



# Die Uhr tickt



Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Juni 2023

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	8
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	12



# CIO Kommentar

Die Uhr tickt

Die aktuellen Diskussionen der Marktteilnehmer sind geprägt von einer Reihe von Risiken. Dazu zählen die notwendige Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA, Rezessionsgefahren aufgrund der stark gestiegenen Zinsen (insbesondere für die USA wird die Rezessionswahrscheinlichkeit als substantiell angesehen), die anhaltend hohe Inflation, aber auch geopolitische Faktoren.

Trotz dieser Risikofaktoren zeigen sich die Kapitalmärkte in den letzten Wochen erstaunlich robust: Europäische Aktien (gemessen am MSCI Europe) haben kürzlich ein neues Jahreshoch erreicht, und auch das Allzeithoch von Anfang 2022 ist in greifbarer Nähe ([siehe Tabelle](#)). Wie lässt sich Stärke der Kapitalmärkte trotz der Omnipräsenz der Risikofaktoren einordnen? Vernachlässigen die Märkte hier nicht substantielle Risiken?

Die Sorgen sind nicht leicht von der Hand zu weisen. Analysiert man einzelne Marktsegmente, die sehr spezifisch auf bestimmte Risikofaktoren reagieren, erkennt man durchaus eine Reflektierung der Risiken. Als Beispiel seien hier nur die Verwerfungen infolge der Schuldenobergrenze in den USA am US-Dollar-Geldmarkt genannt. US-Finanzministerin Janet Yellen warnte unlängst, dass die außerordentlichen Maßnahmen, die seit Beginn des Jahres herangezogen werden, um die Regierung zahlungsfähig zu halten, bereits am 1. Juni ausgeschöpft sein könnten. Treasury Bills, also Geldmarktpapiere der US-Bundesregierung, die Fälligkeiten bis zum 30. Mai haben, zeigen deutlich niedrigere Renditen als solche, die zwei Tage später fällig werden, also am 1. Juni. Dieser deutliche Renditesprung repräsentiert eine Prämie für das Risiko, dass es um diesen eventuell wichtigen Tag herum zu Zahlungsverzögerungen bzw. Störungen kommen könnte. Die Renditekurve zeigt aber auch, dass es sich bei der Frage um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze um ein temporäres Problem handeln dürfte, denn mit längeren Laufzeiten reduzieren sich die Renditen der entsprechenden Papiere wieder.

Das zeigt, dass sich die Märkte der Risiken durchaus bewusst sind, sie durch mögliche temporäre Verwerfungen aber offensichtlich hindurchschauen. Ein Blick auf die Konsensschätzungen für das Wirtschafts- und Unternehmensgewinnwachstum lässt erkennen, warum dies der Fall ist.

Für das Wirtschaftswachstum in Europa und den USA wird zwar sowohl für das aktuelle Jahr als auch für die kommenden beiden Jahre keine dynamische Erholung erwartet, eine spürbare Abkühlung der Wirtschaft steht aber auch nicht auf der Agenda. So werden für das aktuelle Jahr für Europa und die USA Wachstumsraten zwischen 0,5 % und 1 % erwartet. Diese sollten sich in den kommenden Jahren auf 1-2 % beschleunigen. Auf Quartalsbasis sieht der Konsensus für die USA im zweiten Halbjahr 2023 zwar eine leichte Kontraktion, ihr Ausmaß dürfte aber nicht nennenswert ausfallen.

Die Gewinnerwartungen an den Aktienmärkten spiegeln diese Sichtweise wider. Die Gewinne von Unternehmen der großen europäischen und US-Aktienindizes dürften sich zwar seitwärts entwickeln, damit aber auch auf dem relativ hohen Niveau des vergangenen Jahres verbleiben. In den nächsten beiden Jahren sollte das Gewinnwachstum dann wieder anziehen, um 6-7 % in Europa bzw. 9-10 % in den USA. Darüber hinaus scheint die Phase der negativen Gewinnrevisionen (d.h. die Reduktion der aktuellen Gewinnprognosen durch die Analysten) abgeschlossen. Zum Teil sind sogar schon wieder positive Revisionen sichtbar.

Ein weiterer wichtiger Faktor für die Einschätzung an den Märkten ist die Entwicklung der Inflation und die Geldpolitik der Zentralbanken. Die Inflationsdynamik kühlt sich zwar ab, aber nicht so rasch, wie noch vor einigen Monaten erhofft. Allerdings dürften die Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) auf die Perspektive von ein bis zwei Jahren ihre Inflations-Zielniveaus von 2 % erreichen. Die Fed scheint den Höhepunkt des Zinsanhebungszyklus bereits erreicht zu haben und die EZB kurz davorzustehen. Vermutlich werden im Euroraum noch ein bis zwei Zinsschritte je 0,25 % anstehen, im Juni und eventuell auch im Juli. Nach dem (baldigen) Erreichen des Höhepunkts im Zinsanhebungszyklus rückt an den Finanzmärkten zunehmend die Frage, wann die Zentralbanken die Zinsen wieder senken (müssen), in den Mittelpunkt des Interesses. Unsere Erwartung: nicht so schnell wie vom Markt erhofft. Man könnte sogar sagen: Hoffentlich müssen Fed und EZB ihre Zinsen nicht so bald senken, denn angesichts der zwar rückläufigen aber immer noch zu hohen Inflation dürften Zinssenkungen nur im Falle von spürbar ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklungen (Rezession) eintreten.

Nichtsdestotrotz erzeugen die Risikofaktoren eine gewisse Vulnerabilität von riskanten Anlagen, insbesondere bei höher bewerteten Aktien, etwa am US-Markt. Hohe Bewertungen reduzieren einerseits das kurzfristige Kurssteigerungspotential, da ein Beitrag zu steigenden Kursen aufgrund eines Anstiegs der Bewertung weniger wahrscheinlich ist. Andererseits erhöhen sie das Rückschlagsrisiko im Krisenfall. Europäische Aktien weisen mit Blick auf die Bewertungen zwar eine geringere Vulnerabilität auf, die Gewinnwachstumschancen von US-Unternehmen scheinen aber höher. In der Gesamtschau aller Faktoren erscheint derzeit eine vorsichtige Anlagestrategie mit neutraler Aktienquote aus unserer Sicht am geeignetsten. Aufgrund der gestiegenen Renditen sind aber auch Investitionen in Rentenpapiere durchaus interessant. Für Investitionen am US-Dollar-Rentenmarkt gilt dabei, dass aufgrund der massiv inversen Zinskurve (kurze Renditen sind deutlich höher als langlaufende) das kurze Ende der Kurve durchaus attraktiv erscheint.

Insgesamt gilt, dass man sich trotz einer kurzfristig etwas vorsichtigeren Anlagestrategie keine großen Sorgen machen muss. Rückschläge bei Anlagen mit einem attraktiven Profil können durchaus für Zukäufe genutzt werden. Die taktische Geldanlage sollte aber auch pfadabhängig gestaltet werden. So können starke kurzfristige Kursbewegungen, insbesondere im Kontext des US-Schulden-Showdowns, die Möglichkeit zu taktischen Manövern, etwa Gewinnmitnahmen, bieten.

**MANUELA D'ONOFRIO**, *Head of Group Investment Strategy*

**PHILIP GISKDAKIS**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank)*

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

**OLIVER PRINZ**, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

# Im Fokus

## Streit um Anhebung der US-Schuldenobergrenze spitzt sich zu

Trotz der Turbulenzen bei einigen US-Regionalbanken, steigender Zinsen und der Konjunkturabschwächung beiderseits des Atlantiks stehen die Zeichen an den weltweiten Finanzmärkten im Jahr 2023 bislang auf Erholung. Während sich die Stimmung insbesondere in Europa also deutlich aufgehellt hat, rückt die Anhebung der gesetzlich zulässigen **Obergrenze für die Bundesverschuldung der USA**<sup>1</sup> als Marktrisiko zunehmend in den Fokus von Anlegern und Investoren. Sollte eine rechtzeitige Einigung zwischen Republikanern und Demokraten ausbleiben, würde dies nicht nur für neue Turbulenzen an den Finanzmärkten sorgen, sondern möglicherweise auch spürbare wirtschaftliche Folgen für die USA und den Rest der Welt nach sich ziehen.

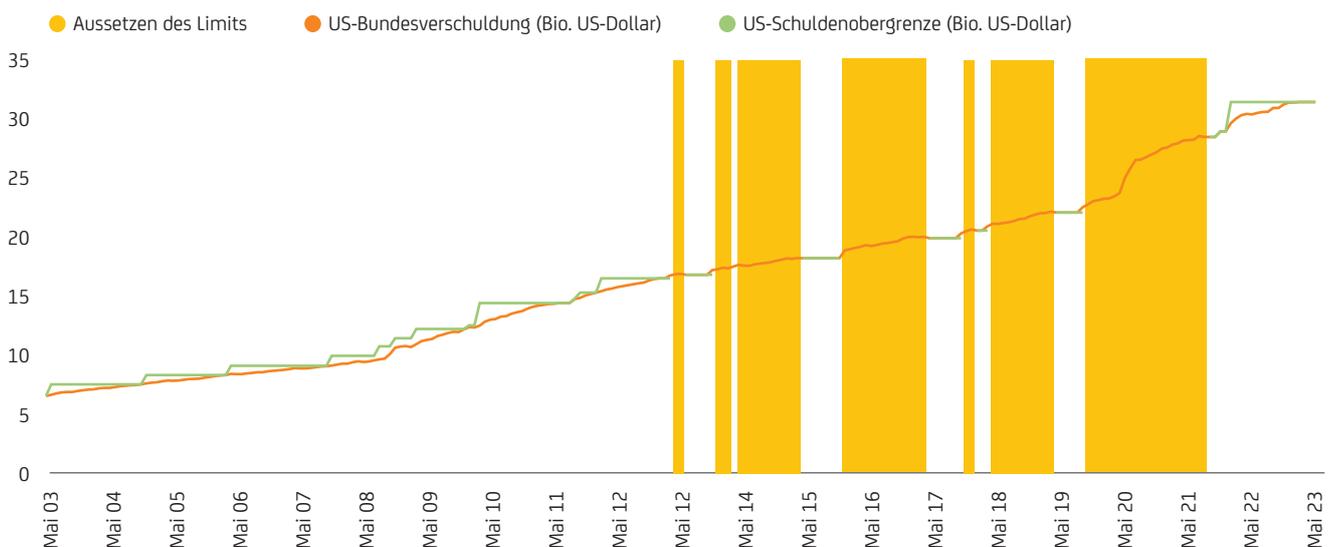
<sup>1</sup>Die Verschuldungsgrenze gilt für die US-Bruttoverschuldung, also die Summe aus Nettoverschuldung und innerstaatlichen Krediten.

### BISLANG KEINE (VERHANDLUNGS-)LÖSUNG IN SICHT

US-Finanzministerin Janet Yellen wiederholte im Mai ihre Warnungen vom Jahresbeginn, dass der US-Regierung bereits Anfang Juni (nach Prüfung der jüngsten Steuereinnahmen sei dies die beste verfügbare Schätzung) ein Zahlungsausfall drohe, sobald die „**außerordentlichen Maßnahmen**“<sup>2</sup> ausgeschöpft sind, die das US-Finanzministerium ergriffen hat, um die Finanzierung der Regierungstätigkeit aufrechtzuerhalten. Denn das Limit, das seit der letzten Anhebung im Dezember 2021 aktuell bei rund 31,382 Bio. US-Dollar liegt, ist formal bereits seit dem 19. Januar erreicht (siehe Grafik 1).

<sup>2</sup>Mit diesen Maßnahmen kann die US-Regierung den Tag, an dem sie tatsächlich zahlungsunfähig wird, um einige Monate verzögern. In erster Linie handelt es sich dabei um finanzpolitische Instrumente, die bestimmte staatliche Investitionen bzw. Ausgaben einschränken (etwa die vorübergehende Aussetzung von Einzahlungen in Rentenfonds für Beamte).

#### 1. SCHULDENBERGRENZE FORMAL BEREITS SEIT JANUAR ERREICHT



Beobachtungszeitraum: 12.05.2003-12.05.2023

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Seit ihrer Einführung im Jahr 1917 war die Anhebung der Schuldenobergrenze meist eine Formalie: In der Regel erhöht der Kongress das Limit (oder setzt es aus), bevor es erreicht ist – insgesamt geschehen mehr als 80-mal. In der jüngeren Vergangenheit zeichnet sich allerdings ab, dass ein Konsens zwischen den politischen Lagern immer schwieriger und die Debatte um eine Anhebung immer hitziger wird. Im Repräsentantenhaus verabschiedeten die oppositionellen Republikaner Ende April einen Gesetzentwurf, der die Schuldenobergrenze um 1,5 Mrd. US-Dollar anheben und das Risiko eines Zahlungsausfalls auf das nächste Jahr verschieben soll. Sie versuchen eine solche Anhebung als Druckmittel für spürbare Ausgabenkürzungen und die Auflösung der Covid-19-Unterstützungsfonds (sofern die Mittel noch nicht ausgegeben wurden) zu nutzen. Die Initiative hat aber keine Chance, den von den Demokraten kontrollierten Kongress zu passieren. US-Präsident Joe Biden fordert mit dem Hinweis darauf, dass die vorherigen Regierungen für die Schulden verantwortlich seien, eine bedingungslose Anhebung der Schuldenobergrenze, damit die Regierung die **Staatsausgaben**<sup>3</sup> nicht vor den Wahlen im kommenden Jahr kürzen muss.

## 2011 VERLOREN DIE USA INFOLGE DES SCHULDENSTREITS IHR AAA-RATING VON S&P

Ein groß angelegter Zahlungsausfall der USA war in der Vergangenheit schlicht undenkbar, und **bislang gab es auch keinen solchen**<sup>4</sup>. Sollte es tatsächlich zu einem Zahlungsausfall kommen (wovon wir auch diesmal nicht ausgehen), würde dies die Position der USA als "risikoloser Kreditnehmer" auf den globalen Kreditmärkten in Frage stellen. Moody's Analytics, eine Tochter der bekannten Ratingagentur, geht in Schätzungen davon aus, dass er nicht nur steigende Zinssätze zur Folge hätte, sondern bis zu sechs Millionen Arbeitsplätze in den USA gefährden und einen Rückgang der Wirtschaftsleistung des Landes um vier Prozent verursachen könnte.

Zwar rechnen auch die Finanzmärkte nach wie vor nicht mit einem US-Zahlungsausfall. Die Sorgen, dass die nach wie vor größte Volkswirtschaft der Welt ihren finanziellen Verpflichtungen nicht nachkommen könnte, nehmen jedoch zu. Während sich die Aktienmärkte bislang wenig beeindruckt zeigen, werden einjährige **US-Credit-Default-Swaps (CDS)**<sup>5</sup> aktuell laut Bloomberg mit 177 Basispunkten (Bp) gehandelt (Stand: 12. Mai 2023, siehe auch Grafik 2) – ein Wert, der deutlich über dem Niveau von 2011 liegt. Obgleich damals in der Frage der Anhebung des Limits auf den letzten Drücker eine Einigung zwischen Republikanern und Demokraten erzielt wurde, stuft Standard & Poor's (S&P), eine der drei großen Rating-Agenturen, die Bonität des Landes erstmals überhaupt von AAA auf AA+ herab, was deutliche Spuren an US-Börsen hinterließ und darüber hinaus die Staatsschuldenkrise im Euroraum verschärfte. Der jüngste CDS-Anstieg gibt zwar Hinweise darauf, dass Anleger versuchen, sich gegen einen Zahlungsausfall abzusichern. Nichtsdestotrotz gilt zu beachten, dass insbesondere der Markt für einjährige Swaps eher klein und illiquide ist – und daher mit Blick auf einen potenziellen Zahlungsausfall der USA als Indikator für die Markterwartungen nur begrenzte Aussagekraft besitzt. Aber auch die Tatsache, dass Renditen für Anfang Juni fällige Schatzanweisungen (engl. T-Bills) in den letzten Wochen deutlich zugelegt haben, lässt erkennen, dass die Nervosität der Anleger steigt. Zudem wurden Absicherungen gegen einen starken Volatilitätsanstieg auf dem Optionsmarkt im Mai so stark nachgefragt wie seit fünf Jahren nicht mehr, wie Bloomberg berichtete – Hinweis darauf, dass die Händler einen seltenen „**Schwarzen Schwan**“<sup>6</sup> nicht gänzlich ausschließen.

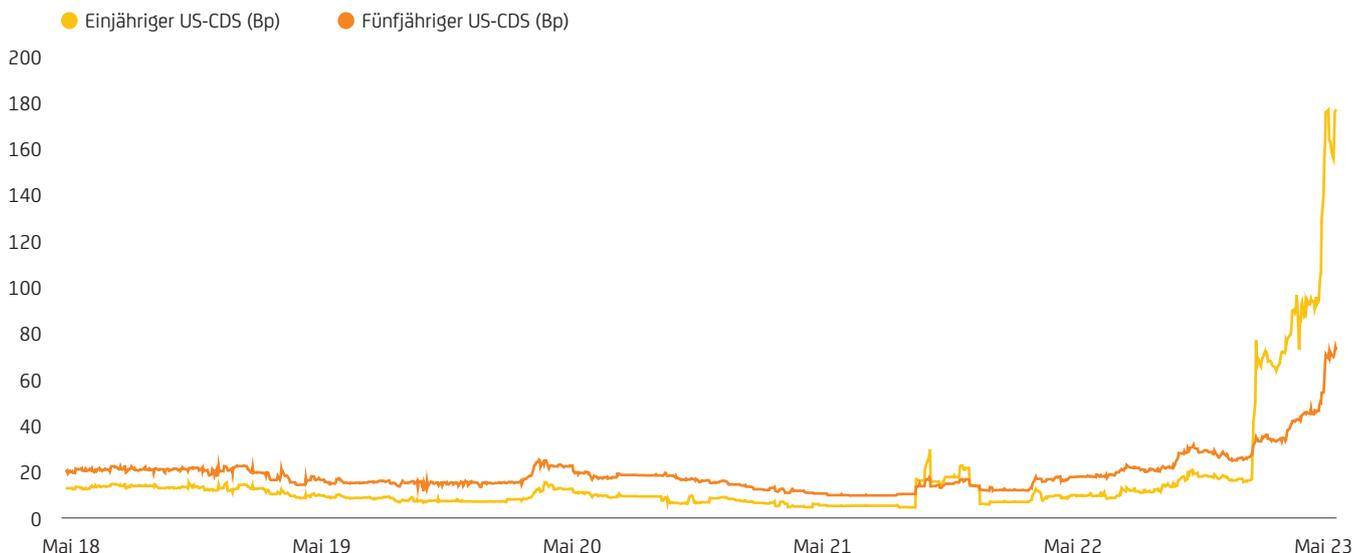
<sup>3</sup>Pflichtprogramme wie Sozialversicherung, Medicaid und Medicare, machen fast die Hälfte des gesamten US-Jahreshaushalts aus. Auf Ausgaben für das Militär entfallen rund mit 12 %.

<sup>4</sup>Tatsächlich waren die USA 1979 kurzzeitig zahlungsunfähig, was das Finanzministerium auf ein versehentliches Problem bei der Bearbeitung von Schecks zurückführte.

<sup>5</sup>CDS sind Derivate, mit denen ein Käufer von Unternehmens- oder Staatsanleihen versucht, mögliche Verluste aus dem Ausfall des Emittenten auszuschießen. Dies wird dadurch erreicht, dass der Emittent als Teil der Vereinbarung die potenziellen Verluste des Käufers versichert.

<sup>6</sup>Ein schwarzer Schwan ist ein Ereignis, das völlig unwahrscheinlich ist, gänzlich überraschend eintritt und (fast) alle erstaunt (Quelle: Gabler Wirtschaftslexikon).

## 2. SORGEN UM EINEN POTENZIELLEN ZAHLUNGS AUSFALL DER USA NEHMEN ZU



Hinweis: Die dargestellten CDS-Kontrakte sind in Euro denominated. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Kontrakte 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.

Beobachtungszeitraum: 12.05.2018-12.05.2023

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

## IMPLIKATIONEN FÜR DIE GELDANLAGE

Trotz des politischen Patts in Washington über die Schuldenobergrenze erachten wir es als sehr unwahrscheinlich, dass eine Nichtanhebung oder Aussetzung des Schuldenlimits zu einem **Ausfall von US-Staatsanleihen führt**<sup>7</sup>. Während eine kurzfristige Verlängerung der Schuldenobergrenze durch den Kongress (mutmaßlich entweder bis Ende Juli oder bis Ende September, d.h. bis zum Ende des Fiskaljahres) als Rückfall-Option auf dem Tisch bleibt, steht zu befürchten, dass ein Kompromiss zwischen Republikanern und Demokraten erst **nach zähen, intensiven Verhandlungen**<sup>8</sup> zustande kommen könnte. Darunter könnte neben der Kreditwürdigkeit des Landes das Vertrauen von Wirtschaft, Verbrauchern und Anlegern (unter anderem in den US-Dollar) leiden. Ein langwieriger politischer Patt in der Frage der Schuldenobergrenze würde darüber hinaus mutmaßlich auch die kurzfristigen Kreditkosten für die Steuerzahler (d.h. Verbraucher und Unternehmen) in die Höhe treiben und das US-Wirtschaftswachstum belasten.

Die Gespräche zwischen Republikanern und Demokraten brachten bislang keinen Durchbruch. Eine Einigung in letzter Minute, die eine geringfügige Anhebung der Schuldenobergrenze und kleinere, leicht umzusetzende Ausgabenkürzungen vorsieht, bleibt dennoch ein realistisches Szenario. Aber selbst wenn der unwahrscheinliche Worst Case eines Zahlungsausfalls der USA ausbleibt (wovon wir ausgehen), dürfte ein Last-Minute-Kompromiss – ähnlich wie 2011, als der breite amerikanische Aktienmarkt zweistellig einbrach – die Stimmung belasten und kurzfristig für erhebliche Volatilität an den Finanzmärkten sorgen. Mit Blick auf die Asset Allokation gilt es vor diesem Hintergrund, die Entwicklungen in Washington genau im Auge zu behalten.

<sup>7</sup>Unternehmen, Versicherungen, Pensionsfonds und ausländische Regierungen halten zusammen rund 60 % der US-Schuldscheine.

<sup>8</sup>In diesem Fall könnte das US-Finanzministerium den Tilgungs- und Zinszahlungen für Staatsanleihen Vorrang einräumen und andere Mittelzuweisungen verschieben.

# Wirtschaft und Märkte

Inflations- und Kreditentwicklung ermöglichen Notenbanken weniger aggressives Vorgehen

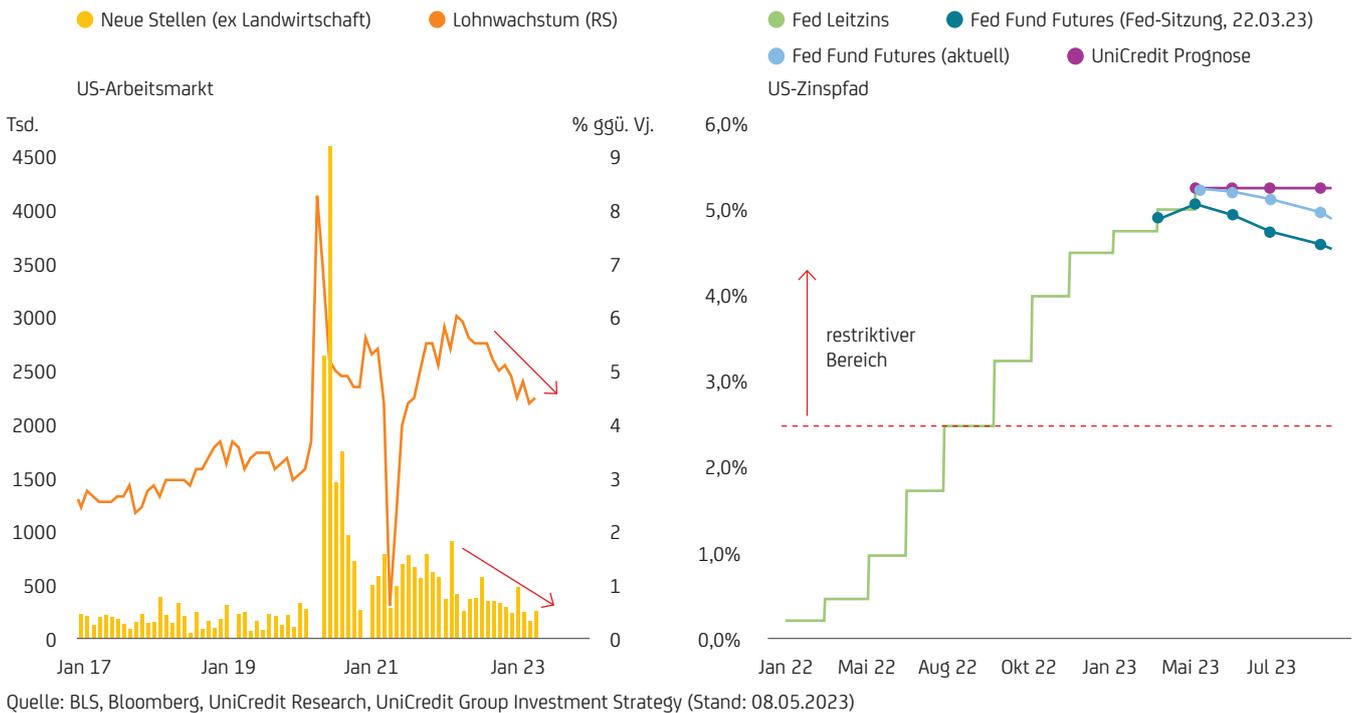
## US-NOTENBANK SIGNALISIERT ZINSPAUSE, KreditsITUATION VERSCHÄRFT SICH

Die US-Wirtschaft verzeichnete im April einen robusten Zuwachs von etwa 250,000 neuen Stellen, nachdem deren Anzahl im Vormonat auf 165,000 nach unten revidiert worden war (siehe Chart 3). Damit war der Zuwachs im April größer als erwartet, trotz umfangreicher Abwärtskorrekturen für die Monate Februar und März (149,000 Stelle). Darüber hinaus legten die durchschnittlichen Stundenlöhne im Jahresvergleich um 4,4 % zu (ein leichter Anstieg gegenüber März), wodurch sich die Verdienste nach wie vor über der Spanne von 3 % bis 3,5 % befinden, welche von der Fed als konsistent mit ihrem Inflationsziel von 2 % angesehen wird. Unserer Ansicht nach werden die Zahlen aus diesem Arbeitsmarktbericht die Fed zwar nicht dazu veranlassen, die Zinsen im Juni zu erhöhen. Da der Arbeitsmarkt aber weiter angespannt bleibt und das Lohnwachstum weiterhin zu hoch ist, dürfte die US-Notenbank ihren geldpolitisch restriktiven Kurs auch in das zweite Halbjahr hinein beibehalten. Dafür spricht auch die nach wie vor zähe Inflation bei den Verbraucherpreisen. Im April war die Gesamtrate im Jahresvergleich nur leicht zurückgegangen (auf 4,9 % von 5,0 % im März), wenngleich sich die Kernrate weiter abgeschwächt hat (auf 5,5 % von 5,6 %). Dennoch stimmen uns die jüngsten Inflationszahlen optimistisch, dass der Gipfel bei der Kernrate nun erreicht und überschritten sein dürfte, bzw. dass der Disinflationstrend über die nächsten Monate weitergeht.

Die US-Notenbank hat auf ihrer letzten Sitzung wie erwartet den Leitzins um 25 Bp auf 5,25 % (am oberen Ende) angehoben (siehe Chart 3). Darüber hinaus hat sie signalisiert, keine weitere Straffung der Geldpolitik im Juni vornehmen zu wollen, sofern die eingehenden Daten nicht signifikant dagegensprechen. Soll heißen: Die Fed rechnet nicht mehr mit weiteren Zinsanhebungen. Natürlich hat die Fed die Tür zu weiteren Zinserhöhungen aber auch nicht völlig geschlossen. Demnach möchte sie auf ihren nächsten Sitzungen entscheiden, inwieweit die bisherige geldpolitische Straffung gewirkt hat und ob eine zusätzliche Straffung angemessen sein könnte. Letzteres hängt zunehmend auch davon ab, wie stark sich die Kreditbedingungen in den nächsten Monaten verschärfen und die Nachfrage nach Krediten zurückgehen wird. Die jüngsten **Umfragedaten unter US-Banken**<sup>9</sup> zeigen, dass sich sowohl das Kreditangebot weiter verschärft als auch die Kreditnachfrage im ersten Quartal 2023 deutlich abgeschwächt hat. Entsprechend dürfte sich die Wirtschaftslage in den USA weiter abkühlen. Dennoch geht der geldpolitische Rat der Fed davon aus, dass es noch einige Zeit dauern wird, bis die Inflation deutlicher und insbesondere in Richtung des Fed-Inflationsziels von 2% sinken wird. Daher erwartet der Fed-Vorsitzende Powell in diesem Jahr keine Zinssenkungen und widerspricht damit den am Markt eingepreisten Zinssenkungserwartungen für 2023. Dennoch wandte er sich – wie bereits im März – auch dieses Mal nicht wirklich entschieden gegen diese Markterwartungen, sondern verwies darauf, dass die Märkte einen schnelleren Rückgang der Inflation erwarten, was er per se nicht ausschließen könne. Bezüglich des Abbaus der US-Notenbankbilanz gab es keine Änderungen, sodass das aktuelle Tempo einer Reduktion um 95 Mrd. US-Dollar pro Monat unverändert beibehalten wird.

<sup>9</sup>Siehe dazu online: <https://www.federalreserve.gov/data/sloos/sloos-202304.htm> (Stand: 15.05.2023)

### 3. ABWÄRTSTREND AM ARBEITSMARKT WEITER INTAKT – FED ERREICHT ZINSGIPFEL, MÄRKTE ERWARTEN BALDIGE SENKUNGEN



### EURORAUM: SCHWÄCHERE KERNINFLATION LÄSST EZB TEMPO DER LEITZINSERHÖHUNGEN DROSSELN

Im Euroraum konnte eine Rezession über die Wintermonate vermieden werden. Dennoch legte die Wirtschaft im ersten Quartal mit einem realen BIP-Wachstum vom 0,1 % nur schwach gegenüber Vorquartal zu (im vierten Quartal 2022: -0,1 %). Die Inflationsrate stieg im April leicht auf 7,0 % gegenüber Vorjahr an (von 6,9 % im März), was vor allem auf höhere Energiepreise im Berichtsmontat zurückzuführen ist (siehe Chart 4). Diese Effekte dürften sich aber ab Mai umkehren, da dann die Beiträge aus den Energiekosten aufgrund von Basiseffekten dämpfend wirken dürften. Auch die Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln werden dann vermutlich abnehmen. Die Kerninflation ist dagegen leicht auf 5,6 % gesunken (März: 5,7 %). Es spricht nun einiges dafür, dass die Kernrate ihren Gipfel erreicht hat, wenngleich ein anhaltend hohes Lohnwachstum dafür sorgen dürfte, dass die Dienstleistungsinflation (ein wesentlicher Bestandteil der Kernrate) stark bleiben und die Preissteigerungen der Gesamtrate noch eine Weile lang hochhalten werden.

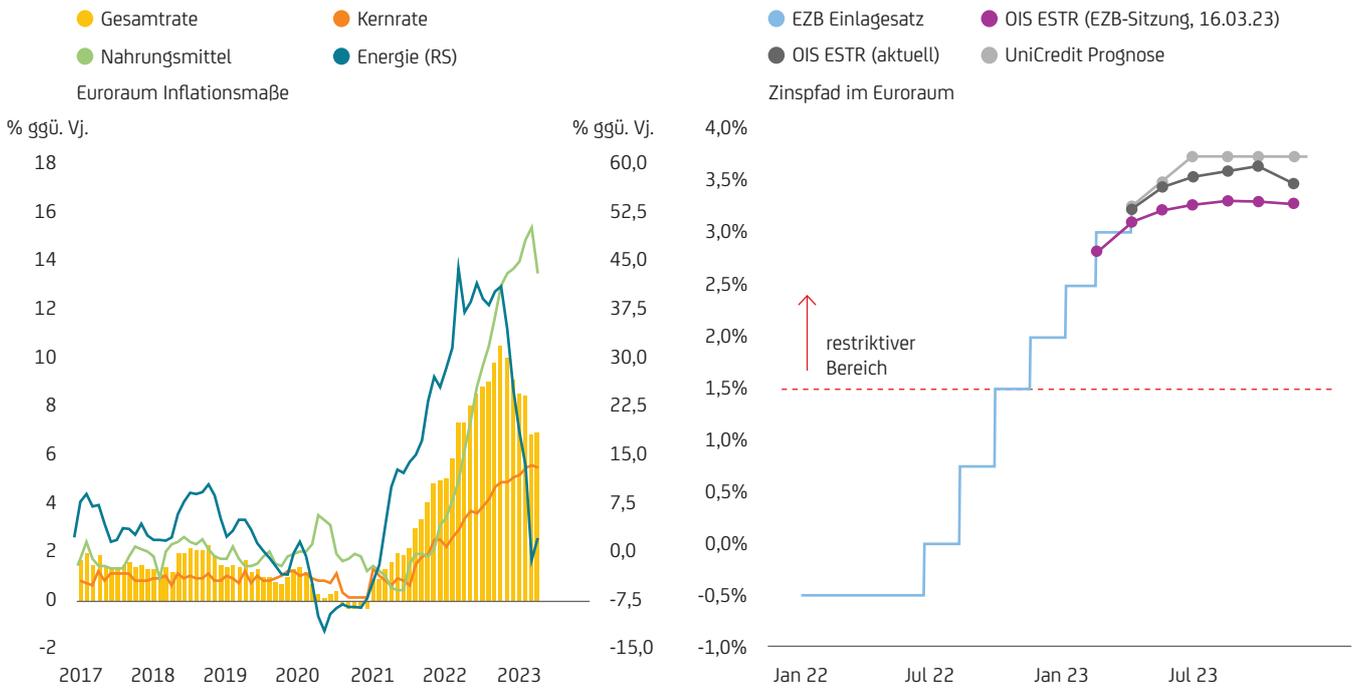
Die schwächere Inflationsdynamik bei der Kernrate erlaubte es der EZB, das Tempo der Zinsschritte auf ihrer Mai-Sitzung auf 25 Bp zu drosseln (von zuvor 50 Bp im März), wodurch der Einlagensatz auf 3,25 % angehoben wurde (siehe Chart 4). Dennoch hat die Notenbank signalisiert, dass noch weitere Zinsschritte kommen werden, auch wenn der Ausblick für derartige Zinsanhebungen recht vage erscheint. Dies ist aufgrund der anhaltend hohen Unsicherheit sicherlich beabsichtigt, um sich ein hohes Maß an Flexibilität zu erhalten. Wir gehen weiterhin davon aus, dass es noch zwei weitere Zinsanhebungen von jeweils 25 Bp, im Juni bzw. Juli, geben wird.

Ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor besteht darin, wie sich die Kreditvergabebedingungen bzw. die Kreditnachfrage in den nächsten Monaten entwickeln werden. Ähnlich wie in den USA hat die jüngste **Umfrage unter Banken im Euroraum**<sup>10</sup> gezeigt, dass die geldpolitische Straffung bislang einen stärkeren Rückgang bei der Kreditnachfrage als bei der Straffung der Kreditvergabebedingungen verursacht hat. Das volle Ausmaß der geldpolitischen Straffung sei aber noch nicht in den Daten sichtbar und mache es daher schwieriger, zum jetzigen Zeitpunkt Voraussagen über die wirtschaftliche Entwicklung und den anvisierten Zinspfad zu treffen. Die Leitlinien für den Bilanzabbau der EZB wurde hingegen eindeutig kommuniziert. Die EZB geht davon aus, dass sie die **APP-Reinvestitionen**<sup>11</sup> im Juli einstellen wird, was eine deutliche Beschleunigung des Abwicklungsrythmus von derzeit 15 Mrd. auf 25 Mrd. Euro pro Monat bedeutet. Insgesamt erwarten wir weiterhin, dass der Einlagensatz seinen Höhepunkt von 3,75 % im Juli dieses Jahres erreichen wird. Mit Zinssenkungen (von kumuliert 75 Bp) rechnen wir ab Mitte 2024.

<sup>10</sup>Siehe dazu online: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.blssurvey2023q1~22c176b442.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2023q1~22c176b442.en.html) (Stand: 15.05.2023)

<sup>11</sup>Beim APP (Asset Purchase Programme) handelt es sich um ein von der EZB im Jahr 2015 eingeführtes erweitertes Ankaufprogramm von Vermögenswerten, welches zusätzliche Ankäufe von Anleihen vorsieht, die von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten sowie Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begeben werden. Ziel des APP zum damaligen Zeitpunkt war es, durch das Senken der langfristigen Zinsen und der Bereitstellung zusätzlicher Liquidität die Preisstabilität im Euroraum mittelfristig gewährleisten zu können.

#### 4. INFLATION DER KERNRATE SCHWÄCHT SICH AB, EZB ERHÖHT LEITZINS UND STELLT WEITERE SCHRITTE IN AUSSICHT



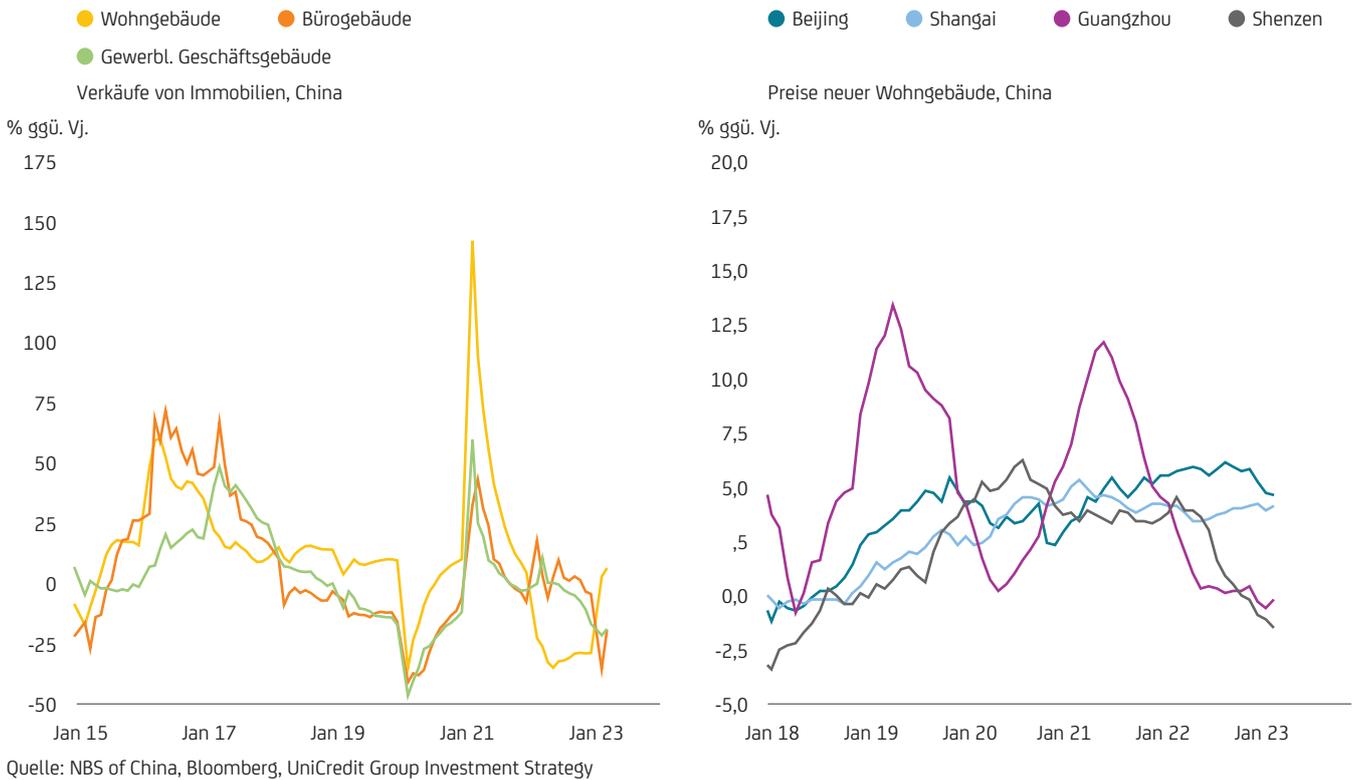
Anmerkung: OIS steht für Overnight Index Swap und ist ein Zinsswap, der es Finanzinstituten ermöglichen, die von ihnen gezahlten Zinssätze zu tauschen, ohne die Bedingungen der von ihnen bei anderen Finanzinstituten aufgenommenen Kredite refinanzieren oder ändern zu müssen. Quelle: Eurostat, Bloomberg, UniCredit Research, UniCredit Group Investment Strategy

#### CHINA: TROTZ ERWARTETER ERHOLUNG BLEIBEN RISIKEN

Das chinesische BIP-Wachstum hatte sich zum Jahresauftakt deutlich erholt (erstes Quartal: 2,2 % gegenüber Vorquartal, nach 0,6 % im vierten Quartal 2022). Auch wenn sich das Wachstum in diesem Jahr unserer Einschätzung nach rund 5 % betragen dürfte, gibt es doch einige Belastungsfaktoren, die es genauer zu beobachten gilt. Hier sticht der anfällige chinesische Immobiliensektor hervor. Insbesondere Immobilienverkäufe und -preise haben sich noch nicht wieder erholt (siehe Chart 5). Zwar sind die Verkäufe von Wohngebäuden im ersten Quartal 2023 wieder angestiegen, bei Büro- und gewerblichen Geschäftsgebäuden hingegen waren sie weiter rückläufig. Darüber hinaus deutet die Preisentwicklung bei neuen Wohngebäuden auf ein Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage hin. So haben sich etwa die Preise von Wohngebäuden in der größten Metropolregion Chinas, den Städten Guangzhou und Shenzhen, seit Beginn des Jahres nicht nur gegenüber dem Vorjahr weiter abgeschwächt, sondern sind sogar wieder gesunken. Die Regionen Beijing und Shanghai scheinen sich hingegen weitgehend stabilisiert zu haben, auch wenn die Preisentwicklung in Beijing zuletzt deutlicher nachgegeben hat. Diese Entwicklungen zeigen, dass sich der chinesische Immobilienmarkt weiter in einer schwierigen Situation befindet, die es zu beobachten gilt – und dass, obwohl die chinesische Regierung eine Reihe von Maßnahmen ergriffen hat, um den Markt zu stützen, angefangen bei Zinssenkungen für Wohnungsbaudarlehen bis hin zur Lockerung der Finanzierungsvorschriften für Bauunternehmen. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die staatlichen Maßnahmen greifen und das Wachstum Chinas in diesem Jahr stützen werden. Dennoch werden wir den chinesischen Immobiliensektor weiterhin genau beobachten, der für die Wachstumsaussichten des Landes von zentraler Bedeutung ist: Unter Einbeziehung verwandter Branchen macht er etwa knapp ein **Drittel**<sup>12</sup> des Bruttoinlandsprodukts des Landes aus.

<sup>12</sup>Rogoff, Kenneth und Yuanchen Yang (2021), "Has China's Housing Production Peaked?", *China and the World Economy* 21 (1), S. 1-31

## 5. CHINAS IMMOBILIENMARKT WEITERHIN IN EINER SCHWÄCHEPHASE



## ABKÜHLUNG DER WIRTSCHAFT NÄHRT MARKTAUSSICHT AUF BALDIGE ZINSENKUNGEN IN DEN USA

Die Finanzmärkte zeigten sich im April weitgehend unverändert, mit leicht steigenden Aktien- und Rentenmärkten. Ähnlich verhält es sich bis dato im Monat Mai (Stand: 14.05.2023). Die letzten Zinsentscheidungen der beiden Notenbanken, Fed und EZB, entsprachen den Markterwartungen und setzten keine wesentlichen Impulse frei. Der politische Streit um die Anhebung der Schuldenobergrenze für die US-Bundesverschuldung (siehe Fokus-Teil) könnte dagegen kurzfristig einiges an Volatilität mit sich bringen. Die Renditen 10-jähriger US-amerikanischer und deutscher Staatsanleihen gingen zwischen Anfang und Mitte Mai etwa 10 Bp zurück ([siehe Tabelle](#)). Letztere spiegeln damit die zunehmenden Erwartungen des Marktes wider, dass eine sich abschwächende US-Konjunktur und schwächere Inflationszahlen die US-Notenbank zu baldigen Zinssenkungen veranlassen könnten. Entsprechend den Swap-Sätzen gehen die Marktteilnehmer von einem Rückgang der US-Leitzinsen um etwa 70 Bp bis Ende 2023 aus (Stand: 14.05.2023). Wir teilen diese Erwartungen nicht, sehen aber Zinssenkungen im Umfang von 150 Bp im kommenden Jahr. Konnte der EUR-USD-Wechselkurs im April noch um knapp 1 % aufwerten, so musste er bislang im Mai rund 0,50 % abgeben und fiel unter die Marke von 1,10. Dieser Rückgang dürfte weniger mit Renditeerwartungen als mit der gestiegenen Unsicherheit zur weltweiten konjunkturellen Entwicklung und der damit einsetzenden Flucht der Anleger in sichere Anlagen wie dem US-Dollar zusammenhängen. Letzterer konnte seit Anfang Mai um rund 0,5 % aufwerten. An den Rohstoffmärkten ging der Ölpreis der Sorte Brent bis Mitte Mai um mehr als 3 % auf unter 75 US-Dollar pro Barrel zurück und auch der Goldkurs gab um mehr als 1 % nach. Anleger tendieren in Zeiten höherer Unsicherheit durchaus zu einer verstärkten Anlage in Gold, wenngleich ein stärkerer US-Dollar die in dollar-denominierten Goldkurse belastet.

# Unsere Anlagestrategie

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

<sup>1</sup>Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

<sup>2</sup>mit guter Bonität (Investment Grade)

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allokation

## AKTIEN

### AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Vom Rückschlag im März infolge der Turbulenzen bei einigen US-Regionalbanken haben sich die globalen Aktienmärkte mittlerweile wieder weitgehend erholt. Neben der wirtschaftlichen Erholung Chinas, dessen Wirtschaftsaktivität nach dem Ende der Null-Covid-Politik deutlich zugelegt hat, trugen die Annahme der Marktteilnehmer, dass das Ende des Zinszyklus in den USA erreicht sein könnte, und eine konstruktive Berichtssaison zum ersten Quartal zu einem erfreulichen Aufschwung an den Aktienmärkten bei. Allerdings sollte das Risiko einer Verlangsamung des Gewinnwachstums der Unternehmen in den kommenden Monaten, infolge möglicher verzögerter Bremswirkungen der Zinserhöhungen auf die Wirtschaft, nicht vernachlässigt werden. Derzeit erachten wir eine neutrale Gewichtung in globalen Aktien, die Spielraum für taktische Anpassungen an kurzfristige Marktentwicklungen bietet, als ratsam. Auch die Selektion von Sektoren und Titeln hat weiter hohe Bedeutung. Der politische Streit um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze könnte aber kurzfristig einige Volatilität mit sich bringen.

### AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Während die Unterstützung durch den Post-Pandemie-Aufschwung der chinesischen Wirtschaft zu schwinden scheint, werden europäische Aktien zwar durch das weiterhin restriktive Vorgehen der EZB belastet, die wohl noch zwei 25-Bp-Zinsanhebungen, im Juni und Juli, vornehmen wird. Eine Rezession im Euroraum über die Wintermonate konnte aber vermieden werden, und bedeutende Frühindikatoren sowie die Berichtssaison zum ersten Quartal reflektieren eine resiliente wirtschaftliche Entwicklung. Die nach wie vor vergleichsweise günstigen Bewertungen europäischer Aktien und die im Vergleich zu den USA geringeren Rezessionsrisiken unterstützen diese Anlageklasse zusätzlich, trotz des anhaltenden geopolitischen Risikos (Russland-Ukraine-Krieg).

### US-AKTIE: NEUTRAL

Der starke (wenngleich etwas schwächer werdende) Arbeitsmarkt und die bis dato stabilen Erträge der Unternehmen haben US-Aktien unterstützt, aber die gestiegene Unsicherheit aufgrund der Sorge vor einer Kreditklemme (von der wir nicht ausgehen) bzw. vor einer Rezession wirken zunehmend als Belastungsfaktoren. Insbesondere die hohen Bewertungen lassen US-Aktien im Vergleich zu Europa weniger attraktiv erscheinen, da sie das zukünftige Renditepotenzial reduzieren und US-Aktien im Falle eines wirtschaftlichen Abschwungs anfällig erscheinen lassen. Die Fed hat signalisiert, keine weitere Straffung der Geldpolitik im Juni vornehmen zu wollen, sofern die Datenlage nicht signifikant dagegenspricht. Mögliche Zinssenkungen (im Falle einer spürbaren Rezession) könnten zinsensitive Segmente (wie Technologie) aber perspektivisch unterstützen. Insgesamt empfehlen wir eine neutrale Gewichtung.

### SCHWELLENLÄNDER-AKTIE: NEUTRAL

Der wirtschaftliche Aufschwung Chinas zeigte sich zuletzt weniger dynamisch als erwartet, die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien bleiben aber günstig. Langfristig gibt allerdings die zunehmende geopolitisch-strategische Konfrontation zwischen den USA und China Anlass zur Sorge. Ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren wird bei Schwellenländern dringend empfohlen.

### ASIEN-PAZIFIK-AKTIE (ENTWICKELTE MÄRKTE): NEUTRAL

Solide Erträge und günstige Bewertungen wirken unterstützend, doch mittel- bis langfristig besteht größere Unsicherheit, da die japanische Zentralbank gezwungen sein könnte, ihre sehr expansive Geldpolitik aufzugeben und auf einen weniger akkommodierenden Kurs einzuschwenken. Dies könnte dem Yen Auftrieb geben und die Aktienmärkte, insbesondere die Exporteure, belasten.

## RENTEN

### RENTEN GLOBAL: NEUTRAL

Infolge der im vergangenen Jahr massiv gestiegenen Renditen bieten globale Renten mittlerweile konkurrenzfähiges Ertragspotenzial. Die großen westlichen Zentralbanken dürften das Ende des jeweiligen Zinsanhebungszyklus erreicht haben (Fed) bzw. in Kürze erreichen (EZB), wenngleich sie aufgrund einer hartnäckigen Kerninflation in diesem Jahr weiterhin restriktiv bleiben dürften, sofern sich kein wirtschaftlicher Einbruch abzeichnet (wovon wir nicht ausgehen).

### EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Angesichts der anhaltend hohen Kerninflation gehen wir davon aus, dass die EZB noch weiter an der Zinsschraube drehen wird. Allerdings dürfte – auch angesichts der Ergebnisse aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum, die insbesondere einen starken Rückgang der Kreditnachfrage zeigt – das Gros der Zinserhöhungen hinter uns und das aktuelle Zinsniveau in der Nähe des Höhepunkts liegen. Eine deutlichere wirtschaftliche Abkühlung in Form einer spürbaren Rezession (von der wir nicht ausgehen) würde die EZB aus unserer Sicht nicht ignorieren und in der Folge auf eine weniger straffe Zinspolitik umschwenken. Die jüngsten Entwicklungen lassen uns zunehmend konstruktiv auf diese Anlageklasse blicken.

## **NICHT-EWU-STAAFSANLEIHEN: NEUTRAL**

Nicht-EWU-Staatsanleihen bieten wettbewerbsfähige Renditen. Die Fed dürfte – trotz einer hartnäckigen Teuerung bei den US-Kerndienstleistungen – die Terminal Rate (Punkt, an dem der Referenzzinssatz den Höchstwert erreicht, bevor die Zentralbank beginnt, ihn zu senken) erreicht haben. Trotz der ermutigenden Abschwächung des US-Superkerninflationindex (Kerndienstleistungen ohne Wohnen) im April bedeutet dies allerdings nicht, dass man kurzfristig mit Zinssenkungen rechnen sollte, denn eine deutlich lockerere Geldpolitik würde eine spürbare Abkühlung der Wirtschaft voraussetzen.

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

Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität bieten angesichts gestiegener risikofreier Zinsen attraktive Renditen. Angesichts der relativ engen Kreditspannen verstärken wir unsere qualitativ hochwertige, selektive und defensive Ausrichtung für den Fall, dass sich das makroökonomische Bild stark abkühlen sollte.

## **HOCHVERZINSLICHE EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN: UNTERGEWICHTEN**

Die Kreditspannen von hochverzinslichen (HY) Unternehmensanleihen berücksichtigen noch nicht in vollem Umfang die mögliche Abkühlung der Wirtschaft, insbesondere in den USA, die restriktivere Kreditbedingungen mit sich bringen könnten. Außerdem sind HY-Anleihen nicht ausreichend liquide und erscheinen deswegen in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus wenig attraktiv.

## **SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN: ÜBERGEWICHTEN**

Schwellenländer-Anleihen werden durch die Erwartungen, dass der Zinsgipfel in den USA erreicht ist, und damit einhergehenden schwächeren US-Renditen sowie einem potenziell schwächeren US-Dollar gestützt. Nichtsdestotrotz bleiben wir defensiv und selektiv und meiden Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit.

## **GELDMARKT/LIQUIDITÄT: NEUTRAL**

Cash bietet interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Euro-Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen.

## **ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL**

Alternative Anlagen bieten Diversifikationspotenzial für das Portfolio. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente der Inflationsabsicherung.

## **ROHSTOFFE: NEUTRAL**

Rohstoffe werden durch die Sorgen um eine weltweiten Konjunkturabkühlung belastet. Sollte sich die wirtschaftliche Abschwächung in den USA als milde erweisen, dürften die Ölpreise bis Ende 2023 wieder zulegen.

## **GOLD: ÜBERGEWICHTEN**

Gold profitiert aktuell von der Erwartung sinkender US-Zinsen, einem schwächeren US-Dollar und anhaltenden politischen Unsicherheiten. Das Edelmetall bildet im Portfolio einen guten Ausgleichsfaktor zu geopolitischen Risiken und den Schwankungen an den Aktienmärkten.

## **WÄHRUNGEN**

### **EUR-USD**

Wir erwarten, dass sich der US-Dollar infolge des nahenden Endes im Straffungszyklus der Fed und der Abkühlung der US-Wirtschaft weiter abschwächen wird.

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	13.05.22	15.05.18	15.05.19	15.05.20	15.05.21	15.05.22	15.05.18	01.01.23
Bis	15.05.23	15.05.19	15.05.20	15.05.21	15.05.22	15.05.23	15.05.23	15.05.23
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	6,7	2,1	-3,3	49,8	-4,8	6,7	47,3	9,4
MSCI Emerging Markets (in USD)	0,7	-9,2	-8,1	48,7	-20,3	0,7	-3,6	3,0
MSCI US (in USD)	4,3	7,3	2,0	50,1	-2,3	4,3	64,4	8,5
MSCI Europe (in EUR)	11,9	-0,1	-12,6	38,1	3,3	11,9	39,0	12,3
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	4,2	-8,6	-3,6	42,1	-17,2	4,2	4,8	4,8
STOXX Europe 600 (in EUR)	11,2	-0,2	-11,7	39,1	2,1	11,2	38,8	12,0
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	13,5	-6,7	-15,0	49,1	-7,7	13,5	22,7	14,3
MSCI Italy (in EUR)	20,7	-11,0	-20,5	49,6	1,0	20,7	29,8	16,9
ATX (Österreich, in EUR)	6,8	-11,2	-28,6	66,5	-4,1	6,8	7,2	3,4
SMI (Schweiz, in CHF)	2,5	8,8	1,6	21,4	8,6	2,5	50,0	11,1
S&P 500 (USA, in USD)	4,6	7,3	1,5	48,7	-0,8	4,6	65,4	8,4
Nikkei (Japan, in JPY)	14,7	-5,2	-2,7	43,3	-1,9	14,7	43,3	14,7
CSI 300 (China, in Yuan)	2,6	-2,9	7,0	32,9	-18,7	2,6	13,7	3,4
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-0,7	8,8	21,2	-6,9	-9,9	-0,7	8,9	4,5
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-1,1	6,4	14,0	-5,0	-7,4	-1,1	4,8	3,3
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	0,7	7,8	8,1	6,2	-10,8	0,7	10,0	3,3
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-9,2	8,8	4,5	-3,6	-8,9	-9,2	-9,5	3,5
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-8,3	3,3	3,9	0,3	-8,2	-8,3	-9,3	2,4
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-3,9	3,2	-1,4	5,5	-8,5	-3,9	-5,6	2,5
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	56	-71	-178	102	128	56	50	-33
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	94	-55	-183	48	186	94	101	-38
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	92	-46	-80	-65	217	92	129	-20
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	136	-74	-43	41	107	136	169	-26
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	151	-25	-39	3	110	151	200	-16
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	161	-30	44	-81	189	161	285	-19
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	2	10	96	-129	54	2	35	11
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	14	81	372	-442	126	14	140	-2
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	5	17	64	-86	64	5	64	7
Euro-Unternehmensanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-20	110	255	-352	192	-20	181	-13
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	389	20	-214	-23	129	389	300	56
Euribor (EUR, 3 Monate)	376	2	5	-29	14	376	368	123
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	4,7	-5,9	-3,6	12,3	-14,0	4,7	-9,3	2,0
Britisches Pfund (EUR-GBP)	2,1	-1,2	1,5	-2,7	-1,1	2,1	-1,5	-2,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-6,1	-5,3	-7,0	4,2	-5,2	-6,1	-18,5	-1,0
Japanischer Yen (EUR-JPY)	10,6	-6,5	-5,9	14,7	1,2	10,6	12,9	5,3
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	11,4	0,0	35,4	2,6	-1,5	11,4	45,4	10,8
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-15,3	-16,0	-17,6	74,5	4,3	-15,3	7,6	-7,4
Gold (in USD pro Feinunze)	11,0	0,2	35,5	6,2	-0,4	11,0	52,7	11,0
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	-32,6	-8,4	-55,5	120,1	66,5	-32,6	-3,4	-11,4

Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Die Rendite bei Anlagen in Fremdwährungen kann auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt „passendste“ reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wieder (höhere Renditechance=höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und/oder Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Quelle: Refinitiv Datastream. Stand: 15.05.2023.

# Disclaimer

## **Wichtige rechtliche Information – bitte lesen.**

Unsere Darstellungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlungen der Bank dar. Diese Information genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die UniCredit Bank AG deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank AG zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank AG kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen. Alle Angaben sind ohne Gewähr.



**UniCredit Bank AG**  
Client Solutions



**Address**  
Arabellastraße 12  
81925 München



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



**Online**  
[kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de](http://kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de)