



Künstliche Intelligenz – ein Game Changer?

Group Investment Strategy

Monthly Outlook

August 2023

 **HypoVereinsbank**
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

Inhalt

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



CIO Kommentar

Künstliche Intelligenz – ein Game Changer?

Nach dem fulminantem ersten Halbjahr 2023, das neben der durch den Hype um **künstliche Intelligenz (KI)**¹ angefeuerten Aktienmarktrallye auch einige Aufreger-Themen zu bieten hatte (insbesondere die US-Regionalbankenkrise und den US-Schuldenstreit), richtet sich der Blick von Anlegern und Investoren nun auf das zweite Halbjahr und die spannende Phase nach der Sommerpause.

In den kommenden Monaten stehen wichtige Zentralbankentscheidungen bevor, die das Marktgeschehen maßgeblich beeinflussen dürften. Gemäß Konsensus erwartet der Kapitalmarkt, dass die Federal Reserve (Fed) Ende Juli einen weiteren Zinsschritt nach oben um 25 Basispunkte (Bp) vornehmen wird. Für die Europäische Zentralbank (EZB) werden noch zwei weitere Zinsschritte erwartet, jeweils einer um 25 Bp im Juli und September. Demnach dürften beide Zentralbanken in Kürze am Ende ihres Zinserhöhungszyklus angekommen sein. Sollte sich die Inflationsdynamik nicht wie erwartet abkühlen, besteht allerdings das Risiko, dass weitere Zinsschritte notwendig werden könnten.

Wichtig für Anleger ist aber nicht nur der Pfad zum Zinsgipfel, sondern auch das, was geschehen könnte, wenn dieser erreicht ist. Die Märkte gehen nämlich davon aus, dass der geldpolitische Schwenk nicht lange auf sich warten lassen dürfte: Für die Fed erwarten sie bereits zu Beginn des kommenden Jahres eine erste Zinssenkung, gefolgt von fünf weiteren, die den Zentralbanksatz bis zum Ende des kommenden Jahres von derzeit über 5 % auf unter 4 % sinken lassen würden. Für die EZB sind ebenfalls im ersten Halbjahr 2024 Zinssenkungen eingepreist. Sie werden begleitet von impliziten Markterwartungen, dass die Inflationsrate in Europa und den USA im Laufe des kommenden Jahres – ohne spürbaren Wachstumseinbruch – in Richtung der Zielmarke von 2 % sinken sollte. Für die Eurozone wird 2024 sogar mit einer leichten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gerechnet.

Angesichts der optimistischen Konsensuserwartungen, die den aktuellen Entwicklungen an den Aktienmärkten zugrunde liegen, zeigen sich einige Anleger besorgt, dass mögliche Enttäuschungen hinsichtlich der erwarteten Zinssenkungen zu negativen Marktreaktionen führen könnten. Es ist jedoch wichtig zu betonen, dass eine Verschiebung der zu erwartenden Zinssenkungen um einige Monate die Aktienmärkte nicht zwangsläufig belasten muss. Das eigentliche Risiko besteht aus unserer Sicht darin, dass sich die Wirtschaft, insbesondere in den USA, stärker abkühlt als erwartet und die Fed gezwungen sein könnte, die Zinsen schneller zu senken. Mit anderen Worten: Es geht weniger um das Timing von Zinssenkungen, sondern um das wirtschaftliche Umfeld, in dem diese stattfinden. Rasche Zinssenkungen aufgrund einer spürbaren Rezession („Hard Landing“) in den USA sind auch aus unserer Sicht aber nur ein Risiko- und kein Basisszenario.

Nichtsdestotrotz sollten Anleger die Risiken im Auge behalten. Klar ist, dass die kräftige Rallye bei US-Technologiewerten stark von der Euphorie im Bereich der KI getrieben wurde. Die Rallye wurde zwar zum Ende des zweiten Quartals etwas breiter. Dennoch geht der Löwenanteil der Halbjahresperformance am US-Aktienmarkt auf die „Glorreichen Sieben“ (dazu zählen die sieben US-amerikanischen Technologie-Giganten Alphabet, Amazon, Apple, Nvidia, Meta, Microsoft und Tesla) zurück. Aus dieser Konzentration auf wenige US-Aktien, die zwischenzeitlich außergewöhnliche Bewertungsniveaus erreicht haben, resultiert ein Rückschlagsrisiko, falls es zu Enttäuschungen oder Phasen der Unsicherheit kommt.

¹Künstliche Intelligenz (engl. artificial intelligence oder AI) bezeichnet menschenähnliches Denken oder Handeln eines Computers bzw. Roboters oder einer Maschine. Dabei lernt das System aus seinen Fehlern und kann ohne erneute Programmierung auf eine gleiche Aufgaben- oder Problemstellung anders reagieren. Bislang befinden sich viele der Anwendungen aber noch in der Entwicklung.

Die jüngsten Entwicklungen zeigen noch einmal deutlich, dass für den mittel- bis langfristigen Vermögenserhalt bzw. -aufbau eine breite Diversifizierung im Aktienportfolio über unterschiedliche Unternehmen, Sektoren und Regionen hinweg grundsätzlich dazu beitragen kann, das Gesamtrisiko zu mindern und potenzielle Verluste abzufedern. Das kann ein diversifiziertes Portfolio in Märkten mit hoher Konzentration allerdings – wie aktuell im US-Aktienmarkt – bisweilen auch Performance im Vergleich zu einem Benchmark-Index kosten.

Trotz der angeführten Risiken, die sich durch eine umfangreiche Diversifizierung reduzieren lassen, bleiben die Aussichten für Anleger aus unserer Sicht insgesamt positiv, sofern sich die Inflationsdynamik weiter abkühlt. In den USA mehren sich die Anzeichen für eine solche Entwicklung sichtbar. Dies gäbe den Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen und sollte auch die Wirtschaftsaktivität moderat beschleunigen. Neben den angesprochenen Entwicklungen im Bereich KI, von denen auch in Zukunft insbesondere US-Technologiewerte profitieren dürften, eröffnen auch andere Investitionsvorhaben Chancen für Anleger. Hierzu zählen insbesondere die Transformation der Energieversorgung hin zur Klimaneutralität, welche durch entsprechende Programme in Europa und den USA gefördert werden. Insbesondere europäischen Industrieunternehmen, die im Bereich Anlagenbau und Infrastruktur tätig sind, sollten diese zugutekommen. Und das erste Halbjahr 2023 hat (wieder einmal) gezeigt, dass Aktienmärkte trotz großer Herausforderungen eine starke Performance liefern können.

Bezüglich der Asset-Allokation ist aber neben den skizzierten Chancen und Risiken bei Aktien ein weiterer Faktor zu beachten: die deutlich gestiegenen Anleiherenditen. Die Renditeanstiege, die im vergangenen Jahr zu erheblichen Kursverlusten bei Anleihen geführt haben, verringern nun den Abstand zwischen den zukünftig zu erwartenden Renditen von Aktien und Anleihen. Angesichts des geringeren Risikos und der mittlerweile auskömmlichen Renditen von Anleihen sollte die Asset-Allokation von Aktien und Anleihen noch sorgfältiger abgewogen werden. Auch vor dem Hintergrund, dass zukünftige Zinssenkungen, auch wenn diese bereits jetzt erwartet werden und somit eingepreist sind, das Potenzial haben, langlaufende Renditen noch etwas zu senken.

Unsere aktuelle neutrale Positionierung bezüglich Aktien spiegelt also nicht eine skeptische oder verhaltene Sicht auf Aktien wider, sondern eine Risiko-Rendite-Abwägung in einem Umfeld, das wieder positive Realrenditen – also inflationsadjustierte Renditen – mit länger laufenden Anleihen ermöglicht. Insgesamt sollte sich das Investmentumfeld aus unserer Sicht mittelfristig konstruktiv darstellen.

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

PHILIP GISKDAKIS, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (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

KI-Rally – was Anleger beachten sollten

Das Jahr 2023 steht zweifelsohne im Zeichen von KI. Nachdem der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine die Aktienmärkte im vergangenen Jahr teilweise deutlich unter Druck gesetzt hatte, hat die Euphorie über die neuen Möglichkeiten, welche die KI sowohl für Unternehmen als auch für Privatpersonen mit sich bringen könnte, an den globalen Finanzmärkten im ersten Halbjahr 2023 für unerwartet viel Schwung gesorgt. Aktien von Unternehmen, deren Geschäftsmodell mit KI zu tun hat, haben in den ersten sechs Monaten eine beeindruckende Rallye hingelegt, während Anleger und Investoren die nächste große digitale Revolution wittern. Dass KI nicht nur ein riesiges **Potenzial für die Zukunft**² hat, sondern auch zahlreiche Bereiche von Wirtschaft und Gesellschaft nachhaltig verändern dürfte, steht außer Frage. Weniger offenkundig hingegen ist, ob sich auch an den globalen Finanzmärkten der Trend des ersten Halbjahrs fortsetzen wird und welche Risiken Anleger und Investoren angesichts der jüngsten Entwicklungen in den Blick nehmen sollten.

KI ist kein neues Phänomen, aber erst der Start der Online-Software ChatGPT des US-amerikanischen Tech-Unternehmens OpenAI Anfang dieses Jahres hat das Thema ins öffentliche Bewusstsein gehievt. Es sind vor allem die großen US-Konzerne, die aktuell vom Hype um KI profitieren, nachdem die Technologie-Branche zu Beginn des Jahres zunächst noch mit Entlassungswellen und rückläufigen Wachstumserwartungen auf sich aufmerksam machte. Dabei haben die Aktien der „Glorreichen Sieben“ (dazu zählen Alphabet, Amazon, Apple, Nvidia, Meta, Microsoft und Tesla) in den ersten Monaten des Jahres 2023 eine Performance hingelegt, die eigentlich der Logik des Marktes widerspricht. Grundsätzlich könnte man nämlich erwarten, dass die deutliche Straffung der Geldpolitik durch die großen westlichen Notenbanken (insbesondere durch die Fed) – also eine Gemengelage mit steigenden Zinsen bei gleichzeitig sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten – Wachstumswerte ausbremsen würde, die besonders **sensibel auf Zinsveränderungen reagieren**³. So war es jedenfalls auch im vergangenen Jahr lange Zeit zu beobachten.

KONZENTRATIONSRISSKO IM S&P 500 HAT DEUTLICH ZUGENOMMEN

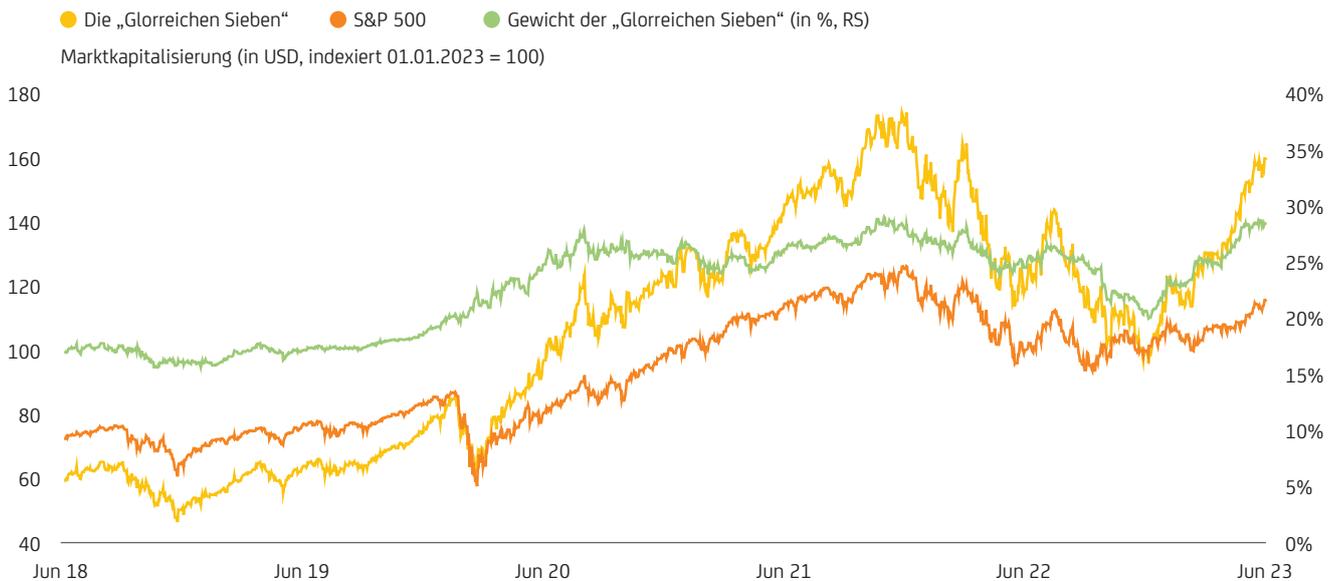
Tatsächlich war in diesem Jahr bislang das Gegenteil der Fall: Der technologielastige S&P 500 verzeichnete in der ersten Jahreshälfte eine sehr starke Performance, wobei die „Glorreichen Sieben“ für den größten Teil der Gewinne im Index verantwortlich waren. Zusammengefasst betrug das Plus dieser sieben Großkonzerne zwischen Anfang Januar und Ende Juni durchschnittlich rund 60 %, während das Plus des Index insgesamt mit rund 16 % bescheidener ausfiel (siehe Grafik 1). Rechnet man die „Glorreichen Sieben“ aus dem Index heraus, betrug der Zuwachs der übrigen Unternehmen sogar nur 4,5 %, auch wenn es zuletzt Anzeichen für eine Ausweitung der Rallye auf andere Sektoren und eine zunehmend breitere Verteilung der Kursgewinne gab. Angetrieben vom KI-Hype hat das Konzentrationsrisiko bei US-Aktien dadurch deutlich zugenommen. Die „Glorreichen Sieben“ machen infolge der Rallye rund 30 % der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500 aus, der damit nun eine so hohe **Konzentration**⁴ aufweist wie seit fast 20 Jahren nicht mehr (siehe Grafik 1).

²Einer Analyse von Bloomberg Intelligence zufolge wird das globale Bruttoinlandsprodukt aufgrund der beschleunigten Entwicklung und des Wachstums von KI im Jahr 2030 um bis zu 14 % höher sein.

³Wachstumswerte sind besonders anfällig für Sorgen hinsichtlich steigender Zinsen und Renditen, da sie auf der Grundlage von Gewinnprognosen bewertet werden, die Jahre in der Zukunft liegen.

⁴Die Nasdaq kündigte Anfang Juli an, dass sie ihren NASDAQ 100 Index, der Unternehmen hauptsächlich aus dem Technologiesektor listet, neu ausbalancieren wird, um „eine Überkonzentration im Index durch eine Neuverteilung der Gewichte zu beheben“. Änderungen am Index zwingen Investmentfonds, die ihn nachbilden, ihre Portfolios anzupassen und Aktien von Unternehmen zu verkaufen, deren Gewicht im Index reduziert wurde.

1. AUF DIE GLORREICHEN SIEBEN ENTFALEN INFOLGE DER JÜNGSTEN RALLYE RUND 30 % DER MARKTKAPITALISIERUNG DES S&P 500



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

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Eine solche Konzentration bzw. Dominanz einzelner Unternehmen bezüglich der Beiträge zu den Indexgewinnen und, damit verbunden, des Gewichts im Index macht stutzig, und eine gewisse Vorsicht scheint angebracht. Hat sich eine KI-Blase gebildet, die platzen könnte wie einst die Dot-com-Blase zu Beginn des Jahrtausends? Zwar mag es Parallelen geben, die Unterschiede stehen aber außer Frage: Anders als damals wird der jüngste Hype von hochprofitablen Unternehmen getragen, die sich ihre Marktstellung über Jahre, teilweise Jahrzehnte (etwa im Fall von Apple und Microsoft, die beide bereits Mitte der 1970er Jahre gegründet worden waren), „verdient“ haben. Dass der zunehmende Einsatz von KI weitere Kursgewinne rechtfertigen könnte, ist auch das Ergebnis einer Analyse von Goldman Sachs – nämlich dann, wenn er mit Steigerungen bei Produktivität und Unternehmensgewinnen einhergeht. Tatsächlich erscheint es plausibel anzunehmen, dass KI das Produktivitätswachstum steigern könnte. Ob es den Unternehmen auch gelingen wird, davon Gewinnsteigerungen in einem Maße zu generieren, wie es ihre teilweise außergewöhnlich hohen Bewertungen implizieren, bleibt zumindest bislang offen.

Während die aktuellen Bewertungen der Technologiekonzerne also voraussetzen, dass deren rasantes Umsatz- bzw. Gewinnwachstum nicht nur in den nächsten Quartalen, sondern auch in den nächsten Jahren anhält, scheint aktuell aus einer Bewertungsperspektive kaum noch Luft nach oben. Kurzfristig, d.h. in der zweiten Jahreshälfte, könnte der Gegenwind durch die restriktive Geldpolitik anhalten. Zwar scheint angesichts der jüngsten Inflationszahlen die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinserhöhungen durch die US-Notenbank, über die allgemein erwarteten 25 Bp Ende Juli hinaus, etwas abgenommen zu haben und das Ende des Zinserhöhungszyklus in greifbarer Nähe zu liegen. Die Teuerung, insbesondere bei der Kernrate, liegt aber immer noch deutlich über einem für die Notenbanken akzeptablen Niveau (im Übrigen nicht nur in den USA, sondern auch im Euroraum). Nachdem mittlerweile die Markterwartungen bezüglich möglicher Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte dieses Jahres bereits ausgepreist wurden, könnte der geldpolitische Schwenk angesichts des nach wie vor robusten Arbeitsmarkts in den USA demnach noch später eingeleitet werden, als manch einer hofft.

IMPLIKATIONEN FÜR DIE GELDDANLAGE

Auch wenn das Risiko einer deutlicheren wirtschaftlichen Abschwächung zugenommen hat, scheint ein „**Soft Landing**“⁵ der US-Wirtschaft noch immer das wahrscheinlichste Szenario. Die Zuwächse, welche die Aktienmärkte infolge des KI-Booms in der ersten Jahreshälfte gemacht haben, dürften sie in der zweiten Jahreshälfte aller Voraussicht nach aber auch in einem solchen Szenario kaum wiederholen können. Vor diesem Hintergrund erscheint uns eine breite Streuung von Risiken und ein gesundes Gleichgewicht zwischen Wachstums- und **werthaltigen Aktientiteln**⁶ angemessen, wie in einem breit diversifizierten Portfolio in aller Regel implementiert. Zugabenermaßen mag diese breite Diversifikation bisweilen, in der kurzen Sicht, auch zu Lasten der Performance gehen – wie in den vergangenen Monaten zu beobachten war: Ein breit diversifiziertes Portfolio konnte aufgrund seiner Struktur, die das Gewicht von Einzeltiteln unter Umständen stärker begrenzt als ein breiter Aktienindex, nur in Teilen am Aufschwung der vergangenen Monate partizipieren, den im Wesentlichen eine Hand voll Unternehmen auf sich vereinten. Wir sind davon überzeugt, dass – je nach Risikoneigung – ein gut strukturiertes, werthaltiges Portfolio für den mittel- bis langfristigen Vermögenserhalt bzw. -aufbau häufig der richtige Weg sein kann. Durch einen adäquaten Mix an verschiedenen Investments und die damit verbundene Streuung des Risikos besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass in Phasen des Abschwungs Verluste begrenzt werden können.

⁵Eine weiche Landung im Konjunkturzyklus ist der Prozess, bei dem eine Wirtschaft von Wachstum über langsames Wachstum bis hin zu einem möglichen Stillstand übergeht, während sie sich einer Rezession nähert, diese aber vermeidet.

⁶Value-Aktien sind vereinfacht gesagt Aktien, die als unterbewertet gelten, d. h. mit einem Abschlag zum „inneren Wert“ notieren. Qualitätsaktien zeichnen sich häufig durch nachhaltiges Wachstum, geringe Risiken, einer hohen Kapitalrentabilität und eine günstige Bewertung aus.

Wirtschaft und Märkte

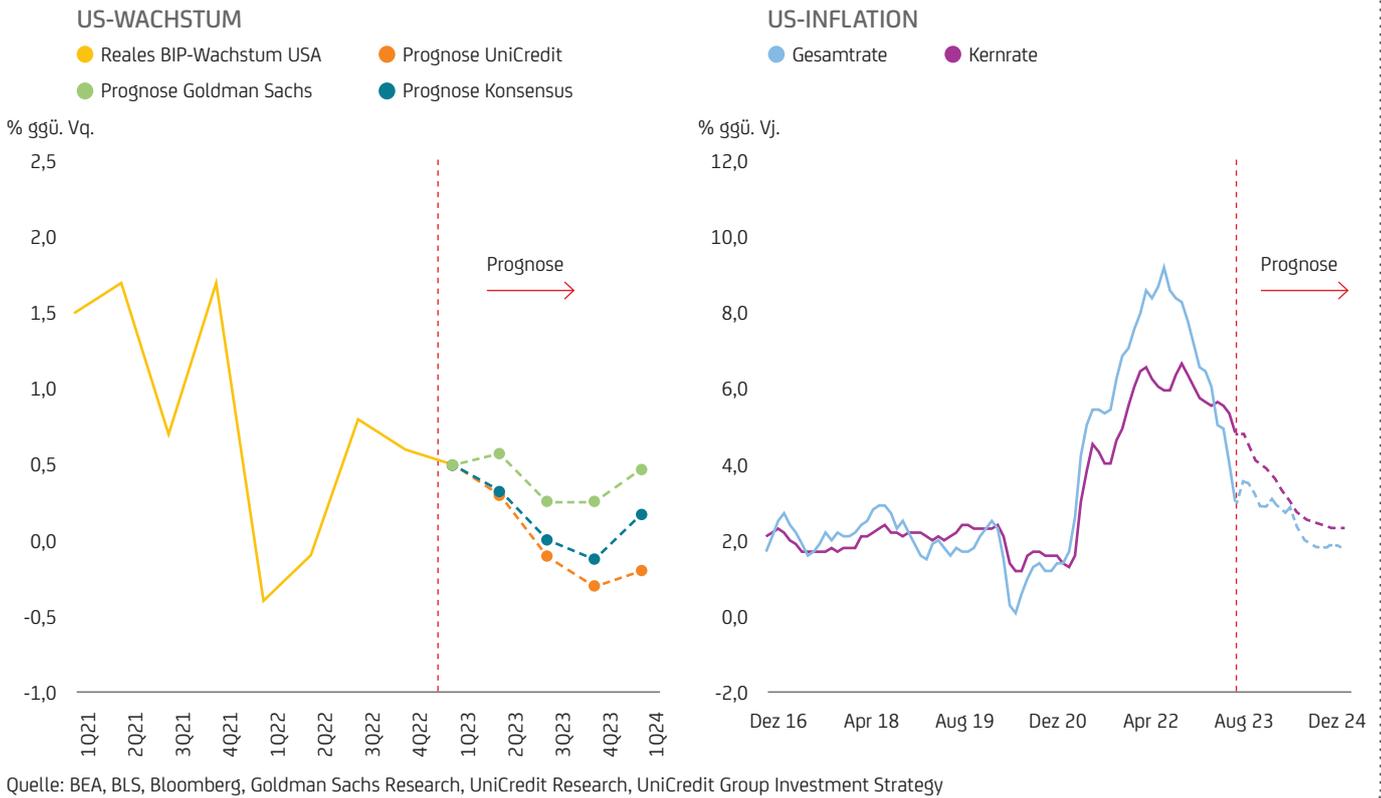
Wachstumsrevisionen: Wirtschaft beiderseits des Atlantiks vor weiterer Abschwächung

US-INDIKATOREN DEUTEN ABKÜHLUNG AN

Aufgrund der immer noch recht soliden Konjunkturzahlen aus den USA im ersten und zweiten Quartal dieses Jahres haben wir unsere bisherige Wachstumsprognose für dieses Jahr auf 1,3 % (zuvor 0,7 %) erhöht, dafür aber für 2024 auf 0,1 % (zuvor 0,8 %) gesenkt (siehe Grafik 2). Vor allem der Konsum zeigt sich weiterhin robust, und auch der schwächelnde Immobilienmarkt scheint sich in den letzten Monaten stabilisiert zu haben. Dementsprechend haben wir unsere Wachstumserwartungen für das zweite und dritte Quartal dieses Jahres leicht nach oben revidiert, gehen aber weiterhin davon aus, dass die US-Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2023 in eine milde Rezession eintreten könnte. Unsere Erwartung wird von vielen Konjunkturumfragen gestützt, die weiterhin auf eine sich abschwächende Wirtschaftsaktivität hindeuten. Dabei dürfte sich insbesondere die Schwäche des Industriesektors zunehmend auf den Dienstleistungsbereich ausweiten. Zudem haben sich die Kreditbedingungen erheblich verschärft, was ebenfalls für eine Rezession im weiteren Jahresverlauf spricht. Die Erwartungen der Verbraucher konnten sich zwar zuletzt wieder etwas erholen. Allerdings hat sich der Bestand an „überschüssigen Ersparnissen“ der privaten Haushalte seit der Coronapandemie um mehr als die Hälfte reduziert, und auch der Arbeitsmarkt zeigt sich schwächer. Das alles dürfte den Konsum und damit das Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr belasten. Die Inflationszahlen gingen unterdessen im Juni auf 3,0 % in der Gesamtrate zurück, weshalb wir von einer durchschnittlichen Teuerungsrate von rund 4 % in 2023 und etwa 2 % in 2024 ausgehen (siehe Grafik 2).

Die US-Notenbank hatte auf ihrer Juni-Sitzung zwar den (oberen) Leitzins unverändert bei 5,25 % belassen, signalisierte aber, dass der Zinsgipfel in diesem Jahr wohl um 50 Bp höher liegen dürfte als zuvor erwartet. Auch wenn Risiken für eine geldpolitische Straffung in einem solchen Umfang bestehen, rechnen wir nur mit einer weiteren Anhebung um 25 Bp auf der kommenden Juli-Sitzung, da sich unserer Meinung nach sowohl die Wirtschaftstätigkeit als auch Inflationsraten in den USA bis zur September-Sitzung weiter abkühlen werden, und damit unterhalb der Erwartungen der US-Notenbank liegen dürften. Zinssenkungen von 150 Bp sehen wir weiterhin erst im kommenden Jahr, wobei diese im ersten Quartal beginnen dürften.

2. REZSSION MUTMASSLICH NACH HINTEN VERSCHOBEN, INFLATION DER KERNRATE DÜRFTE GESAMTRATE FOLGEN

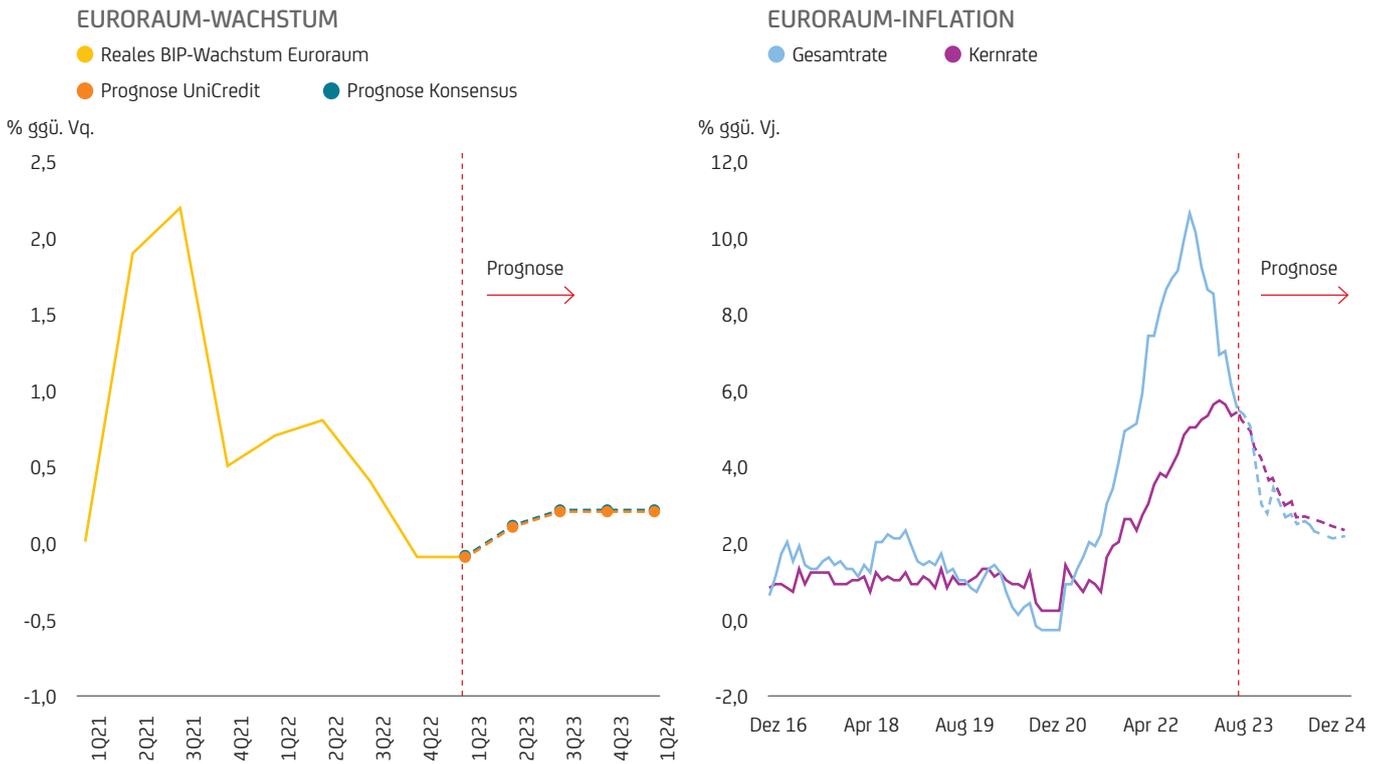


EURORAUM: KONJUNKTURELLE DYNAMIK WEITER SCHWACH – EZB DEUTET ERNEUT ZINSSCHRITTE AN

Die jüngsten Abwärtskorrekturen bei den Wachstumswahlen zeigen, dass sich der Euroraum seit dem Jahreswechsel in einer leichten technischen Rezession befindet. Sowohl das vierte Quartal 2022 als auch das erste Quartal des laufenden Jahres weisen eine milde Kontraktion zum Vorquartal auf. Dazu kommt, dass sich die Einschätzungen der Unternehmen zur wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum zuletzt wieder deutlicher eingetrübt und damit die sich zuvor abzeichnende Erholung (nach dem Abklingen der Energiekrise) zunichte gemacht haben. Dabei spiegelt die schwächere konjunkturelle Dynamik weiterhin eine große Kluft zwischen dem Industrie- und Dienstleistungssektor wider. Zwar haben sich die Lieferketten und Vorleistungspreise normalisiert, dafür sieht sich das verarbeitende Gewerbe aber mit rückläufigen Auftragseingängen und hohen Lagerbeständen konfrontiert. Im Gegensatz dazu profitiert der Dienstleistungssektor weiter von einem soliden (Post-Pandemie-)Nachholbedarf, insbesondere im Freizeit- und Reisebereich. Der Kreditzyklus steht unterdessen weiter unter Druck, was auf eine Verringerung der kurzfristigen Kreditaufnahme der Unternehmen und Anzeichen eines Rückgangs der Kreditvergabe an private Haushalte zurückzuführen ist. Entsprechend haben wir unsere Wachstumsprognose für den Euroraum in diesem Jahr auf 0,5 % gesenkt, gehen aber weiterhin von einem Wachstum von 1,0 % im Jahr 2024 aus. Auf der Inflationsseite erwarten wir eine durchschnittliche Teuerungsrate von 5,5 % in diesem und rund 2,5 % im kommenden Jahr (siehe Grafik 3).

Auf ihrer Juni-Sitzung hat die EZB vor dem Hintergrund einer nach wie vor zu langsam fallenden Kerninflation die Einlagensatz um 25 Bp angehoben, wodurch dieser nun bei 3,50 % liegt. Darüber hinaus hat die Notenbank ihre Inflationsprognose aktualisiert, wobei sie ihre Schätzung für 2025 angesichts einer stärker erwarteten Kerninflation etwas angehoben hat, auf 2,2 % (+0,1 Prozentpunkte). Die BIP-Prognose wurde nur geringfügig gesenkt, so dass der Wachstumspfad der EZB unserer Ansicht nach immer noch zu stark ist. Da bislang aber ein deutlicherer Rückgang bei der Kerninflation ausgeblieben ist und die Notenbank ihre Inflationsprognose angepasst hat, gehen wir davon aus, dass die EZB ihre Leitzinsen sowohl im Juli und vermutlich auch im September um jeweils weitere 25 Bp anheben wird, wie auch auf der letzten Sitzung der EZB von selbiger in Aussicht gestellt. Wir erwarten, dass der Einlagensatz seinen Gipfel bei 4,00 % erreichen dürfte und die Notenbank ab dem zweiten Quartal 2024 mit Zinssenkungen beginnen könnte.

3. EURORAUM IN TECHNISCHER REZESSION – EZB SIGNALISIERT ANGESICHTS NACH WIE VOR ZU HOHER KERNRATE WEITERE ZINS-SCHRITTE



CHINA: NOTENBANK DÜRFTE NACHLASSENDER ERHOLUNG ENTGEGENSTEUERN

Nach dem starken Aufschwung im Zuge der Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft im Januar signalisierten die letzten Frühindikatoren bereits einen Verlust der wirtschaftlichen Dynamik im zweiten Quartal dieses Jahres. Die aktuellen Wachstumswerte bestätigen zwar, dass sich das Wachstum im zweiten Quartal beschleunigt hat. Die Erholung blieb mit 6,3 % gegenüber dem Vorjahr aber hinter den Konsensus-Erwartungen (von 7,1 %) zurück. Neben einem schwächelnden Immobiliensektor stellt vor allem die gedrückte Verbraucherstimmung ein Risiko für die weitere wirtschaftliche Entwicklung dar. Hier ist insbesondere die hohe Jugendarbeitslosigkeit von rund 20 % zu nennen, da gerade die Altersgruppe der 16- bis 24-Jährigen zu denjenigen Konsumenten gehört, die am meisten Geld für Miete, Kleidung, Verkehr, Unterhaltung und Kultur ausgeben. Auf der Unternehmensseite gehen wir davon aus, dass die Investitionen im laufenden Jahr um etwa 5 % steigen werden, vor allem aufgrund staatlicher Stützungsmaßnahmen (z. B. in Infrastrukturprojekte). Vor allem technologiebezogene Sektoren (wie z. B. Halbleiter, Elektroautos), die im Mittelpunkt des Fünfjahresplans der Regierung stehen, dürften einen Aufschwung erfahren. Die Wohnungsbauinvestitionen sind unterdessen weiter rückläufig und dürften vorerst wohl auch negativ bleiben bzw. stagnieren.

Die schwache Inlandsnachfrage hat nachhaltige Auswirkungen auf die Preisentwicklung in China. Letztere befand sich zuletzt am Rande einer Deflation (Gesamtrate lag im Juni bei 0,0 %, Kernrate bei 0,4 %), was ein gänzlich anderes Bild darstellt als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Aufgrund dieser anhaltenden Abschwächungstendenz ist davon auszugehen, dass die anvisierte wirtschaftspolitische Unterstützung der Regierung im Laufe des Jahres verstärkt werden dürfte. Sie dürfte aber vermutlich eher durch einen gezielten als breiten Maßnahmenkatalog gekennzeichnet sein. In den letzten Wochen kündigte die chinesische Zentralbank bereits Senkungen ihrer Kurzfristzinsen an. Wir erwarten weitere Schritte dieser Art in der zweiten Jahreshälfte. Einen längeren Lockerungszyklus, der zu einem anhaltenden Kreditaufschwung führt, halten wir jedoch für unwahrscheinlich. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die chinesische Wirtschaft das von der Regierung anvisierte Wachstum von „rund 5 %“ in diesem Jahr erreichen wird. Für 2024 erwarten wir einen geringeren Zuwachs beim Bruttoinlandsprodukt von etwa 4 %.

AUSSICHT AUF STRAFUNGSENDE IN DEN USA BEFLÜGELT INVESTORENSTIMMUNG

Anfang Juli tendierten die Aktienmärkte in der Breite schwächer aufgrund solider US-Konjunkturdaten für den Monat Juni und der damit verbundenen Sorge, die US-Notenbank werde mit weiteren Straffungsschritten voranschreiten. Die Stimmung drehte sich dann jedoch, nachdem die US-Inflationszahlen für Juni eine spürbare Abkühlung signalisierten. So konnte der S&P 500 im Zeitraum zwischen Ende Juni und 18. Juli letztlich um gut 2 % zulegen (nach rund 5,5 % im Juni), während der STOXX Euro 600 sich weitgehend seitwärts bewegte (nach gut 3 % im Juni, [siehe Tabelle](#)). An den Rentenmärkten holten US-amerikanische und deutsche Staatsanleihen ihre anfänglichen Kursverluste im Laufe des Monats wieder auf, wodurch deren Renditen aktuell (per 18. Juli), verglichen mit ihrem Niveau von Ende Juni, weitgehend unverändert im Handel stehen ([siehe Tabelle](#)). Letztere wurden vor allem durch die Aussicht auf ein baldiges Ende von Zinsanhebungen infolge der schwächeren US-Inflationszahlen getrieben. Der EUR-USD-Wechselkurs konnte in diesem Umfeld deutlich zulegen und notiert aktuell (per 18. Juli) deutlich über der Marke von 1,10 ([siehe Tabelle](#)). Die Aussicht auf eine „weiche Landung“ der US-Wirtschaft (nach wie vor unser Basisszenario) und der schwächere US-Dollar-Kurs stützten wiederum die Ölpreise. Darüber hinaus trugen Produktionsausfälle in einigen wichtigen Ölförderländern zum Kursanstieg bei, sodass der Kurs der Sorte Brent (per 18. Juli) auf knapp 80 US-Dollar zulegte ([siehe Tabelle](#)). Die fallenden US-Renditen halfen zuletzt auch dem Goldpreis, sich wieder ein Stück weit zu erholen, auch wenn sich dieser (per 18. Juli) immer noch unterhalb der Marke von 2.000 US-Dollar pro Feinunze bewegt ([siehe Tabelle](#)).

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 ¹	○	○	●
		Schwellenländer	○	●	○
	Renten	EWU Staatsanleihen	○	●	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen	○	●	○
		EURO Unternehmensanleihen ²	○	○	●
		EURO Unternehmensanleihen (high yield)	●	○	○
		Schwellenländer-Anleihen (Harte Währung)	○	●	○
	Rohstoffe	Schwellenländer-Anleihen (Lokale Währung)	○	○	●
		Rohöl	○	●	○
		Gold	○	○	●

¹Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

²mit guter Bonität (Investment Grade)

AKTIEN

AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Die Annahme der Marktteilnehmer, dass das Ende des Zinszyklus in den USA bald erreicht sein könnte, und Zuversicht an den Märkten, dass ein Hard Landing, also eine schwere Rezession, vermieden werden kann, tragen zum anhaltenden Aufschwung an den Aktienmärkten bei. Allerdings ist die verzögerte Wirkung der höheren Zinssätze noch nicht zu spüren, und das Risiko einer Verlangsamung des Gewinnwachstums der Unternehmen in den kommenden Monaten, infolge möglicher verzögerter Bremswirkungen der Zinserhöhungen auf die Wirtschaft, sollte nicht vernachlässigt werden.

AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Während die Unterstützung durch den Post-Pandemie-Aufschwung der chinesischen Wirtschaft zu schwinden scheint, mit negativen Auswirkungen für die europäische Wirtschaft, werden europäische Aktien auch durch das weiterhin restriktive Vorgehen der EZB belastet. Die nach wie vor vergleichsweise günstigen Bewertungen europäischer Aktien unterstützen diese Anlageklasse, die entsprechend gute Opportunitäten für qualitätsorientierte Anleger bieten.

US-AKTIEN: NEUTRAL

Der starke (wenngleich etwas schwächer werdende) Arbeitsmarkt und die bis dato stabilen Erträge der Unternehmen haben US-Aktien unterstützt, aber die gestiegene Unsicherheit in Bezug auf die Dimension der wirtschaftlichen Abkühlung wirkt zunehmend als Belastungsfaktor. Zudem weist der S&P 500 eine außergewöhnlich hohe Marktkonzentration auf (siehe auch Fokus-Teil).

SCHWELLENLÄNDER-AKTIEN: NEUTRAL

Die wirtschaftliche Erholung Chinas verliert offensichtlich an Schwung; die zu bereits zu beobachtenden und noch zu erwarteten geld- und fiskalpolitischen Lockerungen, die gezielt und in ihrem Umfang begrenzt sein dürften, wirken aber stützend. Langfristig gibt die geopolitisch-strategische Konfrontation zwischen den USA und China allerdings nach wie vor Anlass zur Sorge. In Lateinamerika entwickelt sich Brasilien aufgrund der Erwartung von Zinssenkungen angesichts der sinkenden Inflation und von Steuerreformen zu einem Lichtblick. Insgesamt bleiben die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien günstig. Ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren wird bei Schwellenländern nichtsdestotrotz dringend empfohlen.

ASIEN-PAZIFIK-AKTIEN (ENTWICKELTE MÄRKTE): ÜBERGEWICHTEN

Ein solides Lohnwachstum und die steigende Inflation – bei einer Bank of Japan (BoJ), die gleichzeitig ihre expansive Politik fortsetzt – sind positive Faktoren für Japan, das die lange Phase der Deflation hinter sich gelassen zu haben scheint. Darüber hinaus ermutigen der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse Unternehmen zu umfangreichen Aktienrückkäufen, die sich positiv auf die Kurse auswirken sollten. Ein unerwartet rascher Schwenk der BoJ in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik dürfte japanische Aktien hingegen 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 in Kürze erreichen, wengleich sie aufgrund einer hartnäckigen Kerninflation in diesem Jahr weiterhin restriktiv bleiben dürften. Angesichts eines Wirtschaftswachstums, das sich eintrübt, und einer Inflation, die sich im zweiten Halbjahr abkühlen sollte, behalten wir unseren Qualitätsfokus bei der Selektion von Anleihen bei, etwa für Euro-Investment-Grade Unternehmensanleihen und Staatsanleihen.

EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Die Eintrübung des makroökonomischen Bildes und die sich abkühlende Inflation lassen uns trotz der immer noch geldpolitisch restriktiven EZB konstruktiv auf diese Anlageklasse blicken, auch wenn wir angesichts des langsamer als erhofften Rückgangs insbesondere der Kerninflation davon ausgehen, dass die EZB noch weiter an der Zinsschraube drehen wird. Allerdings dürfte das Gros der Zinserhöhungen hinter uns und das aktuelle Zinsniveau in der Nähe des Höhepunkts liegen.

NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL

Angesichts einer US-Wirtschaft, die sich weiterhin erstaunlich robust präsentiert, stützen die sinkende Inflation und Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Fed mittelfristig einen lockereren geldpolitischen Kurs einschlagen dürften, Nicht-EWU-Staatsanleihen – auch wenn die US-Notenbank noch nicht ganz am Ende des aktuellen Zinserhöhungszyklus angekommen scheint.

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

Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität bieten angesichts gestiegener risikofreier Zinsen interessante Renditen. Angesichts enger Kreditspannen verstärken wir unsere qualitativ hochwertigen, selektive und defensive Ausrichtung weiter für den Fall, dass sich das makroökonomische Bild spürbar abkühlen sollte.

HOCHVERZINSLICHE EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN: UNTERGEWICHTEN

Die Kreditspannen von hochverzinslichen (High Yield, HY) Unternehmensanleihen berücksichtigen noch nicht in vollem Umfang die mögliche Abkühlung der Wirtschaft, insbesondere in den USA. Außerdem sind HY-Anleihen nicht ausreichend liquide und erscheinen deswegen in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus nach wie vor wenig interessant.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG): NEUTRAL

Schwellenländer-Anleihen in harter Währung bieten grundsätzlich eine interessante Carry, aber wir bevorzugen qualitativ hochwertige Anleihen. Wir bleiben defensiv und selektiv und meiden weiterhin Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN

Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung dürften von den Erwartungen der Marktteilnehmer eines Schwenks der Fed in Richtung einer lockeren Geldpolitik und einer damit potenziell einhergehenden Abschwächung des Dollars profitieren. In Lateinamerika öffnet die sinkende Inflation der Zentralbanken die Tür zu einer Lockerung der Geldpolitik. Dabei ist zu beachten, dass die Entwicklungen der Schwellenländerwährungen, die oftmals hohe Schwankungen aufweisen, den Ertrag jedoch merklich beeinträchtigen können.

GELDMARKT/LIQUIDITÄT: NEUTRAL

Cash bietet interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Staatsanleihen und Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität.

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 globale Wachstumsverlangsamung belastet. Sollte die geld- und fiskalpolitische Lockerung Chinas aggressiver als erwartet ausfallen, könnten sich die Ölpreise wieder erholen.

GOLD: ÜBERGEWICHTEN

Gold profitiert weiterhin von der Erwartung mittelfristig sinkender US-Zinsen und einer Abschwächung des US-Dollar. Das Edelmetall bildet im Portfolio einen guten Ausgleichsfaktor zu geopolitischen Risiken und den Schwankungen an den Aktienmärkten. Anhaltend hohe Zinsen und ein weiterhin solides Wirtschaftswachstum könnten den Goldpreis hingegen belasten, da andere Anlageklassen in einem solchen Umfeld eine interessante Alternative für Investoren darstellen.

WÄHRUNGEN

EUR-USD

Nach den schwächeren Zahlen zum US-Verbraucherpreisindex vom Juni könnte der US-Dollar gegenüber dem Euro geringfügig schwächer werden. Die makroökonomische Dynamik in der Eurozone scheint andererseits auf wackligeren Füßen zu stehen als in den USA.

ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	18.07.22	18.07.18	18.07.19	18.07.20	18.07.21	18.07.22	18.07.18	01.01.23
Bis	18.07.23	18.07.19	18.07.20	18.07.21	18.07.22	18.07.23	18.07.23	18.07.23
Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)								
MSCI World (in USD)	21,2	5,3	6,8	34,7	-13,4	21,2	58,7	18,4
MSCI Emerging Markets (in USD)	7,7	1,3	3,1	30,9	-24,5	7,7	10,1	9,0
MSCI US (in USD)	21,1	8,5	10,9	37,9	-12,1	21,1	76,2	20,2
MSCI Europe (in EUR)	14,1	3,7	-2,1	24,9	-3,8	14,1	39,8	11,4
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	10,7	-1,0	6,4	27,7	-21,5	10,7	16,5	9,7
STOXX Europe 600 (in EUR)	14,0	3,6	-0,9	25,4	-5,2	14,0	39,5	11,3
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	24,4	-4,2	5,7	20,7	-16,6	24,4	27,4	15,8
MSCI Italy (in EUR)	41,6	5,8	-8,1	21,8	-10,2	41,6	49,9	24,0
ATX (Österreich, in EUR)	14,5	-7,4	-21,1	51,2	-10,1	14,5	15,2	6,1
SMI (Schweiz, in CHF)	4,0	15,7	7,5	18,7	-5,9	4,0	46,9	6,6
S&P 500 (USA, in USD)	21,0	8,6	9,8	36,7	-10,2	21,0	76,9	19,7
Nikkei (Japan, in JPY)	24,1	-5,7	10,2	25,0	-2,5	24,1	58,3	26,0
CSI 300 (China, in Yuan)	-7,9	12,3	23,3	14,8	-14,0	-7,9	24,4	1,4
Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-3,3	10,5	17,4	-4,0	-12,4	-3,3	5,4	2,6
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-2,0	7,2	11,4	-3,1	-9,9	-2,0	2,3	2,0
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	1,6	10,1	11,0	2,8	-14,0	1,6	9,7	3,8
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-7,5	7,7	1,5	-0,6	-12,9	-7,5	-12,3	3,5
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-5,4	7,0	2,1	0,6	-12,6	-5,4	-9,1	3,0
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-0,7	5,0	-0,3	3,4	-11,9	-0,7	-5,3	3,2
Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	83	-83	-141	69	166	83	93	-4
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	113	-79	-148	41	228	113	154	12
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	80	-79	-116	-7	269	80	147	0
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	119	-64	-13	11	155	119	206	-21
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	114	-64	-19	0	172	114	202	-16
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	101	-63	23	-44	271	101	288	-18
Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)								
US-Unternehmensanleihen (BofAML US Corporate Master)	-27	-4	27	-56	64	-27	5	-10
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-135	55	163	-258	207	-135	32	-89
Euro-Unternehmensanleihen (BofAML Euro Corporate AAA-A)	-34	-9	20	-35	93	-34	36	-4
Euro-Unternehmensanleihen BofAML Euro High Yield)	-186	15	127	-198	329	-186	88	-49
Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)								
Libor (USD, 3 Monate)	287	-7	-201	-14	258	287	324	81
Euribor (EUR, 3 Monate)	NA	-5	-7	-10	60	NA	NA	NA
Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)								
US-Dollar (EUR-USD)	11,1	-3,4	1,9	3,4	-14,2	11,1	-3,9	5,5
Britisches Pfund (EUR-GBP)	1,3	0,8	1,4	-6,1	-0,7	1,3	-3,3	-3,2
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-2,7	-4,7	-2,8	0,6	-8,7	-2,7	-17,2	-2,0
Japanischer Yen (EUR-JPY)	10,9	-7,7	1,4	6,4	7,8	10,9	17,9	10,5
Rohstoffe (Veränderung in %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	15,5	15,7	24,5	-1,4	-6,4	15,5	53,1	8,4
Industriemetalle (GSCI, in USD)	0,6	-4,2	-3,6	44,8	-10,4	0,6	21,7	-7,8
Gold (in USD pro Feinunze)	15,9	16,2	27,0	0,4	-5,6	15,9	61,5	9,2
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	-25,2	-14,1	-30,1	69,4	44,4	-25,2	10,4	-6,2

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: 18.07.2023

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 GmbH deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank GmbH 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 GmbH
Client Solutions



Address
Arabellastraße 12
81925 München



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



Online
kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de