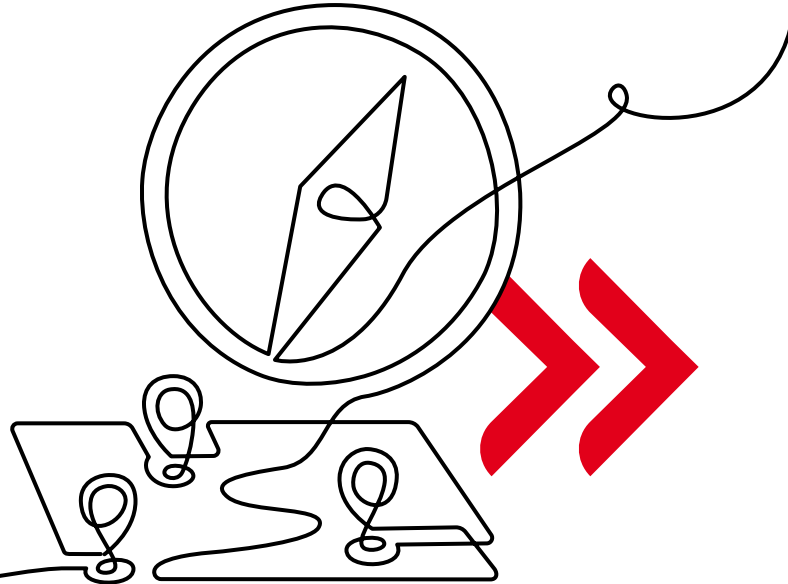


The Compass Checkpoint

27. Februar 2025



Anpassung an Trump 2.0

Der Start ins Jahr 2025 war für die Finanzmärkte bemerkenswert. Trotz der anhaltenden wirtschaftlichen Schwäche in Kerneuropa, einem drohenden Handelskrieg mit den USA und möglicherweise massiven Änderungen an der europäischen Sicherheitsarchitektur setzten die europäischen Börsen zu einem Höhenflug an, mit zum Teil zweistelligen Wertzuwächsen nach wenigen Handelswochen. Damit haben sie die US-Börsen deutlich hinter sich gelassen. Treibender Faktor für den europäischen Raketentstart an den Märkten sind die Erwartungen, dass europäische Large-Caps, die insbesondere gegenüber US-Aktien noch immer günstig bewertet sind, in den kommenden Jahren nach längerer Durststrecke ein spürbares Gewinnwachstum aufweisen werden.

So erfreulich diese Entwicklung aus europäischer Sicht ist, sie basiert auf dem konstruktiven Basisszenario, dass Trump 2.0 an der westlichen Wirtschafts-, Handels- und Sicherheitsarchitektur keine massiv-disruptiven Änderungen erzwingen wird. Die jüngsten Entwicklungen stützen diese Erwartungshaltung. Die Umsetzung der Zoll-Drohungen von US-Präsident Donald Trump, die zu einer massiven Störung der globalen Handelsströme geführt hätten, wurde nach Zugeständnissen der Handelspartner rasch abgemildert oder verschoben. Das konstruktive Marktbild hängt allerdings weiterhin davon ab, ob dieses Verhandlungsmuster Bestand hat. Sollten sie tatsächlich in die Tat umgesetzt werden, hätten viele von Trumps Wahlkampfversprechen disruptive Auswirkungen – sowohl für die USA als auch für den Rest der Welt.

Europa blickt nach der Bundestagswahl unterdessen auf Deutschland. Das Wahlergebnis könnte ein Lichtblick sein. Es ist damit zu rechnen, dass Deutschland demnächst wieder von einer großen Koalition aus CDU und SPD regiert wird. Angesichts der jüngsten Differenzen zwischen den USA und Europa werden die Augen der Märkte darauf gerichtet sein, ob die neue deutsche Regierung durch eine Lockerung der Schuldenbremse den notwendigen finanziellen Spielraum für dringend benötigte Investitionen in Sicherheit, Energie, Verkehr und digitale Infrastruktur schaffen wird. In jedem Fall wird sie aufgrund der knappen Mehrheitsverhältnisse im Parlament einen schwierigen Balanceakt bewältigen müssen. Die Umsetzung der notwendigen Reformen zur Überwindung der Konjunkturschwäche in der Eurozone wird eine große Herausforderung darstellen. Dennoch sehen wir gute Chancen für Fortschritte.

Mit Blick auf die Finanzmärkte dürfte die anhaltende politische Unsicherheit – sei es in den USA oder in der Eurozone – weiterhin für Volatilität sorgen. Während Anleger und Investoren dank einer weiteren Lockerung der Geldpolitik und fiskalischer Anreize offenbar mit besseren Aussichten für die Eurozone rechnen, bleiben die Fundamentaldaten der USA stark und rechtfertigen unserer Ansicht nach weiterhin eine relative Präferenz für US-Aktien. Insgesamt bleibt unsere Vermögensallokation weitgehend unverändert, wobei wir auch weiterhin eine umsichtige Anlagestrategie verfolgen.

Alessandro Caviglia

Chief Investment Officer,
Italien

Philip Gisdakis

Chief Investment Officer,
Deutschland

Oliver Prinz

Chief Investment Officer,
Österreich

MAKRO-STORIES

2

- Vergeltungszölle belasten das globale Wachstum
- Fed- und EZB-Politik dürften sich entkoppeln
- Herausforderungen für die EU-Verteidigung

Fokus 1: Europäische Exporteure widerstandsfähig gegenüber höheren US-Zöllen

MARKT-STORIES

7

Was ist los auf den Märkten?

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Rohstoffe
- Währungen

Fokus 2: Wie DeepSeek unsere KI-Story verändert

Fokus 3: Was könnte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen über 5 % steigen lassen?

VERMÖGENSALLOKATION 15

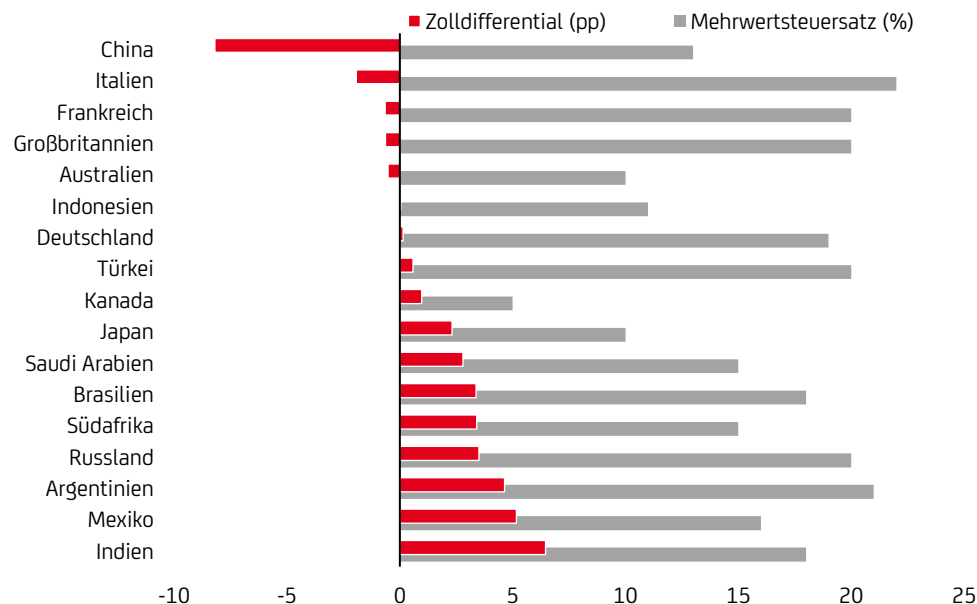
PROGNOSEN 16



Vergeltungszölle belasten das globale Wachstum

Die Weltwirtschaft sieht sich in nächster Zeit mit Gegenwind konfrontiert. Die US-Regierung hat neue Zölle gegen China verhängt, Zölle auf Stahl und Aluminium angekündigt und angedeutet, dass sie möglicherweise reziproke Zölle gegen andere Länder erheben wird (d.h. Gegenzölle als direkte Antwort auf bestehende Importzölle dieser Länder). China reagierte mit begrenzten Zöllen auf US-Waren. Zölle würden sich grundsätzlich negativ auf das globale Wachstum auswirken, aber die Unsicherheit darüber, wann und in welcher Form sie kommen, ist groß. Dies kann dazu führen, dass Unternehmen Investitionen und Neueinstellungen aufschieben. In unserem Basisszenario bleibt die US-Wirtschaft widerstandsfähig. Das US-BIP dürfte 2025 um 2,2 % und 2026 um 2,3 % wachsen, da ein Steuerpaket im Laufe dieses Jahres die Belastungen durch Zölle und eine langsamere Zuwanderung ausgleicht. Die Risiken sind jedoch eher nach unten gerichtet. Das Wachstum in der Eurozone verharrt auf niedrigem Niveau (2025: 0,9 %; 2026: 1,2 %), wobei die Aussichten auf eine kurzfristige Beschleunigung angesichts der Handelsspannungen, eines schwächelnden Arbeitsmarktes und höherer Großhandelspreise für Gas begrenzt sind. Eine Verbesserung der Reallöhne, Zinssenkungen durch die EZB und Investitionen im Zusammenhang mit dem Wiederaufbaufonds Next Generation EU dürften eine leichte Wachstumsbeschleunigung unterstützen. In China bleibt die Binnennachfrage schwach, und die Handelsspannungen mit den USA dürften das Wachstum belasten. Wir erwarten weitere geld- und fiskalpolitische Lockerungen, doch ist es unwahrscheinlich, dass diese den Konsum spürbar ankurbeln und das Wachstum wieder so ins Gleichgewicht bringen, dass eine strukturelle Verlangsamung vermieden wird (2025: 4,5 %; 2026: 4,2 %).

CHART 1.1: ANGLEICHUNG VON US-ZÖLLEN AN BESTEHENDE EXPORTZÖLLE DER USA UND MEHRWERTSTEUERSÄTZE ANDERER LÄNDER
ZOLLDIFFERENTIAL ZU DEN USA UND MEHRWERTSTEUERSATZ



Quelle: Nationale Quellen, Peterson Institute, World Integrated Trade Solution, The Investment Institute by UniCredit
Hinweis: Das Zolldifferential ist der von den USA angewandte gewichtete Durchschnittszoll auf Einfuhren aus dem Partnerland abzüglich des vom Partnerland angewandten gewichteten Durchschnittszolls auf Einfuhren aus den USA, ausgedrückt in Prozentpunkten. Das Zollgefälle gegenüber China wird auf der Grundlage von Daten des Peterson-Instituts geschätzt und umfasst den am 4. Februar 2025 in Kraft getretenen zusätzlichen Zoll von 10 % auf US-Einfuhren aus China.



Fed- und EZB-Politik dürften sich entkoppeln

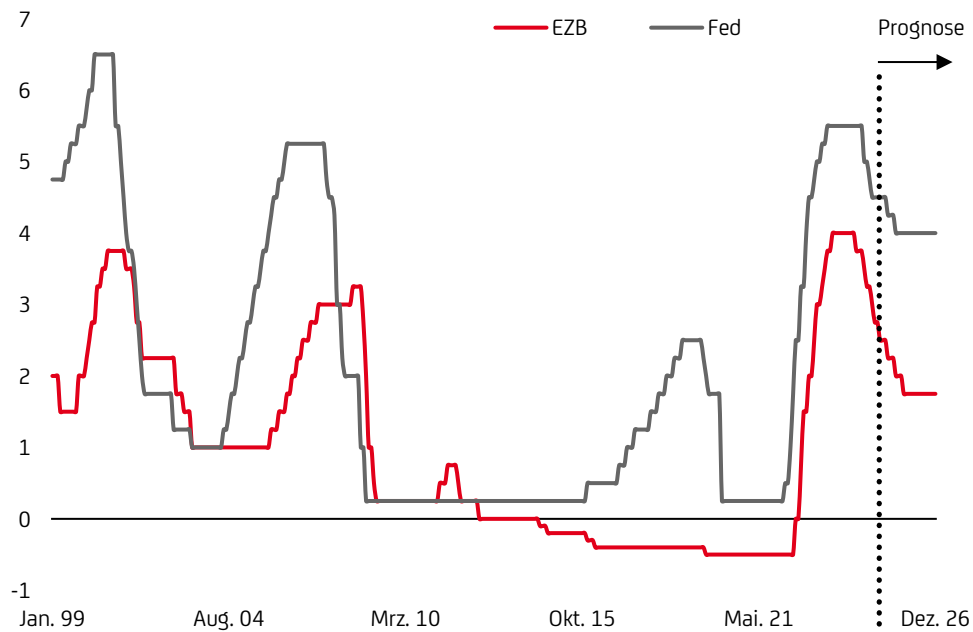
Die Fed hat es nicht eilig, ihre Geldpolitik anzupassen, nachdem sie die Leitzinsen in den letzten drei Sitzungen des Jahres 2024 um insgesamt 100 Basispunkten gesenkt hat. Wir erwarten zwei weitere Zinssenkungen um 25 Basispunkte in diesem Jahr, im Juni und September, bevor die Fed in eine lange Warteschleife eintritt. Allerdings halten wir es inzwischen für fast ebenso wahrscheinlich, dass es keine Zinssenkungen geben wird. Eine robuste Wirtschaftstätigkeit und eine über dem Ziel liegende Inflation (VPI 2025: 2,8 %; 2026 2,5 %), die durch höhere Zölle, Steuersenkungen und eine geringere Zuwanderung angeheizt wird, werden den Spielraum der Fed für Zinssenkungen begrenzen. Die Fed könnte die Zölle ignorieren, aber die jüngsten Entwicklungen bei den kurzfristigen Inflationserwartungen geben Grund zur Sorge.

Im Gegensatz dazu sieht sich die EZB mit einem geringen Wachstum konfrontiert, und die Inflation ist auf dem besten Weg, sich in diesem Jahr in der Nähe des EZB-Ziels von 2 % zu stabilisieren, auch wenn die höheren Gaspreise den kurzfristigen Pfad des Verbraucherpreisindex (VPI) etwas anheben könnten. Wir bleiben dabei, dass der Einlagensatz in diesem Jahr seinen Tiefpunkt bei 1,75 % erreichen wird. Eine weitere Senkung um 25 Basispunkte im März scheint zwar beschlossene Sache zu sein, doch könnten die Störgeräusche lauter werden, wenn sich die Zinsen einem neutralen Niveau nähern. Unsere Prognose für den Endzinssatz liegt am unteren Ende der kürzlich von der EZB angegebenen neutralen Spanne (1,75-2,25 %). Die Risiken im Zusammenhang mit dieser Prognose halten wir für weitgehend ausgewogen.



Die Fed hat es nicht eilig, die Zinsen weiter zu senken.

GRAFIK 1.2: TRANSATLANTISCHE ZINSDIFFERENZ DÜRFTE SICH AUSWEITEN
LEITZINS, IN %



Quelle: EZB, Fed, The Investment Institute by UniCredit



Herausforderungen für die EU-Verteidigung

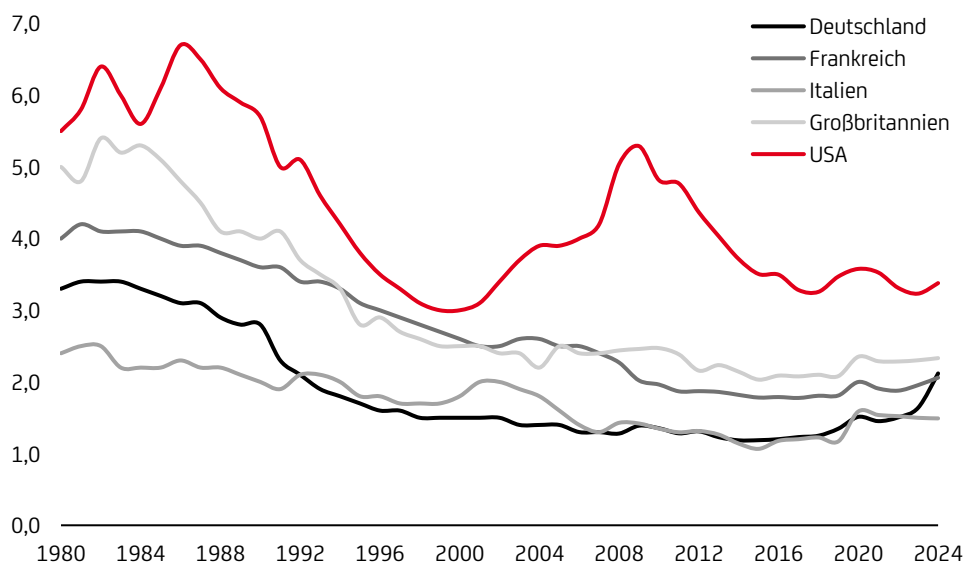
Die konfrontative Herangehensweise der neuen US-Regierung an die Handels- und Außenpolitik stellt Europa vor große Herausforderungen. Die Verhandlungen zwischen den USA und Russland über einen Waffenstillstand im Ukraine-Krieg, bei denen Europa bislang außen vor bleibt, lassen die Alarmglocken schrillen, da sie in ein Abkommen münden könnten, das keine ausreichenden Sicherheitsgarantien für die Kriegsgebiete bietet und Russland in seiner aggressiven Expansionshaltung bestärken könnte. Für Europa wäre dies problematisch, da es am Ende möglicherweise den Großteil der Kosten für die Friedenssicherung und den Wiederaufbau der Ukraine tragen müsste, ohne sich dabei auf den Sicherheitsschirm der USA verlassen zu können.



Die konfrontative Herangehensweise der neuen US-Regierung an die Handels- und Außenpolitik stellt Europa vor große Herausforderungen.

Die gute Nachricht ist, dass die jüngsten Entwicklungen in den europäischen Hauptstädten offenbar unmittelbare Reaktionen ausgelöst haben. Die Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, schlug vor, die Sonderklausel für Verteidigungsinvestitionen zu aktivieren, um es den Mitgliedstaaten zu ermöglichen, ihre Verteidigungsausgaben vorübergehend zu erhöhen und dabei die Haushaltsregeln einzuhalten. Auch eine gemeinsame Finanzierung eines Teils der zusätzlichen Verteidigungsinvestitionen ist denkbar. Sie könnte durch die Umwidmung von Ausgaben innerhalb des EU-Haushalts oder die Emission gemeinsamer Schuldtitel erfolgen, ähnlich wie beim SURE-Programm während der Corona-Pandemie (zur Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage), für das die Mitgliedsländer je nach Größe ihrer Volkswirtschaften Garantien stellten. Wenn die Emission über einen neuen Ad-hoc-Sonderfonds erfolgt, müssten nicht unbedingt alle EU-Länder an der gemeinsamen Verschuldung für Verteidigungsausgaben beteiligt sein, und auch einige Nicht-EU-Länder (z.B. Großbritannien) könnten sich beteiligen.

GRAFIK 1.3: GROSSE EUROPÄISCHE LÄNDER INVESTIEREN DEUTLICH WENIGER IN VERTEIDIGUNG ALS DIE USA
MILITÄRAUSGABEN, IN % DES BIP



Quelle: NATO, The Investment Institute by UniCredit



Europäische Exporteure widerstandsfähig gegenüber höheren US-Zöllen

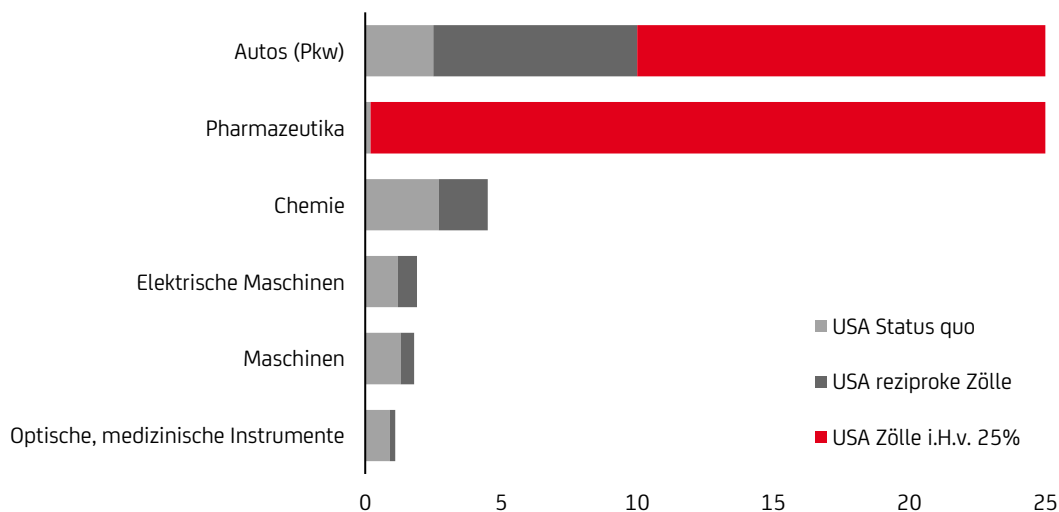
Autor: Andreas Rees

Bei Redaktionsschluss hatte US-Präsident Donald Trump noch keine Zollerhöhungen angekündigt, die ausschließlich auf die EU abzielen – anders als auf China, Mexiko und Kanada. Er will jedoch sogenannte reziproke Zölle einführen, d.h. US-Zölle würden auf dasselbe Niveau wie in anderen Ländern und Regionen angehoben. Darüber hinaus hat Trump verlauten lassen, dass die USA ihre Zollsätze für einige ausgewählte Importe wie Autos, Pharmazeutika und Halbleiter auf 25 % oder mehr anheben. Reziproke und selektiv höhere Zölle hätten auch unmittelbare Auswirkungen auf europäische Exporteure und die EU-Wirtschaft.

Wie schwerwiegend wären diese Auswirkungen?

Im Folgenden konzentrieren wir uns auf die direkten Auswirkungen höherer US-Zölle auf die europäischen Exporte, wengleich auch indirekte Effekte wie eine höhere Unsicherheit eine wichtige Rolle spielen könnten. Ein Szenario, in dem nur reziproke Zölle erhoben werden, erscheint gut verkraftbar. Obgleich die EU-Zölle in der Regel höher sind als jene der USA, sind die Unterschiede in den meisten Sektoren vergleichsweise gering (siehe Grafik 1.4). Dies gilt insbesondere für die Industriezweige, die das Rückgrat der europäischen Exporte in die USA bilden, wie die Maschinen- und Pharmaindustrie. Zusammen machen sie etwa 35 % der gesamten EU-Ausfuhren in die USA aus. In einem Szenario mit reziproken Zöllen gäbe es aber auch Sektoren, die mit deutlich höheren US-Zöllen konfrontiert wären. Mit einem EU-Exportanteil in die USA von mehr als 11 % ist die Automobilindustrie ein gutes Beispiel: US-Zölle auf Personenkraftwagen könnten um 7,5 Prozentpunkte auf 10 % angehoben werden. Da deutsche Autohersteller mehr als die Hälfte der EU-Autoexporte in die USA ausmachen, wäre die Autoindustrie in Deutschland stärker betroffen als in jedem anderen europäischen Land. Der negative Effekt dürfte auch in einer Reihe mittel- und osteuropäischer Länder wie Polen, Ungarn, Tschechien und der Slowakei spürbar sein, für deren Volkswirtschaften die Automobilzulieferindustrie eine bedeutende Rolle spielt.

GRAFIK 1.4: DURCHSCHNITTLICHE US-ZÖLLE AUF EU-WAREN (%)



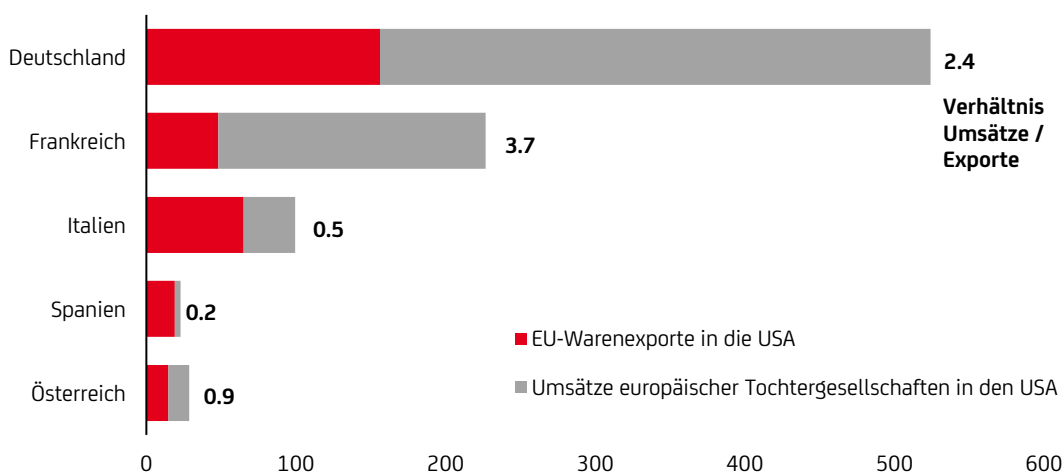
Quelle: WTO, Eurostat, The Investment Institute by UniCredit



Was wäre, wenn die USA zusätzlich höhere Zölle von 25 % oder mehr verhängen würden?

Die negativen Auswirkungen auf Sektoren wie Autos und Pharmazeutika würden mit Sicherheit erheblich zunehmen. Der konkrete Effekt ist aber schwer abzuschätzen, da er von einer Reihe unbekannter Faktoren beeinflusst wird. Viel wird davon abhängen, ob europäische Unternehmen in der Lage sein werden, die höheren Zölle an die US-Verbraucher weiterzugeben. Betrachtet man die Gewinne der europäischen Exporteure, muss man allerdings auch deren US-Geschäft berücksichtigen, das von höheren US-Zöllen nicht betroffen wäre. In der Regel haben gerade größere Unternehmen in erheblichem Umfang in lokale Produktionsstätten in den USA investiert und verkaufen ihre Waren direkt vor Ort. Vor allem bei deutschen und französischen Unternehmen ist das Verhältnis von US-Umsätzen ihrer Tochtergesellschaften zu Exporten beeindruckend. Im Jahr 2022 (letzte verfügbare Daten) verkauften deutsche Hersteller mehr als doppelt so viel über ihre US-Tochtergesellschaften wie durch den Export von Waren aus Deutschland in die USA (siehe Grafik 1.5). Dies gilt insbesondere für die Automobil- und Chemiebranche, während die Pharmaindustrie aufgrund der wenigen Produktionsstätten in den USA von Zöllen stärker betroffen wäre (siehe auch unseren [The Short View – Deutsche Exporteure meistern Herausforderungen](#), 20. Februar). Das Verhältnis von US-Umsätzen zu Exporten in die USA war bei französischen Unternehmen sogar noch günstiger als bei deutschen Firmen. Bei italienischen und spanischen Unternehmen übertrafen hingegen die Exporte die Umsätze in den USA.

GRAFIK 1.5: EU-WARENEXPORTE IN DIE USA UND UMSÄTZE IN DEN USA
IN MRD. EUR, 2022



Quelle: WTO, Eurostat, The Investment Institute by UniCredit

Fazit

Im Falle reziproker US-Zölle wäre der Schaden für europäische Exporte begrenzt. Bei aggressiveren Zollerhöhungen wären die Automobilindustrie, insbesondere in Deutschland, und der Pharmasektor stärker betroffen. Der starke Aufbau von Produktionsanlagen in den USA, zumindest in einigen Branchen, und ein schwacher (bzw. schwächerer) Euro-Wechselkurs dürften die negativen Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne jedoch deutlich dämpfen.

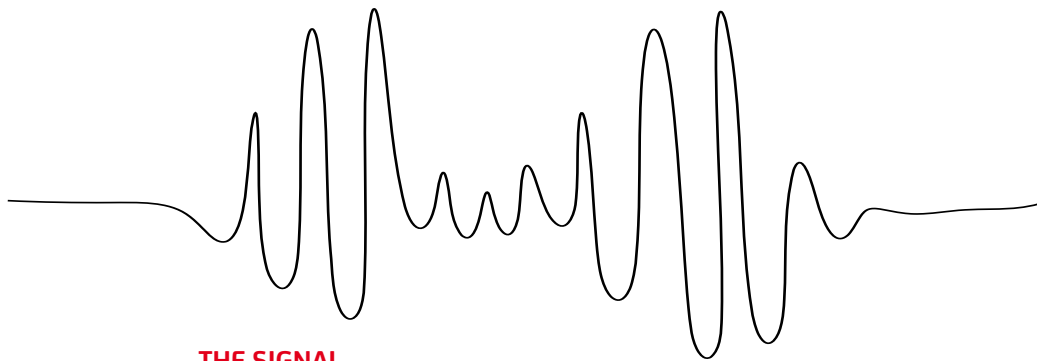




Was ist los auf den Märkten?

THE NOISE

Wie erwartet haben die Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus und seine „America First“-Agenda den Jahresstart geprägt. Der Kurswechsel in der US-Politik, insbesondere neue Handelshemmnisse, haben ebenso zu einer erhöhten Volatilität an den Märkten geführt wie der Markteintritt des chinesischen KI-Unternehmens DeepSeek, der zumindest vorübergehend die Fähigkeit des US-Tech-Sektors in Zweifel zog, die hohen in ihn gesetzten Markterwartungen zu erfüllen. DeepSeek sowie eine gegenüber dem Privatsektor freundlichere Haltung des chinesischen Präsidenten Xi Jinping trugen dazu bei, dass Investorengelder wieder vermehrt nach China fließen. Die mit Spannung erwarteten Zinsschritte von Fed (Zinspause) und EZB (Senkung um 25 Basispunkte) im Januar kamen für die Marktteilnehmer nicht überraschend.



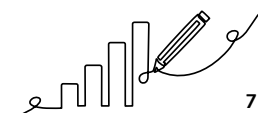
THE SIGNAL

Die Volatilität könnte aufgrund der Unsicherheit im Zusammenhang mit der Zoll-, Einwanderungs- und Fiskalpolitik der USA zwar kurzfristig erhöht bleiben, doch die jüngsten Entwicklungen haben unseren grundsätzlich konstruktiven Blick auf 2025 nicht verändert. Unser Eindruck ist, dass die Trump-Regierung Zölle taktisch einsetzt, um Verhandlungen über nicht handelsbezogene Themen zu beeinflussen, und nicht strategisch, um Handelsdefizite anzugreifen. Auch wenn DeepSeek die Technologielandschaft verändert, bleibt unser Ausblick für die US-Megacaps positiv. Dennoch glauben wir, dass angesichts der beispiellosen Marktkonzentration die Bedeutung der Diversifizierung sowohl innerhalb als auch außerhalb der USA wieder deutlich geworden ist.

Aktien

STIMMUNG GEGENÜBER EUROPA DREHT SICH INS POSITIVE, WIR SETZEN ABER VORERST WEITERHIN AUF DEN US-AKTIENMARKT

Die Aktienmärkte sind positiv ins neue Jahr gestartet. Europäische Aktien geben mit einem starken Wertzuwachs im zweistelligen Prozentbereich seit Jahresbeginn den Ton an (siehe [Tabelle](#)). Die starke Performance europäischer Unternehmen beruht nicht auf besseren Konjunkturaussichten, sondern auf einem über den Erwartungen liegenden Gewinnwachstum, insbesondere bei exportabhängigen Unternehmen und im Vergleich zu anderen Regionen nach wie vor niedrigen Bewertungen. Die Gewinnentwicklung der wichtigsten Regionen ist seit Anfang 2024 im Allgemeinen weiterhin positiv (siehe Grafik 2.1).



Ein weiterer Faktor für die starke Performance europäischer Aktien ist die Schwäche der US-Technologieaktien seit Ende letzten Jahres, die unserer Ansicht nach nur vorübergehend ist. Diese hat zu einer Neuausrichtung internationaler Portfolios geführt, die häufig stark übergewichtete Positionen in US-Aktien aufweisen, zugunsten europäischer Aktien. Wir betrachten diese Entwicklung als positiv, da sie auf eine Ausweitung der globalen Aktienmarkttrall und eine Verringerung des Konzentrationsrisikos in den USA hindeuten. Aus regionaler Sicht bevorzugen wir weiterhin den US-Aktienmarkt angesichts seiner weiterhin starken Fundamentaldaten, während die Region Asien-Pazifik von einer allmählichen Verbesserung der chinesischen Wirtschaft und staatlichen Unterstützungsmaßnahmen profitieren dürfte.

Obwohl wir europäische Aktien weiterhin untergewichten, braut sich unter der Oberfläche etwas zusammen: Die stark negative Stimmung gegenüber Europa beginnt sich allmählich zu verbessern. Seit Dezember letzten Jahres spricht die 12-Monats-Gewinnentwicklung für Europa, während die Schätzungen für die USA zuletzt an Dynamik

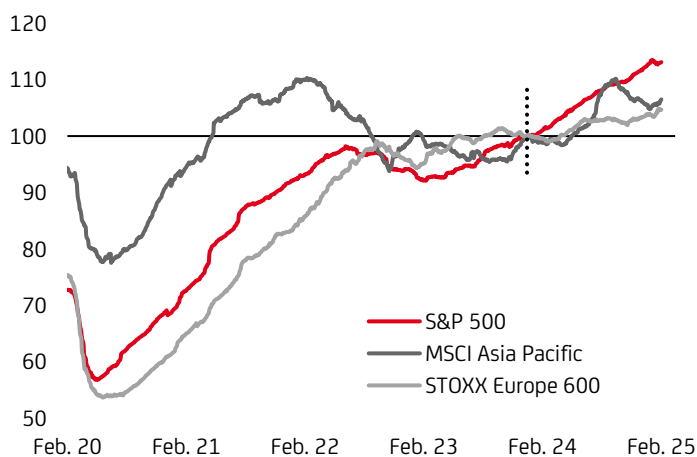
verloren haben (siehe Grafik 2.1). Auch die Aussicht auf eine mögliche Lockerung der deutschen Schuldenbremse nach der Bundestagswahl stützt nicht nur deutsche, sondern auch europäische Aktien. Insbesondere den europäischen Industriewerten kommt zugute, dass die Wahrscheinlichkeit eines Waffenstillstands zwischen Russland und der Ukraine zuletzt gestiegen ist – und damit auch jene für einen möglichen Rückgang der Energiepreise. Abgesehen von der derzeitigen Unsicherheit in Bezug auf die US-Zollpolitik und mögliche Handelskonflikte müssen sich diese Trends jedoch erst noch als nachhaltig erweisen.

Das Risiko von Handelsspannungen mit den USA bremst die Gewinnerwartungen, insbesondere in „zollsensiblen“ Sektoren wie Grundstoffen, Automobilen und Chemie. Zwar glauben wir, dass eine zunehmend zyklische Allokation in Europa in den nächsten Quartalen angemessen sein könnte, mögliche Handelsspannungen mit den USA und die anhaltende Unsicherheit bezüglich der europäischen und chinesischen Wirtschaft sprechen aber immer noch gegen eine sofortige und signifikante Erhöhung des Anteils zyklischer Unternehmen. Tatsächlich bevorzugen wir Sektoren wie Finanzwerte, die von möglichen US-Zöllen weitgehend unberührt bleiben dürften, sowie Industrie- und Gesundheitswerte, da diese von einer allmählichen Verbesserung der Wirtschaft profitieren und sich einer stabilen Nachfrage bzw. hoher Margen erfreuen sollten. Die Gewinnschätzungen für diese drei Sektoren haben sich in den letzten Monaten deutlich besser entwickelt als der europäische Markt insgesamt (siehe Grafik 2.2) – ein Trend, der sich unserer Meinung nach fortsetzen dürfte.

In den USA halten wir Finanzwerte für attraktiv, ebenso wie den bedeutsamen Technologiesektor. In dem aktuell robusten konjunkturellen Umfeld glänzen diese Sektoren mit starken Unternehmensgewinnen. Auch nicht-zyklische Konsumgüter erhalten von der starken Konjunktur deutlich positive Impulse.

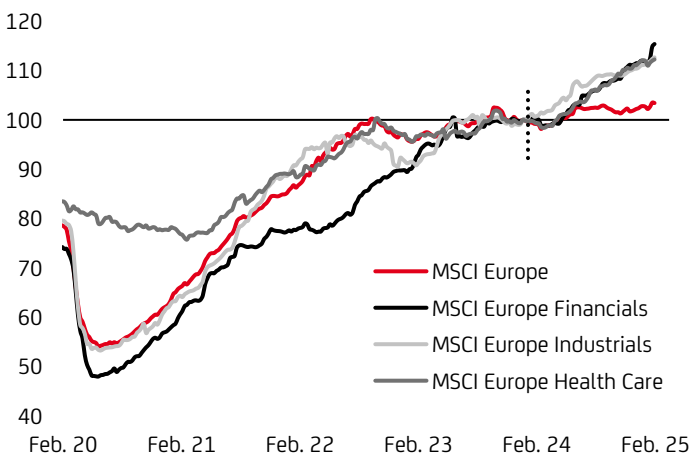
GRAFIK 2.1: UNTERNEHMENSGEWINNE WELTWEIT MIT ZUM TEIL DEUTLICH STEIGENDER TENDENZ

12-MONATS-GEWINNSCHÄTZUNGEN (2024=100)



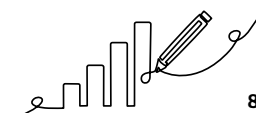
GRAFIK 2.2: FINANZ-, INDUSTRIE- UND GESUNDHEITSEKTOR GLÄNZEN MIT STARKEM GEWINNWACHSTUM

12-MONATS-GEWINNSCHÄTZUNGEN (2024=100)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit
(Beobachtungszeitraum: 17.02.2020-17.02.2025)

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.



Festverzinsliche Wertpapiere

UNBERECHENBARE US-POLITIK UND EINGEHENDE MAKRODATEN ÄNDERN NICHTS AN UNSERER POSITIONIERUNG

STAATSANLEIHEN

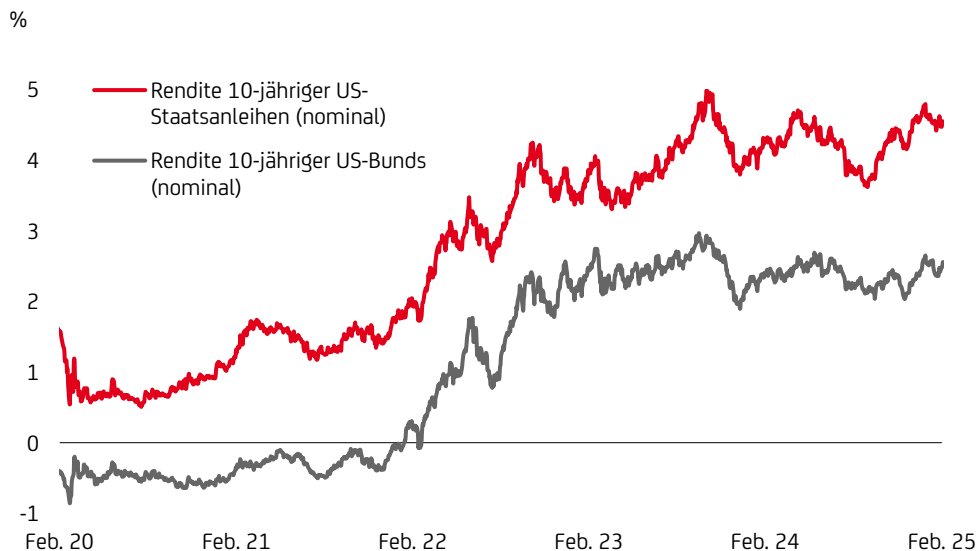
Die wichtigsten Anleihemärkte waren vor dem Hintergrund einer vollen Datenagenda und zahlreicher Schlagzeilen nach Trumps Amtseinführung als US-Präsident zu Beginn des Jahres sehr volatil. Letztlich bewegten sich aber weder die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen (UST) noch jene der 10-jährigen Bundesanleihen (Bund) großartig (siehe Grafik 2.3). Die jüngsten US-Wirtschaftsdaten, die einen soliden Arbeitsmarkt und eine hartnäckige Inflation reflektierten, brachten keine großen Überraschungen, während im Euroraum das Geschäftsklima weiterhin gedrückt bleibt und sich die Inflation, obwohl sie über dem 2-Prozent-Ziel der EZB liegt, in die richtige Richtung bewegt.

Mit Blick auf die Zukunft liegen die Renditen langfristiger Staatsanleihen (10-jährige USTs bzw. Bunds) praktisch in der Mitte unserer Prognosespannen für das Jahr 2025. Für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sehen wir eine Handelsspanne zwischen 2 % und 3 %; für 10-jährige US-Staatsanleihen liegt die Spanne zwischen 4 % und 5 %. Da wir uns jedoch nahe der Mitte dieser Spannen befinden und die Impulse aus der US-Politik schwer vorhersehbar sind, halten wir unsere weitgehend neutrale Positionierung bei Staatsanleihen für angemessen.

Angesichts der vielen Unbekannten halten wir es für angebracht, diese Positionierung beizubehalten, sowohl in Bezug auf das Gesamtengagement an den Märkten für USTs und europäische Staatsanleihen (EGBs) als auch in Bezug auf die Duration. Eine Erhöhung unseres Bund-Exposures (bzw. dessen Duration) würden wir entsprechend dann in Betracht ziehen, wenn die Renditen für 10-jährige Anleihen über 2,7 % steigen würden, während das Bund-Exposure (bzw. dessen Duration) reduziert werden könnte, wenn die Bund-Renditen auf etwa 2,2-2,3 % fallen würden. Das Exposure (bzw. die Duration) in US-Staatsanleihen, bei denen wir derzeit ebenfalls neutral positioniert sind, könnte bei einem UST-Rendite-Niveau von 4,8 % oder darüber erhöht werden, während wir es (bzw. die Duration) bei etwa 4,3 % oder darunter tendenziell reduzieren würden.

Was Anleihen aus Schwellenländern betrifft, so erscheinen diese unserer Meinung nach besonders anfällig für die Auswirkungen potenzieller Zölle auf das Wachstum und, damit verbunden, für eine Eintrübung der globalen Risikostimmung. Dennoch bleiben Schwellenländeranleihen aufgrund ihrer attraktiven Rendite und der prognostizierten Carry-Renditen eine wichtige Ergänzung für ein diversifiziertes Portfolio.

GRAFIK 2.3: VOLATILER JAHRESSTART, RENDITEN JETZT ABER WIEDER NAHEZU AUF DEM NIVEAU VON ANFANG 2025



Festverzinsliche Wertpapiere

UNBERECHENBARE US-POLITIK UND EINGEHENDE MAKRODATEN ÄNDERN
NICHTS AN UNSERER POSITIONIERUNG

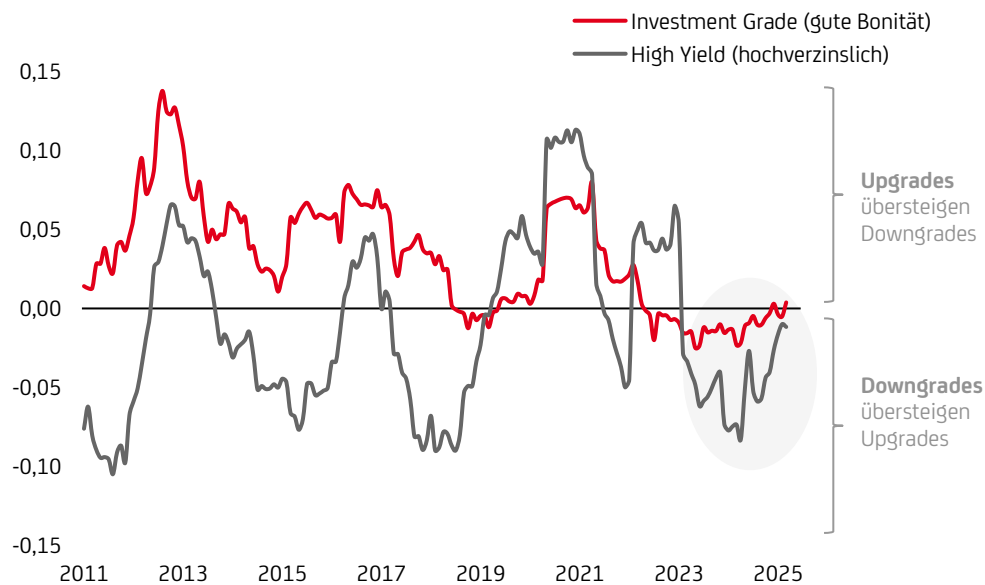
UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die Geldpolitik der EZB dürfte angesichts des schwachen Wachstums im Euroraum Unternehmensanleihen stützen; gleichzeitig sehen wir kein erhöhtes Risiko für stark steigende Ausfallraten. In Anbetracht des Renditeanstiegs und unserer Erwartung, dass die Spreads weitgehend unverändert bleiben werden, halten wir eine Übergewichtung von Unternehmensanleihen weiter für gerechtfertigt und bleiben mit Blick auf europäische Unternehmensanleihen grundsätzlich optimistisch. Die Kreditqualität der Emittenten ist stabil bis steigend. Sie wird durch die insgesamt positiven Quartalsergebnisse der Unternehmen während der letzten Gewinnsaison unterstützt. Angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums sind diese positiven Ergebnisse größtenteils Kostensenkungsmaßnahmen und einer Unternehmenspolitik zur Aufrechterhaltung der Liquidität geschuldet. Die im Vergleich zum Vorjahreszeitraum geringere Emissionstätigkeit wirkt sich ebenfalls positiv auf den Sekundärmarkt aus. Vor dem Hintergrund potenziell höherer Verteidigungsausgaben in der EU stellen die damit verbundenen Auswirkungen auf das lange Ende der EGB-Kurven eine Quelle der Volatilität für europäische Unternehmensanleihen dar. Dies könnte vor allem Auswirkungen auf vorrangige Investment-Grade-Anleihen (IG, gute Bonität) haben. Aus Performance-Sicht betrachten wir die Carry in unserem Basisszenario weiterhin als die wichtigste Quelle des Gesamtertrags von Unternehmensanleihen in diesem Jahr.

Bankanleihen werden durch die anhaltend starke Gewinnentwicklung europäischer Banken unterstützt. Trotz nachlassender Dynamik bei den Nettozinserträgen dürfte deren Rentabilität in diesem Jahr hoch bleiben. Die Kapitalausstattung der Banken bleibt trotz der hohen Ausschüttungen der letzten Jahre solide (mit einer durchschnittlichen CET1-Quote von 15,9 %). Wir erwarten einen leichten Anstieg der Risikokosten, die jedoch auf einem beherrschbaren Niveau bleiben dürften. Die aktuellen Kredit-Spreads spiegeln diese starken Fundamentaldaten von Banken wider: die Spreads liegen über die gesamte Bankkapitalstruktur hinweg auf historischen Tiefstständen.

GRAFIK 2.4: BONITÄT VON UNTERNEHMEN IN EUROPA VERBESSERT SICH

RATING DRIFT



Quelle: S&P Global, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 2011-2025)

Hinweis: Der Rating Drift wird berechnet als die Anzahl der Upgrades minus die Anzahl der Downgrades in den letzten 12 Monaten, geteilt durch die Anzahl der Ratings im jeweiligen iBoxx Non-Financials Index.

Rohstoffe

GEOPOLITIK UND HANDELSKONFLIKTE WICHTIGSTE EINFLUSSFAKTOREN AUF ROHSTOFFPREISE

ROHÖL

Angesichts der Sorgen um potenziell negative Auswirkungen von US-Zöllen auf die Nachfrage und der „Abschiedssanktionen“ von Joe Biden gegenüber Russland lag der Rohölpreis Mitte Februar mit etwa 70 US-Dollar pro Barrel in etwa auf dem Niveau wie zu Jahresbeginn (siehe [Tabelle](#)). Wir sehen vor dem Hintergrund der jüngsten US-Sanktionen und Trumps Strategie, maximalen Druck auf den Iran auszuüben, die Gefahr einer Unterversorgung des Ölmarktes, während Sorgen um die Nachfrage in China und die globalen Handelsspannungen die Stimmung weiterhin trüben. Eine Erhöhung der monatlichen Fördermenge um etwa 140 kb/d durch die OPEC+ ab April, die wie geplant 18 Monate andauern soll, könnte sich als zu gering erweisen, um den möglichen Schock durch einen Rückgang der russischen und iranischen Ölexporte aufzufangen.

ERDGAS

Die TTF-Preise zeigten sich in den ersten beiden Monaten des Jahres 2025 sehr volatil, mit Schwankungen zwischen 44 EUR/MWh und 58 EUR/MWh. Die Unterbrechung des Transits für russisches Gas in der Ukraine, regulatorische Unsicherheiten über die Speicheranforderungen für EU-Länder, wochenlanges ungewöhnlich kaltes Wetter in Europa und ein geringes Angebot an erneuerbarer Energie haben zuletzt die Erdgaspreise steigen lassen. Für den Rest des Jahres gehen wir davon aus, dass sich die TTF-Preise in einer Handelsspanne von 45-50 EUR/MWh bewegen werden. Der Winter 2024/25 dürfte mit einem deutlich niedrigeren Lagerstand als in den letzten zwei Jahren enden – mit entsprechenden Implikationen für die Nachfrage im Sommer, in dem die Speicher wieder aufzufüllen sind.

GOLD

Gold hatte einen ausgesprochen guten Jahresstart und setzt seinen Höhenflug aus dem Jahr 2024 fort, wobei die Marke von 3.000 US-Dollar pro Feinunze (USD/oz) nun in Sichtweite ist (siehe [Tabelle](#)). Obwohl die Realzinsen in den letzten Quartalen etwas an Erklärungskraft verloren haben, glauben wir, dass sie weiterhin ein relevanter Faktor sind, insbesondere wenn die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen über 5 % steigen sollte (nicht unser Basisszenario). Die Nachfrage der Zentralbanken (insbesondere aus Schwellenländern wie China) ist jedoch nach wie vor stark und wirkt stützend. Darüber hinaus beobachten wir, dass physische Gold-ETCs etwas zulegen bzw. die Talsohle durchschritten haben, was darauf hindeutet, dass auf der Nachfrageseite zunehmend Privatanleger in Erscheinung treten. Wir gehen davon aus, dass Gold in diesem Jahr in einer Spanne von 2.500 bis 3.000 USD/oz handeln wird, sehen aber Aufwärtsrisiken.

Währungen

EUR-USD SOLLTE SICH ÜBER DER PARITÄT HALTEN

Im Devisenhandel hat EUR-USD nach einem anfänglichen Rückgang unter 1,02 zuletzt erneut die Marke von 1,05 getestet (siehe [Tabelle](#)). Die Erholung wurde durch den Aufschub bei den US-Zöllen und Hoffnungen auf Frieden in der Ukraine begünstigt. Noch erscheint es aber zu früh, von einem Aufwärtstrend des Euro in Richtung der oberen Grenze des 1,05-1,10-Bandes zu sprechen. Tatsächlich hat EUR-USD sich teilweise von den frühen Höchstständen entfernt und die schleppende Wirtschaftstätigkeit im Euroraum dürfte einer anhaltenden Rally des Euro entgegenwirken. In vielerlei Hinsicht herrscht Unsicherheit, die dazu führen könnte, dass EUR-USD weiter stark schwanken könnte. Insgesamt erwarten wir weiterhin einen niedrigeren EUR-USD-Kurs, gehen aber davon aus, dass sich der Euro leicht über der Parität halten wird. Trumps Politik ist nach wie vor günstig für den US-Dollar, insbesondere wegen der Zölle. Zudem bleibt die Inflation in den USA hartnäckig, und die EZB wird die Zinsen im Jahresverlauf voraussichtlich deutlicher senken als die Fed. Eine Euro-Abwertung auf Parität oder darunter – das heißt in Richtung des Tiefstands von fast 0,95, der im September 2022 erreicht wurde – sehen wir derzeit aber nicht.



Wie DeepSeek unsere KI-Story verändert

Autor: Christian Stocker

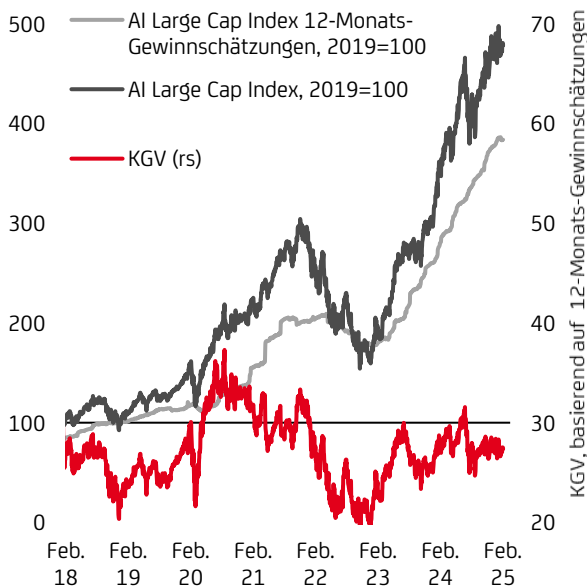
DeepSeek hat den KI-Sektor mit der erfolgreichen Entwicklung effizienter und kostengünstiger Modelle, die mit führenden Modellen wie OpenAIs Chat GPT konkurrieren und dank ihres geringeren Verbrauchs von Hardware-Ressourcen bzw. Energie zu Produktivitätssteigerungen beitragen könnten, ins Rampenlicht gerückt. Gewissermaßen steht DeepSeek für eine „Demokratisierung“ der KI-Entwicklung: Es hat unter Beweis gestellt, dass auch kleinere Unternehmen in der Lage sind, im KI-Bereich zu konkurrieren, während die Kosten und die Auswirkungen auf die Umwelt gleichzeitig potenziell gemindert werden. Die freie Verfügbarkeit der DeepSeek-Modelle weckt Zweifel an der Dominanz der großen US-Technologieunternehmen und kann auch als positiver Angebotsschock verstanden werden. Grundsätzlich sehen wir darin eine positive Entwicklung, die erkennen lässt, dass Länder oder Regionen, die bisher bei der generativen KI nur eine Nebenrolle spielten, eine eigene KI-Plattform entwickeln können. Dies schien bisher aufgrund der erheblichen Investitionen, die für die Entwicklung von KI-Modellen als notwendig erachtet wurden, nahezu unmöglich.

Die jüngsten Entwicklungen haben auch spürbare Implikationen für die großen US-Technologieunternehmen wie Microsoft, Meta, Amazon und Alphabet, die bei KI-bezogenen Kosten erheblich sparen können. Einige Marktbeobachter argumentieren, dass die Innovationen von DeepSeek die Bedeutung der Rechenleistung schmälern könnten – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf Halbleiterunternehmen wie Nvidia und ASML. Diese Sichtweise greift unserer Meinung nach jedoch zu kurz. Tatsächlich unterstreicht die höhere Effizienz der DeepSeek-Modelle die Bedeutung der Rechenleistung. Zwar sollten Effizienzsteigerungen Unternehmen in die Lage versetzen, die KI-Fähigkeiten mit den gleichen Rechenressourcen weiter voranzutreiben. Eine höhere Rechenleistung wird für die Weiterentwicklung der KI in großem Maßstab jedoch unerlässlich bleiben, da Unternehmen mit mehr Ressourcen noch bessere Ergebnisse erzielen können.

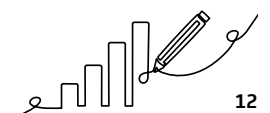
Trotz all dieser Vorteile sollte DeepSeek nicht überschätzt werden. Abgesehen von Datenschutzfragen ist es technisch nicht mit den KI-Plattformen aus den USA vergleichbar: Im Wesentlichen optimiert DeepSeek bestehende Modelle und entwickelt keine neuen, die mit den in den USA entwickelten konkurrieren könnten. Die Modelloptimierung ist wichtig und begrüßenswert, ändert aber nichts an der Notwendigkeit zur Entwicklung neuer Modelle. DeepSeek konnte die Rechenkosten massiv senken und hat den Weg für eine effiziente Architektur geebnet, um Leistungsunterschiede zwischen kleineren und größeren Modellen zu verringern. Das Skalierungsgesetz, nach dem Modelle mit mehr Parametern bessere Ergebnisse liefern, wird dadurch jedoch nicht außer Kraft gesetzt. Dennoch glauben wir, dass die durch DeepSeek eingeführten Effizienzsteigerungen zur Weiterentwicklung der KI-Technologie und damit auch zur Steigerung von Produktivität bzw. Rentabilität der Unternehmen, die KI nutzen, beitragen werden.

Die Innovationen von DeepSeek dürften den Beginn eines neuen KI-Kapitels markieren. Sie unterstreichen auch die Innovationskraft Chinas und haben das Interesse von Anlegern und Investoren an chinesischen Technologieaktien neu geweckt. Dank seiner potenziellen Produktivitätssteigerungen nützt DeepSeek wohl eher Nicht-Tech-Unternehmen als Tech-Unternehmen. Dies bedeutet auch, dass die traditionellen Gewinntreiber für Tech-Unternehmen an Schwung verlieren könnten. Dies könnte ein langsames Gewinnwachstum implizieren, insbesondere für Hardware-Unternehmen, die einen vorübergehenden Nachfragerückgang erleben könnten. Wir gehen aber davon aus, dass der Effekt nur kurzfristig sein wird. Langfristig ist die Einführung effizienterer KI-Lösungen Teil der natürlichen Entwicklung dieser Technologie. Letztlich dürfte sie zu einer höheren Produktivität und einem höheren Gewinnwachstum für Unternehmen führen, die KI produzieren bzw. einsetzen. Der starke Aufwärtstrend bei den Gewinnen und Aktienkursen von KI-Unternehmen (siehe Grafik 2.5) könnte sich für eine gewisse Zeit abschwächen; er wird aber nicht zum Stillstand kommen.

GRAFIK 2.5: AUFWÄRTSTREND BEI GEWINNEN VON KI-UNTERNEHMEN KÖNNTE SICH VORÜBERGEHEND VERLANGSAMEN



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 17.02.2018-17.02.2025)
 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.

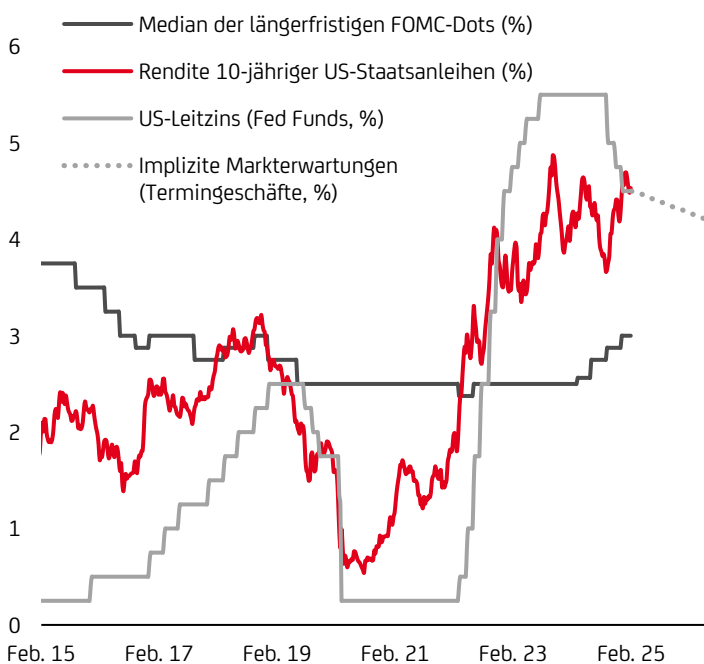


Was könnte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen über 5 % steigen lassen?

Autor: Luca Cazzulani

Die Renditen von US-Staatsanleihen (USTs) waren im Januar sehr volatil. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die Fed die Zinsen in diesem Jahr weiter senken und die Rendite 10-jähriger USTs in den kommenden Monaten bei etwa 4,50 % liegen wird.

GRAFIK 2.6: FED DÜRFTE ZINSEN IN DIESEM JAHR WEITER SENKEN



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 17.02.2015-17.02.2025 bzw. Erwartungen bis 30.06.2026)

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: bedingungsrechte 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.

Welche Risiken sind mit dieser Prognose verbunden?

Viele Details sind noch unbekannt, insbesondere in Bezug auf die Wirtschaftspolitik. Entsprechend ist mit weiterer Renditevolatilität zu rechnen. Wir erörtern, welche Szenarien Renditen von 5 % oder mehr für US-Staatsanleihen rechtfertigen könnten und warum wir sie für unwahrscheinlich halten.

Ein erster Faktor, der die Renditen von US-Staatsanleihen in die Höhe treiben könnte, wäre ein deutlicher Anstieg der Inflationserwartungen. Die Einführung bzw. Ausweitung von Zöllen könnten einen solchen auslösen. Da diese sich mittelfristig wohl auch negativ auf das Wachstum auswirken würden, dürfte der inflationäre Effekt aber nur vorübergehend sein. Solange die Fed unabhängig bleibt und sich gemäß ihrem Mandat dafür einsetzt, die Inflationserwartungen in Schach zu halten, erscheint es unwahrscheinlich, dass Deglobalisierung, grüner Wandel oder Geopolitik zu einer anhaltend hohen Inflation führen. In einem solchen Szenario wäre der Verkaufsdruck wahrscheinlich in erster Linie am kurzen Ende der Renditekurve spürbar, wobei die UST-Kurve wahrscheinlich flach bleibt oder sich sogar invertiert.

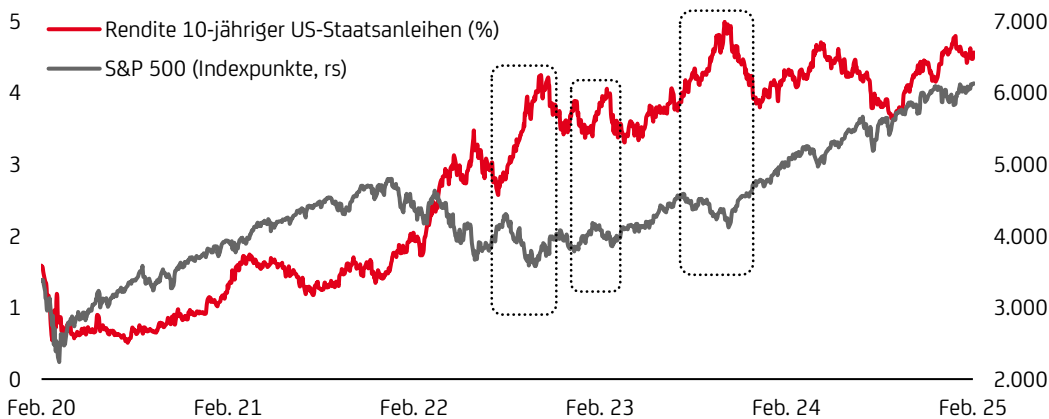
Ein zweiter Faktor wäre ein Anstieg der Risikoprämie aufgrund des großen Angebots an USTs in einer Zeit, in der die Nachfrage großer Akteure (wie China) nachlässt. Wie im September/Oktober 2023, als die Risikoprämie um fast 90 Basispunkte stieg, könnte dies zu einer deutlichen Versteilung der Kurve führen. Mehrere Faktoren sprechen dafür, dass ein starker Anstieg der Risikoprämie aber nicht sehr wahrscheinlich ist:

1. Die Möglichkeiten von US-Präsident Donald Trump, Maßnahmen zur Ausweitung des Haushaltsdefizits zu verabschieden, könnten aufgrund der knappen republikanischen Mehrheit im Repräsentantenhaus und der Absicht, inflationär wirkende Maßnahmen zu vermeiden, begrenzt sein.
2. Das große Angebot an USTs ist nichts Neues und sollte eingepreist sein. Tatsächlich liegt die (geschätzte) Risikoprämie nahe dem Höchststand der letzten fünf Jahre.



3. Laut US-Finanzminister Scott Bessent hat die US-Regierung eher ein Interesse an niedrigen Renditen am langen Ende als an niedrigen Leitzinsen. Dies verringert den Druck auf die Risikoprämien im Zusammenhang mit der Unabhängigkeit der Fed und deutet darauf hin, dass das US-Finanzministerium höhere 10-Jahres-Renditen ablehnen würde.
4. Ein Anstieg der Renditen, der nicht durch eine Verbesserung der Wirtschaftslage gerechtfertigt ist, wäre für Aktien negativ (siehe Grafik 2.7). Eine geringere Risikobereitschaft wiederum könnte US-Staatsanleihen letztlich stützen.

GRAFIK 2.7: HÖHERE RENDITEN > NIEDRIGERE AKTIENKURSE > NIEDRIGERE RENDITEN



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 17.02.2020-17.02.2025)

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.

Ein dritter Faktor wären robuste Wirtschaftsdaten, die einen deutlichen Anstieg von R-Star (d.h. des neutralen realen Zinssatzes, der die Wirtschaft langfristig ins Gleichgewicht bringt) stützen. Dies würde eine massive Produktivitätssteigerung erfordern, möglicherweise angetrieben durch KI – derzeit noch Zukunftsmusik. In einem solchen Szenario wären die aktuellen Fed-Zinssätze nicht so restriktiv, und sogar Diskussionen über Zinserhöhungen wären denkbar. Dies könnte zu einer anhaltenden Neubewertung der UST-Renditen (hauptsächlich der realen Renditen) führen, wobei sich die gesamte Renditekurve nach oben verschieben würde, um den höheren Zinssätzen Rechnung zu tragen. Da der Anstieg der Renditen durch eine robuste Wirtschaft gestützt würde, sollte ein solches Szenario Aktien aber nicht belasten.

Abschließend sei angemerkt, dass ein Faktor, der USTs stützen sollte, die Positionierung ist: Anleger, die auf schnelle Gewinne setzen, sind bereits in USTs short/untergewichtet, was den Spielraum für zusätzliche Verkäufe einschränkt.



Vermögensallokation

UMSICHTIGE POSITIONIERUNG IN EINEM UMFELD ANHALTENDER UNSICHERHEIT

Die Finanzmärkte bewegen sich weiterhin in einem Umfeld erhöhter, vielschichtiger Unsicherheit. Das globale Wachstum bleibt robust, sieht sich jedoch Gegenwind ausgesetzt, während die geldpolitischen Pfade von Fed und EZB zunehmend divergieren. Unser Ausblick ist weiter verhalten optimistisch. Während unsere Positionierung weitgehend unverändert bleibt, lassen wir in der Vermögensallokation Umsicht walten: Wir legen Wert auf die Balance zwischen einem widerstandsfähigen Portfolio einerseits und dem Ergreifen von Opportunitäten andererseits. Dabei setzen wir weiterhin auf Anpassungsfähigkeit und ein diszipliniertes Risikomanagement, wobei unser strategischer Fokus auf einer langfristigen Wertschöpfung liegt. Relativ betrachtet bevorzugen wir aufgrund der starken US-Fundamentaldaten nach wie vor US-Aktien gegenüber europäischen Werten.

UNSERE POSITIONIERUNG

	UNTER- GEWICHTEN	NEUTRAL GEWICHTEN	ÜBER- GEWICHTEN
AKTIEN GLOBAL		●	
US-AKTIEN		●	
AKTIEN EUROPA	●		
ASIEN-PAZIFIK-AKTIEN (INDUSTRIELÄNDER) ¹			●
SCHWELLENLÄNDER-AKTIEN		●	
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)





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	2,8	2,2	2,3	2,9	2,8	2,5	-7,6	-8,0	-8,6
Euroraum	0,7	0,9	1,2	2,4	2,2	1,9	-3,6	-3,2	-2,8
Deutschland	-0,2*	0,7*	1,2*	2,2	1,5	1,7	-2,6	-2,0	-2,0
Frankreich	1,1	0,7	1,2	2,0	0,9	1,1	-6,1	-5,4	-4,2
Italien	0,5	0,7	1,0	1,0	1,7	1,7	-3,9	-3,7	-3,0
Spanien	3,2	1,8	1,9	2,9	2,5	2,4	-3,3	-3,1	-2,5
Großbritannien	0,9	1,0	1,4	2,5	3,0	1,9	-4,3	-4,0	-3,8
China	5,0	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	2,8
Indien	8,2	6,5	6,5	4,4	4,1	4,1	-2,4	-2,1	-2,2

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

*Nicht-WDA-Zahlen. Bereinigt um Arbeitstage: -0,2 % (2024), 0,8 % (2025) und 1,0 % (2026)

ZENTRALBANKEN

	Aktuell	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
EZB	2,75	2,50	2,25	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
BOE	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
BoJ	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Riksbank	2,25	2,00	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

Quelle: Fed, EZB, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf das jeweilige Quartalsende.



Prognosen

ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

	per 25.02.25	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Euroraum					
Depo-Satz	2,75	2,50	2,25	2,00	1,75
3M-Euribor	2,50	2,43	2,20	1,95	1,75
2Y Schatz	2,07	2,10	2,00	1,90	1,80
10J Bund	2,46	2,30	2,30	2,30	2,30
2Y EUR-Swap	2,20	2,20	2,10	2,05	1,95
10Y EUR-Swap	2,38	2,30	2,30	2,35	2,35
10Y Bund-Swap-Spread	-7	0	0	5	5
2Y BTP	2,39	2,55	2,45	2,40	2,30
10Y BTP	3,59	3,60	3,60	3,60	3,60
10Y BTP-Bund-Spread	113	130	130	130	130
USA					
Fed-Funds-Satz	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00
3M OIS SOFR	4,32	4,36	4,11	3,90	3,90
2Y UST	4,09	4,25	4,20	4,10	4,00
10Y UST	4,29	4,50	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund-Spread	184	220	220	220	220

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

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.

WECHSELKURSPROGNOSEN

	per 25.02.25	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR-USD	1,05	1,04	1,03	1,03	1,02
USD-JPY	150	152	150	149	148
EUR-JPY	157	158	155	153	151
GBP-USD	1,27	1,24	1,23	1,23	1,22
EUR-GBP	0,83	0,84	0,84	0,84	0,84
USD-CNY	7,26	7,33	7,40	7,35	7,30
EUR-CNY	7,62	7,62	7,62	7,57	7,45

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

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.



PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE ANLAGEN

	per 25.02.25	Mitte 2025	Ende 2025
Erdöl			
Brent USD/bbl	74	75	78
Aktien			
Euro STOXX 50	5.437	5.200	5.400
STOXX Europa 600	553	540	555
DAX	22.351	21.000	22.500
MSCI Italy	100	94	100
S&P 500	5.948	6.400	6.800
Nasdaq 100	21.003	22.000	23.500
Unternehmensanleihen			
iBoxx Non-Financials Senior	83	85	80
iBoxx Banken Senior	82	90	85
iBoxx Non-Financials High-Yield	269	280	270

Quelle: Bloomberg, S&P Global, The Investment Institute by UniCredit

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.

Detaillierte Prognosen sind hier verfügbar: [Wirtschaft](#) | [FI](#) | [FX](#) | [Risikoreiche Anlagen](#)



Entwicklung ausgewählter Finanzmarktindizes

von	25.02.24	25.02.20	25.02.21	25.02.22	25.02.23	25.02.24	25.02.20	01.01.25
bis	25.02.25	25.02.21	25.02.22	25.02.23	25.02.24	25.02.25	25.02.25	25.02.25
AKTIENINDIZES (Gesamtrendite, in %)								
MSCI World (in USD)	16,8	24,8	10,0	-4,8	24,4	16,8	85,8	3,1
MSCI Emerging Markets (in USD)	12,8	36,0	-13,2	-13,0	7,3	12,8	22,4	4,6
MSCI US (in USD)	19,2	27,6	14,2	-6,6	29,1	19,2	105,3	1,4
MSCI Europe (in EUR)	15,5	3,5	14,3	8,0	11,2	15,5	60,1	9,7
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	11,5	36,8	-13,4	-9,1	10,8	11,5	31,5	3,5
STOXX Europe 600 (in EUR)	15,6	4,5	13,1	7,6	11,1	15,6	59,1	9,4
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	28,6	8,7	5,0	8,2	12,6	28,6	75,2	12,6
MSCI Italy (in EUR)	26,7	-2,3	15,5	12,7	28,3	26,7	103,6	14,1
ATX (Österreich, in EUR)	27,9	6,1	18,1	6,5	2,6	27,9	67,7	12,2
SMI (Schweiz, in CHF)	17,4	5,0	15,7	-1,2	5,4	17,4	45,0	12,3
S&P 500 (USA, in USD)	19,1	25,1	16,1	-5,9	28,9	19,1	105,8	1,4
Nikkei (Japan, in JPY)	-0,8	37,2	-10,8	8,1	47,3	-0,8	86,3	-4,2
CSI 300 (China, in Yuan)	17,5	37,1	-14,9	-8,3	-12,8	17,5	7,2	0,0
RENTENINDIZES (Gesamtrendite, in %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	4,1	1,4	-2,0	-13,4	0,5	4,1	-9,3	2,7
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	4,6	0,0	-2,1	-9,9	1,7	4,6	-5,6	2,1
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	6,7	2,2	-3,5	-9,0	6,1	6,7	1,7	2,1
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	2,6	-2,3	-3,7	-17,4	3,6	2,6	-17,2	-0,1
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	3,9	-0,8	-4,0	-15,3	4,4	3,9	-12,3	0,1
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	6,2	0,6	-4,3	-9,4	6,0	6,2	-1,8	0,9
ANLEIHERENDITEN (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	0	16	49	199	37	0	296	-28
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-27	-37	94	255	17	-27	290	-23
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-34	-38	107	236	-7	-34	259	-23
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	1	23	46	235	-9	1	293	6
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-10	12	52	243	-15	-10	281	4
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-55	4	103	265	-40	-55	278	-8
RENDITEAUFSCHLAG AUF STAATSANLEIHEN (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-12	-20	32	-4	-33	-12	-29	2
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US High Yield)	-39	-85	20	35	-107	-39	-134	-8
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-24	-10	47	-2	-18	-24	0	-12
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro High Yield)	-56	-42	115	-23	-81	-56	-58	-30
EURO-WECHSELKURSE (Veränderung in %)								
US-Dollar (EUR-USD)	-3,3	12,4	-8,3	-5,3	2,1	-3,3	-3,2	1,0
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-3,0	2,7	-3,1	5,7	-3,2	-3,0	-0,9	0,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-1,7	4,4	-6,1	-4,1	-3,7	-1,7	-11,5	-0,3
Japanischer Yen (EUR-JPY)	-3,8	8,0	-0,1	11,9	13,7	-3,8	31,1	-3,6
ROHSTOFFE (Veränderung in %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	41,9	5,0	5,6	-6,3	11,6	41,9	67,2	10,1
Industriemetalle (GSCI, in USD)	12,6	47,9	23,4	-19,4	-9,7	12,6	52,3	4,4
Gold (in USD pro Feinunze)	43,0	8,5	6,2	-6,0	11,7	43,0	75,2	10,4
Rohöl (Brent, in USD pro Fass)	-11,2	22,2	46,5	-16,0	0,2	-11,2	31,0	-2,2

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 25. Februar 2025)

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.





UniCredit S.p.A.
The Investment Institute
by UniCredit



Adresse
Arabellastraße 12
81925 München



Email
the-investment-institute@unicredit.eu

Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu
kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de

IDEEN

Manuela D'Onofrio
Head of GIS

Fabio Petti
Deputy Head of GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Italien

Philip Gisdakis
CIO, Deutschland

Oliver Prinz
CIO, Österreich

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 EDITOREN

Tullia Bucco

Tobias Keller

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

PRODUKTION

Frank Blaser

Ingo Heiming

Charles Miller Bradford

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website:
<https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingmitteilung

Diese Veröffentlichung stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank 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: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. 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.

DE 25/1

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 25. Februar 2025.