicht sehr restriktiv, sodass die Fed die Zinsen in der Folge anheben müsste, wahrscheinlich um 100-150 Basispunkte. Vor dem Hintergrund höherer Zölle hätte ein höheres Wachstum in den USA wahrscheinlich keine deutlicheren Effekte für den Euroraum. Daher gehen wir weiterhin davon aus, dass die EZB die Zinssätze 2025 senken wird – allerdings etwas weniger deutlich auf 2,00%, um die wahrscheinliche Abwertung des Euro zu berücksichtigen.

Was erwartet US-Vermögenswerte in einem solchen Szenario? Da die Inflation in den USA durchweg über dem Zielwert (von 2,0%) liegen würde, das Wachstum höher wäre, als in unserem Basisszenario erwartet, und die Fed eine Straffung der Geldpolitik anstreben würde, könnte dies die langfristigen US-Renditen auf neue mehrjährige Höchststände treiben. Ein Überschreiten der 5%-Marke bei den Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen, dem Höchststand von 2023, wäre durchaus plausibel. Der erwartete kurzfristige *risikofreie Zins* über die kommenden 10 Jahre, der derzeit bei etwa 4,15% liegt (rote Linie in Grafik 4.2), könnte in Richtung 4,5% steigen. Anhaltend hohe Haushaltsdefizite, welche die Sorgen um die Tragfähigkeit der US-Verschuldung schüren, könnten auch die *Laufzeitprämie* (die zusätzliche Rendite, die Anleger für das Halten längerer Laufzeiten gegenüber dem risikofreien Zinssatz verlangen) in die Höhe treiben. Gemäß eines Terminstrukturmodells der New Yorker Fed-Ökonomen Tobias Adrian, Richard Crump und Emanuel Moench liegt die Laufzeitprämie für die zehnjährige Laufzeit derzeit bei 0,30% (graue Linie in Grafik 4.2). Wir sind zwar weit von den Zeiten der 1970er und frühen 1980er Jahre entfernt, als die Laufzeitprämie aufgrund hoher Inflation und steigender Defizite auf bis zu 5,3% anstieg, aber es bedarf keiner extrem liberalen Einstellung, um sich vorzustellen, dass die Laufzeitprämie auf mindestens 1% steigt. Damit würde die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen in Richtung 5,5% zulegen, mit Risiken eher in Richtung eines noch höheren Wertes. Eine Rendite von 6% für **zehnjährige US-Staatsanleihen** wäre also keineswegs unrealistisch. Längere Phasen hoher Zinsen könnten den Aktienmarkt belasten, da sich die Risikoprämie für Aktien infolge steigender Renditen weit weniger attraktiv darstellen würde. **Gold** könnte sich in einem solchen Szenario relativ gut entwickeln, gestützt durch die hohe Inflation und, was noch wichtiger ist, Ängste vor einer möglichen Monetarisierung der Schulden. Der **US-Dollar** könnte aufgrund

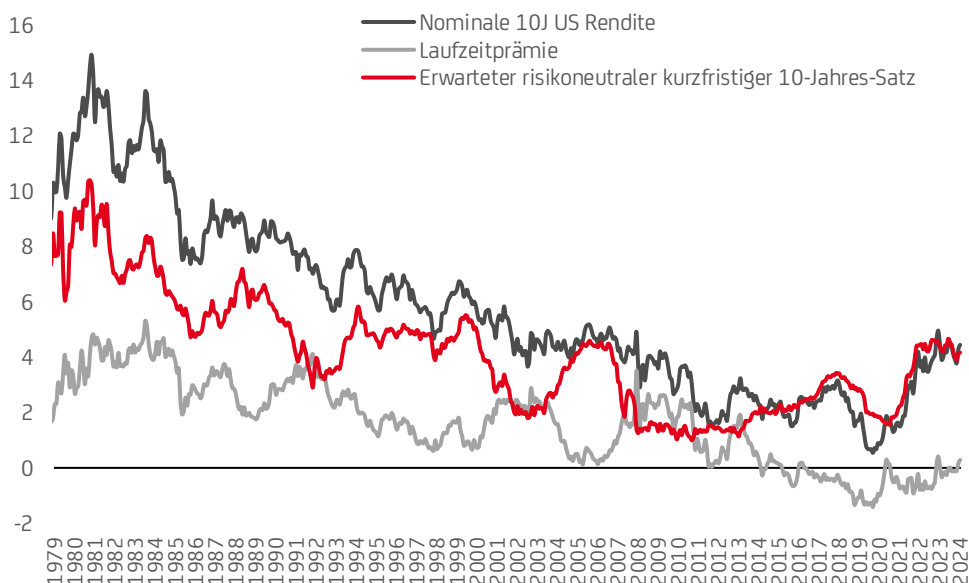
Was könnte das US-Steuerpaket beinhalten?



der sich ausweitenden Renditespanne zwischen den USA und anderen Volkswirtschaften nochmals fester werden. Sollten jedoch Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der US-Schulden aufkommen, würde der US-Dollar vermutlich an Attraktivität verlieren. Nähern wir uns der symbolischen Parität des EUR-USD-Wechselkurses, werden die Proteste amerikanischer Unternehmen wahrscheinlich ebenfalls lauter, und Donald Trump könnte eine **Abwertung des US-Dollar anstreben**.

Insgesamt erscheinen die Aussichten für die Finanzmärkte im Jahr 2025 aufgrund vielfältiger Faktoren weniger rosig als in den vergangenen zwei Jahren. In einem Extremszenario (ähnlich dem von 2022) gäbe es keinen Ort, an dem man sich (als Anleger bzw. Investor) "verstecken" könnte. Lediglich Geldmarktinstrumente, variabel verzinsliche Anleihen und Gold haben in der Vergangenheit während solcher Phasen teilweise Unterstützung geboten. Der Goldpreis war 2022 weitgehend stabil, während die meisten Anleihe- und Aktienmärkte zweistellige Verluste verzeichneten.

GRAFIK 4.2: RISIKOSYMMETRIE IN RICHTUNG EINER HÖHEREN LAUFZEITPRÄMIE GENEIGT
ZEITREIHEN GEMÄSS TERMINSTRUKTURMODELL OHNE ARBITRAGE (IN %)



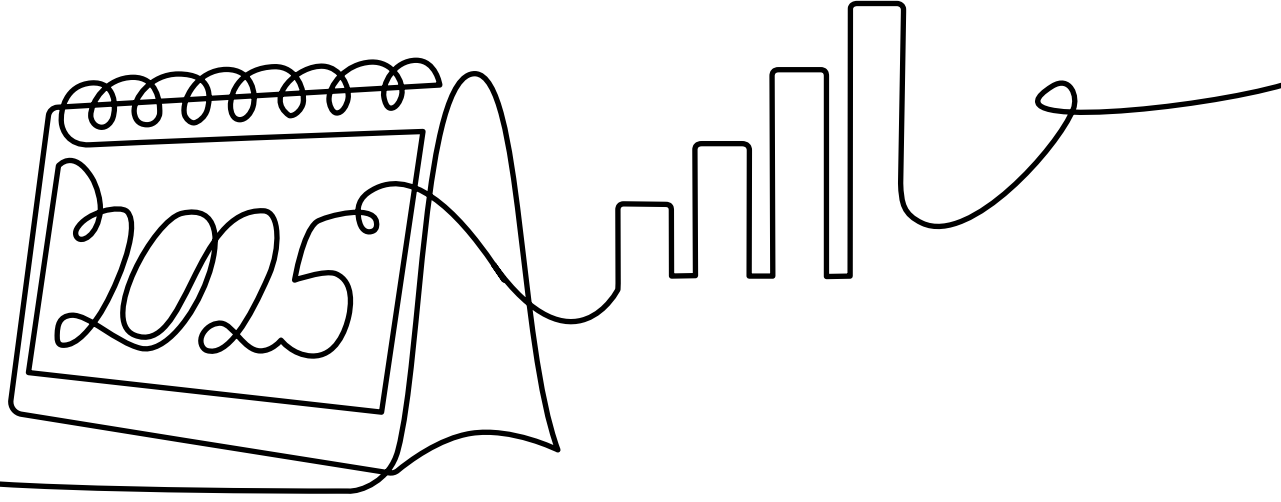
Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "passendste" reale (echte) Staatsanleihe 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 wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen 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: New York Fed Ökonomen Tobias Adrian, Richard Crump und Emanuel Moench, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 11/1979-11/2024





Top 2025 Stories



EDITOREN

Tullia Bucco
Andreas Rees
Christian Stocker

AUTOREN

Tullia Bucco
Luca Cazzulani
Loredana Federico
Eszter Gárgyán
Andreas Rees
Jonathan Schroer
Christian Stocker
Michael Teig

1

Warum die fiskalpolitische Diversität zwischen den USA und dem Euroraum für die Märkte wichtig sein könnte

2

China setzt Europas Automobilsektor unter Druck, aber das Rennen hat gerade erst begonnen

3

Wir sehen keine KI-Blase

1

Warum die fiskalpolitische Diversität zwischen den USA und dem Euroraum für die Märkte wichtig sein könnte

Die Unterschiede in der Fiskalpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks dürften die Divergenzen zwischen den USA und dem Euroraum, die in den Jahren nach der Corona-Pandemie in mancher Hinsicht zu beobachten waren, noch verstärken: Die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP ist in den USA auf ein Rekordniveau gestiegen, während sie im Euroraum zwar leicht gesunken ist, aber immer noch in der Nähe ihres Durchschnitts seit der globalen Finanzkrise liegt.

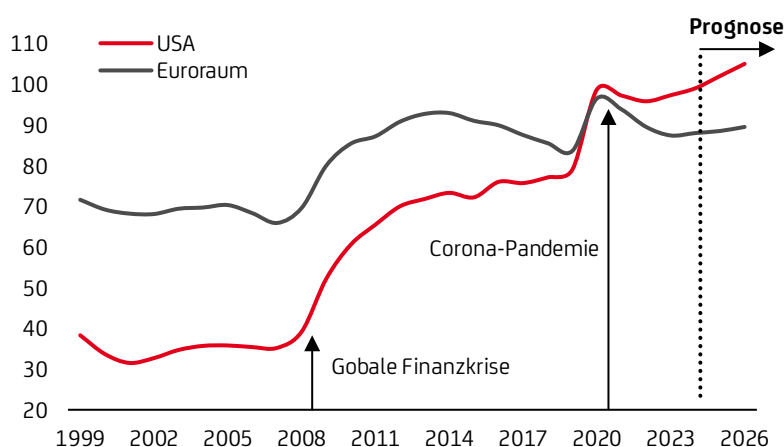
Die Steuerversprechen von Donald Trump dürften nach Angaben des US Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) in den nächsten zehn Jahren **mindestens 9 Bio. US-Dollar** kosten (ohne Berücksichtigung möglicher Auswirkungen höherer Zolleinnahmen). Darin enthalten ist eine Verlängerung der mit der US-Steuerreform von 2017, dem "Tax Cuts and Jobs Act", eingeführten individuellen Steuersenkungen (im Wert von rund 4-5 Bio. US-Dollar), die Ende 2025 auslaufen sollten. Diese Verlängerung ist in unserem skizzierten Basisszenario bereits enthalten. Der zusätzliche fiskalische Impuls würde sich auf rund 4-5 Bio. US-Dollar oder rund 1,5-2,0% des US-BIP pro Jahr belaufen – eine kräftige und anhaltende Expansion der Fiskalpolitik im nächsten Jahrzehnt.

Im Euroraum wiederum dürfte es ab dem kommenden Jahr zu einem Paradigmenwechsel in der Fiskalpolitik kommen: 2025 wird das erste Jahr sein, in dem der **neue europäische wirtschaftspolitische Rahmen** in Kraft tritt. Die neuen Fiskalregeln für hoch verschuldete Länder werden eine nachhaltige Haushaltsanpassung erfordern, um die Schuldenquote nachhaltig zu senken. In Italien und Frankreich beispielsweise, die zu den am höchsten verschuldeten großen Ländern des Euroraums gehören, dürfte sich die Haushaltskonsolidierung im Zeitraum 2025-2031 auf durchschnittlich 0,5% bzw. 0,7% des BIP belaufen. Für den Euroraum insgesamt, in dem etwa die Hälfte der Länder nach wie vor eine Staatsverschuldung von unter 60% des BIP aufweist, dürfte die Veränderung des *strukturellen Primärsaldos* im Durchschnitt etwa 0,3% bis 0,4% des BIP betragen.

Diese finanzpolitische Divergenz zwischen den USA und der EU spiegelt sich auch in der erwarteten künftigen Schuldenentwicklung wider. Bei unveränderter Politik dürfte die Staatsverschuldung in den USA bis zum Ende des nächsten Jahrzehnts um rund 20 Prozentpunkte des BIP steigen, im Euroraum um weniger als 10 Prozentpunkte. Nach den angekündigten Haushaltsplänen dürfte sich diese Lücke deutlich vergrößern. Das

CRFB prognostiziert, dass die Schuldenquote in den USA bis 2035 auf über 140% des BIP ansteigen könnte, während die Haushaltsanpassungen im Euroraum zu einem leichten Rückgang der Schuldenquote führen dürften (vgl. Grafik 7.4). Die fiskal- und geldpolitischen Ziele im Euroraum dürften dann aufeinander abgestimmt sein und sich gegenseitig unterstützen. Im Gegensatz dazu ist zu erwarten, dass die Fiskalpolitik in den USA erschweren wird, die Zinsen auf ein *neutraleres Niveau* zu bringen.

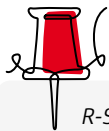
GRAFIK 5.1: US-STAATSVerschuldung AUF REKORDNIVEAU
STAATSVerschuldung (IN % BIP)



Hinweis: Die Zahlen des CBO zur Staatsverschuldung beziehen sich nur auf die Bruttoverschuldung des Bundes, die von der Öffentlichkeit gehalten wird, ohne Schulden, die von Treuhandfonds des Bundes und anderen staatlichen Konten gehalten werden.

Quelle: US Congressional Budget Office, Eurostat, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungs- bzw. Prognosezeitraum: 01/2000-12/2025





R-Star bezeichnet den Realzins, der die Nachfrage nach Investitionen mit der Nachfrage nach Ersparnissen in Einklang bringt und bei Vollbeschäftigung weder expansiv noch kontraktiv ist. Daher ist *R-Star* im Zeitablauf nicht konstant, so dass sein Wert kurzfristig (als Reaktion auf externe Ereignisse und den Konjunkturzyklus) von seinem langfristigen Wert abweichen kann.

WIE WÜRD SICH EINE SOLCHE FISKALPOLITISCHE ENTWICKLUNG AUF DEN REALEN NEUTRALEN ZINSSATZ (DEN SO GENANNTEN R-STAR) AUF BEIDEN SEITEN DES ATLANTIKS AUSWIRKEN?

Unter den führenden westlichen Zentralbankern (wie Fed und EZB) herrscht Konsens darüber, dass das globale *R-Star* nach der Corona-Pandemie und dem Russland-Ukraine-Konflikt aufgrund starker fiskalischer Anreize, des hohen Bedarfs an Investitionen in die grüne Transformation und in die Verteidigung sowie der zunehmenden Fragmentierung der Weltwirtschaft leicht gestiegen sein könnte (oder wahrscheinlich steigen wird). Darüber hinaus könnten die von Donald Trump angekündigten fiskalpolitischen Maßnahmen in Verbindung mit den geopolitischen Unsicherheiten und den angekündigten Zöllen sowie die erwartete Deregulierung des Bankensektors tendenziell zu einem weiteren Anstieg von *R-Star* führen.

Im Euroraum hingegen könnte die Aussicht auf eine anhaltend leicht restriktive Fiskalpolitik die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpfen und damit die Investitionen belasten, was Abwärtsdruck auf *R-Star* ausüben dürfte. Insbesondere nach dem Wahlsieg von Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen dürfte dies jedoch durch den zunehmenden Druck auf die EU-Mitgliedstaaten, die Staatsausgaben zu erhöhen, weitgehend kompensiert werden. Vor allem der Verlust an globaler Wettbewerbsfähigkeit der Industrie im Euroraum muss wirksam bekämpft werden. Ein Festhalten am Status quo könnte die Fähigkeit der Region gefährden, ihr wirtschaftliches und sozioökonomisches Modell langfristig aufrechtzuerhalten. Die größte Herausforderung wird es sein, einen Konsens über die geeigneten Finanzierungsinstrumente zur Bewältigung dieser strategischen Herausforderung zu finden.

Mit Blick auf 2025 untermauern die Auswirkungen eines höheren *R-Star* unsere Erwartung, dass die Fed die Zinssenkungen früher als bisher erwartet auslaufen lassen wird. Ein Leitzins von 4% wäre zwar immer noch

restriktiv, aber nicht sehr *restriktiv* (insbesondere, wenn die Inflationserwartungen steigen, was den realen Leitzins senken würde). Wir erwarten hingegen, dass die EZB an ihrem Plan festhält, ihren restriktiven Kurs relativ bald aufzugeben und allmählich zu einem moderat akkommodierenden Kurs überzugehen. Die kurzfristige Divergenz von *R-Star* zwischen den USA und dem Euroraum könnte jedoch im Laufe der Zeit in Frage gestellt werden, da stark integrierte Finanzmärkte bedeuten, dass *R-Star* langfristig eher ein globales als ein regionales Konzept ist.

Für die Märkte würde ein höheres Haushaltsdefizit in den USA das Risiko einer Neubewertung der *Laufzeitprämie*

mit sich bringen, was zu einer steileren *Renditekurve* führen würde. Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt (in seinem Fiscal Monitor vom April 2024), dass ein Anstieg des *US-Primärdefizits* um 1 Basispunkt zu einem Anstieg der Laufzeitprämie um 11 Basispunkte führen würde. Dies ist wahrscheinlich eine Untergrenze, da die Anleger über die Tragfähigkeit der US-Verschuldung besorgter sein dürften als in der IWF-Stichprobe. Zudem ist der Anteil der Anleger in US-Staatsanleihen (einschließlich der Fed), die weniger empfindlich auf Preisänderungen reagieren, auf nur 35% gesunken.

Ein Faktor, der die unterschiedlichen fiskalischen Aussichten in den USA und im Euroraum (teilweise) ausgleichen könnte, ist die Tatsache, dass die Fed-Bilanz Anfang nächsten Jahres voraussichtlich nicht weiter schrumpfen wird, während die EZB ihren Bilanzabbau durch den vollständigen Verkauf der Vermögenswerte ihres *Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)* beschleunigen dürfte. Insgesamt deuten die unterschiedlichen fiskalpolitischen Aussichten und ihre Auswirkungen auf *R-Star* jedoch auf größere Renditeaufschläge hin, möglicherweise auch bei langen Laufzeiten. Wir sehen auch die Gefahr von periodisch höherer Volatilität in den USA im Vergleich zum Euroraum, da sich der Schuldenbegrenzungsmechanismus in den USA als unwirksam erwiesen hat. Die Aufgabe, die Haushaltsdisziplin der Regierung durchzusetzen, wird in gewisser Weise dem Markt überlassen.

Es bleibt abzuwarten, ob sich die hohe Emissionstätigkeit nur auf US-Staatsanleihen auswirkt oder auch zu einer Abwertung des US-Dollars führt, um den Investoren einen gewissen Risikoausgleich zu bieten. Wir halten eine deutliche Abwertung des US-Dollars für unwahrscheinlich, da erstens der US-Dollar nach wie vor eine wichtige Rolle im internationalen Handel spielt, zweitens mehr als die Hälfte der weltweiten Devisenreserven auf den US-Dollar entfallen und drittens die Rolle ausländischer Investoren bei der Aufnahme von US-Dollar-Schuldtiteln im Zeitablauf zugunsten inländischer Investoren abgenommen hat.

Ein Festhalten am Status quo könnte die Fähigkeit des Euroraums gefährden, sein wirtschaftliches und sozioökonomisches Modell langfristig aufrechtzuerhalten



2

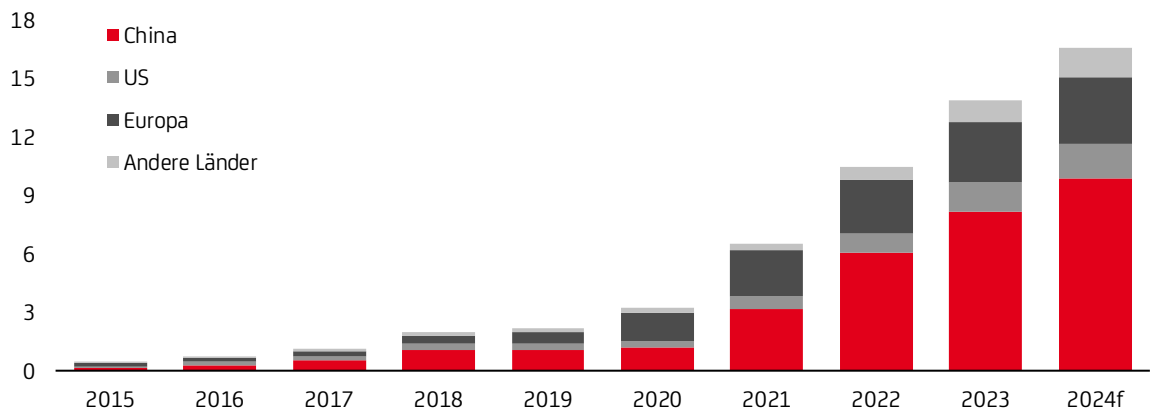
China setzt Europas Automobilsektor unter Druck, aber das Rennen hat gerade erst begonnen

Angetrieben von massiven technologischen Veränderungen, wie der Umstellung auf umweltfreundliche Technologien und der zunehmenden Bedeutung von Konnektivität, durchläuft die Autoindustrie derzeit den tiefgreifendsten Wandel ihrer Geschichte. Der weltweite Absatz von Elektrofahrzeugen wird 2024 voraussichtlich 16 Mio. Einheiten überschreiten und damit einen neuen Rekordwert erreichen (siehe Grafik 5.2). Chinesische Autohersteller liegen dabei vorne und werden wahrscheinlich fast 10 Mio. E-Fahrzeuge verkaufen, was einem weltweiten Marktanteil von etwa 60% entsprechen würde. Im Gegensatz dazu verlieren die Autohersteller aus Europa an Boden. Erwartet wird, dass sie in diesem Jahr nur etwa 3,5 Mio. E-Fahrzeuge verkaufen werden, was einem weltweiten Marktanteil von etwa 20% entspricht.

Wir gehen davon aus, dass die europäische Autoindustrie in den Jahren 2025-26 weiter „stottern“ wird, da sie vor erheblichen strukturellen Herausforderungen steht. Dies gilt insbesondere für die deutschen Autohersteller. Zu diesen Herausforderungen gehören die Notwendigkeit, die Produktionskosten zu senken, da chinesische Hersteller von niedrigeren Lohnkosten, Skaleneffekten und staatlichen Subventionen profitieren; die Notwendigkeit, sich teilweise vom teuren Premium-Segment abzuwenden und erschwinglichere E-Modelle anzubieten; der Nachholbedarf bei Software und Konnektivität sowie die Bewältigung der globalen Dominanz chinesischer Batteriehersteller. Darüber hinaus wird der Strukturwandel hin zu E-Fahrzeugen die Automobilzulieferer in Deutschland und Osteuropa, die sich auf die Produktion von Verbrennungsmotoren spezialisiert haben, unter Druck setzen. Wichtig in diesem Zusammenhang: Für Elektromotoren werden nur etwa 20 Teile benötigt, verglichen mit den mehr als 2.000 Komponenten, aus denen Verbrennungsmotoren bestehen. Schließlich könnten höhere US-Zölle auf Autos (aufgrund des Fokus des designierten Präsidenten Trump auf deutsche Marken) die positiven Auswirkungen niedrigerer Inflationsraten und weiterer Zinssenkungen der Zentralbanken dämpfen.

GRAFIK 5.2: CHINESISCHE AUTOHERSTELLER AUF DER ÜBERHOLSPUR

Globale Verkäufe von Elektroautos (PKW in Mio.) nach Markt/Region der Zentrale des Herstellers



Quelle: BNEF, Bundesbank, UniCredit Group Investment Strategy; Beobachtungszeitraum 2015-2024 bzw. 2022

Wir glauben jedoch, dass es auch Hoffnungsschimmer für die europäische Autoindustrie in den Jahren 2025-26 geben wird. Zunächst einmal werden die negativen Auswirkungen höherer US-Zölle dadurch gedämpft, dass viele deutsche Autohersteller in den USA ansässig sind und ihre Produkte direkt dort produzieren und verkaufen können. Die in deutschem Besitz befindlichen Tochtergesellschaften in den USA verkauften Autos



Die Flexibilität des deutschen Wirtschaftsmodells sollte nicht unterschätzt werden



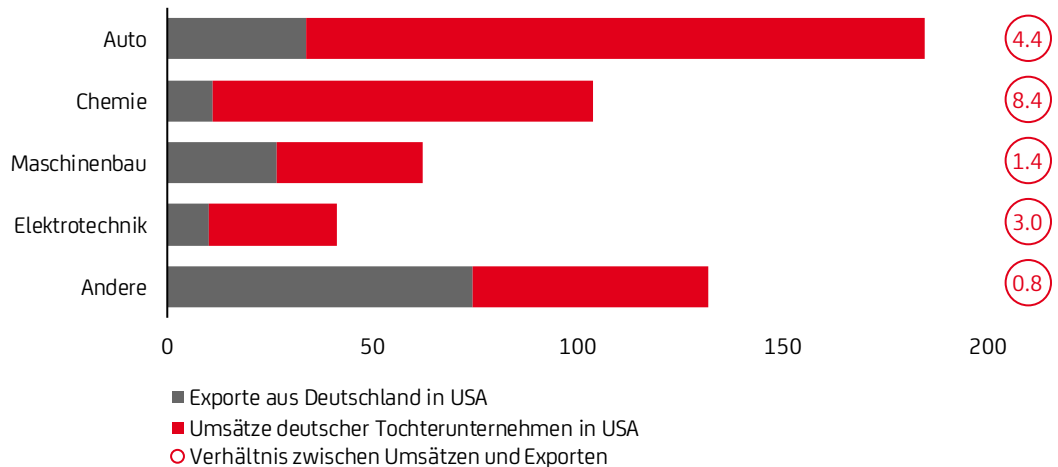
und Autoteile im Wert von rund 150 Mrd. Euro pro Jahr, während die Exporte aus Deutschland in die USA nur 34 Mrd. Euro betragen (Daten für 2022, siehe Grafik 7.3 rechts). Darüber hinaus sollte die Flexibilität des deutschen Wirtschaftsmodells mit seiner Sozialpartnerschaft zwischen Gewerkschaften und Arbeitgebern nicht unterschätzt werden. In den vergangenen Jahrzehnten wurden Krisenzeiten, wie nach der deutschen Wiedervereinigung in den 1990er Jahren und die globale Finanzkrise 2008/09, durch Kompromisse überwunden. Beispiele dafür sind die Senkung der Arbeitskosten im Gegenzug für Arbeitsplatzgarantien und die Verkürzung der Arbeitszeiten. Positiv zu vermerken ist auch, dass die deutschen Autoproduzenten im Bereich der Elektro-/Hybrid-Antriebstechnik schnell aufgeholt und inzwischen sogar mehr Patente angemeldet haben als ihre Wettbewerber. Darüber hinaus dürften die kürzlich eingeführten EU-Zölle auf chinesische Marken den Preisunterschied zwischen chinesischen Elektroautos und ihren europäischen Konkurrenten verringern, obwohl das Risiko besteht, dass die chinesische Politik Gegenmaßnahmen

ergreift und den Verkauf von Autos aus der EU in China behindert. Während wir keine Eskalation des Zollstreits zwischen der EU und China erwarten, dürften chinesische Marken die lokale Produktion in der EU für europäische Märkte erhöhen, um Importzölle zu vermeiden. Protektionistische EU-Handelsmaßnahmen könnten auch das *Nearshoring* der Autoproduktion fördern, was für die Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa besonders wichtig sein könnte, da sie versuchen, ausländische Direktinvestitionen durch niedrigere Arbeitskosten und Unternehmenssteuern anzuziehen.

Über 2025-26 hinaus sind unsere langfristigen Erwartungen für die europäische Autoindustrie konstruktiv. Chinesische Marken haben zwar derzeit einen starken Wettbewerbsvorteil, stehen aber auch vor Problemen wie erheblichen Überkapazitäten in der Produktion. Eine koordinierte Politik auf EU-Ebene, die die Automatisierung und die Entwicklung der Ladeinfrastruktur fördert, könnte ebenfalls dazu beitragen, die Engpässe bei Angebot und Nachfrage zu verringern. Schließlich ist der technologische Wettlauf auf dem globalen Automarkt noch lange nicht vorbei, sondern hat gerade erst begonnen. Neue massive technologische Veränderungen stehen noch bevor und werden über Gewinner und Verlierer entscheiden. Beispiele dafür sind die rasante Entwicklung der Batterietechnologie und die Verbesserung der Reichweite, Fortschritte bei der Konnektivität, dem *Internet der Dinge (IoT)* und der Künstlichen Intelligenz (KI), der Aufstieg autonomer Fahrzeuge und noch größere Anstrengungen zur Erreichung von Nachhaltigkeit durch die Erhöhung der Langlebigkeit von Autoteilen.

GRAFIK 5.3: AUTOVERKÄUFE IN DEN USA ÜBERSTIEGEN AUSFUHREN AUS DEUTSCHLAND DEUTLICH

UMSÄTZE VON DT. TOCHTERUNTERNEHMEN IN DEN USA BZW. AUSFUHREN IN DIE USA (IN MRD. EURO, DATEN VON 2022)



Quelle: BNEF, Bundesbank, UniCredit Group Investment Strategy; Beobachtungszeitraum 2015-2024 bzw. 2022



3

Wir sehen keine KI-Blase

Die Einführung von ChatGPT im November 2022 war eine Manifestation für das immense Potenzial von Künstlicher Intelligenz (KI). In den vergangenen zehn Jahren entwickelten sich neue KI-Anwendungen rasant (in so unterschiedlichen Bereichen wie Marketing, Pharmazie, Gesundheitswesen, Risikomanagement sowie Produkt- und Dienstleistungsentwicklung), befeuert durch massive private Investitionen in KI. Diese beliefen sich zwischen 2021 und 2023 auf durchschnittlich 110 Mrd. US-Dollar pro Jahr (siehe Grafik 7.1), wobei insbesondere das Wachstum der *generativen KI* beeindruckend war.

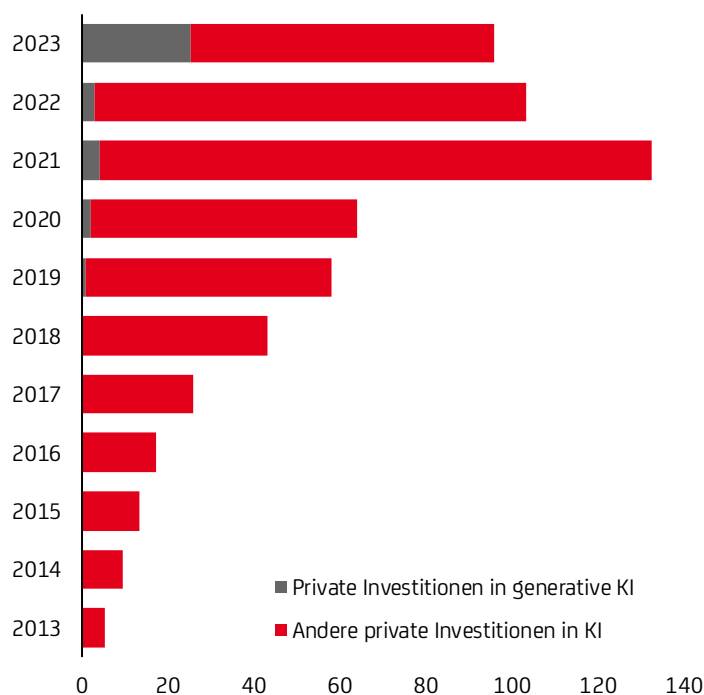
Große technologische Meilenstein-Innovationen, die zu Produktionsmethoden führen, die eine langfristige und bedeutende Auswirkung auf das *Gesamtsystem* haben, werden als Allzwecktechnologien bezeichnet. In der Vergangenheit führte das Aufkommen neuer Allzwecktechnologien, wie die Einführung der Elektrizität in den 1920er Jahren oder der Informationstechnologie in den 1990er Jahren, zunächst zu einem Anstieg der Investitionen um 3-4% des BIP, wobei die Arbeitsproduktivität fünf oder sechs Jahre später zunahm. Die Vergangenheit zeigt auch, dass sich neue Technologien weiterentwickeln, verbessern und weniger kostspielig werden. Mit Blick auf die Künstliche Intelligenz könnte der derzeitige hohe Energiebedarf durch technologische Fortschritte gesenkt werden.

In den letzten Monaten wuchs die Sorge, dass die privaten KI-Investitionen die Erträge von KI-Unternehmen übersteigen werden, was negative Auswirkungen auf das künftige Potenzial von KI-Aktien haben dürfte. Wir teilen diese Sorgen nicht: Die Nachfrage nach generativen KI-Produkten steigt ungebremst, und große US-Unternehmen wie Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta Platforms und Nvidia gehören zu den größten Nutznießern, da Unternehmen immer mehr Aufgaben in die *Cloud* verlagern.

Um die starke Entwicklung der großen KI-Unternehmen besser zu veranschaulichen, haben wir einen KI-Large-Cap-Index erstellt, der die oben genannten US-Unternehmen, gewichtet nach ihrer Marktkapitalisierung, enthält. Die Indexentwicklung zeigt, dass die zugrunde liegende Ertragsstory der großen KI-Unternehmen intakt ist. Seit 2018 hat der Index um 375% zugelegt, wobei die Gewinne auf Basis des 12M Forward-KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis, für dessen Berechnung die prognostizierten Gewinne in den nächsten 12 Monaten verwendet werden) um 350% gestiegen sind (im Vergleich zu nur 80% für den S&P 500, siehe Grafik 7.2). Für

die kommenden 12 Monate erwartet der *Konsensus* (Bloomberg) einen weiteren Anstieg der Gewinne um 45%. Die fünf genannten Unternehmen erwirtschafteten im dritten Quartal 2024 einen Nettogewinn von insgesamt rund 100 Mrd. US-Dollar. Diese Zahlen rechtfertigen das aktuelle KGV von 27 für unseren KI-Index und verdeutlichen den enormen Unterschied zu früheren Hausse-Phasen wie der Dotcom-Blase der frühen 2000er Jahre, als die größten Technologieführer zu dieser Zeit mit einem KGV von 52 fast doppelt so hoch gehandelt wurden, oder der japanischen Finanzblase von 1989, als das durchschnittliche KGV einen Höchststand von 67 erreichte. Erwähnenswert ist auch, dass einige der Unternehmen, die derzeit in der KI-Ära dominieren, insofern ungewöhnlich sind, als sie auch zu den Spitzenunternehmen der letzten Technologiewelle, der Dotcom-Blase, gehörten. Ihre Größe und hohe Rentabilität haben sie in eine einzigartige Position gebracht, um neue und investitionsintensive Technologien im Zusammenhang mit KI zu entwickeln. Obgleich die Bewertungen nach unserer Einschätzung derzeit nicht überzogen hoch sind, haben sie das Potenzial, für erhöhte Volatilität zu sorgen. Aufgrund der hohen Marktkonzentration in diesem Segment wirkt sich das auch auf den Gesamtmarkt aus.

GRAFIK 5.4: PRIVATE KI-INVESTITIONEN IN MRD. US-DOLLAR



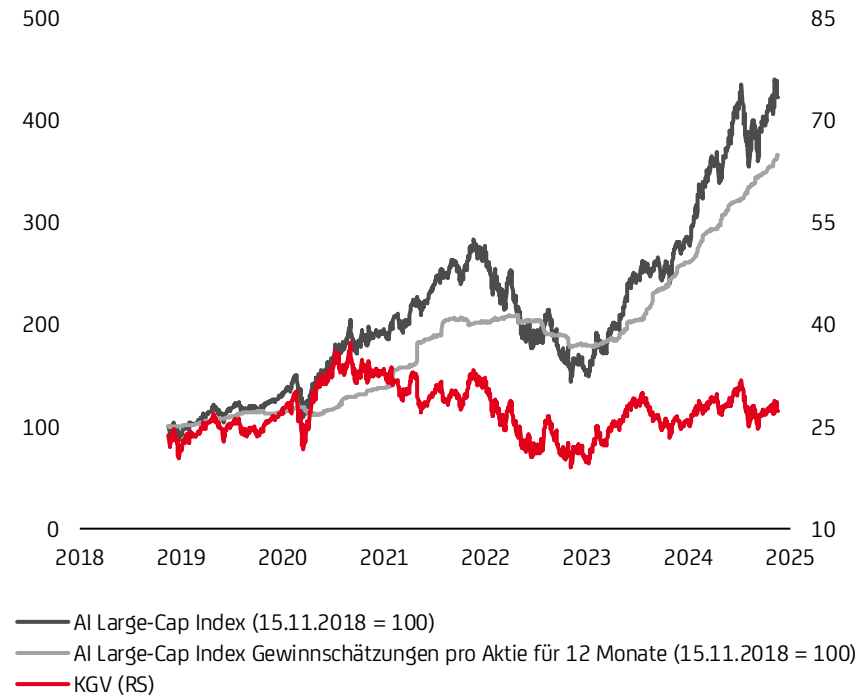
Hinweis: Aufgrund der Corona-Pandemie wurden einige Investitionsprojekte von 2020 in die Folgejahre verschoben.

Quelle: Stanford University 2024 AI Index Report, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 01/2013-12/2023



GRAFIK 5.5: DER AI LARGE-CAP-INDEX IST DURCH ZUGRUNDE LIEGENDES GEWINNWACHSTUM GUT UNTERSTÜTZT

KGV (BASIEREND AUF GEWINNSCHÄTZUNGEN PRO AKTIE FÜR 12 MONATE)



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei einer Anlage in Fremdwährung kann die Rendite auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.11.2018-15.11.2024

Ein Hindernis für weiteres Wachstum der KI wird zunehmend die Nachfrage nach knappen Ressourcen sein. Die KI hat einen enorm hohen Energiebedarf. Bereits heute haben die US-Versorgungsunternehmen mit dem Anstieg des Energiebedarfs für den Betrieb von KI-Programmen und Rechenzentren zu kämpfen, der laut der Internationalen Energieagentur (IEA) bis 2026 5-6% der gesamten Stromerzeugung in den USA und Europa ausmachen wird (verglichen mit knapp 4% im Jahr 2022). Die Entwicklung der KI belastet dabei auch einige regionale Wasserversorgungen für die Kühlung der Geräte und wird voraussichtlich zu einem weiteren Anstieg des Elektronikmülls führen. Dies bringt eine Verschlechterung des ESG-Profiles der KI-Pioniere mit sich – und mit Blick auf Regulierung und Investoreninteresse das Potenzial für Rückschläge. Angesichts gesellschaftlicher und klimabezogener Bedenken könnten die Verbraucher auch geneigt sein, ihre Nutzung von KI-Anwendungen einzuschränken, und die optimistischen Wachstumsprognosen dadurch in Frage stellen.

Angesichts der zentralen Bedeutung von Halbleitern für die Entwicklung von KI könnte die zweideutige Haltung des designierten US-Präsidenten Donald Trump in Bezug auf die Verteidigung des politischen Status Taiwans, das sich als Zentrum der globalen Chipproduktion etabliert hat, eine Quelle der Volatilität für Technologie-Aktien sein. Dies war etwa im vergangenen Sommer zu beobachten, als

der designierte US-Präsident die strategische Bedeutung der Insel mit den Worten herunterspielte: "Taiwan ist 9.500 Meilen (von den USA) entfernt. Es ist 68 Meilen von China entfernt".

Auch die allgemeine Akzeptanz in der Gesellschaft könnte das Wachstum der KI-Technologie bremsen – insbesondere im Hinblick darauf, dass Letztere potenziell Arbeitsplätze gefährdet. Die Politik wird die Entwicklung und die Auswirkungen der KI genau beobachten und sowohl Chancen als auch Gefahren bewerten, wenn sie über die künftige Regulierung der KI nachdenkt. Da die technologischen Fortschritte im Bereich der generativen KI und deren Einsatz noch sehr jung sind, erfassen die Beobachtungen auf Mikro- oder Branchenebene hauptsächlich die Auswirkungen auf frühe Anwender und diejenigen, die mit Spezialaufgaben betraut sind. Sie weisen damit wahrscheinlich auf kurzfristige Effekte hin. Die langfristigen Auswirkungen der KI auf das Produktivitätswachstum auf Makroebene werden jedoch vom Umfang der Nutzung und der erfolgreichen Integration der Technologie in die Geschäftsprozesse abhängen. Wir glauben nicht, dass eine umfassendere Einführung von KI durch Nicht-Technologie-Unternehmen kurzfristig ansteht – eher über einen Zeitraum von fünf bis zehn Jahren. Mehrere Wirtschaftswissenschaftler bezweifeln im Übrigen die langfristigen positiven Auswirkungen von KI auf die Produktivität: Sie sind skeptisch, inwieweit die Automatisierung von Arbeit kosteneffizient sein wird.

Wir sind optimistischer und glauben, dass KI eine transformative Technologie mit weitreichenden Anwendungsmöglichkeiten ist und dazu beitragen wird, die Umsatzströme der in diesem Bereich tätigen Unternehmen zunehmend zu beschleunigen. Sie wird in erster Linie die Effizienz bestehender Arbeitsprozesse erhöhen, indem sie Aufgaben automatisiert oder Arbeitnehmer, die diese Aufgaben ausführen, produktiver macht. Damit birgt sie das Potenzial, Unternehmen effizienter und rentabler zu machen, was dem Aktienmarkt im nächsten Jahrzehnt zusätzliche Ertragsimpulse verleihen sollte. Unserer Ansicht nach rechtfertigt dieser technologische Megatrend die aktuellen Bewertungen von KI-Unternehmen. Da sich die Technologie jedoch weiterentwickelt, wird es Gewinner und Verlierer in der Branche geben – und die heutigen Marktführer (insbesondere bei Halbleiter-Hardware) sind möglicherweise nicht die Marktführer der Zukunft.

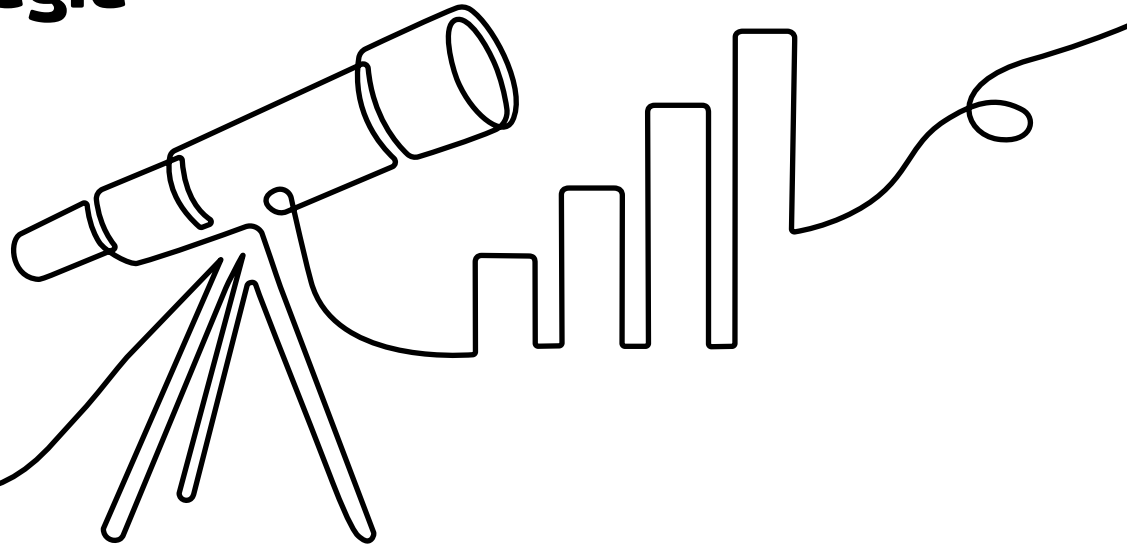


**Wir halten
KI für eine
transformative
Technologie**





Anlage- strategie



EDITOREN

Tobias Keller

Elia Lattuga

AUTOREN

Alessandro Caviglia
(CIO, Italy)

Philip Gisdakis
(CIO, Germany)

Oliver Prinz
(CIO, Austria)

Tobias Keller

Elia Lattuga

Sicht der CIOs

Jeder Konjunkturzyklus ist anders, aber bestimmte Muster neigen dazu, sich im Laufe der Zeit zu wiederholen. Da große Teile der Wirtschaft nach wie vor Merkmale eines Spätzyklus aufweisen, etwa eine restriktive Geldpolitik und angespannte Arbeitsmärkte, würde der traditionelle vierstufige Konjunkturzyklus (Aufschwung, Hochkonjunktur, Abschwung, Konjunkturtief) eine bevorstehende Rezession nahelegen. Das gesamtwirtschaftliche Bild stützt jedoch unsere Ansicht, dass die Weltwirtschaft im Jahr 2025 moderat wachsen und das Wachstum sich ab 2026 beschleunigen dürfte, wobei die Unternehmensgewinne steigen, die Kreditnachfrage zunimmt und sich die Geldpolitik in den neutralen Bereich bewegen sollte.

In der Vergangenheit brachte ein solches Umfeld mit moderatem Wachstum, abkühlender Inflation und sinkenden Leitzinsen, insbesondere wenn es mit dynamischen technologischen Innovationen einhergeht, in der Regel eine positive Entwicklung auf den Aktienmärkten und allgemein günstige Bedingungen für Anleihen mit sich. Daher ist unser Ausblick für 2025 von vorsichtigem Optimismus geprägt. Ein gewisses Maß an Vorsicht scheint jedoch gerechtfertigt, da verschiedene Elemente, darunter strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft und externe Faktoren, die Marktaussichten unsicherer machen.

Während der potenzielle Ertrag von Bareinlagen angesichts sinkender Zinssätze fallen dürfte, lässt uns der Konjunkturzyklus, bei unserer Investitionsallokation selektiv und umsichtig bleiben und Strategien verfolgen, welche die Widerstandsfähigkeit des Portfolios erhöhen. Dementsprechend bevorzugen wir in allen Anlageklassen Vermögenswerte von hoher Qualität und Liquidität. Wir sehen uns jedoch auch gut positioniert, um Opportunitäten zu nutzen, wenn die Marktvolatilität zu Bewertungen führt, die über den Fundamentaldaten liegen oder diesen nicht entsprechen.

Vermögensallokation

UNSERE POSITIONIERUNG

	UNTER- GEWICHTEN	NEUTRAL GEWICHTEN	ÜBER- GEWICHTEN
AKTIEN GLOBAL		●	
US-AKTIE		●	
AKTIEN EUROPA	●		
ASIEN-PAZIFIK-AKTIE (INDUSTRIELÄNDER) ¹			●
SCHWELLENLÄNDER-AKTIE		●	
GLOBALE ANLEIHEN²			●
EWU STAATSANLEIHEN		●	
NICHT-EWU STAATSANLEIHEN		●	
EURO UNTERNEHMENSANLEIHEN (IG) ³			●
EURO UNTERNEHMENSANLEIHEN (HIGH YIELD)	●		
SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG)			●
SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG)			●
GELDMARKT/LIQUIDITÄT	●		
ALTERNATIVE ANLAGEN		●	
ROHSTOFFE		●	
ERDÖL		●	
GOLD		●	

1. Australien, Hongkong, Japan, Neuseeland, Singapur

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

3. Mit guter Bonität (Investment Grade)

– UNTERGEWICHTEN
 = NEUTRAL GEWICHTEN
 + ÜBERGEWICHTEN



Vermögensallokation im Detail



Globale Aktien

Das makroökonomische Umfeld sollte risikoreiche Anlagen in den kommenden Quartalen weiterhin unterstützen. Die nachlassenden Inflationsrisiken ermöglichen es den wichtigsten Zentralbanken (wie EZB oder Fed), ihre Geldpolitik vor dem Hintergrund eines moderaten globalen Wirtschaftswachstums zu lockern. Ein verbessertes Gewinnwachstum ebnet den Weg für interessante Renditeaussichten bei globalen Aktien. Auf regionaler und sektoraler Ebene könnte die Sensitivität gegenüber den potenziellen Auswirkungen politischer und geopolitischer Entwicklungen für erhöhte Volatilität sorgen und eine gewisse Differenzierung der Anlageansichten innerhalb der Anlageklasse erfordern. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass der Markt dauerhaft unter Druck geraten wird, und bekräftigen unsere konstruktive Einschätzung globaler Aktien.

US-Aktien

Die US-Wirtschaft hat sich 2024 als widerstandsfähiger erwiesen als erwartet, und die positive Dynamik dürfte sich 2025 fortsetzen, auch wenn der private Konsum allmählich nachlässt. Wir erwarten kein „Hard Landing“, sondern eher ein ordentliches Wirtschaftswachstum im Jahr 2025 und eine weitere Beschleunigung im Jahr 2026. US-Aktien dürften von der Aussicht auf eine marktfreundlichere Politik (unter der neuen US-Regierung) unterstützt werden und ein besseres Risiko-Ertrags-Verhältnis aufweisen als andere Regionen, die relativ stärker von geopolitischen Spannungen und Zollrisiken betroffen sind. Die Aktienbewertungen haben sich allerdings ausgeweitet und dürften nur noch begrenztes Aufwärtspotenzial haben. Zudem ist das Konzentrationsrisiko in den US-Indizes zu beobachten.

Aktien Europa

Das globale Aktienumfeld sollte europäischen Aktien eine gewisse Unterstützung bieten, aber Faktoren wie das schwache Wachstum und der Außenhandel werden in nächster Zeit wahrscheinlich nicht für Rückenwind sorgen. Das BIP-Wachstum dürfte in den nächsten zwei Jahren unter dem Potenzial bleiben, wobei die Abwärtsrisiken aufgrund der Handelskonflikte und der geopolitischen Unsicherheit überwiegen. Die günstigen Inflationsaussichten werden es der EZB ermöglichen, ihre Geldpolitik in Richtung eines neutralen Niveaus zu bewegen. Niedrige Aktienbewertungen und moderate Gewinnwachstumserwartungen könnten interessante Einstiegspunkte bieten, wobei eine sorgfältige Selektion von Einzeltiteln und Sektoren dabei an Bedeutung zunehmen dürfte.

Asien-Pazifik-Aktien (Industrielländer)

Japan befindet sich weiterhin in einem mittel- bis langfristigen Strukturwandel. Wir gehen davon aus, dass das japanische Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr an Schwung gewinnen wird, während die Bank of Japan (BoJ) ihre Geldpolitik weiter normalisieren und die Zinsen schrittweise anheben dürfte. Der Rückgang der Zinsdifferenz dürfte eine moderate Erholung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar und dem Euro begünstigen. Dies sollte im Laufe der Zeit zu einer Stimmungsaufhellung im Inland beitragen, die Exporteinnahmen aber belasten. Die Positionierung von Anlegern und Investoren gegenüber dem japanischen Yen ist ausgewogener als in der Vergangenheit, was die Volatilität begrenzen dürfte. Aktien des pazifischen Raums erscheinen relativ günstig bewertet und bieten Diversifizierungsvorteile innerhalb eines globalen Aktienportfolios, wenngleich Währungsunsicherheiten bestehen bleiben.

Schwellenländer-Aktien

Ein moderates globales Wachstum und das Risiko zunehmender Handelshemmnisse rechtfertigen eine gewisse Vorsicht bei Schwellenländeraktien. In China dürfte sich die strukturelle Verlangsamung des Wirtschaftswachstums fortsetzen, während die Erwartungen einer deutlichen fiskalpolitisch induzierten Wachstumsbeschleunigung zurückgeschraubt werden. Fiskal- und geldpolitische Maßnahmen könnten die finanziellen Risiken dämpfen und angesichts der im Vergleich zu anderen Anlageregionen deutlich schlechteren Wertentwicklung der letzten Jahre sowie der niedrigen Bewertungen zu einer Erholung beitragen. Mit Blick auf Schwellenländern-Aktien betonen wir weiterhin die Notwendigkeit einer selektiven Vorgehensweise nach Ländern und Sektoren.

UNTERGEWICHTEN **NEUTRAL GEWICHTEN** **ÜBERGEWICHTEN**





GLOBALE ANLEIHEN

Die weltweiten Anleiherenditen bewegen sich weiterhin auf einem interessanten Niveau. Geringere Inflationsrisiken und die Aussicht auf weitere Zinssenkungen durch die großen westlichen Zentralbanken dürften unterstützend wirken. Es mehren sich die Anzeichen, dass erstklassige festverzinsliche Wertpapiere ihren Diversifizierungsvorteil gegenüber Aktien wiedererlangt haben, und die *Korrelationen* zwischen Anleihen und Aktien könnten weiter sinken, wenn sich der Fokus der Märkte von der Inflation wieder auf das Wirtschaftswachstum verlagert. Die *Terminkurven* deuten bereits auf eine deutliche Neubewertung der kurzfristigen Zinssätze hin und könnten das Ertragspotenzial von Anleihen begrenzen, zu dem unseres Erachtens hauptsächlich der *Carry* beiträgt. Die Entwicklungen an den US-Anleihemärkten könnte die Anlageklasse belasten.



EWU-STAATSANLEIHEN

Bei der Eindämmung der Inflation im Euroraum wurden erhebliche Fortschritte erzielt, das BIP-Wachstum war in den letzten Quartalen allerdings eher bescheiden. Der Aufschwung wird wahrscheinlich vorerst schleppend bleiben. Dies sollte es der EZB ermöglichen, ihre Geldpolitik weiter zu lockern, was zu einem positiven Umfeld für *EWU*-Staatsanleihen und einer gewissen Versteilerung der Renditekurve (d.h. einer Ausweitung der Renditedifferenz zwischen Anleihen mit kürzerer und längerer Laufzeit) beitragen würde. Sollten die Zinsen weniger deutlich fallen als erwartet und die Renditen steigen, könnte dies die Anlageklasse belasten (Risikoszenario).



NICHT-EWU STAATSANLEIHEN

Das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich überraschend positiv entwickelt und dürfte weiterhin stabil bleiben, wenn auch langsamer. Die Inflationsrisiken scheinen unterdessen weitgehend eingedämmt. Die Märkte preisen eine gewisse Normalisierung der Leitzinsen (d.h. Zinssenkungen) in den kommenden Quartalen ein, was ein grundsätzlichlich positives Umfeld schafft und eine Versteilung der Kurve mit sich bringen könnte. Interessante Renditeniveaus und das potenziell absichernde Verhalten von US-Staatsanleihen im Falle einer unerwartet starken Konjunkturabschwächung oder zunehmender Marktspannungen sollten die Nachfrage stützen. Falls die fiskalischen und/oder inflationären Risiken in den USA jedoch zunehmen, würde dies insbesondere längerfristige Anleihen belasten.



EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN MIT GUTER BONITÄT (INVESTMENT GRADE)

Die Fundamentaldaten europäischer Unternehmen mit Investment-Grade-Rating (IG, gute Bonität) werden durch gesunde Bilanzen gestützt. Der Verschuldungsgrad liegt unter dem langjährigen Durchschnitt, die Gewinne sind höher als ursprünglich erwartet und die Liquidität ist nach wie vor hoch. Der Kreditzyklus geht in seine Erholungsphase über (siehe auch Teil Märkte), in der sich die Unternehmen tendenziell auf ihre Liquidität achten, was für zusätzlichen Rückenwind sorgen könnte. Allerdings dürften sich die Kreditrisikoprämien in den kommenden Monaten jedoch nur in bescheidenem Umfang weiter einengen, sodass der *Carry* der wichtigste Faktor für die Gesamrendite bleibt. Ein Szenario mit Stagnation bzw. Rezession im Euroraum könnte die Anlageklasse ebenso belasten wie ein deutlicher Anstieg der langfristigen Renditen.



HOCHVERZINSLICHE EURO UNTERNEHMENSANLEIHEN

Eine allmähliche Erholung des Wirtschaftswachstums im Euroraum im Jahr 2025 dürfte hochverzinsliche Unternehmensanleihen (High Yield, HY) stützen. Ihre Kreditrisikoprämien liegen jedoch am unteren Ende ihrer historischen Spanne, und die Emittenten werden in den nächsten zwei Jahren einen großen Teil ihrer Gesamtverschuldung refinanzieren müssen. Darüber hinaus macht die geringe Liquidität von HY-Anleihen diese in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus weniger interessant.



SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG)

Interessante Anleiherenditen und das sich aus dem Zinseinkommen ergebende Ertragspotenzial können Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern zu einer Beimischung in einem diversifizierten Portfolio machen. Globale geldpolitische Impulse dürften für einen gewissen Rückenwind sorgen, während die fundamentale Unterstützung durch einen schwächeren US-Dollar in den kommenden Quartalen begrenzt sein dürfte. Währungsabgesicherte Strategien können eine Möglichkeit darstellen, mögliche Währungsverluste einzudämmen.



UNTERGEWICHTEN



NEUTRAL GEWICHTEN



ÜBERGEWICHTEN



+ SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG)

Die abkühlende Inflation hat in vielen Ländern weltweit den Weg für eine Anpassung der Geldpolitik geebnet, was grundsätzlich zu einem besseren Umfeld für festverzinsliche Anlagen beiträgt. Schwellenländeranleihen in lokaler Währung bieten nach wie vor interessante Renditen, wenn auch nicht mehr in dem Umfang wie noch vor einigen Quartalen. Geopolitische Spannungen und Zölle könnten allerdings für Gegenwind in den Schwellenländern sorgen. Währungsabgesicherte Strategien können ggf. dazu beitragen, mögliche Währungsverluste zu begrenzen.



GELDMARKT/LIQUIDITÄT

Die großen westlichen Zentralbanken haben ihre geldpolitischen Lockerungszyklen eingeleitet und dürften die Leitzinsen schrittweise in den neutralen Bereich senken. Während erstklassige kurzfristige Anlagen angesichts der anhaltenden Risiken weiterhin ein gewisses Absicherungspotenzial bieten, haben sich die Renditeaussichten in den letzten Monaten verschlechtert und die Wiederanlagerisiken erhöht. Wir sind der Meinung, dass andere festverzinsliche Segmente ein interessanteres Renditepotenzial bieten.



ALTERNATIVE ANLAGEN

Das Diversifizierungspotenzial dieser Anlageklasse bleibt ihr Hauptmerkmal. Auch wenn die Inflationsrisiken nachgelassen haben, bieten Realwerte eine Absicherung gegen eine erneute Beschleunigung des Preisdrucks (was allerdings nicht unser Basisszenario darstellt).



ROHSTOFFE

= ERDÖL

Angesichts des reichlichen Erdölangebots in den USA und der eher schwachen Nachfrageaussichten, welche die *OPEC+* dazu zwingen könnten, eine Rücknahme ihrer Förderkürzungen im nächsten Jahr erneut zu überdenken, dürfte der *Brent*-Preis bis Ende 2025 um die jüngsten Niveaus herum schwanken. Ein umfassenderer Konflikt in Nahost würde die Erdölpreise wahrscheinlich erheblich in die Höhe treiben, während eine nachhaltige Deeskalation und eine spürbare Abschwächung der Weltwirtschaft (die allerdings nicht unser Basisszenario darstellt) Abwärtsdruck auf die Rohölpreise ausüben könnten.

= GOLD

Nach der diesjährigen Goldpreis-Rallye, die durch die Nachfrage vieler Zentralbanken und der Privatanleger angekurbelt wurde, ist das Risiko von Gewinnmitnahmen gestiegen. Die anhaltende geopolitische Unsicherheit dürfte weiterhin zur Goldnachfrage beitragen. Niedrigere Anleiherenditen und ein etwas schwächerer US-Dollar sollten das Abwärtspotenzial des Goldpreises eindämmen. Sofern es jedoch nicht zu einer erheblichen Eskalation der geopolitischen Spannungen, einem Inflationsschub oder einer drastischen Korrektur der weltweiten Aktienkurse kommt, könnte das Aufwärtspotenzial des Goldpreises von seinem derzeitigen Niveau aus aber begrenzt sein.

WÄHRUNGEN

EUR-USD

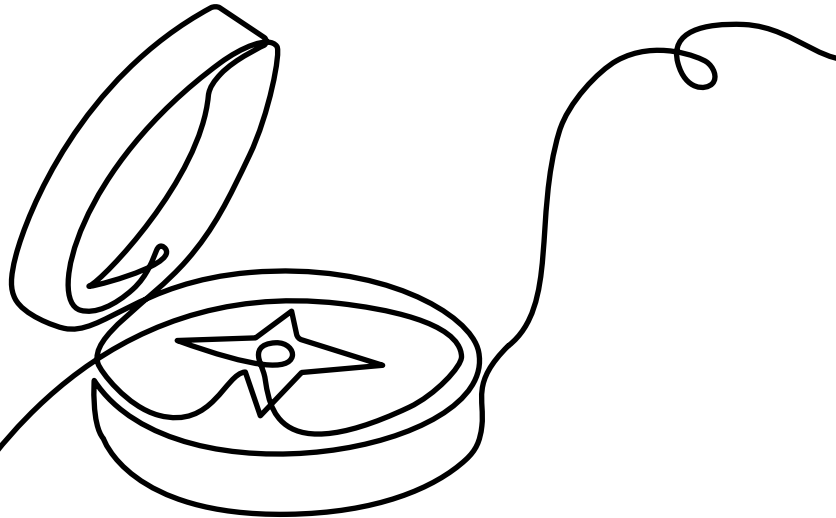
Der Euro dürfte gegenüber dem US-Dollar weiter nachgeben, aber nicht unter die Parität fallen. Sorgen um mangelnde Haushaltsdisziplin in den USA dürften den Abwärtstrend des EUR-USD-Wechselkurses begrenzen, aber die schwächeren Wirtschaftsaussichten im Euroraum begrenzen das Aufwertungspotenzial des Euro.

- UNTERGEWICHTEN **=** NEUTRAL GEWICHTEN **+** ÜBERGEWICHTEN





Prognose- Tabellen



WIRTSCHAFTSPROGNOSEN

BIP, VERBRAUCHERPREISE UND HAUSHALTSSALDEN

	Reales BIP (% Vgl. zum Vorjahr)			Verbraucherpreise (% Vgl. zum Vorjahr)			Haushaltssaldo (% BIP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Global	3,2	3,2	3,3						
USA	2,7	2,1	2,3	2,9	2,3	2,5	-7,6	-8,0	-8,6
Euroraum	0,8	0,9	1,2	2,4	1,9	1,9	-3,6	-3,2	-2,8
Deutschland	-0,2*	0,7*	1,2*	2,2	1,5	1,7	-2,0	-2,0	-2,0
Frankreich	1,1	0,7	1,2	2,0	1,0	1,2	-6,1	-5,4	-4,2
Italien	0,5	0,8	1,0	1,0	1,5	1,6	-4,0	-3,6	-3,0
Spanien	3,0	1,8	1,9	3,0	1,8	2,0	-3,9	-3,0	-2,5
Großbritannien	0,9	1,2	1,4	2,5	1,9	2,0	-4,3	-4,0	-3,8
China	4,8	4,5	4,2	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Japan	0,1	1,0	0,9	2,4	1,8	1,9	-6,9	-3,1	2,0
Indien	7,0	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	-2,4	-2,1	-2,2

*Nicht-WDA-Zahlen. Bereinigt um Arbeitstage: -0,1% (2024), 0,8% (2025) und 1,0% (2026)

Quelle: UniCredit Group Investment Strategy

ZENTRALBANKEN

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
EZB	3,00	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
BOE	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,25	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75
Riksbank	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Norges Bank	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf das Ende des Berichtszeitraums.

Quelle: UniCredit Group Investment Strategy



ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

	per 15.11.24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Euroraum					
Depo-Satz	3,25	2,50	2,25	2,00	1,75
3M-Euribor	3,00	2,43	2,20	1,95	1,75
2Y Schatz	2,12	2,10	2,00	1,90	1,80
10J Bund	2,36	2,30	2,30	2,30	2,30
2Y EUR-Swap	2,22	2,20	2,10	2,05	1,95
10Y EUR-Swap	2,30	2,30	2,30	2,35	2,35
10Y Bund-Swap-Spread	-6	0	0	5	5
2Y BTP	2,58	2,55	2,45	2,40	2,30
10Y BTP	3,55	3,60	3,60	3,60	3,60
10Y BTP-Bund-Spread	120	130	130	130	130
USA					
Fed-Funds-Satz	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00
3M OIS SOFR	4,49	4,14	3,90	3,90	3,90
2Y UST	4,30	4,25	4,20	4,10	4,00
10Y UST	4,44	4,50	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund-Spread	208	220	220	220	220

Hinweis: 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 wider (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: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

WECHSELKURSPROGNOSEN

	per 15.11.24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR-USD	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02
USD-JPY	155	154	152	150	149
EUR-JPY	164	162	158	155	152
GBP-USD	1,26	1,27	1,26	1,25	1,24
EUR-GBP	0,84	0,83	0,83	0,82	0,82
USD-CNY	7,24	7,30	7,33	7,30	7,28
EUR-CNY	7,65	7,67	7,62	7,52	7,43

Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Währungen sind anfallende Erwerbskosten nicht berücksichtigt.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy



UNICREDIT-PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE VERMÖGENSWERTE

ROHSTOFFE, AKTIEN UND UNTERNEHMENSANLEIHEN

	per 15.11.24	Mitte 2025	Ende 2025
Erdöl			
Brent USD/bbl	71	75	78
Aktien			
Euro STOXX 50	4.795	5.075	5.200
STOXX Europa 600	503	530	545
DAX	19.211	20.000	21.000
MSCI Italien	89	93	97
S&P 500	5.871	6.400	6.800
Nasdaq 100	20.394	22.000	23.500
Unternehmensanleihen			
iBoxx Non-Financials Senior	96	85	80
iBoxx Banken Senior	93	90	85
iBoxx Non-Financials High-Yield	302	280	270

Hinweis: 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 wider (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: Bloomberg, S&P Global, UniCredit Group Investment Strategy



ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

von	15.11.23	15.11.19	13.11.20	15.11.21	15.11.22	15.11.23	15.11.19	01.01.24
bis	15.11.24	15.11.20	15.11.21	15.11.22	15.11.23	15.11.24	15.11.24	15.11.24
Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)								
MSCI World (in USD)	27,2	14,1	29,9	-15,3	13,5	27,2	79,8	19,1
MSCI Emerging Markets (in USD)	13,7	16,9	10,9	-22,9	5,6	13,7	19,1	8,8
MSCI US (in USD)	32,5	19,8	33,0	-15,2	14,8	32,5	104,0	24,6
MSCI Europe (in EUR)	14,8	-3,5	30,2	-6,9	8,2	14,8	43,8	8,1
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	16,4	16,1	11,0	-20,7	7,0	16,4	26,4	10,2
STOXX Europe 600 (in EUR)	15,2	-2,2	30,2	-8,3	8,1	15,2	43,9	8,3
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	21,7	-0,8	23,5	-11,0	9,5	21,7	45,1	14,7
MSCI Italy (in EUR)	24,7	-12,3	34,7	-5,9	25,2	24,7	71,8	19,1
ATX (Österreich, in EUR)	14,9	-22,6	65,3	-13,1	6,8	14,9	35,2	8,8
SMI (Schweiz, in CHF)	12,8	6,0	22,9	-9,4	0,2	12,8	31,6	7,8
S&P 500 (USA, in USD)	32,0	18,0	32,5	-13,4	14,7	32,0	103,7	24,6
Nikkei (Japan, in JPY)	17,7	11,9	19,3	-3,9	22,3	17,7	82,7	17,4
CSI 300 (China, in Yuan)	14,5	27,0	2,3	-19,1	-4,3	14,5	14,9	19,1
Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	4,1	11,9	-3,9	-15,8	-2,4	4,1	-7,1	-1,1
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	5,0	7,8	-2,9	-12,7	-0,4	5,0	-3,8	0,7
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	9,2	8,8	0,6	-16,2	3,4	9,2	4,3	3,1
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	4,4	2,2	-2,4	-18,2	-1,5	4,4	-15,6	-0,3
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	6,3	3,8	-2,0	-16,8	-1,1	6,3	-10,7	1,6
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	7,9	2,0	0,0	-14,3	3,8	7,9	-1,8	4,2
Anleihenrenditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-2	-95	73	221	75	-2	260	58
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-27	-115	58	293	62	-27	261	29
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-64	-98	32	327	41	-64	227	10
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-20	-20	30	234	50	-20	269	35
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-40	-37	28	247	60	-40	252	17
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-88	-20	16	350	12	-88	266	-19
Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-41	8	-30	57	-26	-41	-32	-24
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US High Yield)	-130	55	-153	154	-75	-130	-134	-62
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-39	-3	2	73	-30	-39	5	-31
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro High Yield)	-129	45	-78	180	-69	-129	-45	-77
Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)								
Libor (USD, 3 Monate)	-77	-168	-6	449	98	-77	295	-74
Euribor (EUR, 3 Monate)	-100	-12	-5	236	220	-100	340	-91
Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)								
US-Dollar (EUR-USD)	-2,5	7,4	-3,1	-9,1	4,5	-2,5	-4,1	-4,2
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-4,6	4,7	-5,0	2,7	-0,3	-4,6	-2,6	-4,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-2,7	-0,6	-2,5	-7,1	-1,5	-2,7	-14,1	1,4
Japanischer Yen (EUR-JPY)	0,2	3,7	5,2	11,1	12,8	0,2	37,0	5,1
Rohstoffe (Veränderung in %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	28,4	24,6	-2,0	-5,2	10,0	28,4	65,8	23,7
Industriemetalle (GSCI, in USD)	10,5	12,8	34,7	-5,3	-10,1	10,5	41,3	6,4
Gold (in USD pro Feinunze)	29,8	28,7	-1,7	-4,9	10,6	29,8	75,4	24,6
Rohöl (Brent, in USD pro Fass)	-11,7	-31,5	91,7	14,4	-13,6	-11,7	13,9	-7,1

Hinweis: 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 wider (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: 15.11.2024





UniCredit S.p.A.
Client Solutions
Group Investment Strategy



Adresse
Arabellastraße 12
81925 München



Online
kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de

KONZEPT

Manuela D'Onofrio
Head of GIS

Fabio Petti
Deputy Head of GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Italy

Philip Gisdakis
CIO, Germany

Oliver Prinz
CIO, Austria

Marco Valli
Head of Macroeconomic Analysis

.....
Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

CHIEF EDITOR

Edoardo Campanella

MANAGING EDITOR

Chiara Silvestre

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

DESIGN

Isla Morgan

GLOSSAR

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website:
<https://kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de/glossar>

MARKETINGMITTEILUNG

Diese Publikation stellt eine Marketingmitteilung 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) dar, 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 von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: [ConflictsOfInterest_PositionsDisclosures](#). Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten 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. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere 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 aufgrund von Wechselkursänderungen 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 eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen 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 Informationen 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. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt 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 15. November 2024.