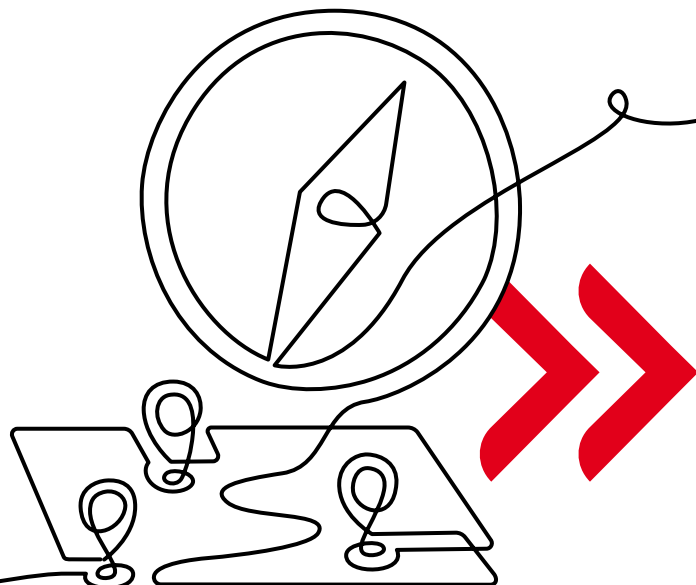


The Compass Checkpoint

23. Mai 2025



Verhandlungen im Schwebezustand

Die Weltwirtschaft befindet sich in der Schwebe. Die von der Trump-Regierung am 2. April angekündigten Zölle wurden bis zum 8. Juli auf Eis gelegt. In der Zwischenzeit verhandeln die USA mit allen wichtigen Handelspartnern parallel über Handelsabkommen. Unmittelbar nach dem Einfrieren der Zölle am 10. April erklärte Peter Navarro, Trumps oberster Handelsberater, dass die Regierung sich das Ziel gesetzt habe, "90 Abkommen in 90 Tagen zu erreichen".

Washington kündigte kürzlich das erste derartige Abkommen mit dem Vereinigten Königreich an. Daraus lassen sich zwei Lehren ziehen. Erstens ist die Trump-Regierung bereit, die Zölle zu senken, aber nur bis zu einem gewissen Punkt. Daher wird es keine Rückkehr zum Status quo geben, und ein Zoll von 10% auf die meisten Waren, die in die USA eingeführt werden, wird wahrscheinlich zu einer Untergrenze werden – gegenüber dem vorherigen durchschnittlichen Zoll auf US-Importe von etwa 2,5%.

Zweitens lassen sich komplexe Handelsabkommen nicht in wenigen Wochen verhandeln. Das Abkommen mit London ist noch nicht abgeschlossen. Es gibt noch Details, die geklärt werden müssen. Abkommen mit großen Volkswirtschaften wie China oder der EU werden noch länger dauern.

Das ist nicht verwunderlich. Handelsabkommen mit nur einem einzigen Land können angesichts der technischen Details Monate oder sogar Jahre dauern. Und die Trump-Regierung konzentriert sich nicht nur auf den Abbau ausländischer Zölle, sondern auch auf die Beseitigung aller möglichen Handelshemmnisse wie ausländische Gesetze, Vorschriften und Richtlinien, die sie als Wettbewerbshindernis ansieht. Daher wird sich ein Großteil der Unsicherheit, die Unternehmen, Verbraucher und Investoren erleben, auch nach dem 8. Juli (und im Falle Chinas nach dem 10. August) nicht auflösen. Sicher ist nur, dass sich die Welt auf ein Regime anhaltend höherer Zölle zubewegt.

Die Zentralbanken versuchen, sich in diesen unbekannten Gewässern zurechtzufinden, wobei das Risiko einer geldpolitischen Divergenz zwischen der Fed und den anderen Ländern steigt. Die EZB senkte die Zinssätze auf ihrer letzten Sitzung und wird im Jahr 2025 voraussichtlich zwei weitere Zinssenkungen vornehmen. Andere wichtige Notenbanken befinden sich in einem vergleichbaren Lockerungsmodus. Stattdessen senkte die Fed trotz des Drucks der Trump-Regierung bei ihrer letzten Sitzung die Zinssätze nicht und sagte, sie kaufe Zeit, um mögliche Stagflationsrisiken zu bewerten, die durch Trumps protektionistische Politik verursacht werden. Dieser Schwebezustand bei den Verhandlungen wird wahrscheinlich das Vertrauen in den Dollar weiter untergraben und die Marktvolatilität hoch halten.

Manuela D'Onofrio
Chair,
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-Chair,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Director und Chief Editor,
The Investment Institute

CIO-VIEW

2

MAKRO-STORIES

3

- EZB setzt Zinssenkungen fort, Fed steht vor kniffligem Balanceakt
- Umlenkung chinesischer Waren aus den USA in die EU
- Warum die Arbeitslosigkeit in den USA nicht viel steigen dürfte

Fokus 1: Handelskonflikte als Stresstest für Lieferketten

MARKT-STORIES

8

Was ist los auf den Märkten?

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Rohstoffe
- Währungen

Fokus 2: USD und Treasuries – Risiken durch Unzufriedenheit?

PROGNOSEN

18



Die Sicht der CIOs

Alessandro Caviglia (Italien), Philip Gisdakis (Deutschland), Oliver Prinz (Österreich)

Seit der Ankündigung der Trump-Regierung Anfang April, Zölle zu verhängen, hat sich viel getan. Risikoreiche Vermögenswerte, insbesondere Aktien, wurden weltweit verkauft, wobei die US-Märkte besonders hart getroffen wurden. Gleichzeitig stiegen die Renditen von US-Staatsanleihen und der Dollar schwächte sich ab – was auf eine mögliche Erosion des traditionellen Safe-Haven-Status sowohl von US-Staatsanleihen als auch des USD hindeutet. Trotz dieses Hintergrunds ist die relative Outperformance europäischer Aktien im Vergleich zu ihren US-Pendants, die in den ersten Wochen des Jahres zu beobachten war, intakt geblieben. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa haben sich angesichts der durch die US-Handelspolitik ausgelösten Turbulenzen relativ gut gehalten. Im Gegensatz dazu wurden die Erwartungen für das BIP-Wachstum in den USA deutlich nach unten korrigiert.

Angesichts der anhaltenden Unsicherheit erscheinen starke Richtungsentscheidungen bei der Aktienallokation nicht gerechtfertigt. Unser Fokus liegt weiterhin auf einer robusten Unternehmens-, Branchen- und Themenauswahl. Die europäischen Aktienmärkte mit ihrem höheren Anteil an Value- und defensiven Sektoren bieten Anlegern ein gewisses Maß an Portfoliostabilität. In Verbindung mit der relativen Widerstandsfähigkeit der europäischen Wirtschaft haben wir unsere Positionierung in europäischen Aktien (von untergewichtet) und asiatisch-pazifischen Aktien (von übergewichtet) auf neutral angepasst.

Während die europäische Wirtschaft auch die Auswirkungen der Handelsspannungen in den USA und der höheren Zölle zu spüren bekommen wird, dürften die von der neuen Bundesregierung angekündigten Investitionsinitiativen dazu beitragen, die heimische Nachfrage zu stützen. Gleichzeitig ließ die Abschwächung des USD, die durch Trumps offensichtliche Bereitschaft, die Exporte durch einen schwächeren Dollar zu unterstützen, noch verschärft wird, allgemeinere Bedenken hinsichtlich der langfristigen Rolle des Dollars als sicherer Hafen aufkommen. Diese Entwicklungen könnten als frühe Anzeichen für einen säkularen Entdollarisierungstrend gewertet werden.

Daher plädieren wir für eine vorsichtiger Haltung gegenüber dem USD. Bei festverzinslichen Wertpapieren bedeutet dies, dass das Engagement in US-Dollar und das US-Durationsrisiko neu bewertet werden müssen, wobei die Volatilität voraussichtlich hoch bleiben wird. Perioden vorübergehender USD-Stärke können genutzt werden, um das Engagement zu reduzieren. Wir bevorzugen weiterhin unsere "Quality Carry"-Strategie bei festverzinslichen Wertpapieren: Wir übergewichten auf EUR lautende Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und Schwellenländeranleihen und untergewichten globale Hochzinsanleihen.

VERMÖGENSALLOKATION

UNSERE ANLAGEEINSCHÄTZUNG ZU ASSETKLASSEN

	UNTERGEWICHT	NEUTRAL	ÜBERGEWICHT
Globale Aktien		●	
US-Aktien		●	
Aktien Europa		●	
Asien-Pazifik-Aktien (Industrieländer ¹)		●	
Schwellenländer-Aktien		●	
Globale Anleihen			●
Staatsanleihen (EWU)		●	
Staatsanleihen (Nicht-EWU)		●	
Unternehmensanleihen (EUR-denominierte Investment-Grade-Anleihen)			●
Unternehmensanleihen (Hochzinsanleihen)	●		
Schwellenländeranleihen (harte Währung)			●
Schwellenländeranleihen (Lokalwährung)			●
Geldmarkt/Liquidität	●		
Alternative Anlagen		●	
Rohstoffe		●	
Erdöl		●	
Gold		●	

1. Entwickelte Märkte: Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

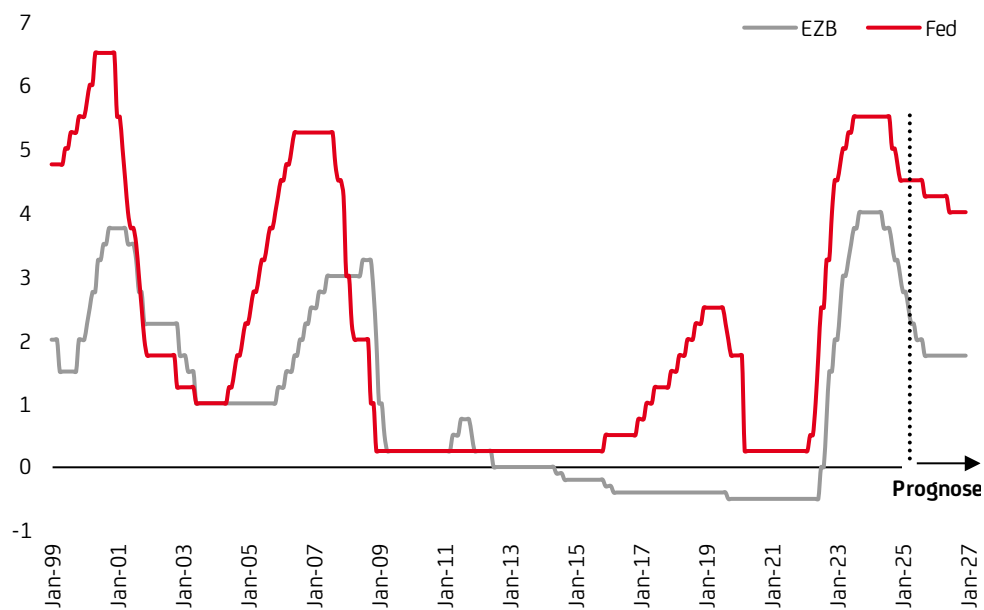


EZB setzt Zinssenkungen fort, Fed steht vor kniffligem Balanceakt

Die EZB scheint vor einer weniger schwierigen Aufgabe zu stehen als die Fed. Die Rhetorik in Frankfurt ist zurückhaltender geworden, da der Handelskrieg die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten in der Eurozone erhöht und gleichzeitig den disinflationären Druck zumindest kurz- bis mittelfristig erhöht. Das schwache Wirtschaftswachstum, die Aufwertung des Euro, niedrigere Energiepreise und das Risiko einer nennenswerten Umlenkung chinesischer Handelsströme weg von den USA dürften die Zuversicht der EZB in Bezug auf eine rechtzeitige und nachhaltige Rückkehr der Inflation auf ihr Ziel von 2% stärken. Dies deutet darauf hin, dass sich die Zinssenkungen wahrscheinlich im Juni fortsetzen werden, wenn der Einlagenzins wahrscheinlich weiter auf 2% gesenkt wird, was die kumulativen Zinssenkungen für diesen Zyklus auf 200 Basispunkte bringt. Wir bestätigen unsere Einschätzung, dass der Einlagenzins bis September bei 1,75% seinen Tiefpunkt erreichen und damit die Untergrenze der von der EZB geschätzten neutralen Spanne erreichen wird.

CHART 1.1: FED BLEIBT RESTRIKTIV

LEITZINS IN %



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Die Fed beließ am 7. Mai ihr Zielband für den Leitzins bei 4,25-4,50%. Der Fed-Vorsitzende Powell bekräftigte, dass die Geldpolitik gut positioniert sei und dass es angemessen sei, dass die Zentralbank auf mehr Klarheit (über die Regierungspolitik und die Wirtschaftsdaten) warte, bevor sie entscheide, ob sie die Zinsen anpasse. Die Fed befindet sich in einer sehr schwierigen Lage, da die Zölle wahrscheinlich die Inflation ankurbeln und das Wirtschaftswachstum schwächen werden, was ihre beiden Ziele von 2% Inflation und maximaler Beschäftigung gefährdet. In einer solchen Situation dürfte die Fed ihre Politik danach entscheiden, wie weit die Wirtschaft von den einzelnen Zielen entfernt ist. Unserer Ansicht nach liegt die Messlatte für eine Anpassung der Leitzinsen vor September sehr hoch, da sich die 90-tägige Pause bei den "gegenseitigen" Zöllen bis zum 8. Juli erstreckt. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass sich die Fed in unserem Basisszenario ohne Rezession wahrscheinlich auf ihr Preisstabilitätsziel konzentrieren wird. Wir erwarten nur eine Zinssenkung in diesem Jahr, im 4. Quartal 2025, und eine weitere Senkung Mitte 2026.



Umlenkung chinesischer Waren aus den USA in die EU

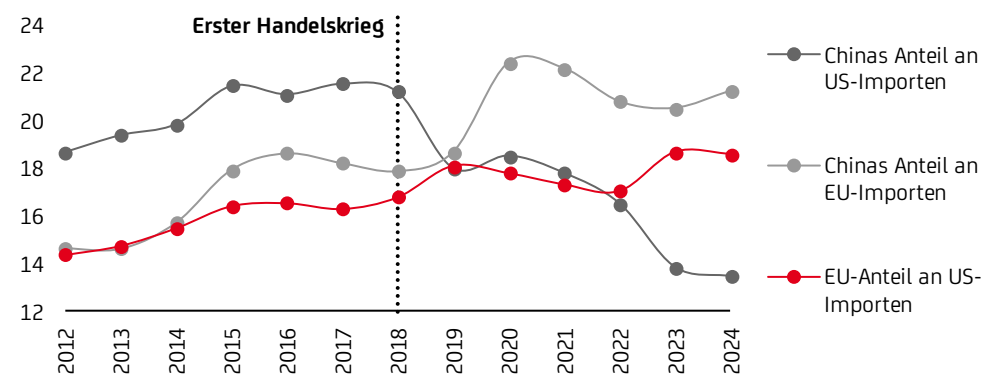
Nach der jüngsten Senkung der US-Zölle auf chinesische Waren von 145% auf 30% sind sie immer noch deutlich höher als bei US-Importen aus dem Rest der Welt, die derzeit bei 10% liegen. Während die Unsicherheiten über den Ausgang der weiteren Handelsgespräche hoch sind, gehen wir davon aus, dass die Unterschiede bei den US-Zöllen auf Waren aus China und anderen Ländern bestehen bleiben werden. Diese Lücke wird wahrscheinlich in zweierlei Form Umlenkungseffekte im grenzüberschreitenden Handel auslösen:

1. **Umleitung chinesischer Exporte aus den USA in andere Regionen, einschließlich der EU.** Andernfalls würden die industriellen Überkapazitäten in China zunehmen, was der chinesischen Politik seit langem Sorgen bereitet, insbesondere angesichts der schwachen Binnennachfrage. Eine strategische Neuausrichtung der Exporte in die EU würde Sinn machen, da besonders reife europäische Volkswirtschaften den USA in Bezug auf Nachfrage, Konsumententscheidungen usw. vergleichsweise ähnlich sind. China hat im Jahr 2024 Waren im Wert von fast 440 Mrd. USD in die USA exportiert, verglichen mit mehr als 550 Mrd. USD in die EU. Ein zusätzlicher Zustrom chinesischer Waren auf den europäischen Markt könnte lokale Hersteller in Sektoren belasten, in denen sie direkt mit chinesischen Produzenten konkurrieren. Beispiele hierfür sind der Maschinenbau und die hochwertige Konsumgüterindustrie, die gezwungen sein könnten, die Preise zu senken, um Marktanteile zu halten. Um solche negativen Auswirkungen abzumildern, haben die politischen Entscheidungsträger der EU die Einführung von Antidumpingzöllen zum Schutz ihrer Industrie in Betracht gezogen. Damit würde sich aber auch das Risiko von Gegenmaßnahmen Chinas in Form von zusätzlichen Hemmnissen für EU-Exporte erhöhen.
2. **EU-Exporteure erhöhen ihre Exporte in die USA,** insbesondere in Branchen wie Maschinenbau und Chemie, da höhere US-Zölle chinesische Waren erheblich verteuern. Die europäischen Hersteller konkurrieren jedoch zumindest teilweise mit anderen Ländern wie Japan und Südkorea.

Zum jetzigen Zeitpunkt ist es schwierig zu sagen, wie groß die beiden "Umlenkungseffekte" sein werden, wenn man die Unsicherheiten in Bezug auf die Handelspolitik der USA, der EU und Chinas berücksichtigt. Seit Trump 1.0 überwog die Umlenkung chinesischer Exporte aus den USA in die EU die Marktanteilsgewinne der EU in den USA (siehe Abbildung 1.2). Im Jahr 2018 stammten rund 21% aller US-Warenimporte aus China, verglichen mit weniger als 14% im Vorjahr. Gleichzeitig stieg der Anteil Chinas an den EU-Einfuhren von 18% auf 21-22 %. Der steigende Marktanteil Chinas in der EU spiegelt natürlich nicht nur die Zölle wider, sondern auch andere Faktoren, wie z. B. den Aufstieg Chinas zu einem wichtigen Produzenten von Autos und umweltfreundlichen Technologiegütern (Solarpanels, Batterien usw.).

GRAFIK 1.2: HANDELSUMLenkUNG SEIT TRUMPF 1.0

IMPORT-ANTEILE, IN %



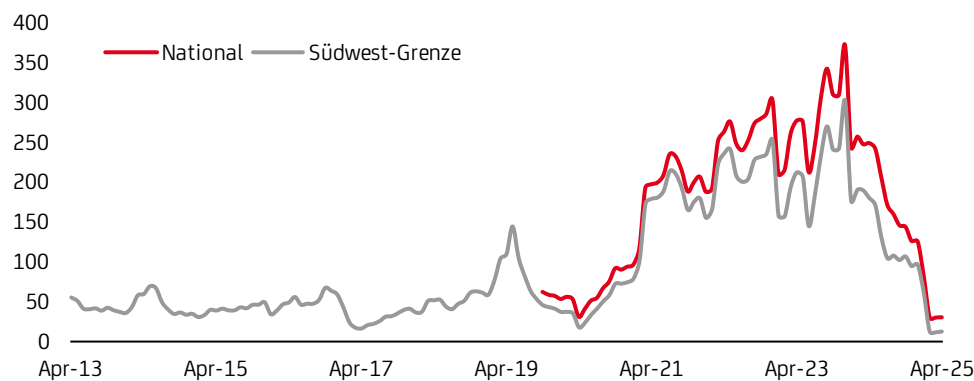
Quelle: IWF, The Investment Institute von UniCredit



Warum die Arbeitslosigkeit in den USA nicht viel steigen dürfte

Der US-Arbeitsmarkt hat sich unmittelbar nach den Zöllen bislang solide präsentiert. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich zwar im Vergleich zu den Vorzöllen weiter abgeschwächt (die Zahl der offenen Stellen ging allmählich zurück), doch hält sie sich derzeit weitgehend die Waage mit dem Arbeitskräfteangebot (was sich in der Arbeitslosenquote zeigt, die im April immer noch auf niedrigem Niveau von 4,2% lag). In diesem Abschnitt erörtern wir, wie sich wichtige Entwicklungen bei der Einwanderung und den Zöllen auf die Arbeitslosenquote auswirken dürften. Das Census Bureau schätzt, dass die Bevölkerung von Jahresanfang bis Jahresmitte 2024 um 3,3 Millionen (1,0%) gestiegen ist, der höchste Wert seit den 1990er Jahren, wobei 84% dieses Anstiegs auf die Nettozuwanderung entfallen. Neuere Indikatoren, darunter Daten des Department of Homeland Security über Begegnungen zwischen Migranten und Zoll- und Grenzschutzbeamten an der Grenze, deuten darauf hin, dass sich die Einwanderung in der zweiten Hälfte des letzten Jahres deutlich verlangsamt hat, da die Biden-Regierung die Einwanderungspolitik verschärft hat. Der Rückgang der Einwanderung hat sich in den ersten drei Monaten der zweiten Trump-Regierung beschleunigt (siehe Grafik 1.3). Tatsächlich hat die Trump-Regierung versprochen, die Einwanderung, vor allem die illegale Einwanderung, zu reduzieren und die größte Abschiebung von Migranten ohne Papiere durch einen US-Präsidenten durchzuführen (mehr als eine Million Menschen!). Wir vermuten, dass Letzteres nicht passieren wird und die Abschiebungsbemühungen begrenzt sein werden. Es scheint jedoch wahrscheinlich, dass die Nettozuwanderung unter Präsident Trump weiterhin deutlich niedriger sein wird als in den letzten Jahren. Dies wird das Wachstum des Arbeitskräfteangebots verlangsamen und einen Abwärtsdruck auf die Arbeitslosenquote ausüben.

ABBILDUNG 1.3: DER RÜCKGANG DER EINWANDERUNG HAT SICH UNTER TRUMP BESCHLEUNIGT
AUFGREIFEN VON MIGRANTEN DURCH US-GRENZSCHUTZ, IN TAUSEND (PRO MONAT)



Quelle: US Customs and Border Protection, The Investment Institute von UniCredit

Die Auswirkungen höherer Zölle auf die Arbeitslosenquote sind theoretisch nicht eindeutig. Einerseits wird der starke Anstieg der wirtschaftlichen Unsicherheit (vor allem aufgrund der Unsicherheit in der US-Handelspolitik) die Unternehmen dazu veranlassen, Einstellungen zu verschieben, und die tarifbedingte höhere Inflation wird die Verbrauchernachfrage belasten, was sowohl die Arbeitsnachfrage verringern als auch einen Aufwärtsdruck auf die Arbeitslosenquote ausüben wird. Auf der anderen Seite könnten Zölle die Arbeitsproduktivität (Output pro Stunde) sowohl kurzfristig (durch Unterbrechung der Lieferkette) als auch längerfristig belasten. Dies könnte mehr Arbeitseinsatz erfordern, um das gleiche Produktionsniveau zu erzielen, was die Arbeitslosenquote drücken würde. Insgesamt rechnen wir mit einer Lockerung des Arbeitsmarktes und einem Anstieg der Arbeitslosenquote, aber nicht stark. Dies wird die Möglichkeiten der Fed zur Zinssenkung begrenzen, da die Inflation im nächsten Jahr aufgrund der Zölle wahrscheinlich deutlich steigen wird. Wir sehen in diesem Jahr nur eine Zinssenkung um 25 Basispunkte (im vierten Quartal 2025).



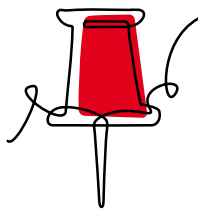
Handelskonflikte: Stresstest für globale Lieferketten

Autor: Andreas Rees

In den letzten zwei bis drei Jahrzehnten hat sich die Organisation von Produktionsstätten stark verändert. Dank reduzierter Kommunikations- und Transportkosten haben viele Unternehmen ihre Lieferketten auf internationaler Ebene aufgeteilt. Die Produktionsaktivitäten wurden zusehends fragmentiert und über eine Vielzahl von Ländern verteilt. In der Regel wurden arbeitsintensive Aufgaben in Schwellenländer mit niedrigerem Lohnniveau verlagert, während Tätigkeiten, die viel Kapital und Wissen erforderten, im Inland gehalten oder in andere Industrieländer ausgelagert. Das hatte (und hat) zur Folge, dass viele der Güter nicht vollständig nur innerhalb der Grenzen eines Landes produziert und dann in ein anderes verschifft wurden. Stattdessen werden beispielsweise bei den US-Importen mit dem Label "Made in China" auch Produktionsaktivitäten in Form von Vorleistungen aus anderen Ländern erfasst. Im Laufe der Jahre haben sich solche globalen Wertschöpfungsketten zu einem Eckpfeiler des globalen Handels entwickelt und machen etwa 50 % der weltweit gehandelten Waren und Dienstleistungen aus.

Daher ist die Fokussierung, um nicht zu sagen die Besessenheit von US-Präsident Trump auf bilaterale Handelsungleichgewichte höchst anachronistisch. Allein ein Blick auf die Daten zu Exporten und Importen der USA vernachlässigt die Komplexität des Welthandels. Denken Sie an die Produktion eines iPhones, an der ein riesiges Netzwerk von Zulieferern und Herstellern in mehreren Ländern beteiligt ist. Die globale Wertschöpfungskette beginnt mit der Konzeption und dem Design in den USA. Hightech-Komponenten kommen aus Japan, Südkorea, Deutschland, den USA und einigen anderen Ländern. Lange Zeit wurde das iPhone dann vor allem in China von taiwanesischen Firmen zusammengebaut. Vor allem Indien, aber auch Vietnam haben sich in letzter Zeit aber auch zu einem bedeutenden Drehkreuz für die Montage von iPhones entwickelt, die für den US-Markt bestimmt sind.

Höhere US-Zölle und die Unsicherheit über die künftige US-Handelspolitik dürften Sand ins Getriebe der internationalen mehrstufigen Produktionsprozesse werfen. Negative Auswirkungen könnten insbesondere aus den Handelsspannungen zwischen den USA und China und einem immer noch hohen US-Zoll von 30% auf chinesische Waren für 90 Tage resultieren, nachdem er von 145% gesenkt wurde. Dies kann auch die Produktions- und Handelsaktivitäten anderer Länder und Regionen wie der EU, Japans, der Schwellenländer Asiens usw. beeinträchtigen. Die sogenannte Partizipationsrate der globalen Wertschöpfungskette misst solche negativen Auswirkungen, indem sie den potenziellen Schaden beziffert, den Zölle und andere Handelsbeschränkungen für die Exporte eines Landes verursachen (siehe auch Terminologie unten). Konkret zeigt die Partizipationsrate, in welchem Umfang ein Land Teil eines internationalen mehrstufigen Produktions- und Handelsprozesses ist, und zwar als Anteil an den Gesamtexporten eines Landes.



TERMINOLOGIE

Globale Wertschöpfungsketten bestehen aus zwei Säulen, der sogenannten rückwärts gerichteten Integration und der vorwärts gerichteten Integration. Bei der rückwärts gerichteten Integration wird der Importanteil der Exporte eines Landes berücksichtigt. Er misst beispielsweise die Wertschöpfung, die von der EU in Form von Vorleistungen aus anderen Ländern wie den USA und China importiert und dann zur Generierung von Ausfuhren aus der EU verwendet wird. Bei der vorwärts gerichteten Integration werden die Ausfuhren der EU berücksichtigt, die von anderen Ländern, z. B. den USA (oder China), als Vorleistungsgüter bei der Produktion der US-amerikanischen (chinesischen) Ausfuhren verwendet werden. Die Partizipationsrate der globalen Wertschöpfungskette entspricht der Summe dieser beiden Komponenten und wird als Anteil an den Bruttoausfuhren der EU in die Welt gemessen. Je höher dieser Anteil ist, desto stärker ist die EU bei ihren Exportaktivitäten den Reibungsverlusten in den globalen Wertschöpfungsketten ausgesetzt.

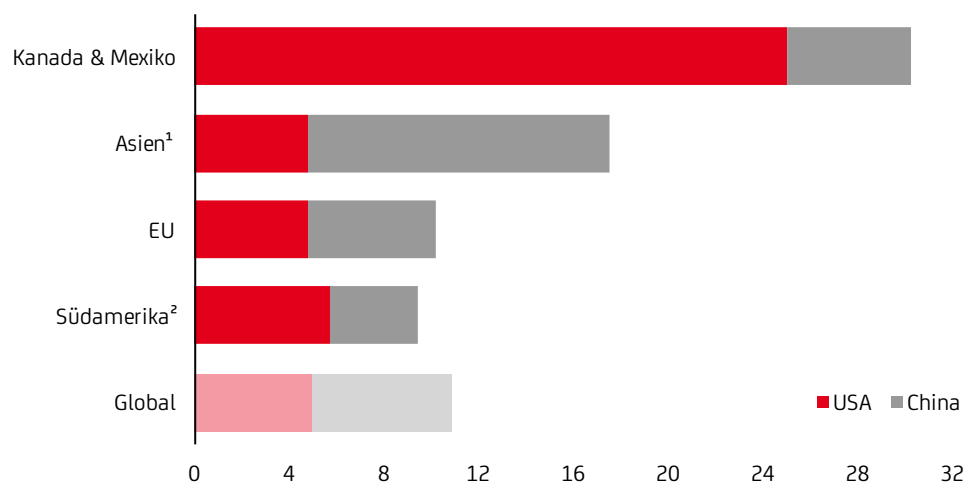


Im Folgenden haben wir die Partizipationsraten berechnet, die sich auf multinationale Produktionsprozesse einiger großer Regionen wie der EU beziehen und zu denen auch die USA und China beitragen. Mit anderen Worten, wir stellen eine einfache, aber wichtige Frage: Wie anfällig ist die EU aufgrund des Handelskriegs zwischen den USA und China für Spannungen in ihren globalen Lieferketten?

Nach unseren Berechnungen auf der Grundlage von Daten der Welthandels- und Entwicklungskonferenz der Vereinten Nationen (UNCTAD) gab es erhebliche Unterschiede zwischen den wichtigsten Regionen. Mit einem Anteil von jeweils rund 10% waren Südamerika und die EU deutlich weniger anfällig als die asiatischen Länder mit 17% (siehe Abbildung 1.4). Anders ausgedrückt: Etwa ein Zehntel der Gesamtexporte der EU war Teil einer grenzüberschreitenden Lieferkette, zu der auch die USA und China beitrugen. Offensichtlich hat sich der riesige Binnenmarkt der EU hier ausgezahlt, da sich die große Mehrheit der grenzüberschreitenden Lieferketten der EU-Länder innerhalb der Europäischen Union selbst befindet. Man darf jedoch nicht vergessen, dass bei einer Partizipationsraten von 10% an den Gesamtausfuhren immer noch etwa 4% des BIP der EU gefährdet sein könnten. Es überrascht nicht, dass die asiatischen Länder mit einer Partizipationsrate von 17% stärker anfällig für Schocks sind, insbesondere aus China. Noch anfälliger wären Kanada und Mexiko (30%) im Falle von US-Zollerhöhungen auf ihre Exporte, da sie stark mit den USA verflochten sind.

GRAFIK 1.4: PARTIZIPATIONSRATE DER GLOBALEN WERTSCHÖPFUNGSKETTE VON LÄNDER UND REGIONEN MIT DEN USA UND CHINA

IN % DER GESAMTEN BRUTTOAUSFUHREN DER LÄNDER/REGIONEN (2022; LETZTE VERFÜGBARE DATEN)



Quelle: UNCTAD-EORA GVC Database, The Investment Institute by UniCredit

1. Südamerika umfasst Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Peru und Uruguay.

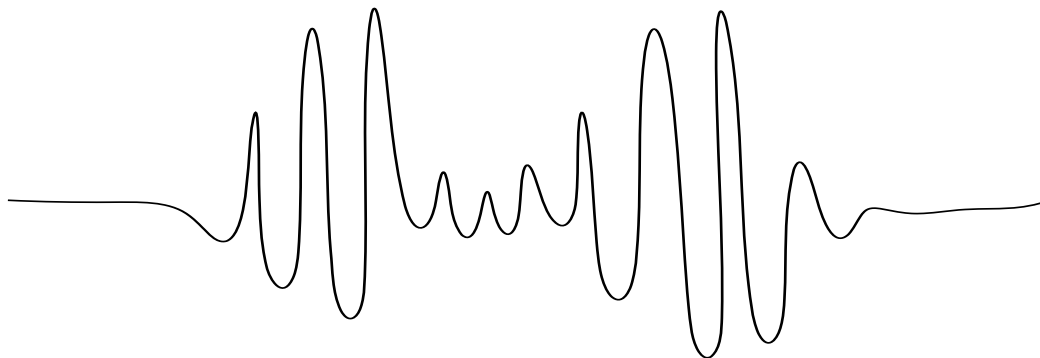
2. Asien umfasst Bangladesch, Kambodscha, Indien, Indonesien, Japan, Malaysia, Pakistan, die Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan, Thailand und Vietnam.



Was ist los auf den Märkten?

THE NOISE

Nachdem Trumps abrupte Zollankündigungen einen starken Ausverkauf ausgelöst hatten, der das Unbehagen der Anleger über einen globalen Handelskrieg und einen möglichen Rezessionsdruck, insbesondere in den USA, widerspiegelte, schwankten die Märkte aufgrund von Zolldrohungen und Spekulationen über die Unabhängigkeit der Fed weiter, nur um den Kurs zu ändern, als sich Signale der Entspannung abzeichneten. Die jüngsten Gewinne in den Aktienindizes, vor allem im DAX, spiegeln die Erleichterung der Anleger über die Entspannung zwischen den USA und China und den erneuten Optimismus in Bezug auf die Wende in der Fiskalpolitik in Deutschland wider. Obwohl die Märkte nach wie vor empfindlich auf politische Signale und schlagzeilengetriebene Veränderungen reagieren, gibt es Anzeichen für eine größere Stabilität.



THE SIGNAL

Während Trumps extremere politische Instinkte auf die Disziplin des (Anleihen-)Marktes gestoßen sind, war die Notwendigkeit einer stabilen Geldpolitik und einer klaren Richtung selten dringender. Steigende Renditen am langen Ende zwangen zu einer Umkehr – vor allem zu einem Aufschub der Zölle und einer erneuten Bestätigung der Position des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell – was die Grenzen der Macht der US-Exekutive verdeutlichte. Obwohl das Vertrauen bereits etwas beschädigt wurde und eine weitere Schwäche des US-Dollars wahrscheinlich erscheint, trugen Trumps jüngste Schritte zur Beruhigung bei. In einem Umfeld, das nach wie vor von Unsicherheit geprägt ist und in dem die Märkte anfällig für weitere Schocks sind, bleiben wir jedoch bei der Ansicht, dass Stimmungsextreme genau beobachtet werden müssen und favorisieren hochwertige Assets.

Aktien

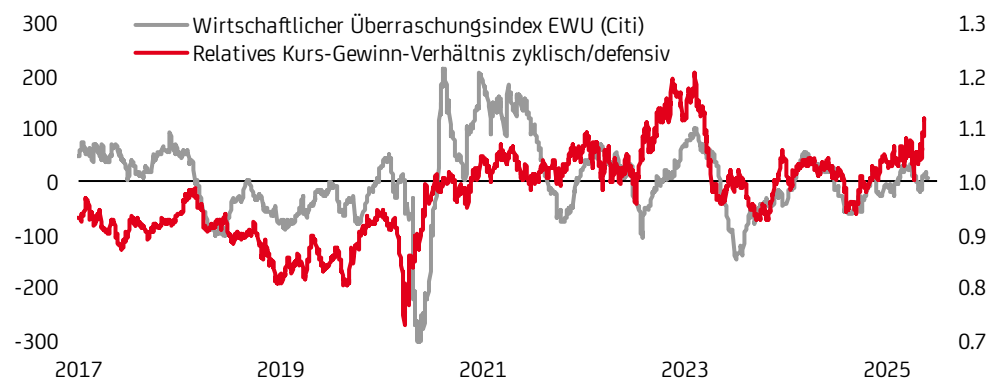
Die Aktienmärkte erholen sich auf ein Niveau, das kurz vor dem "Tag der Befreiung" erreicht wurde

Die globalen Aktienmärkte haben sich zuletzt infolge der Deeskalationsbemühungen in den laufenden Zollstreitigkeiten stabilisiert. Diese Stabilisierung steht jedoch noch auf wackeligen Beinen, da sie stark vom weiteren Verlauf der Handels- und Zollgespräche zwischen den USA und ihren Handelspartnern abhängt. Die Trump-Regierung hat einige ihrer aggressivsten Zollsätze weiter gelockert, was die Hoffnung nährt, dass eine Lösung der anhaltenden Streitigkeiten in Reichweite sein könnte. Vor allem nach einer jüngsten Vereinbarung zwischen den USA und China, die Zölle für 90 Tage zu senken, herrscht vorsichtiger Optimismus, was mögliche Fortschritte im Zollstreit zwischen den USA und China in den kommenden Wochen und Monaten angeht. In Kombination mit den allgemein soliden Gewinnveröffentlichungen für das erste Quartal hat dies dazu beigetragen, dass sich die globalen Aktienmärkte auf ein Niveau erholt haben, das kurz vor Trumps Zollankündigungen zum "Befreiungstag" am 2. April erreicht wurde. Dennoch dürften die Aktienmärkte angesichts der nach wie vor herrschenden Unsicherheit nicht das Momentum für eine kurzfristige Etablierung neuer, nachhaltiger Aufwärtstrends aufbringen. Wir gehen zwar davon aus, dass das volatile Umfeld bis in den Sommer hinein anhalten wird, haben aber unsere Jahresendziele für 2025 für den S&P 500 auf 6.100 Indexpunkte und für den Euro STOXX 50 auf 5.600 Indexpunkte angehoben (weitere Indexziele finden Sie in der Tabelle mit den Prognosen für risikoreiche Anlagen auf Seite 20).

Die jüngste Zollpause zwischen den USA und China signalisiert eine zaghafte Lockerung der Handelsspannungen. Die Zölle auf beiden Seiten liegen jedoch nach wie vor deutlich über dem Niveau vor dem 2. April, so dass die beiden größten Volkswirtschaften der Welt – die zusammen etwa die Hälfte des globalen BIP ausmachen – unter wesentlich restriktiveren Handelsbedingungen arbeiten. Während weitere Verhandlungen zu schrittweisen Fortschritten führen könnten, scheint eine umfassende Rücknahme der Zölle in naher Zukunft unwahrscheinlich, da noch komplexe Verhandlungen bevorstehen. In der Zwischenzeit könnte bereits ausreichender Schaden angerichtet worden sein, was die Rezessionsängste angesichts der schwächeren harten Daten wieder aufleben lässt und die Sorgen über die Aussichten an den Aktienmärkten verstärkt. Vor diesem Hintergrund scheint eine jüngste Rallye bei Aktien, insbesondere bei europäischen **zyklischen Titeln** gegenüber **defensiven Wertpapieren** (siehe Grafik 2.1), nicht mit wirtschaftlichen Abwärtsrisiken vereinbar zu sein. Obwohl wir nicht davon ausgehen, dass sich eine Rezession durchsetzen wird, bleiben die Bewertungen zyklischer Wertpapiere im Vergleich zu ihren defensiven Pendanten hoch. Dies birgt das Risiko weiterer Marktvolatilität, wenn sich die Anzeichen für eine breitere globale Konjunkturabschwächung verdichten. Aus Risiko-Rendite-Sicht bevorzugen wir derzeit defensive Anlagen gegenüber zyklischen Wertpapieren.

GRAFIK 2.1: EUROPÄISCHE ZYKLIKER SEHEN TEUER AUS

12M FWD KGV FÜR ZYKLISCHE/DEFENSIVE WERTE IN DER EUROZONE UND WIRTSCHAFTLICHER ÜBERRASCHUNGSINDEX



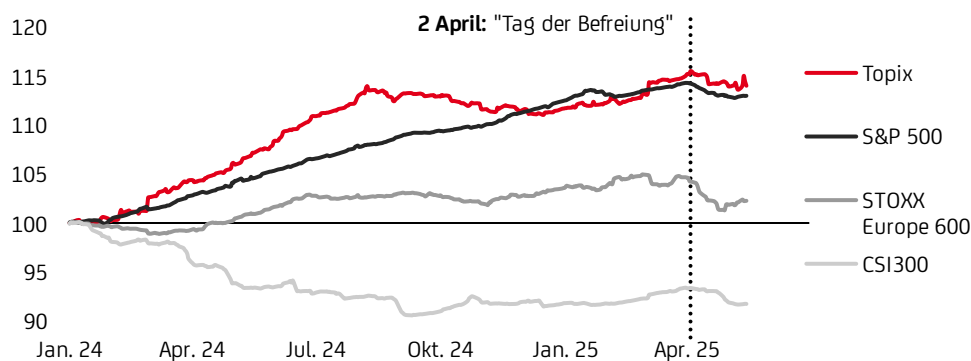
Die Gewinnschätzungen sind seit Trumps weitreichenden Zollankündigungen am 2. April unter Druck geraten (siehe Grafik 2.2). Die Gewinnerwartungen (12 Monate) des STOXX Europe 600 sind um rund 3% und für den S&P 500 um 2% gesunken. In jüngster Zeit zeichnen sich jedoch erste Anzeichen einer Stabilisierung ab, da die

Zollspannungen nachlassen. Wir gehen davon aus, dass sich die meisten negativen Auswirkungen der Unsicherheit über die US-Zölle auf die Unternehmensgewinne bereits im Jahr 2025 bemerkbar machen werden. Angesichts unserer Wirtschaftsprognosen dürfte sich das Gewinnwachstum im Jahr 2026 wieder erholen. Wir gehen von einem Anstieg von etwa 10% aus.

In der Vergangenheit begannen sich die Konsensschätzungen für die Gewinne sechs bis neun Monate vor dem Erreichen eines wirtschaftlichen Tiefpunkts zu erholen. Dies würde bedeuten, dass die Gewinnschätzungen irgendwann im 3. Quartal 2025 die Talsohle erreicht haben. Da sich im 3. Quartal 2025 ein neuer Aufwärtstrend bei den Gewinnschätzungen abzeichnen dürfte, dürfte sich das Börsenumfeld weiter stabilisieren und wieder vielversprechende Chancen eröffnen. Relativ gesehen dürfte Europa von strukturellen Impulsen profitieren, die durch höhere Infrastrukturinvestitionen und höhere Verteidigungsausgaben (z.B. müssen Ausschreibungen europaweit durchgeführt werden) angetrieben werden. Diese dürften sich im Jahr 2026 noch deutlicher zeigen und die Gewinne der europäischen Unternehmen erheblich stützen.

GRAFIK 2.2: SCHÄTZUNGEN FÜR GEWINN PRO AKTIE STEHEN SEIT DEM "TAG DER BEFREIUNG" UNTER DRUCK

GEWINNSCHÄTZUNGEN FÜR DIE NÄCHSTEN 12 MONATE, 2024=100



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Chinesische Aktien stehen seit Trumps Zollankündigungen ebenfalls unter Druck, da die Gewinnschätzungen angesichts der anhaltenden Handelsunsicherheit gesenkt wurden (siehe Grafik 2.2). Das jüngste 90-tägige Zollsenkungsabkommen zwischen den USA und China hat jedoch die sich abschwächende chinesische Wirtschaft (vorübergehend) entlastet und die Marktstimmung beflügelt. Darüber hinaus haben gezielte Konjunkturmaßnahmen der chinesischen Behörden begonnen, die Stimmung zu stabilisieren. Peking hat kürzlich das Gesetz zur Förderung des Privatsektors verabschiedet, um die wichtige Rolle privater Unternehmen bei der wirtschaftlichen Modernisierung zu stärken und einen fairen Marktzugang zu gewährleisten. Dieser gesetzgeberische Schritt steht im Einklang mit einer umfassenderen Strategie zur Förderung von Innovation und industriellem Wachstum. Darüber hinaus hat China gezielte fiskalische Maßnahmen ergriffen, um die Binnennachfrage anzukurbeln und Unternehmen zu unterstützen. Diese Initiativen, gepaart mit einem kooperativeren Ansatz zwischen der Regierung und den Unternehmern, deuten auf einen stabilisierenden Ausblick für chinesische Aktien hin, der von der Entwicklung der Handelsbeziehungen und den inländischen Wirtschaftsreformen abhängt. Das jüngste Handelsabkommen ist zwar ein positiver Schritt, aber die erheblichen Fortschritte bei der Lösung der zugrunde liegenden Handelsprobleme dürften nur schrittweise erfolgen.

Japanische Aktien blieben angesichts der globalen Handelsspannungen relativ widerstandsfähig, wobei der Topix durch eine stabile Binnennachfrage und einen stabilen Ausblick für die Unternehmensgewinne gestützt wurde. Während externe Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Handelsbeziehungen zwischen den USA und China die Anlegerstimmung belastet haben, hat die begrenzte direkte Abhängigkeit Japans von Zöllen dazu beigetragen, deren Auswirkungen abzufedern. Japan war eines der ersten Länder, das Handelsgespräche mit der US-Regierung aufnahm. Die beiden Länder einigten sich darauf, die Zollgespräche zu intensivieren, um bis Juni ein für beide Seiten vorteilhaftes Abkommen zu erzielen. Anhaltende Corporate-Governance-Reformen und starke Aktienrückkäufe haben das Vertrauen der Märkte weiter gestärkt. Mit Blick auf die Zukunft dürften strukturelle Themen wie Automatisierung, Digitalisierung und grüne Investitionen die Performance stützen, während ein stärkerer Yen die Exporteure vor Herausforderungen stellen und ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Ausland verringern könnte. Nichtsdestotrotz bleibt Japans Konjunkturausblick eng mit der globalen Wachstumsdynamik und den geldpolitischen Signalen der Bank of Japan (BoJ) verknüpft.

Festverzinsliche Wertpapiere

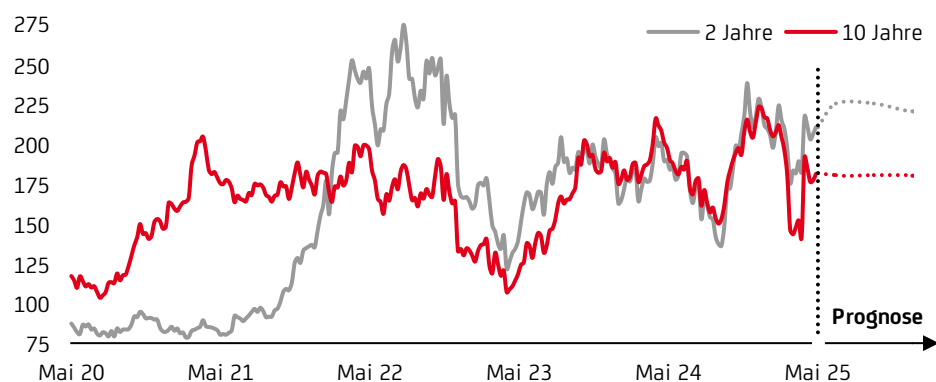
Staatsanleihen

Die Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Handelskrieg sind nach wie vor wichtige Treiber für die Wertentwicklung an den Anleihenmärkten. Nach ihrer positiven und eher stabilen Performance in der zweiten Aprilhälfte sind Staatsanleihen zuletzt unter Verkaufsdruck geraten, nachdem die USA und China die Zölle gesenkt hatten. Die Märkte haben ihre Erwartungen hinsichtlich künftiger Zinssenkungen moderat reduziert, wobei die OIS Forwards derzeit auf Zinssenkungen um 50 Basispunkte sowohl durch die Fed als auch durch die EZB bis zum Jahresende hindeuten. Trotz des jüngsten Ausverkaufs ist der 7-10-jährige UST Bloomberg-Index in diesem Jahr bisher um 3% gestiegen, während sich der entsprechende Bund-Index im leicht negativen Bereich befindet. Italienische Staatsanleihen haben sich besser entwickelt als Bundesanleihen, wobei sich der Spread zwischen 10-jährigen BTP-Bund im vergangenen Monat um rund 20 Basispunkte auf fast 100 Basispunkte verengt hat. Der Appetit auf italienische Papiere ist seit der Heraufstufung des Ratings durch S&P im April gestiegen, was auf eine allgemeine Verbesserung der Risikobereitschaft und die Wahrnehmung eines geringen idiosynkratischen Risikos zurückzuführen ist.

Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen und US-Bundesanleihen sind im vergangenen Monat auf 4,5% bzw. 2,65% gestiegen und liegen damit am oberen Ende ihrer Handelsspannen. Unseres Erachtens spiegeln die aktuellen Niveaus die wirtschaftlichen Aussichten in den USA und der Eurozone besser wider. Insbesondere glauben wir nicht, dass die US-Wirtschaft aufgrund der Zölle mit einer massiven Verlangsamung konfrontiert sein wird, und die jüngsten harten Daten scheinen diese Einschätzung zu bestätigen. Auch wenn angesichts seines Vorschlags, die Steuern zu senken, eine gewisse Vorsicht in Bezug auf Trumps Finanzpolitik geboten ist, scheint die Möglichkeit unkontrollierter Ausgaben seiner Regierung unserer Meinung nach gering zu sein, was eine mögliche Quelle für Aufwärtsdruck in der Zukunft einschränkt. Auf der anderen Seite dürfte die von Bundeskanzler Merz vorgeschlagene fiskalische "Bazooka" zusammen mit einer positiveren Einstellung zu den öffentlichen Ausgaben trotz der erwarteten negativen Auswirkungen der Zölle auf die Konjunktur der Eurozone das Wachstum ankurbeln und das Angebot an Staatsanleihen in Zukunft strukturell erhöhen. Obwohl die Volatilität auch in Zukunft hoch bleiben dürfte, erwarten wir daher keine signifikanten Bewegungen bei den Renditen langlaufender US-Staatsanleihen und Bundesanleihen.

Der transatlantische Spread 10-jähriger Anleihen liegt derzeit bei 180 Basispunkten und entspricht damit seinem bisherigen Jahresdurchschnitt. Wir gehen davon aus, dass sie in den kommenden Quartalen auf diesem Niveau bleiben wird. USTs und Bundesanleihen waren in letzter Zeit schlecht korreliert, was das Auftreten idiosynkratischer (und oft widersprüchlicher) Ereignisse widerspiegelt. Auch wenn es unwahrscheinlich ist, dass sie auseinanderklaffen, könnten die Staatsanleihen der USA und Deutschlands weniger korreliert bleiben als in der Vergangenheit.

GRAFIK 2.3: WIR ERWARTEN STABILE UST-BUND-SPREADS IN DEN KOMMENDEN QUARTALEN
TRANSATLANTISCHE SPREADS (BP)



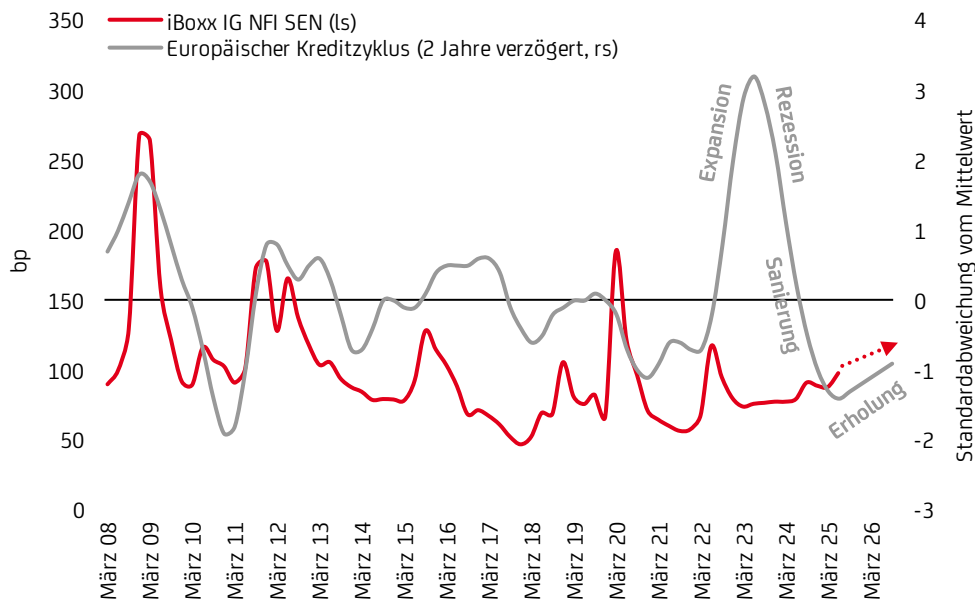
Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Unternehmensanleihen

Die Märkte für Unternehmensanleihen haben sich nach einem starken Ausverkauf infolge der Ankündigung von Zöllen durch den US-Präsidenten Anfang April erholt. Die Kreditrisikoprämien werden in der Nähe des Niveaus vor dem 1. April gehandelt. Auf Sektorebene ist jedoch eine gewisse Differenzierung der Anleger zu beobachten. Sektoren, die am stärksten von den Handelsspannungen betroffen sind – Grundrohstoffe, Konsumgüter, Gebrauchsgüter und Technologie – schnitten unterdurchschnittlich ab, während Sektoren, die sich stärker auf die Binnenwirtschaft konzentrierten – Banken, Telekommunikation und Versorger – überdurchschnittlich abschnitten. Es bleibt abzuwarten, ob und wie der Handelskonflikt mit den USA beigelegt wird. Bereits die Berichtssaison für das 1. Quartal verlief jedoch bisher gemischt, was die Dynamik der Verschlechterung der Kreditkennzahlen bestätigt. Dies spiegelt sich auch in einem Anstieg des Volumens von Fallen Angels auf EUR 6,1 Mrd. YTD wider, das (leicht) über dem der Rising Stars (EUR 5,9 Mrd.) liegt. Die jeweiligen Volumina wurden im Falle von Fallen Angels von Emittenten aus den Bereichen Personal & Households, Automobil & Parts und Chemie getrieben; im Falle von Rising Stars durch Hochstufungen von Emittenten aus dem Versorger- und Technologiesektor.

Wie in Abbildung 2.4 zu sehen ist, befindet sich der Kreditzyklus weiterhin in seiner Erholungsphase, die durch einen allmählichen Anstieg der Verschuldung der Emittenten gekennzeichnet ist. Während die Unternehmen an ihrer konservativen, liquiditätsschonenden Finanzierungspolitik festhalten, dürften die geoökonomischen Spannungen die Kreditkennzahlen belasten. Wir sehen in den kommenden Monaten moderaten Spielraum für eine Ausweitung der Spreads – um 10 bis 15 Basispunkte für Investment-Grade-Seniors und um rund 100 Basispunkte für hochverzinsliche Nicht-Finanzwerte bis Ende des Jahres. Der Carry ist nach wie vor attraktiv und bietet einen Puffer für die Total-Return-Performance. Wir bevorzugen weiterhin Investment-Grade-Unternehmensanleihen gegenüber Hochzinsanleihen.

GRAFIK 2.4: DIE ERHOLUNGSPHASE DES KREDITZYKLUS SPRICHT FÜR ETWAS HÖHERE SPREADS
EUROPÄISCHER KREDITZYKLUS VS. IBOXX IG NFI SEN SPREADS



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

Rohstoffe

Rohöl

Die OPEC+ traf die Märkte unvorbereitet, indem sie die Rücknahme ihrer freiwilligen Produktionskürzungen beschleunigte, was offenbar ein Versuch war, die Disziplin bei nicht konformen Produzenten wie dem Irak und Kasachstan durchzusetzen. Die Gruppe plant, das Angebot von 960 kb/d im zweiten Quartal 2025 wiederherzustellen, einschließlich 411 kb/d im Juni – ein Schritt, der die wachsende Besorgnis über ein mögliches Überangebot verstärkt. Obwohl Saudi-Arabien aufgrund seines relativ hohen Breakeven-Preises mit fiskalischen Belastungen zu kämpfen hat, scheint es bereit zu sein, kurzfristige Verluste zu verkraften, um Marktanteile zu schützen und Spannungen mit Washington zu vermeiden. Ohne eine spürbare Belebung des globalen Wachstums, das nach wie vor eng mit der Entwicklung der US-Handelspolitik verknüpft ist, ist eine nennenswerte Erholung der Ölpreise trotz des jüngsten Anstiegs infolge der Entspannung der Spannungen zwischen den USA und China unwahrscheinlich. Wir halten an unserer Ölpreisprognose für 2025 bei 65-70 USD/bbl, wobei die Risiken nach wie vor nach unten gerichtet sind.

Erdgas

Die niederländischen TTF-Erdgaspreise befinden sich im Erholungsmodus, seit sie Ende April einen Jahrestiefstand erreicht haben. Die aktuellen Preise von rund 35 EUR/MWh liegen rund 10 % über diesen Tiefstständen. Für die Preiserholung gab es zwei Hauptgründe. Erstens haben europäische Unternehmen das niedrige Preisniveau genutzt, um die Gasspeicher nach dem kalten Winter wieder aufzufüllen. Zweitens führte die Ankündigung einer Entspannung zwischen den USA und China zu einer optimistischeren Stimmung für das makroökonomische Bild in Asien und führte zu einer höheren Nachfrage aus Asien. Wir gehen davon aus, dass sich diese kurzfristige Preiserholung fortsetzen wird, da der Bedarf an Wiederauffüllungen in Europa in den kommenden Monaten akut bleibt. Wir erwarten für 2025 ein durchschnittliches Preisniveau von 40-45 EUR/MWh und sind der Ansicht, dass die bisherigen niedrigen Preise einen zu negativen Ausblick für die Weltwirtschaft widerspiegeln und die anhaltende Notwendigkeit, die europäischen Gasvorräte vor dem kommenden Winter aufzufüllen, nicht ausreichend berücksichtigt haben.

Gold

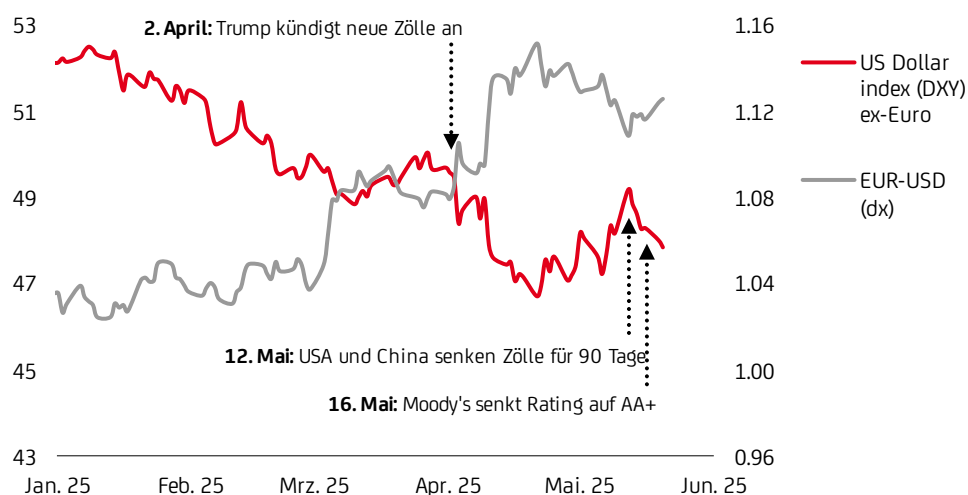
Gold hält sich weiterhin über 3.000 USD/oz, unterstützt durch die nach wie vor hohe Unsicherheit in Bezug auf Trumps Handelspolitik. Im Laufe des Jahres 2024 stieg Gold um etwa 27%, und das Edelmetall hat diese Performance bereits in den ersten fünf Monaten dieses Jahres erreicht. Die kürzlich angekündigte Vereinbarung zwischen den USA und China, die Zölle für 90 Tage zu senken, während die Handelsgespräche ausgeweitet werden, hat jedoch dazu geführt, dass der Goldpreis gefallen ist und sich im Bereich von 3.200-3.300 USD/oz bewegt. Trotz der jüngsten Entwicklungen gehen wir davon aus, dass die geopolitische Unsicherheit hoch bleiben wird, was Gold als sicheren Hafen weiterhin stützen wird, obwohl weitere (technische) Rückschläge wahrscheinlich sind. Darüber hinaus dürften andere Faktoren wie die anhaltenden Käufe der Zentralbanken und die steigende Nachfrage der Privatanleger nach goldgedeckten ETFs das Edelmetall mittelfristig stützen. Infolgedessen gehen wir davon aus, dass der Goldpreis in diesem Jahr allmählich auf eine Spanne von 3.400-3.500 USD/oz bis Ende 2025 und 3.500-3.600 USD/oz bis Ende 2026 steigen wird, mit Aufwärtsrisiken.

Währungen

Mittel- bis längerfristig bleibt US-Dollar unter Druck

Die Ankündigung neuer Zölle durch Präsident Trump am 2. April beschleunigte den Verfall des US-Dollars. Anzeichen einer Deeskalation der Handelsspannungen zwischen den USA und China zogen den EUR-USD vorübergehend unter die wichtige Schwelle von 1,12, nachdem er am 21. April einen Höchststand von über 1,15 erreicht hatte, aber die USD-Gewinne wurden wieder rückgängig gemacht, nachdem Moody's das US-Kreditrating von AAA auf AA+ herabgesetzt und sich damit an die anderen großen Ratingagenturen angeglichen hatte. Dies ist in der folgenden Grafik zu sehen, in der EUR-USD gegen den US-Dollar-Index (DXY) dargestellt wird, wobei der Euro aus dem ursprünglichen Korb ausgeschlossen wird. Die politischen Ankündigungen von Präsident Trump haben wahrscheinlich ein strukturelles Glaubwürdigkeitsproblem für den US-Dollar geschaffen. Eine Rückkehr zu „vernünftigeren“ politischen Erklärungen der US-Regierung, das Ausbleiben einer Rezession in den USA (unser aktuelles Basisszenario) und eine geringere Lockerung durch die Fed als von den Märkten erwartet (wir rechnen in diesem Jahr nur mit einer Zinssenkung) dürften dem USD keine dauerhafte Unterstützung bieten. Das mittel- bis langfristige Bild für den Greenback dürfte rückläufig bleiben, was einen weiteren Rückgang seiner dominanten Position als bevorzugte Währung der Welt widerspiegelt (siehe unseren Fokus-Abschnitt unten). Dies wiederum dürfte den EUR-USD in einem Aufwärtstrend in Richtung mindestens 1,14 halten.

GRAFIK 2.5: EUR-USD IMMER NOCH ÜBER DEM NIVEAU VOR DER ANKÜNDIGUNG DER US-ZÖLLE



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Der US-Dollar-Index (DXY) ex-Euro wird berechnet, indem der EUR-USD-Wechselkurs aus dem ursprünglichen DXY-Index ausgeschlossen und seine Gewichtung (57,6 %) auf die fünf anderen im Index enthaltenen Hauptwährungen (JPY, GBP, CHF, CAD und SEK) umgestellt wird.

USD und Treasuries – Risiken durch Unzufriedenheit?

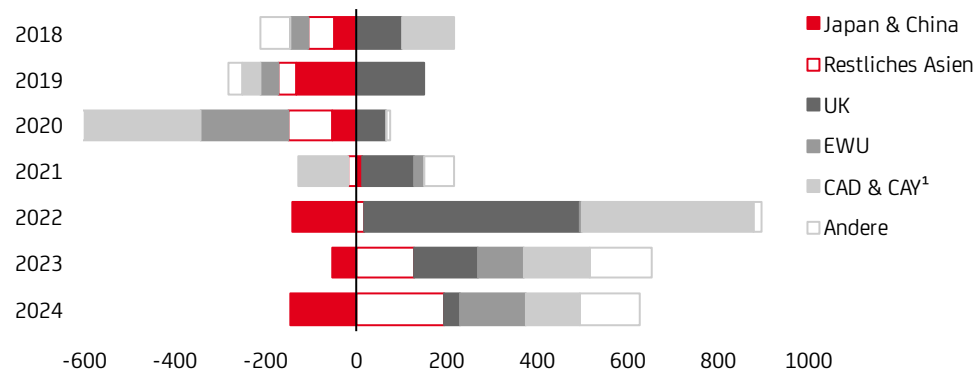
Autoren: Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich

Safe-Haven-Assets sind liquide Wertpapiere mit geringem Ausfallrisiko, die in Zeiten erhöhter Unsicherheit tendenziell ihren Wert bewahren. Kurzlaufende US-Staatsanleihen (USTs) sind ein hervorragendes Beispiel, da sie sehr liquide sind, von der US-Regierung gedeckt sind und von der Bedeutung des Dollars als weltweit wichtigste Währung bei Reserven und Transaktionen profitieren. Die Zoll-Saga und ihre Auswirkungen auf die Märkte haben in jüngster Zeit Zweifel am Status von US-Wertpapieren (und insbesondere von US-Staatsanleihen) als sichere Anlagen aufkommen lassen. Insbesondere scheinen die Märkte über die jüngste Volatilität von US-Staatsanleihen (im Idealfall sollte die Preisvolatilität von Safe-Haven-Anlagen eingedämmt werden) und die Unzufriedenheit ausländischer Anleger besorgt zu sein.

US-Staatsanleihen sind seit Anfang April sehr volatil und haben sich schlechter entwickelt als andere Regierungen. Unserer Ansicht nach spiegeln diese Bewegungen vor allem die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit wider, die durch den Handelskrieg verursacht wurde. Der jüngste Rückgang der Volatilitätskennzahlen ist in dieser Hinsicht beruhigend. Die Tatsache, dass einige politische Maßnahmen der Trump-Regierung in Zukunft Aufwärtsdruck auf die Renditen von US-Staatsanleihen ausüben könnten (z. B. die Aussicht auf Steuersenkungen), wird US-Staatsanleihen unserer Meinung nach nicht daran hindern, ihren Status als sicherer Hafen zu behalten.

China und Japan, die größten Inhaber von US-Staatsanleihen, haben in den letzten Jahren ihre US-Staatsanleihen-Portfolios reduziert. Es kursieren Gerüchte über die Möglichkeit, dass diese und andere Länder ihre UST-Bestände als Vergeltung für die US-Zölle reduzieren könnten. Es gibt einige Gründe, warum diese Risiken unserer Meinung nach übertrieben erscheinen: **1.** Der Rückgang der UST-Bestände könnte auch auf eine generelle Diversifizierung der Reserven zurückzuführen sein. Im Allgemeinen war die Nachfrage ausländischer staatlicher Investoren nach US-Staatsanleihen in den letzten Jahren bescheiden, was jedoch im Allgemeinen die stabilen Devisenreserven seit 2017 widerspiegelt. **2.** Wie in Grafik 2.6 hervorgehoben, haben Anleger aus anderen Ländern (insbesondere aus dem Vereinigten Königreich und den Kaimaninseln) ihre Käufe seit 2022 verstärkt. Wie wir in unserem Bericht [Coffee Break – What Foreign Demand for USTs](#) hervorgehoben haben, haben private Anleger die Beamten ersetzt. **3.** US-Staatsanleihen sind in der Vergangenheit weniger stark von ausländischen Investoren abhängig, da der Anteil der US-Staatsanleihen, die von ausländischen staatlichen Stellen gehalten werden, deutlich niedriger ist als noch vor zehn Jahren (30% gegenüber 50%). Dies ist das Ergebnis der quantitativen Lockerung durch die Fed und der starken Nachfrage inländischer Privatanleger. **4.** Es mangelt an wirksamen Alternativen. US-Staatsanleihen sind bei weitem die liquidesten Staatsanleihen, und ihr Markt ist fortschrittlicher und effizienter als der anderer Märkte für Staatsanleihen, die ebenfalls als Märkte mit begrenztem Ausfallrisiko gelten. Gold wird oft als Alternative angesehen, erfüllt aber nicht die regulatorischen Anforderungen an die Bilanzkennzahlen, verursacht Lagerkosten und ist nur begrenzt verfügbar.

GRAFIK 2.6: NACHFRAGE AUSLÄNDISCHER INVESTOREN NACH US-STAATSANLEIHEN
NETTOKÄUFE VON USTS MIT LANGEN LAUFZEITEN (MRD. USD)



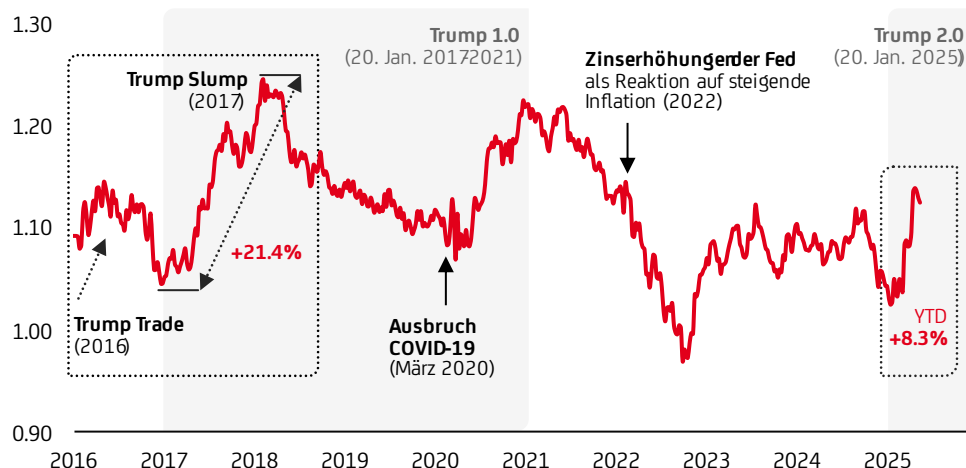
Quelle: US Treasury, The Investment Institute von UniCredit

1. "CAD & CAY" umfasst Kanada, die Kaimaninseln, Bermuda und die Britischen Jungferninseln.

Der Safe-Haven-Status von USTs hängt auch von der Bedeutung des Greenbacks ab. Die Unzufriedenheit mit dem USD ist vor allem der Grund für seinen Rückgang seit März. Die Unfähigkeit des US-Dollars, von günstigen Renditeabschlägen zwischen USTs und anderen Staatsanleihen sowie von den Erholungsversuchen der US-Aktien zu profitieren, sind klare Anzeichen für das "Dollar-Problem". Die Aufwertung des JPY, des CHF und des EUR gegenüber dem USD in diesem Jahr (zwischen 6% und 7%), ist ebenfalls ein Beleg für die schwindende Attraktivität des Greenback. JPY, CHF und EUR gelten derzeit als die wichtigsten Safe-Haven-Währungen (siehe unseren [Short View – Is the USD facing a peso problem?](#), 23. April 2025). Ein ähnliches Verhalten des USD kennzeichnete den Beginn von Trumps erster Amtszeit im Jahr 2017, wie in Grafik 2.7 zu sehen ist. Die anfängliche Euphorie (der sogenannte "Trump-Trade") vor der Präsidentschaftswahl 2016 schlug in einen "Trump-Einbruch" um, da viele seiner Reformen enttäuschten. Nach einem Rückgang auf 1,03 Anfang Januar 2017 stieg der EUR-USD im Februar 2018 auf über 1,25 (+21,4%).

GRAFIK 2.7: TRUMP 2.0 VS. TRUMP 1.0 - WIEDERHOLT SICH DIE GESCHICHTE?

EUR-USD



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Die Besorgnis über Trumps Politik belastet den USD weiterhin. Neben dem Risiko einer Rezession in den USA und einer stärkeren Lockerung durch die Fed sind die Anleger besorgt über die Spannungen innerhalb der US-Regierung, die Auswirkungen eines größeren US-Haushaltsdefizits und einer steigenden US-Verschuldung, wie die jüngste Herabstufung des US-Kreditratings durch Moody's zeigt, sowie über weitere Konflikte zwischen Trump und der Fed. Dennoch stellt das Fehlen einer ernsthaften Alternative zum USD als Referenzwährung der Welt das Haupthindernis für eine baldige Entthronung dar. Die dominierende Stellung des US-Dollars als weltweite Referenzwährung ist nach wie vor unbestritten: Ende 2024 hatte der US-Dollar einen hohen Anteil in den globalen Währungsreserven (58%) und wurde für internationale Anleihen (64%), internationale Kredite (54%), Handelsfakturierung (54%) und internationale Zahlungen (58%) verwendet, wobei ein großer Teil des bilateralen Handels an Devisenmarkttransaktionen ebenfalls auf den USD entfiel (88% von 200%). Alternativen wie der Euro und der chinesische Yuan liegen hier noch weit zurück. Eine Rückkehr zum Goldstandard, bei dem Gold den USD als Reservewährung ablöst, ist ebenfalls unwahrscheinlich. Bitcoin ist zu volatil und nicht durch offizielle Institutionen oder physische Vermögenswerte gedeckt, um als Alternative zum USD in Betracht gezogen zu werden. In den kommenden Jahren wird mit einem weiteren Rückgang der Dominanz des USD, vor allem bei den Devisenreserven, der Rechnungsstellung und dem internationalen Zahlungsverkehr, gerechnet, aber das Fehlen eines klaren Konkurrenten macht es unwahrscheinlich, dass er in absehbarer Zukunft als bevorzugte Währung der Welt entthront wird.



Prognosen

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	2.7	2.9						
USA	2.8	1.5	1.9	2.9	3.2	3.2	-7.3	-7.8	-8.3
Euroraum	0.8	0.9	1.0	2.4	2.1	1.9	-3.1	-3.4	-3.3
Deutschland	-0.2*	0.1*	1.3*	2.2	1.7	1.7	-2.8	-2.2	-3.0
Frankreich	1.1	0.6	1.1	2.0	0.9	1.4	-5.8	-5.6	-5.3
Italien	0.5	0.5	0.8	1.0	1.8	1.7	-3.4	-3.4	-3.0
Spanien	3.2	2.4	1.8	2.9	2.5	2.0	-3.2	-3.0	-2.5
Großbritannien	1.1	1.1	1.1	2.5	3.1	1.9	-5.7	-4.0	-3.8
China	5.0	4.0	3.8	0.6	0.9	1.8	-7.4	-7.6	-7.7
Japan	0.1	0.9	0.7	2.7	2.3	1.9	-3.5	-3.5	-3.0
Indien	6.5	6.2	6.3	4.7	4.2	4.1	-7.4	-6.9	-7.2

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

*nicht kalenderbereinigt. Bereinigt um Arbeitstage: -0.2% (2024), 0.2% (2025) und 1,0 % (2026)

ZENTRALBANKEN

	Aktuell	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4.50	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00
EZB	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
BOE	4.50	4.25	4.00	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
BoJ	0.50	0.50	0.75	0.75	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
Norges Bank	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50

Quelle: Fed, EZB, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf das jeweilige Quartalsende.



ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

	16.05.25	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozone				
Depo rate	2.25	2.00	1.75	1.75
3M Euribor	2.10	1.95	1.75	1.75
2J Schatz	1.86	1.90	1.90	1.80
10J Bund	2.59	2.70	2.70	2.70
2J EUR swap	2.02	2.05	2.05	1.95
10J EUR swap	2.54	2.70	2.70	2.75
10J Bund-swap spread	-5	0	0	5
2J BTP	2.09	2.30	2.30	2.20
10J BTP	3.59	3.90	3.90	3.90
10J BTP-Bund spread	100	120	120	120
US				
Fed fund rate	4.50	4.50	4.50	4.25
3M OIS SOFR	4.32	4.40	4.23	4.15
2J UST	3.97	4.15	4.15	4.00
10J UST	4.44	4.50	4.50	4.50
10J UST-Bund spread	185	180	180	180

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

	16.05.25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR-USD	1.12	1.10	1.11	1.12
USD-JPY	145	146	145	143
EUR-JPY	163	161	161	160
GBP-USD	1.33	1.28	1.27	1.26
EUR-GBP	0.84	0.86	0.86	0.86
USD-CNY	7.20	7.32	7.30	7.28
EUR-CNY	8.08	8.05	8.10	8.15

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

	16.05.25	Mid-2025	End-2025
Erdöl			
Brent USD/bbl	63	65	68
Aktien			
Euro STOXX 50	5,437	5,000	5,350
STOXX Europa 600	550	510	540
DAX	23,875	22,000	23,000
MSCI Italy	105	95	98
S&P 500	5,917	5,400	5,700
Nasdaq 100	21,336	19,000	20,000
Unternehmensanleihen			
iBoxx Non-Financials Senior	95	125	110
iBoxx Banken Senior	94	130	115
iBoxx Non-Financials High-Yield	317	450	420

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	16.05.24	16.05.20	16.05.21	16.05.22	16.05.23	16.05.24	16.05.20	01.01.25
Bis	16.05.25	16.05.21	16.05.22	16.05.23	16.05.24	16.05.25	16.05.25	16.05.25
AKTIENINDIZES (Gesamtrendite, in %)								
MSCI World (in USD)	13.4	49.8	-6.6	6.4	25.5	13.4	112.5	5.1
MSCI Emerging Markets (in USD)	10.0	48.7	-21.0	0.6	16.1	10.0	50.3	10.2
MSCI US (in USD)	14.3	50.1	-4.3	4.1	29.9	14.3	123.9	1.9
MSCI Europe (in EUR)	8.1	38.1	2.1	11.3	16.4	8.1	96.5	10.3
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	9.8	42.1	-18.1	4.0	15.9	9.8	53.0	8.0
STOXX Europe 600 (in EUR)	8.4	39.1	1.0	10.7	16.7	8.4	95.4	10.4
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	26.8	49.1	-9.4	13.9	17.5	26.8	127.1	19.4
MSCI Italy (in EUR)	21.2	49.6	-0.1	20.3	38.1	21.2	201.4	20.9
ATX (Österreich, in EUR)	25.7	66.5	-4.9	5.6	23.3	25.7	157.7	23.8
SMI (Schweiz, in CHF)	6.5	21.4	7.9	1.8	7.8	6.5	51.1	9.3
S&P 500 (USA, in USD)	14.0	48.7	-2.6	4.3	29.4	14.0	124.6	1.8
Nikkei (Japan, in JPY)	-1.1	43.3	-3.7	15.0	31.7	-1.1	107.3	-4.5
CSI 300 (China, in Yuan)	10.4	32.9	-21.2	2.9	-5.6	10.4	12.0	-0.7
RENTENINDIZES (Gesamtrendite, in %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	3.9	-6.9	-9.7	-1.5	-2.8	3.9	-16.5	2.5
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	4.0	-5.0	-7.3	-1.6	-0.3	4.0	-10.2	1.9
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	4.9	6.2	-10.9	0.2	5.5	4.9	4.7	1.6
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	1.4	-3.6	-8.8	-9.6	1.7	1.4	-17.9	-0.9
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	3.0	0.3	-8.1	-8.6	3.8	3.0	-9.8	0.1
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	5.2	5.5	-8.4	-4.1	6.4	5.2	3.5	1.0
ANLEIHERENDITEN (Veränderung in Basispunkten = 0.01 %-Punkte)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	5	102	126	65	81	5	381	-13
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-32	48	183	104	68	-32	377	-20
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-18	-65	216	100	9	-18	247	-5
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	16	41	106	141	9	16	311	22
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	2	3	109	156	-7	2	261	14
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-34	-81	190	168	-50	-34	195	6
RENDITEAUFSCHLAG AUF STAATSANLEIHEN (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	4	-129	57	0	-60	4	-127	11
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US High Yield)	8	-442	136	8	-167	8	-462	24
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-9	-86	64	7	-49	-9	-71	-4
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro High Yield)	-7	-352	191	-19	-138	-7	-329	19
EURO-WECHSELKURSE (Veränderung in %)								
US-Dollar (EUR-USD)	3.0	12.3	-14.0	4.4	0.3	3.0	3.7	7.7
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-1.8	-2.7	-1.2	2.2	-1.2	-1.8	-5.0	1.6
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-4.5	4.2	-4.3	-7.1	0.8	-4.5	-10.8	-0.3
Japanischer Yen (EUR-JPY)	-3.1	14.7	1.9	9.5	13.5	-3.1	41.1	0.0
ROHSTOFFE (Veränderung in %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	32.1	2.6	-1.9	9.5	19.6	32.1	71.7	20.2
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-8.4	74.5	5.4	-17.1	16.4	-8.4	66.7	2.3
Gold (in USD pro Feinunze)	33.6	6.2	-1.3	10.3	20.0	33.6	82.2	21.0
Rohöl (Brent, in USD pro Fass)	-21.2	120.1	66.2	-34.4	7.9	-21.2	100.6	-12.4

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 10. April 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. for the respective products or countries (higher yield opportunity=higher risk assessment). The synthetic bonds cannot be purchased and therefore do not include any costs. In the case of currencies and commodities, acquisition and/or custody costs incurred are not included.





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

INSTITUTE LEADERSHIP

Manuela D'Onofrio,
Chair

Fabio Petti,
Co-Chair

Edoardo Campanella,
Director and Chief Editor

IDEEN

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italy

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Germany

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,
CIO, Austria

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Head of Macroeconomic Analysis

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

MANAGING EDITOREN

Chiara Silvestre

Andreas Rees

PRODUKTION

Frank Bläser

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

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 16. Mai 2025.