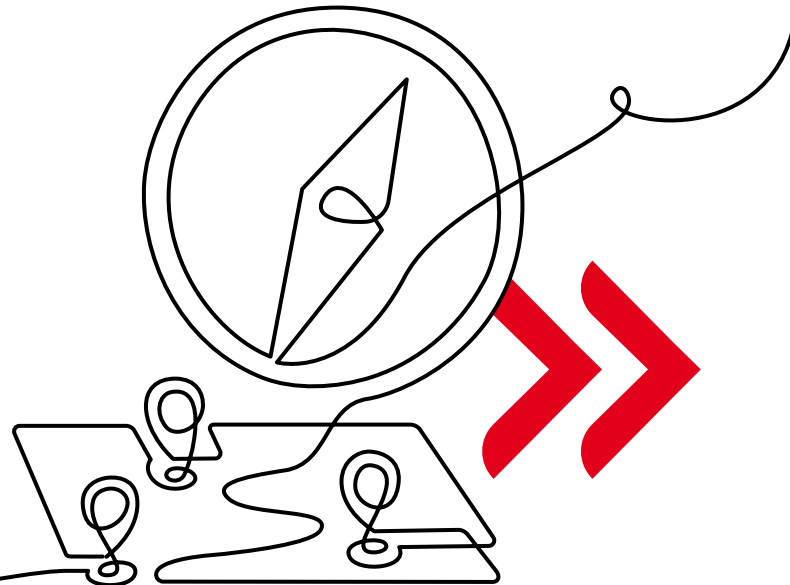


The Compass Checkpoint

21 Juli 2025



Leere Drohungen

Leere Drohungen können die Glaubwürdigkeit eines Verhandlungsführers beschädigen. Die ersten sechs Monate von Trump 2.0 waren geprägt von einer Reihe großer leerer Drohungen, von kurzfristigen Fristverlängerungen für Zollverhandlungen bis hin zu Behauptungen, dass der Fed-Vorsitzende Jerome Powell gefeuert werden könnte oder dass ausländische Investoren über Abschnitt 899 des One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) höher besteuert werden könnten.

Die bisher lauteste dieser leeren Drohungen war die Frist vom 9. Juli, die US-Präsident Donald Trump für seine Zölle am 2. April anwendete. Dieses Hin und Her hat den Ton für die neue globale Handels(un)ordnung angegeben, die unter der Trump-Regierung Gestalt annimmt. Ihr erklärtes Ziel war es, 90 Handelsabkommen in 90 Tagen auszuhandeln, auch wenn es durchschnittlich 18 Monate dauert, bis ein einziges Handelsabkommen ausgehandelt wird, und vier Jahre, bis es umgesetzt wird.

Dieser Konflikt zwischen Anspruch und Wirklichkeit hat dazu geführt, dass nur wenige Handelsrahmenabkommen verkündet wurden und die Frist für die Zollpause für alle anderen Länder auf den 1. August verschoben wurde. In Briefen aus dem Weißen Haus wurden neue Zolldrohungen ausgesprochen, einschließlich eines Briefes an die EU, in dem ein Zollsatz von 30% angedroht wurde. Trotz dieser Briefe gehen wir immer noch davon aus, dass ein Zollsatz von 10% auf US-Importe zur neuen Untergrenze für europäische Waren wird, während kleinere Handelspartner wahrscheinlich mit höheren Sätzen konfrontiert sein werden als größere mit Ausnahme von China – wodurch die wirtschaftlichen Kosten für die USA begrenzt und gleichzeitig die politischen Vorteile für Trumps Basis maximiert werden.

Aber selbst wenn den Drohungen keine Taten folgen, könnten sie erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. Die erste Hälfte dieses Jahres war von hoher Marktvolatilität geprägt, insbesondere nach der Ankündigung von Zöllen durch Trump am 2. April, wobei der Status des US-Dollars als sicherer Hafen bisher den größten Schaden erlitten hat.

Wenn zurückgewiesene Drohungen Teil eines sich wiederholenden Musters werden, besteht die Gefahr, dass die Märkte zu selbstgefällig werden. Bedrohungen konnten ernst genommen werden, aber nicht bis zu dem Punkt, an dem die Märkte beginnen, sie zu ignorieren. Die Marktruhe nach der verpassten Frist vom 9. Juli ist symptomatisch dafür. Ignorierte Drohungen könnten einen Teufelskreis in Gang setzen, in dem Trump die Messlatte für seine Angriffe höher legt, was zu mehr Volatilität in Zukunft führen kann.

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

Asset-Allokation

MAKRO-STORIES

3

Schwerpunkt 1:

Die Handelsgespräche werden sich bis weit in den Sommer hinziehen

MARKT-STORIES

6

Das Rauschen und das Signal

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Rohstoffe
- Währungen

Schwerpunkt 2:

Saisonalität im Sommer:
negativ für Aktien, positiv für Anleihen

PROGNOSEN

15



Die Entwicklungen im ersten Halbjahr 2025 waren bedeutsam und historisch. Das Jahr begann mit dem Trump-Trade, bei dem die Anleger von einer starken US-Wirtschaft mit höheren US-Aktienkursen, höheren US-Renditen und einem starken USD profitieren wollten. Mitte Februar erreichten die US-Aktien ein Allzeithoch, insbesondere für Euro-Anleger aufgrund der USD-Stärke. Die Krise, die durch Trumps Zollankündigung zum "Tag der Befreiung" Anfang April ausgelöst wurde, hat diese Entwicklung jedoch umgekehrt. Die Anleger stellten den Status von US-Staatsanleihen als sicheren Hafen in Frage, was zum Verkauf von US-Vermögenswerten führte. Zusätzliche Nervosität an den Märkten wurde im Frühsommer durch geopolitische Unsicherheiten ausgelöst, die unter anderem auf den Konflikt zwischen Israel und dem Iran zurückzuführen waren.

In der Zwischenzeit hat die Volatilität nachgelassen. US-Aktien haben sich erholt und neue Allzeithochs in USD erreicht, während die Renditen von US-Staatsanleihen gesunken sind und der USD wieder etwas an Boden gewonnen hat. US-Aktien bleiben jedoch aus Euro-Sicht aufgrund der aktuellen Schwäche des USD im negativen Bereich. Die Erholung der US-Aktien ist unter anderem das Ergebnis von Steuersenkungen, die im One Big Beautiful Bill Act verankert sind, der Entspannung im Nahen Osten und der Annahme des Marktes, dass die Zolldrohungen des Weißen Hauses mehr Bellen als Beißen sind.

Die Risk-on-Stimmung wurde durch die robusten Wachstumsaussichten in den USA und Europa gestützt. Darüber hinaus gibt es bisher keine Hinweise auf signifikante inflationäre Auswirkungen der höheren US-Zölle. Trotz dieses positiven Ausblicks preisen die Märkte einen deutlich steileren Zinssenkungszyklus ein, wie es die Prognosen der Fed oder die Konsensschätzung nahelegen. Solch starke Zinssenkungen implizieren ein langsames Wachstum und scheinen mit dem Gewinnwachstum unvereinbar zu sein.

Wir sind der Ansicht, dass es in diesem Umfeld sinnvoll ist, das Engagement in Aktien, insbesondere in europäischen Aktien und aus zyklischeren Sektoren, zu erhöhen und dafür ein etwas maßvolleres Engagement in festverzinslichen Vermögenswerten, insbesondere in US-Staatsanleihen, zu wählen da letztere von steigenden Defiziten und Druck durch neue Emissionen negativ betroffen sein könnten. Innerhalb der Kategorie festverzinslicher Wertpapiere sind Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen unserer Meinung nach besonders attraktiv.

ASSET ALLOCATION

UNSERE ANLAGEEINSCHÄTZUNG ZU DEN EINZELNEN ASSETKLASSEN

	UNTER -GEWICHTEN	NEUTRAL	ÜBER -GEWICHTEN
Aktien Global		●	
Aktien USA		●	
Aktien Europa		●	
Aktien Pazifik (Industrieländer ¹)		●	
Aktien Schwellenländer		●	
Anleihen Global			●
EWU Staatsanleihen		●	
Staatsanleihen (nicht-EWU)		●	
Euro Unternehmensanleihen (Investment-Grade)			●
Euro Unternehmensanleihen (High-Yield)	●		
Schwellenländer-Anleihen (harte Währung)			●
Schwellenländer-Anleihen (lokale Währung)			●
Geldmarkt/Liquidität	●		
Alternative Anlagen		●	
Rohstoffe		●	
Rohöl		●	
Gold		●	

1. Industrieländer: Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur



1 Die "Big Beautiful Bill" wird die öffentlichen Finanzen der USA untergraben

Am 4. Juli hat US-Präsident Donald Trump den One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) unterzeichnet. Das Gesetz verlängert alle Steuersenkungen für Einzelpersonen und Unternehmen, die durch Trumps Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) von 2017 erlassen wurden, bis Ende 2034. Ohne diese Verlängerung wären die Steuervorteile Ende dieses Jahres ausgelaufen. Wir gehen davon aus, dass dies das US-Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren leicht stützen wird. Die Steuersenkungen sollen zum Teil durch die Kürzung von Anreizen für grüne Energie und die Kürzung der Sozialausgaben finanziert werden, deren Empfänger überwiegend einkommensschwache Gruppen sind. Ein Bestandteil des Gesetzes ist auch die Anhebung der Schuldenobergrenze. Nach einer ersten Schätzung des US Congressional Budget Office wird der Gesetzentwurf das Primärdefizit des Landes in den nächsten zehn Jahren im Vergleich zum vorherigen Gesetz (d.h. vor dem OBBBA) kumulativ um rund 3,4 Billionen US-Dollar erhöhen. Einschließlich der Zinskosten würde die Staatsverschuldung bis 2034 um 4,1 Billionen US-Dollar steigen, was die Schuldenquote des Bundes von derzeit rund 100% auf 127% im Jahr 2034 erhöhen würde. Dies ist rund 10 Prozentpunkte höher als unter dem vorherigen Gesetz prognostiziert. Das Staatsdefizit würde in den nächsten zehn Jahren durchschnittlich sehr hohe 7% des BIP betragen und die jährlichen Zinsausgaben steigen von rund 1 Billion USD in diesem Jahr auf fast 1,7 Billionen USD im Jahr 2034.

2 EZB und Fed: Eine weitere Zinssenkung im Jahr 2025

Die nächste Fed-Sitzung am 29. und 30. Juli wird wahrscheinlich zu keiner Änderung der Zinssätze führen. Während die Fed-Vertreter zunehmend gespalten sind und zwei Mitglieder sagen, dass sie im Juli für eine Zinssenkung stimmen könnten, will eine klare Mehrheit weitere Wirtschaftsdaten abwarten. Die Fed geht davon aus, dass die Inflation im Laufe des Sommers aufgrund der Zölle steigen wird. Wenn dies nicht der Fall sein sollte, würde die Fed sehr wahrscheinlich im September und Dezember eine Zinssenkung vornehmen. Aber wenn, wie wir erwarten, die Inflation steigt und sich der Arbeitsmarkt nicht signifikant verschlechtert, dann sehen wir in diesem Jahr nur eine Zinssenkung, und zwar im Dezember. Auf ihrer Juni-Sitzung signalisierte die EZB, dass der Lockerungszyklus zu Ende geht. Die Zentralbank wird die Zinssätze am 24. Juli wahrscheinlich unverändert lassen und auf weitere Daten warten, um den zukünftigen geldpolitischen Kurs zu beurteilen. Die Inflation ist auf 2% gesunken und wir erwarten, dass sie sich in etwa auf diesem Niveau stabilisieren wird, wobei die Abwärtsrisiken in den nächsten 12 bis 18 Monaten überwiegen. Wir prognostizieren eine letzte Senkung um 25 Basispunkte im September, was den EZB-Einlagenzins auf 1,75% senken würde.

3 Langsameres chinesisches Wirtschaftswachstum

Das zweite Quartal war für China aufgrund der Eskalation der Handelsspannungen mit Washington eine Herausforderung. Zölle auf chinesische Exporte in die USA stiegen auf 145%, bevor sie später wieder gesenkt wurden. Diese Unsicherheit führte wahrscheinlich zu einer Verlangsamung des BIP-Wachstums im 2. Quartal 2025 auf 5,1% im Jahresvergleich, gegenüber 5,4% im 1. Quartal 2025, das von Vorzieheffekten von Exporten in die USA vor Trumps Zollankündigung am 2. April profitierte. Die Binnennachfrage bleibt aufgrund der anhaltenden Krise auf dem chinesischen Immobilienmarkt schwach. Die Zentralregierung hat die Verbraucherausgaben mit einem Abwrackprämienprogramm für alte Autos unterstützt, doch dies reicht nicht aus, um den privaten Konsum nachhaltig zu beleben. Der deflationäre Druck ist ein Beleg für die anhaltenden Herausforderungen, die sich daraus ergeben. Die PBoC dürfte ihren lockeren geldpolitischen Kurs beibehalten. Die Frist für den Abschluss eines Handelsabkommens zwischen USA und China am 12. August rückt näher, aber es ist unwahrscheinlich, dass es zu einem bahnbrechenden Abkommen führen wird.



Die Handelsgespräche werden sich bis weit in den Sommer hinziehen

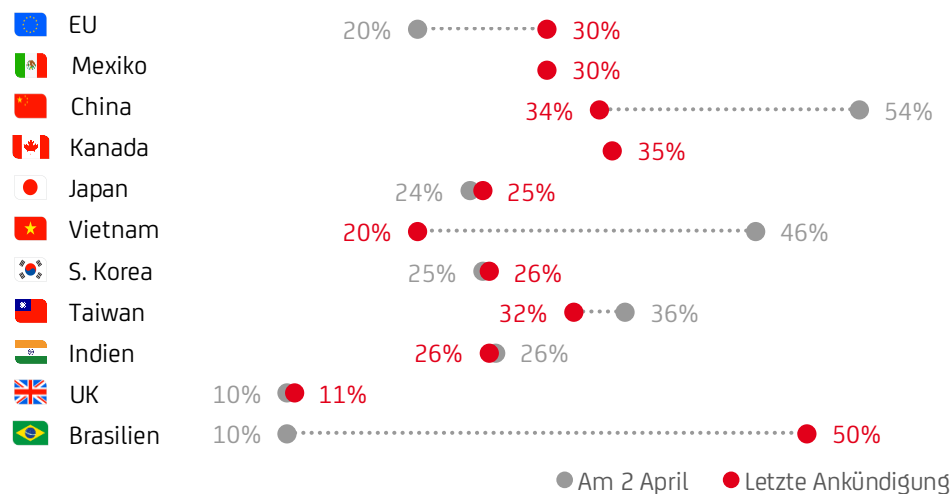
Autorinnen: Tullia Bucco, Loredana Maria Federico

Die Verhandlungen zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartnern sind weitgehend ins Stocken geraten, und Washington hat nur drei grundsätzliche Handelsabkommen (mit Großbritannien, China und Vietnam). Angesichts der Komplexität der Verhandlungen war man sich einig, dass die Trump-Regierung am 9. Juli eine Fülle von sehr vorläufigen Handelsabkommen ankündigen würde, deren Abschluss weitere Verhandlungen erfordern, insbesondere im Hinblick auf sektorale Zölle und nichttarifäre Handelshemmnisse. Da US-Präsident Donald Trump jedoch noch nicht einmal Rahmenabkommen erzielt hat, hat er beschlossen, die Frist für die Einführung neuer Zölle auf den 1. August zu verschieben. Anstatt zu erkennen, dass der bisherige Zeitplan nicht realistisch war, hat Trump Handelspartner beschuldigt und Briefe an sie geschickt, um weiterhin Druck auf die Verhandlungspartner auszuüben und um dadurch bei seiner Wählerbasis politisch zu profitieren.

Die letzten Zollbriefe an Brasilien, Kanada, Mexiko und die EU enthielten allesamt eine Erhöhung der gegenseitigen Zölle und nicht die Bestätigung der Zölle vom 2. April, die in Briefen an kleinere asiatische Länder enthalten waren (siehe Abbildung 1.1). Die Drohung der US-Regierung, der EU einen Zoll von 30% aufzuerlegen, ist enttäuschend, vor allem angesichts der offensichtlichen Fortschritte der letzten Wochen, in denen eine grundsätzliche Einigung zwischen Brüssel und Washington in Reichweite schien. Allerdings liegt der Zollsatz unter den 50%, mit dessen Einführung Trump vor einigen Wochen gedroht hatte. Die Androhung des Zollsatzes von 30% sollte als ein Mittel verstanden werden, um Druck auf Europa auszuüben, damit es seine Forderungen nach Zugeständnissen bei den sektoralen Zöllen zurücknimmt und seinen Widerstand gegen eine weitere Lockerung der nichttarifären Handelshemmnisse abschwächt.

ABBILDUNG 1.1: UNTERSCHIEDLICHE ZOLLSÄTZE

VON DEN USA ANGEEKÜNDIGTE ZÖLLE



Quelle: Weißes Haus, The Investment Institute von UniCredit

Wir gehen davon aus, dass die Zölle von den in diesen Briefen angekündigten Niveaus gesenkt werden. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Zölle wieder auf den Stand vor dem 2. April zurückkehren werden. Die neue Untergrenze für Zölle (auch für die EU) wird wahrscheinlich bei 10% liegen, während China wahrscheinlich mit einem höheren Mindestzoll konfrontiert sein wird. Das Risiko, dass der endgültige Zollsatz für Europa irgendwo zwischen 10% und 20% liegen könnte, hat zugenommen, aber es ist unwahrscheinlich, dass dies unser BIP-Wachstumsszenario wesentlich beeinflussen wird. Deutschland, Irland, Italien und Frankreich bleiben aufgrund ihrer bedeutenden Exporte in die USA besonders verwundbar.



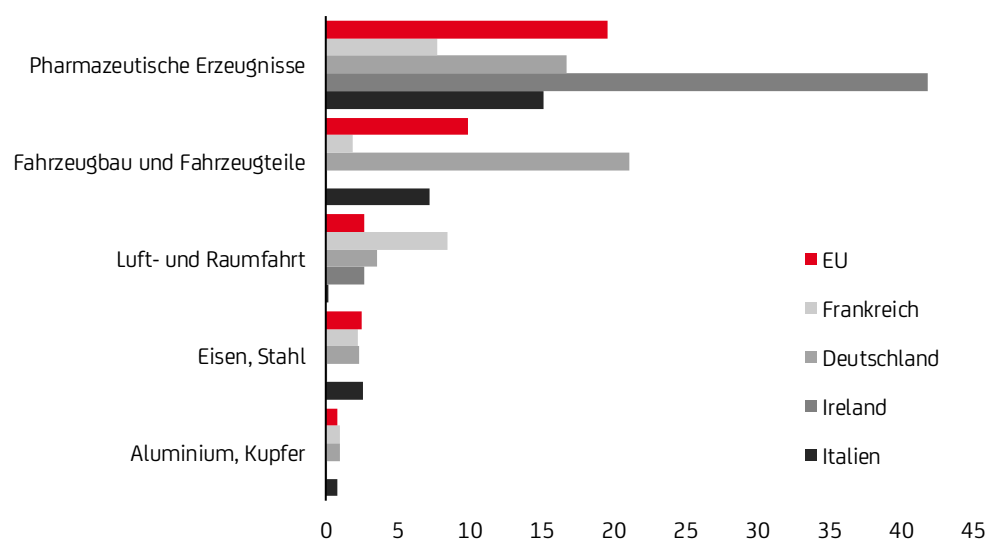
Kleinere Handelspartner der USA (wie z. B. einige asiatische Länder) werden wahrscheinlich im Durchschnitt mit höheren Zöllen konfrontiert sein als größere, da sich die wirtschaftlichen Kosten für die USA in Grenzen halten würden, während die politischen Vorteile durch die Botschaft an Trumps Wählerbasis maximiert würden. Wenn unsere Interpretation richtig ist, können wir weitere Verzögerungen nicht ausschließen, wenn die Frist am 1. August näher rückt und die Märkte selbstgefällig bleiben indem sie Trumps Schritt als Bluff interpretieren.

Vor der jüngsten Zolleskalation schien Brüssel bereit, einen Satz von 10% als neue Zolluntergrenze zu akzeptieren, wenn ein Abkommen Ausnahmen für bestimmte Branchen wie die Automobilindustrie (mit einem Zoll von 25%) und die Stahl- und Aluminiumindustrie (50%) und Verkehrsflugzeuge (10%) sowie eine vorherige Verpflichtung der USA enthielt, keine Zölle auf Produkte zu erheben, die bisher verschont geblieben sind (aber untersucht werden) wie Arzneimittel und Halbleiter. Die Fokussierung der Europäischen Kommission auf diese Sektoren spiegelt die hohe Bedeutung des US-Absatzmarktes für diese Sektoren wider.

Sektorale Zölle auf Kraftfahrzeuge und Autoteile sowie auf Eisen, Stahl und Aluminium könnten Deutschland hart treffen (siehe Abbildung 1.2). Darüber hinaus könnten höhere Zölle auf Arzneimittel, für die Trump kürzlich mit einem schwindelerregenden Satz von 200% gedroht hat, die EU-Exporte stark beeinträchtigen, da sie einen Anteil von 20% an den gesamten EU-Exporten in die USA ausmachen. Irland exportiert beträchtliche Arzneimittel, wenn auch durch die Rolle der multinationalen US-Konzerne gemildert, und wäre besonders betroffen wie auch Deutschland und Italien. Frankreich ist aufgrund seiner Spezialisierung auf Flugzeugexporte besonders anfällig für höhere Zölle im Bereich Luft- und Raumfahrt.

GRAFIK 1.2: KRITISCHE SEKTOREN FÜR EUROPAS US-EXPORTE

EXPORTE IN DIE USA NACH PRODUKTGRUPPEN (IN % DER GESAMTEXPORTE, 2024)



Quelle: Eurostat, The Investment Institute by UniCredit

Diese divergierenden Interessen erklären auch, warum Europa Schwierigkeiten hat, eine Einigung mit den USA zu erzielen, was mehr Zeit für Verhandlungen erfordert. Als Reaktion darauf hat die Europäische Kommission eine weitere Verlängerung der Aussetzung der Vergeltungsmaßnahmen gegen die USA angekündigt, die am 15. Juli in Kraft treten sollten, und wird die Gespräche fortsetzen, um eine für beide Seiten akzeptable Einigung zu erzielen.



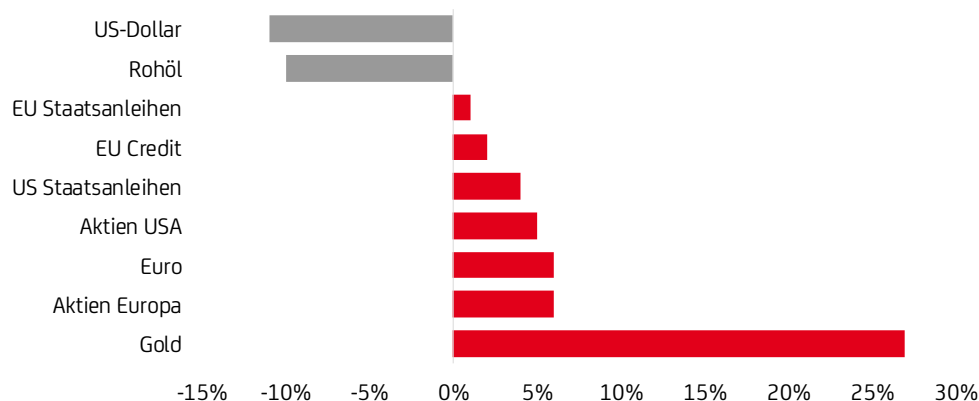


Das Rauschen ...

In einem turbulenten ersten Halbjahr 2025 erlebten die Finanzmärkte erhebliche Schwankungen. Gold war der Vermögenswert mit der besten Performance, gestützt durch die Nachfrage nach sicheren Anlagen und den weiteren Kauf durch Zentralbanken, um ihre Vermögenswerte zu diversifizieren. Die Aktienindizes haben sich seit April erholt und liegen höher als zu Beginn des Jahres. Europäische Aktien haben sich leicht besser entwickelt als ihre US-Pendants. Der USD ist in diesem Jahr bisher der deutlichste Verlierer, da er gegenüber anderen Währungen 10% verloren hat, wobei die Sorgen der Anleger über Trumps Politik den Greenback belastet haben. Auf der anderen Seite ist der EUR-Index um 5% gestiegen. Der Ölpreis hat seit Jahresbeginn deutlich an Boden verloren (-10%), was auf die aggressive Angebotsstrategie der OPEC+ zurückzuführen ist. Staatsanleihen und Unternehmensanleihen der Eurozone haben eine Rendite von 1% und US-Staatsanleihen von 4% erzielt, was durch die Erwartung einer expansiveren Fed unterstützt wird.

ABBILDUNG 2.1: GEWINNER UND VERLIERER IM ERSTEN HALBJAHR 2025

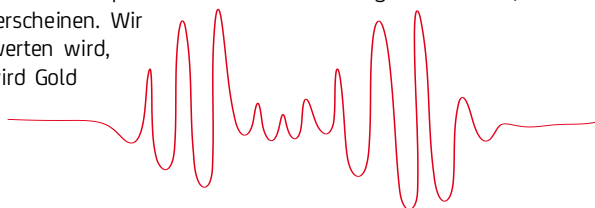
REALISIERTE RENDITE IN 1H25



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

... und das Signal

Die Handelspolitik dürfte der wichtigste Treiber für die Märkte bleiben. Wir gehen davon aus, dass Staatsanleihen positive Renditen erzielen werden, obwohl der Carry von US-Staatsanleihen durch eine Neubewertung der Erwartungen an die Fed untergraben werden könnte. Europäische Aktien dürften sich gut entwickeln, während die Bewertungen von US-Aktien überzogen erscheinen. Wir gehen davon aus, dass der USD weiter abwerten wird, wenn auch langsamer. Bei den Rohstoffen wird Gold aus unserer Sicht leicht zulegen, während der Ölpreis unter der Schwelle von 70 USD pro Barrel bleiben dürfte.



Aktien

Kurzfristige Volatilität, aber solides mittelfristiges Bild

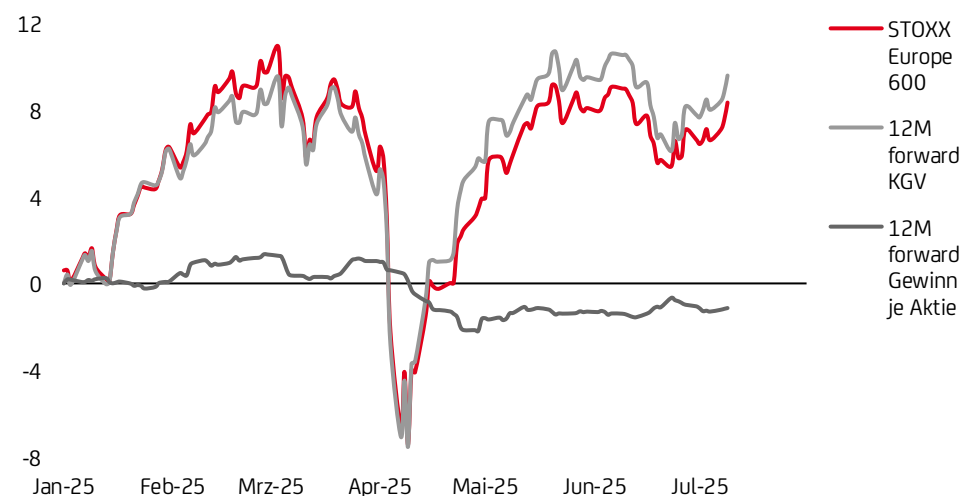
Im zweiten Quartal erholten sich **die globalen Aktienmärkte** kräftig von dem Schock, der durch die Ankündigung der Zölle zum "Liberation Day" von US-Präsident Donald Trump am 2. April ausgelöst wurde. Die Frist für das in Kraft treten der Zölle am 9. Juli wurde bis zum 1. August verlängert, und die US-Regierung erklärte kürzlich, dass Zölle in Höhe von 30% auf EU-Exporte in die USA erhoben würden. Obwohl dieser Zollsatz von 30% noch nicht die endgültige Zahl ist und die Verhandlungen fortgesetzt werden, hat diese Erklärung für Unsicherheit auf den globalen Finanzmärkten gesorgt. Wir gehen zwar davon aus, dass die Zölle gegenüber dem angekündigten Niveau sinken werden, die Marktvolatilität jedoch hoch bleiben dürfte. Nach Monaten unberechenbarer und widersprüchlicher politischer Ankündigungen ist die Schmerzgrenze für die Finanzmärkte gestiegen. Dies dürfte das weitere Potenzial an der Börse vorerst begrenzen.

Obwohl sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in Europa im Jahr 2026 verbessern, ist das Wachstum der Unternehmensgewinne nach wie vor schleppend. Positiv zu vermerken ist jedoch, dass die gerade begonnene Berichterstattung für das zweite Quartal höchstwahrscheinlich den zyklischen Tiefpunkt beim Wachstum der Unternehmensgewinne markieren wird. Wir gehen davon aus, dass die Schätzungen für die Gewinne in Europa für die nächsten 12 Monate bis Mitte nächsten Jahres um rund 10% gestiegen sein werden und damit leicht unter dem Anstieg der Konsensschätzungen liegen werden. Diese Steigerung der Unternehmensgewinne ist dringend notwendig, da die positive Börsenentwicklung in diesem Jahr bisher weitgehend auf einer Ausweitung der Bewertungen beruhte, wie die Grafik 2.2 zeigt. Während das KGV des europäischen Aktienmarktes mit 14 nur leicht über seinem 20-Jahres-Durchschnitt von 13,2 liegt, liegt das KGV des US-Aktienmarktes zwei Standardabweichungen über seinem im historischen Vergleich sehr teuren langfristigen Durchschnitt (aktuelles KGV 23, Durchschnitt 16). Solch hohe Bewertungen stellen vorerst eine Begrenzung des weiteren Preispotenzials dar.

Vor diesem Hintergrund ist die weitere Entwicklung der Unternehmensgewinne von entscheidender Bedeutung. Unter der Annahme eines allmählich zunehmenden Wirtschaftswachstums in Europa und einer leichten Verlangsamung in den USA **dürften die europäischen Gewinne** im Jahr 2026 um rund 11% (STOXX Europe 600) steigen, nach einem Wachstum nahe Null in diesem Jahr (S&P 500: 2025 +13%, 2026 +13%). Obwohl erwartet wird, dass das Gewinnwachstum in den USA im Jahr 2026 leicht über dem der europäischen Unternehmen liegen wird, sehen wir keinen signifikanten Performanceunterschied zwischen Europa und den USA, was vor allem auf den dämpfenden Effekt der hohen Aktienmarktbeurteilung in den USA und des schwächeren USD zurückzuführen ist, was die Attraktivität von US-Aktien aus Sicht eines EUR-Anlegers etwas schmälert.

ABBILDUNG 2.2: EINE HÖHERE AKTIENMARKTBEWERTUNG WAR DER TREIBER FÜR DIE PERFORMANCE IN 1H25

VERÄNDERUNG SEIT 1.1.2025 IN %



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

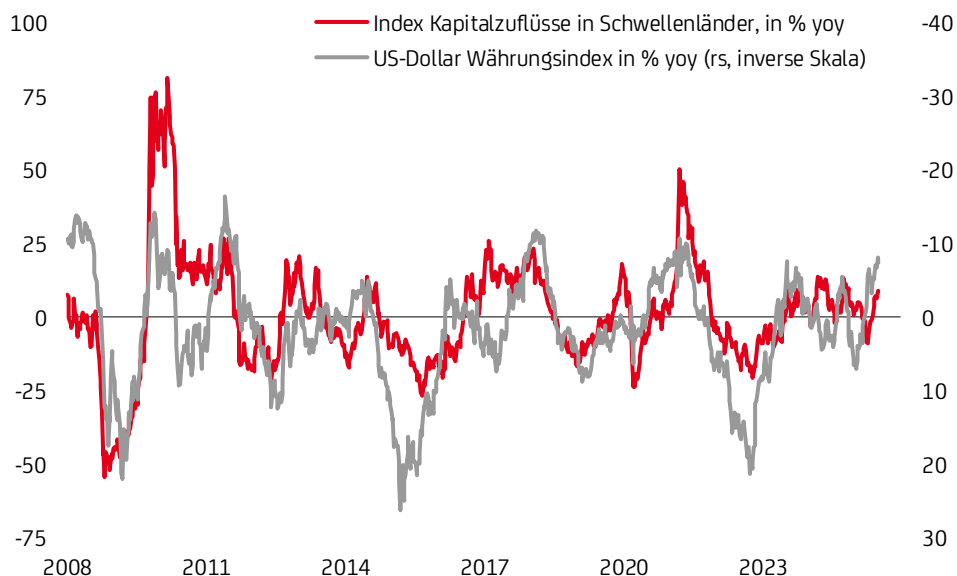
Wir gehen davon aus, **dass das Umfeld im dritten Quartal volatil bleiben wird, sehen die Aktienmärkte aber auf Sicht von zwölf Monaten positiv.** Unser Ziel für Mitte 2026 für den S&P 500 liegt bei 6.500 Indexpunkten und für den Euro STOXX 50 bei 5.750 Indexpunkten (weitere Indexziele finden Sie in unserer Prognosetabelle für riskante Anlagen).

Schwellenländeraktien sind gut positioniert, um ihre Pendanten in den Industrieländern zu übertreffen. Für viele Anleger sind die Schwellenländer in den letzten Jahren in den Hintergrund getreten, da US-Aktien eine Ära der "wildes zwanziger Jahre" erlebt haben. Aktien aus den Industrieländern – vor allem aus den USA – haben ihre Pendanten aus den Schwellenländern deutlich geschlagen. Dieses Problem ist nicht nur auf China beschränkt, das etwa 25% des MSCI EM Index ausmacht. Selbst ohne China haben die Schwellenländer seit 2020 eine deutliche Underperformance von etwa 35 Prozentpunkten verzeichnet.

Diese Märkte beginnen jedoch attraktiv zu erscheinen und die Liquidität in den Schwellenländern verbessert sich. Ein wichtiger Grund ist der schwächere USD. Viele Unternehmen aus Schwellenländern haben in der Bilanz eine Währungsinkongruenz zwischen den Vermögenswerten in Lokalwährung und Verbindlichkeiten in Dollar. Dies war die "Erbsünde" der Schwellenländer, der sie zunehmend entgehen, indem sie sich mehr in ihren Lokalwährungen verschulden. Dennoch weisen die Bilanzen nach wie vor diese Währungsinkongruenz auf, was bedeutet, dass sich für Schwellenländerunternehmen ein positiver Effekt ergibt, wenn ihre Währungen gegenüber dem Dollar aufwerten, was sie für Anleger attraktiver macht. In der Regel führt ein schwächerer USD zu erhöhten Zuflüssen in Schwellenländeraktien, obwohl dies noch nicht in nennenswertem Ausmaß geschehen zu sein scheint, wie die Grafik 2.3 zeigt.

ABBILDUNG 2.3: EIN SCHWÄCHERER US-DOLLAR UNTERSTÜTZT KAPITALZUFLÜSSE IN DIE SCHWELLENLÄNDER

VERGlichen mit dem Vorjahr, in %



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Festverzinsliche Wertpapiere

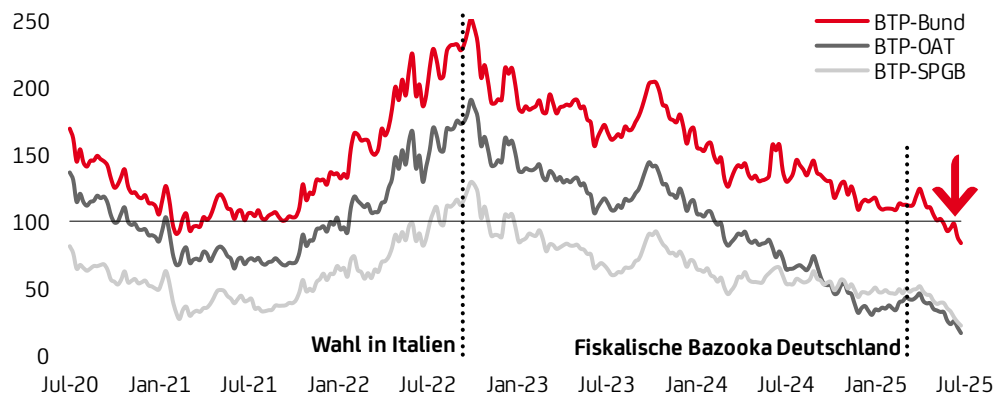
Staatsanleihen im Wartemodus vor mehr Klarheit über die Zollpolitik

Nachdem Staatsanleihen in den vergangenen Wochen weitgehend seitwärts gehandelt hatten, sind sie zuletzt sowohl in den USA als auch in der Eurozone unter Druck geraten. Während die durch den Handelskrieg verursachte wirtschaftliche Unsicherheit nach wie vor hoch ist, haben die Märkte die jüngste Zollentwicklung als nicht besonders negativ für das Wachstum angesehen, was (auch aufgrund der Erholung der Rohstoffpreise) Inflationssorgen aufkommen ließ. Dies hat die Anleger dazu veranlasst, kein übermäßiges Durationsrisiko einzugehen. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen ist gestiegen, hat aber die Schwelle von 4,5 % nicht erreicht. Die Form der UST-Kurve hat sich im Vergleich zu vor einem Monat kaum verändert. Der Spread der 2/10-jährigen US-Staatsanleihen liegt bei 50 Basispunkten und damit auf dem Niveau seit Mitte April.

Auf der anderen Seite des Atlantiks ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen in Richtung 2,70% gestiegen, wobei die Kurve moderat steiler ist als vor einem Monat. In Bezug auf EGBs ist die BTP-Performance ins Rampenlicht gerückt, da italienische Staatsanleihen ihre Konkurrenten über alle Laufzeiten hinweg übertrifften haben. Nachdem der Renditeabstand zwischen 10-jährigen Bundesanleihen und italienischen Staatsanleihen im Mai unter 100 Basispunkten Ende Mai gefallen war, hat der Spread einen Bereich von 85 Basispunkten erreicht, den niedrigsten Stand seit 2010. Der Appetit auf Carry, die Verbesserung der makroökonomischen und fiskalischen Fundamentaldaten und ein stabiles politisches Bild in Italien begünstigten die Nachfrage nach italienischen Papieren. Wir glauben, dass diese Faktoren BTPs auch in Zukunft stützen werden, so dass der 10-jährige Spread zu Bundesanleihen unter 100 Basispunkten bleiben wird.

ABBILDUNG 2.4: ITALIENISCHE STAATSANLEIHEN HABEN OUTPERFORMT

RENDITEABSTAND FÜR 10-JÄHRIGE ANLEIHEN (IN BASISPUNKTEN)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Die Entwicklung der Zölle dürfte auch in den kommenden Monaten entscheidend für die Performance von Staatsanleihen sein. Sollten negative Nachrichten von der Handelsfront kommen und sich die USA weigern, die Zölle gegenüber ihren Handelspartnern zu senken, würde die Divergenz zwischen EGBs und US-Bundesanleihen zunehmen, da erstere wahrscheinlich von der Erwartung eines schwächeren Konjunkturausblicks in der Eurozone profitieren würden und letztere wahrscheinlich von der Aussicht auf eine erneute Beschleunigung des Inflationsdrucks in den USA betroffen wären. Wenn es den USA und der EU gelingt, eine Einigung zu erzielen, was wir erwarten, werden die Auswirkungen auf EGBs und USTs wahrscheinlich begrenzt sein. Es scheint, dass das von den meisten Anlegern erwartete Szenario und ein solches Abkommen würde die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit, die die Welt in letzter Zeit erlebt hat, nicht beseitigen.

Daher gehen wir weiterhin davon aus, dass die **Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen und deutscher Bundesanleihen** das Jahr bei 4,5% bzw. 2,6% abschließen werden, was nicht weit von ihrem aktuellen Niveau entfernt ist. Wir sehen aber Spielraum in den kommenden Monaten für eine Ausweitung des transatlantischen Spreads dieser 10-jährigen Staatsanleihen von aktuell 170 Basispunkten um etwa 10 Basispunkte.

Europäische Unternehmensanleihen zeigen begrenzte Volatilität

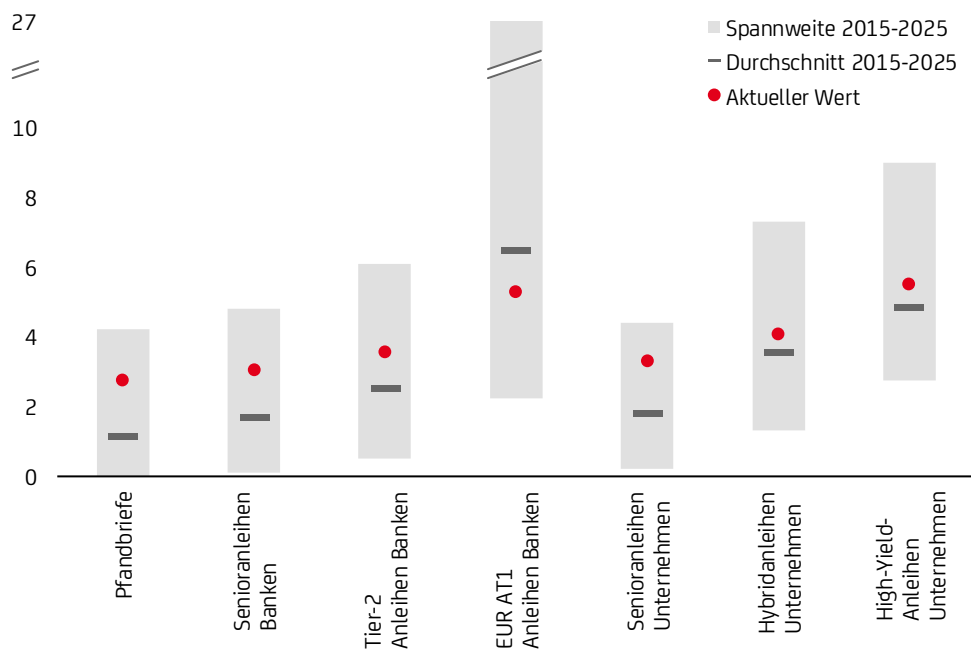
In unserem Basisszenario sehen wir trotz der US-Zollpolitik in den kommenden Wochen nur begrenzten Spielraum für höhere Volatilität bei europäischen Unternehmensanleihen. Wir bekräftigen daher unsere konstruktive Einschätzung dieser Anlageklasse. Unternehmensanleihen werden nach wie vor durch solide Kreditkennzahlen gestützt, ein Bild, das sich in der kommenden Berichtssaison bestätigen dürfte. Vor diesem Hintergrund bleibt auch die Ratingdynamik neutral und die Anzahl der Heraufstufungen innerhalb der iBoxx-Indizes entspricht den Herabstufungen sowohl bei Investment-Grade - als auch bei High-Yield-Emittenten.

Stabile bis niedrigere Refinanzierungskosten stützen die Kreditkennzahlen und schaffen Spielraum für opportunistische Vorfinanzierungen, die jedoch angesichts der derzeit geringen Visibilität und der anhaltenden geoökonomischen Risiken, als kreditpositiv angesehen werden sollten. Wir gehen davon aus, **dass sich die Spreads seitwärts bewegen werden**, mit einem gewissen Risiko einer moderaten Spreadausweitung für Unternehmensanleihen, falls sich die Handelsspannungen mit den USA verschärfen sollten.

Für Banken erwarten wir positive Finanzergebnisse für das zweite Quartal, die das robuste Kreditbild für Finanzwerte bestätigen sollten, insbesondere eine hohe Kapitalausstattung und die immer noch robuste Qualität der Aktiva. Darüber hinaus werden europäische Unternehmensanleihen weiterhin durch ihr attraktives Renditeniveau gestützt, das in allen Segmenten (bis auf Banken AT1 Anleihen) nach wie vor deutlich über seinem Zehnjahresdurchschnitt liegt (siehe Abbildung 2.5). Dieser Carry wird voraussichtlich die wichtigste Quelle für die Gesamtrendite in 2025 sein. AT1-Bankanleihen weisen eine niedrigere aktuelle Rendite auf als ihr Zehnjahresdurchschnitt, was die derzeit ambitionierten Bewertungen widerspiegelt, die sich in einem risikoscheuen Marktumfeld schnell revidieren dürften.

ABBILDUNG 2.5: HISTORISCHE RENDITENIVEAUS VON BANK- UND UNTERNEHMENSANLEIHEN

RENDITENIVEAUS ÜBER DEN ZEITRAUM 2015-2025, IN %



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

Rohstoffe

Rohöl

Die letzten Wochen waren geprägt von erhöhten geopolitischen Spannungen nach der Eskalation und den Militärationen im Nahen Osten, die den Rohölpreis der Sorte Brent kurzzeitig über **80 USD pro Barrel steigen** ließen. Seitdem ist jedoch durch den Waffenstillstand zwischen Israel und dem Iran wieder Ruhe eingekehrt, und die Rohölpreise gingen auf das Niveau vor dem Konflikt zurück. In der Zwischenzeit hat die OPEC+ unter der Führung Saudi-Arabiens in diesem Jahr vier aufeinanderfolgende monatliche Produktionssteigerungen vorgenommen und das Gesamtangebot um fast 1,8 Millionen Barrel täglich erhöht. Riads gemäßigte, aber glaubhafte Strategie zielt darauf ab, Marktanteile zurückzugewinnen und gleichzeitig die Überproduktion von Mitgliedern einzudämmen, die die vereinbarten Quoten nicht einhalten.

Die Futures-Kurve deutet auf kurzfristige Angebotsengpässe hin. Mit Blick auf den Sommer deutet die Kombination aus anhaltendem Angebotsanstieg und stetiger Produktion in anderen Ländern, während das globale Nachfragewachstum gedämpft bleibt, auf einen sich abzeichnenden Überschuss hin. Alles in allem sehen wir wenig Grund, unsere Brent-Prognose für die zweite Jahreshälfte 2025 zu revidieren, die bei 65 bis 70 USD pro Barrel liegt, wobei die Risiken eher nach unten tendieren.

Erdgas

Die niederländischen TTF-Erdgaspreise bewegen sich in einer Spanne von etwa 33-35 EUR/MWh seitdem am 24. Juni im kurzen israelisch-iranischen Konflikt ein Waffenstillstand erklärt wurde. Das aktuelle Handelsniveau ist sogar niedriger als vor Ausbruch des Konflikts. Wir sehen daher kein geopolitisches Risiko in den aktuellen Preisen berücksichtigt. Schwächere asiatische LNG-Exporte im ersten Halbjahr 2025 haben das verfügbare Angebot erhöht und die Preise belastet. Darüber hinaus dürfte sich die makroökonomische Aktivität in den kommenden Quartalen verlangsamen, da die steigenden Zölle in den USA die globale makroökonomische Aktivität belasten dürften.

Wir sehen ein Aufwärtsrisiko für die TTF-Preise auf dem aktuellen Niveau, da das Füllen der Gasspeicher in Europa weit hinter dem Zeitplan zurückliegt, nachdem der kalte Winter die Reserven stark erschöpft hat. Darüber hinaus würde ein heißer Sommer in Asien und Europa die Nachfrage nach Strom für Klimaanlage erhöhen, was die LNG-Nachfrage ankurbeln würde. Wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass die TTF-Preise in den kommenden Monaten steigen, da die LNG-Nachfrage in Asien und Europa steigen könnte und die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten möglicherweise wieder aufflammen werden. Wir bestätigen daher unsere durchschnittliche TTF-Preisprognose für Ende 2025 von **EUR 40-45/MWh**.

Gold

In den letzten zwei Monaten bewegte sich Gold um 3.300 USD pro Unze. Gold stoppte seinen Anstieg damit im Vergleich zum Zeitraum Januar bis April, da der Optimismus über die Entwicklungen in der Handelspolitik die Attraktivität des Metalls als sicherer Hafen verringerte. An der geopolitischen Front hat die Deeskalation des israelisch-iranischen Konflikts die Nachfrage nach sicheren Anlagen weiter reduziert. Dennoch berücksichtigen die Märkte die hohen Zollforderungen von US-Präsident Donald Trump sowie Zölle auf Kupferimporte, was die Besorgnis über Handelsrisiken weiter antreibt.

Unterdessen begrenzte die anhaltende Schwäche des USD die Verluste des Goldpreises. Auch der Ausblick auf eine weitere geldpolitische Lockerung seitens der US-Notenbank dürfte den Goldkurs gestützt haben. Vor diesem makroökonomischen Hintergrund und unserer Erwartung, dass die geopolitischen Spannungen im Zuge der US-Handelspolitik sowie die Nachfrage der Zentralbanken nach Gold in der zweiten Jahreshälfte 2025 bestehen bleiben, halten wir an unserer konstruktiven Prognose eines in einer Spanne gebundenen Goldpreises zwischen **3.400 und 3.500 USD pro Unze** bis zum Jahresende fest.

Währungen

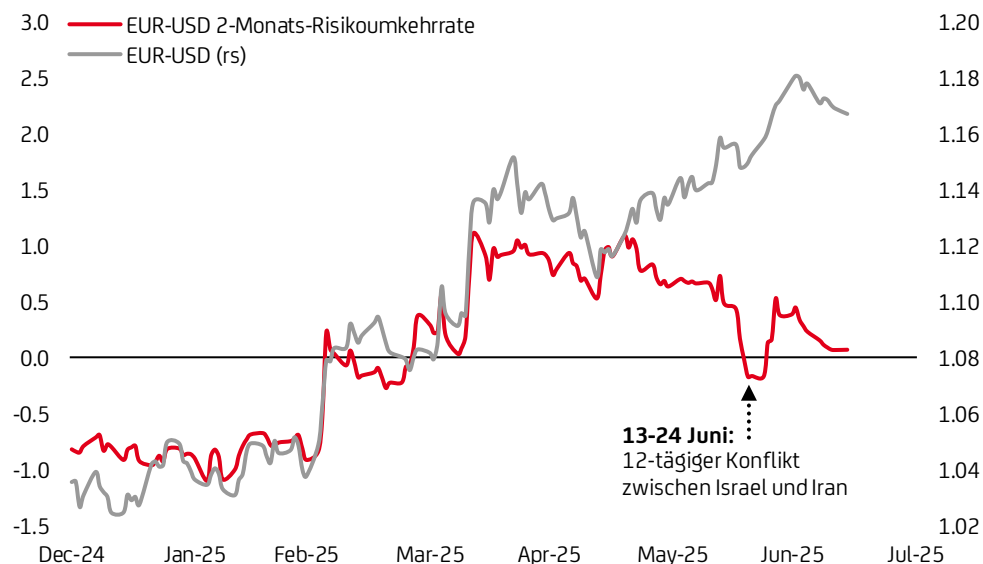
Festerer EUR-USD, trotz der Unsicherheit über die Zölle zwischen der EU und den USA

Die nur begrenzte und kurzlebige Erholung des USD während des Israel-Iran-Konflikts bestätigte seine verminderte Attraktivität als sichere Hafen Währung. Die zunehmende Unsicherheit hinsichtlich der US-Zölle hat den EUR-USD jedoch vom jüngsten Jahreshoch von 1,1829 (dem genauen Durchschnittswert seit der Euro-Einführung im Jahr 1999) wieder unter 1,17 gedrückt. Die Absicht der EU, eine Eskalation zu vermeiden und Gegenmaßnahmen zu verzögern, nachdem Trump einen Zoll von 30% auf EU-Exporte in die USA angekündigt hatte, trug jedoch dazu bei, die Reaktionen an den Devisenmärkten einzudämmen.

Die leichte Korrektur des EUR-USD Wechselkurses spiegelt auch fehlende geldpolitischen Katalysatoren wider, da sowohl die EZB als auch die Fed im Juli die Zinsen unverändert lassen werden. Die abwartende Haltung der Anleger spiegelt sich auch in der 2-Monats-Risikoumkehrrate wider (Differenz der impliziten Volatilität zwischen Call- und Put-Optionen, die aus dem Geld), die nach einem Wechsel von negativ zu positiv am Ende des Israel-Iran-Konflikts wieder auf die Nullmarke zurückgekehrt ist (siehe Grafik 2.6). Eine weitere Abschwächung des USD ist eine weit verbreitete Ansicht auf dem Markt und technische Indikatoren sagen, dass er überverkauft ist, aber Gründe für eine Trendumkehr sind immer noch schwer zu finden.

Wir bleiben daher pessimistisch in Bezug auf den Greenback, auch angesichts des Drucks von Präsident Trump auf die Fed, die Zinsen zu senken, und der Sorgen über die steigende US-Staatsverschuldung. Das Ausbleiben einer Rezession in den USA und eine weniger intensive Lockerung der Fed als von den Märkten erwartet (unser Basisszenario) könnten die Intensität eines weiteren USD-Abrutschens allenfalls begrenzen. Wir gehen davon aus, dass der EUR-USD Wechselkurs **bis Dezember um 1,19 gehandelt wird**, was mit den jüngsten Äußerungen amerikanischer und europäischer Entscheidungsträger übereinstimmt, dass ein Anstieg des EUR-USD über 1,20 hinaus kompliziert wäre.

ABBILDUNG 2.6: DIE ABWARTENDE HALTUNG DER MÄRKTE SPIEGELT SICH IN EINER 2-MONATE RISIKOUMKEHRRATE UM DIE NULL WIDER



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Saisonalität im Sommer: negativ für Aktien, positiv für Anleihen

Autoren: Luca Cazzulani, Christian Stocker

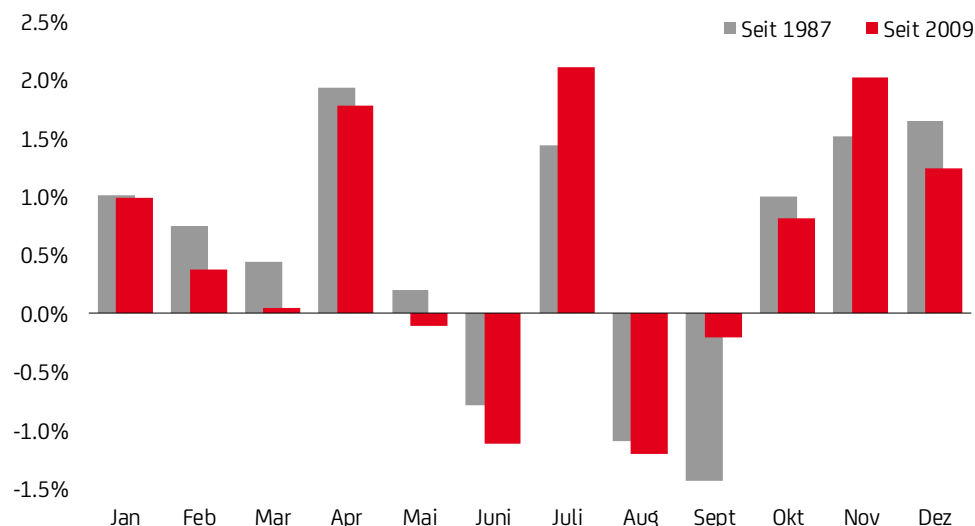
Saisonalität ist eine Regelmäßigkeit, die an den Finanzmärkten zu beobachten ist und die oft mit menschlichem Verhalten zu tun hat. An den Aktienmärkten vermittelt das Sprichwort "Sell in May and go away" die Idee, dass Anleger ihre Aktienbestände im Mai verkaufen sollten, um einen saisonalen Rückgang der Aktienmärkte zu vermeiden. Es wird angenommen, dass der Satz von einem alten englischen Sprichwort stammt: **"Sell in May and go away, come back on St. Leger's Day"** (die St. Leger Stakes sind ein Höhepunkt im britischen Pferderennkalender und findet Mitte September statt).

Während der Sommermonate ist das Handelsvolumen aufgrund von Feriensaison tendenziell niedriger, was zu einer dünneren Liquidität führt. Dies kann Preisbewegungen verstärken, da weniger Trades erforderlich sind, um die Märkte zu bewegen. Die Neuausrichtung des Portfolios hat ebenfalls Auswirkungen, insbesondere wenn die zugrunde liegenden Trends und treibenden Faktoren für den Aktienmarkt in Frage gestellt werden. Institutionelle Anleger passen ihre Portfolios häufig zum Ende des ersten Halbjahres an, um sich auf das zweite Halbjahr vorzubereiten. Vor allem die Monate August und September weisen eine negative Saisonalität auf, wie die Grafik 2.7 zeigt. Zu diesem Zweck haben wir die monatliche durchschnittliche Performance des STOXX Europe 600 seit 1987 und seit 2009 berechnet.

Der Vergleich der beiden Zeiträume unterstreicht die ausgeprägte Saisonalität. In den letzten Wochen haben wir in unseren Veröffentlichungen erwähnt, dass wir in den Sommermonaten kein weiteres Aufwärtspotenzial erwarten, was vor allem auf die hohen Bewertungen und die zu optimistischen kurzfristigen Gewinnerwartungen zurückzuführen ist. Daher halten wir es für wahrscheinlich, dass das traditionell gedämpfte saisonale Muster, dem globale Aktien während der Sommerperiode folgten, in diesem Jahr besonders ausgeprägt sein könnte. Obwohl ein kurzfristiger Rücksetzer wahrscheinlich ist, würden wir unser Engagement in Aktien über einen Zeitraum von sechs bis neun Monaten nicht reduzieren und betrachten Rückschläge weiterhin als Kaufgelegenheiten.

ABBILDUNG 2.7: AUSGEPRÄGTE SAISONALE ENTWICKLUNG AN DER BÖRSE

STOXX EUROPE 600: DURCHSCHNITTliche MONATliche PERFORMANCE IN %



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Wir haben festgestellt, dass die Aktienmärkte im August und September tendenziell eine ungünstige Saisonalität aufweisen. Was ist mit Staatsanleihen? Die Aktivität auf dem Primärmarkt und das Handelsvolumen gehen im Sommer deutlich zurück, was die Voraussetzungen für eine saisonale Regelmäßigkeit schafft. Da die Finanzmärkte hochgradig integriert sind, könnte das Vorhandensein eines saisonalen Musters in einer Anlageklasse ein entsprechendes Muster in einer anderen Anlageklasse auslösen.

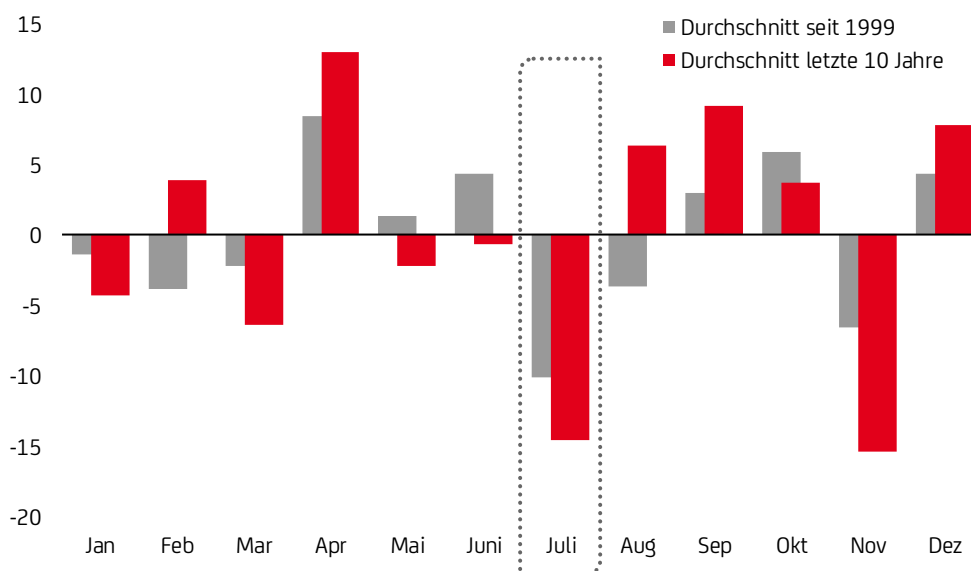
Da die Erträge in den letzten drei Jahrzehnten größtenteils einem rückläufigen Trend gefolgt sind, besteht ein erster Schritt darin, dies aus den Daten zu entfernen, um sich besser auf rein saisonale Entwicklungen konzentrieren zu können. In unserer Analyse haben wir einen zentrierten gleitenden Durchschnitt verwendet, um den langfristigen Trend aus den Renditen zu entfernen. Dies hat den Vorteil, dass es einfach zu umzusetzen und intuitiv ist. Andere Techniken, wie z. B. der Hodrick-Prescott-Filter, führen nicht zu wesentlich anderen Ergebnissen. Die Grafik 2.8 zeigt, dass die Renditen im Juli tendenziell sinken. Der Monat Juli zeigt historisch einen deutlichen Rückgang der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen.

Die Saisonalität ist im Juni gedämpfter, und der August ist tendenziell ein Monat mit Gewinnmitnahmen bei Anleihen. Die Grafik zeigt, dass der saisonale Effekt im Juli schon sehr lange anhält und sich in den letzten Jahren nicht wesentlich verändert hat. Eine mögliche Erklärung für dieses Ergebnis ist, dass Anleger es vorziehen, das Risiko in ihren Portfolios vor der Sommerpause zu reduzieren. Dies würde zu der ungünstigen Saisonalität an den Aktienmärkten und der positiven Saisonalität bei Anleihen führen. Ein zweiter möglicher Grund ist, dass Juni und Juli Monate mit nur geringem Nettoangebot in Deutschland sind. Dies dürfte ein günstiges Umfeld für Bundesanleihen schaffen.

Auch innerhalb der Eurozone profitieren BTPs tendenziell von einem günstigen saisonalen Effekt. Die Auktionsgröße reduziert sich traditionell in den Sommermonaten und kommt im August fast zum Erliegen, was zu einer positiven Performance gegenüber dem Swap führt. Die Bewegung beginnt in der Regel im Juni und gewinnt Mitte Juli, während der Sommerflaute, an Dynamik. Auf der anderen Seite ist der August tendenziell von Gewinnmitnahmen geprägt, da sich die Anleger auf die Wiederaufnahme des Angebots im September vorbereiten.

ABBILDUNG 2.8: JULI IST EIN POSITIVER MONAT FÜR BUNDESANLEIHEN

SAISONALER FAKTOR DER VERÄNDERUNG DER RENDITE 10-JÄHRIGER BUNDESANLEIHEN (BP)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Das Diagramm zeigt für jeden Monat die durchschnittliche zusätzliche Veränderung der Rendite im Vergleich zu den drei Monaten davor und danach.



Wirtschaftsprognosen

BIP, VERBRAUCHERPREISE UND HAUSHALTSSALDEN

	Reales BIP (% J/Y)			Verbraucherpreise (% J/Y)			Haushaltssaldo (% des 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	2.8	3.1	-7.3	-7.3	-8.3
Eurozone	0.8	1.0	1.0	2.4	2.1	1.8	-3.1	-3.7	-3.5
Deutschland	-0.2*	0.1*	1.3*	2.2	2.0	1.7	-2.8	-3.0	-3.3
Frankreich	1.1	0.6	1.1	2.0	1.0	1.3	-5.8	-5.6	-5.3
Italien	0.5	0.5	0.8	1.0	1.7	1.6	-3.4	-3.4	-3.0
Spanien	3.2	2.4	1.8	2.9	2.1	1.9	-3.2	-2.8	-2.5
Vereinigtes Königreich	1.1	1.1	1.1	2.5	3.2	1.9	-5.7	-4.5	-3.8
China	5.0	4.8	4.1	0.6	0.9	1.8	-7.4	-7.6	-7.7
Japan	0.2	0.9	0.7	2.7	2.8	1.9	-3.5	-3.4	-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-bereinigte Daten. Bereinigt um Arbeitstage sind die Werte wie folgt: -0,2 % (2024), 0,2 % (2025) und 1,0 % (2026)

ZENTRALBANKEN

	Aktuell	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00
EZB	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
BOE	4.25	4.00	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
BoJ	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00
Riksbank	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Norges Bank	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

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



ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

	14.07.25	3Q25	4Q25	1Q26
Eurozone				
Depo-Satz	2.00	1.75	1.75	1.75
3M Euribor	2.04	1.75	1.75	1.75
2Y Schatz	1.90	1.80	1.80	1.80
10Y Bund	2.71	2.50	2.60	2.70
2 Jahre EUR-Swap	2.03	1.95	1.95	1.95
10 Jahre EUR-Swap	2.67	2.55	2.65	2.75
10 Jahre Bund-Swap-Spread	-3	5	5	5
2 Jahre BTP	2.10	2.00	2.00	2.00
10 Jahre BTP	3.56	3.40	3.50	3.70
10Y BTP-Bund Spread	86	90	90	100
USA				
Leitzins der Fed	4.50	4.50	4.25	4.25
3M OIS SOFR	4.33	4.23	4.15	4.11
2 Jahre UST	3.90	4.00	4.00	4.00
10 Jahre UST	4.43	4.50	4.50	4.50
10Y UST-Bund Spread	172	200	190	180

WECHSELKURSPROGNOSEN

	15.07.25	3Q25	4Q25	1Q26
EUR-USD	1.17	1.18	1.19	1.20
USD-JPY	148	142	140	139
EUR-JPY	173	168	167	167
GBP-USD	1.34	1.34	1.33	1.32
EUR-GBP	0.87	0.88	0.89	0.91
USD-CNY	7.17	7.19	7.15	7.14
EUR-CNY	8.39	8.48	8.51	8.57

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE ANLAGEN

	15.07.25	Ende 2025	Mitte 2026
Öl			
Brent USD/Barrel	69	68	65
Aktien			
Euro STOXX 50	5,371	5,600	5,750
STOXX Europe 600	547	565	590
DAX	24,161	24,500	26,000
MSCI Italien	104	108	112
S&P 500	6,269	6,300	6,500
Nasdaq 100	22,856	23,000	24,000
Unternehmensanleihen			
iBoxx Non-Financials Senior	79	95	90
iBoxx Banken Senior	76	90	87
iBoxx High Yield Non-Financials	281	310	300

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

Für detaillierte Prognosetabellen klicken Sie auf die folgenden Links:

[Wirtschaft >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Risikoreiche Anlagen >](#)



Entwicklung ausgewählter Finanzmarkttindizes

Von **12.07.24** bis **14.07.20** **14.07.21** **14.07.22** **14.07.23** **14.07.24** **14.07.25** **01.01.25**
14.07.25 **14.07.21** **14.07.22** **14.07.23** **14.07.24** **14.07.25** **14.07.25** **14.07.25**

BÖRSENINDIZES (GESAMTRENDITE, IN %)

MSCI World (in USD)	13,7	37,3	-15,9	22,4	22,5	13,7	98,4	10,5
MSCI Emerging Markets (in USD)	12,5	29,1	-25,5	10,1	13,3	12,5	32,3	16,4
MSCI US (in USD)	13,7	40,0	-14,0	21,0	26,3	13,7	112,3	7,4
MSCI Europe (in EUR)	7,3	28,1	-7,5	17,2	17,3	7,3	73,7	10,3
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	10,3	27,5	-22,8	12,5	14,9	10,3	38,6	13,0
STOXX Europe 600 (in EUR)	7,9	28,6	-8,9	17,1	17,4	7,9	72,5	10,6
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	28,9	24,4	-20,7	28,6	16,2	28,9	88,8	21,4
MSCI Italien (in EUR)	22,9	26,6	-14,4	46,2	28,0	22,9	149,0	21,3
ATX (Österreich, in EUR)	26,4	54,2	-13,8	17,8	23,4	26,4	145,0	27,9
SMI (Schweiz, in CHF)	-0,4	20,9	-7,8	6,1	15,8	-0,4	34,9	6,1
S&P 500 (USA, in USD)	13,1	38,9	-12,1	20,9	26,4	13,1	114,3	7,3
Nikkei (Japan, in JPY)	-2,3	28,7	-5,0	24,3	29,4	-2,3	90,6	0,0
CSI 300 (China, in Yuan)	19,1	7,7	-13,3	-7,4	-8,5	19,1	-6,7	3,8

INDIZES AN DEN ANLEIHEMÄRKTEN (GESAMTRENDITE, IN %)

US-Staatsanleihen 10Y (in USD)	2,3	-4,5	-12,0	-3,6	0,5	2,3	-16,1	3,4
US-Staatsanleihen (ICE BofA , in USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
US-Unternehmensanleihen (ICE, BOFA, A-BBB, in USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	0,7	-0,8	-12,2	-8,8	2,6	0,7	-17,5	-1,4
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	2,6	0,5	-12,4	-6,3	3,9	2,6	-11,7	-0,2
EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	5,4	3,7	-11,8	-1,2	6,6	5,4	1,6	1,9

ANLEIHERENDITEN (VERÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN = 0,01 PROZENTPUNKTE)

US-Staatsanleihen 10Y (in USD)	25	74	160	86	41	25	381	-15
US-Staatsanleihen (ICE BofA , in USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
US-Unternehmensanleihen (ICE, BOFA, A-BBB, in USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	24	12	147	136	-1	24	314	33
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	7	1	169	127	-9	7	291	26
EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	-38	-48	268	112	-54	-38	237	1

WECHSELKURSE IN EURO (VERÄNDERUNG IN %)

US-Dollar (EUR-USD)	7,3	3,8	-15,3	12,2	-2,6	7,3	3,2	12,5
Britisches Pfund (EUR-GBP)	3,1	-6,2	-0,7	1,2	-1,8	3,1	-3,6	4,5
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-4,5	1,4	-9,2	-2,0	1,1	-4,5	-12,9	-1,1
Japanischer Yen (EUR-JPY)	-0,4	6,7	6,7	11,9	11,6	-0,4	41,9	5,7

ROHSTOFFE (VERÄNDERUNG IN %)

Rohstoffindex (GSCI, in USD)	37,2	-1,7	-7,1	14,7	22,7	37,2	76,0	26,5
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-1,2	43,2	-13,7	7,6	8,4	-1,2	41,0	4,4
Gold (in USD pro Feinunze)	38,8	0,8	-6,4	14,8	23,1	38,8	85,4	27,5
Rohöl (Brent, in USD pro Barrel)	-19,4	74,1	32,5	-19,4	7,2	-19,4	61,6	-7,4

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 14. Juli 2025)

Hinweis: Vergangene Werte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht gekauft werden und enthalten daher keine Kosten. Bei der Anlage in Wertpapiere fallen Kosten an, die die Performance mindern. Auch die Rendite von Anlagen in Fremdwährungen kann aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Sogenannte synthetische Anleihen werden so berechnet, dass sie die Wertentwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich widerspiegeln. Als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "geeignetste" reale Bundesanleihe herangezogen. Die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit wird unter folgenden Bedingungen dargestellt: Bedienung der Zinszahlungen und Tilgung gemäß den Bedingungen und Halten bis zur Endfälligkeit. Insofern ist es eine Ertragschance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikobewertungen der Anleger für die jeweiligen Produkte bzw. Länder wider (höhere Renditechance = höhere Risikobewertung). Die synthetischen Anleihen können nicht gekauft werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind die anfallenden Anschaffungs- und/oder Verwahrungskosten nicht enthalten.





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



Adresse
Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Mailand



E-Mail
the-investment-institute@unicredit.eu
Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu

INSTITUTSLEITUNG

Manuela D'Onofrio,
Chair

Fabio Petti,
Co-Chair

Edoardo Campanella,
Director und Chief Editor

IDEEN-GENERATOREN

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italien

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Deutschland

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,
CIO, Österreich

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Head of Macroeconomic Analysis

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

LEITENDE REDAKTEURE

Luca Cazzulani

Chiara Silvestre

Michael Teig

PRODUKTION

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

ENTWURF

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. Juli 2025.