



Der Elefant im Raum

Wie mit der Unsicherheit im Vorfeld der US-Wahlen umzugehen ist



Group Investment Strategy

Monthly Outlook

März 2024

 **HypoVereinsbank**
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	9
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	13
IM DIALOG	19



CIO Kommentar

Umfeld für ein erfreuliches Jahr 2024 erscheint weiterhin intakt

Die Aktienmärkte in den Industrienationen sind vergleichsweise positiv in das Jahr 2024 gestartet. Europäische Aktien, gemessen am entsprechenden MSCI-Index sind in den ersten beiden Monaten um 3,3 % gestiegen, nordamerikanische sogar um 6,3 % und Aktien der Industrienationen des Pazifikraums um etwa 4 %; lediglich der Schwellenländerindex ist nach wie vor im negativen Bereich, bei -0,3 % ([siehe Tabelle](#)).

Innerhalb Europas zeigen sich im Übrigen spürbare Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Unter den großen Ländern führen britische und italienische die Liste an, während spanische Aktien (mit negativer Performance) zurück liegen. Französische und deutsche Aktien lagen im Januar und Februar in etwa gleich auf, beide etwas über dem europäischen Durchschnitt. Insbesondere deutsche Kunden zeigen sich angesichts der eher eingetrübten Stimmung im Land mitunter verwundert von der starken Entwicklung unter deutschen Aktien. Die Bundesregierung hat ihre eigene Wirtschaftsprognose kürzlich deutlich reduziert, auf eine nunmehr nur noch knapp positive Wachstumserwartung für 2024. Nüchtern betrachtet erscheint die robuste Aktienentwicklung zu Beginn des Jahres allerdings erklärbar. **Konsensususchätzungen**¹ erwarten moderate Gewinnsteigerungen und eine ebensolche Beschleunigung der Wirtschaftsaktivität sowie eine stabile **globale Wirtschaftsentwicklung**². Somit lässt sich auch ein moderater Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse, die im vergangenen Jahr auf Rezessionsniveau lagen, durchaus vertreten.

Im Lichte des vergangenen Jahres, als ein starker Jahresstart zu einer erfreulich hohen Gesamtjahresperformance führte, stellen uns viele Kunden aktuell die Frage, ob man angesichts des erneut achtbaren Jahresstartes mit einer soliden Gesamtjahresperformance rechnen könne. In der Tat lassen sich für die vergangenen 25 Jahre einige interessante statistische Zusammenhänge erkennen. Hierzu stellen wir für den MSCI Europe und den MSCI North America für jedes Jahr seit 1999 die jeweilige kumulierte Kursentwicklung von Januar und Februar der entsprechenden Gesamtjahresentwicklung gegenüber. Für Europa zählen wir 14 (von 25 Jahren) mit einer positiven Januar-Februar-Kursentwicklung. In 12 von diesen 14 Jahren gab es eine positive Gesamtjahresentwicklung. Im Umkehrschluss bedeutet das, dass die Gesamtjahresentwicklung in nur **2 von 14 Jahren**³ mit einem positiven Jahresstart in den ersten beiden Monaten negativ war. Der Mittelwert der Jahresperformance für die 12 Jahre mit positiven Jahresstart und gefolgt von einer positiven Gesamtjahresperformance betrug 15,5 %. Die Januar-Februar-Performance machte davon etwas mehr als die Hälfte der Gesamtjahresperformance aus. Im Falle eines negativen Jahresstarts (11 von 25) betrug die durchschnittliche Gesamtjahresperformance im Übrigen -7 %. Für die USA sieht die Analyse ähnlich aus. In 13 von 25 Jahren gab es einen positiven Jahresauftakt, in 10 Jahren davon war auch die Gesamtjahresperformance positiv und betrug dann im Mittel fast 20 %. Lediglich der Anteil der Januar-Februar-Performance an der Gesamtjahresentwicklung war spürbar niedriger als in Europa, bei etwa 25 %. Und die mittlere Gesamtjahresentwicklung in Jahren mit einer negativen Jahresauftakt lag nur bei -1 %. Wichtig dabei ist, dass es sich hier um eine rein statistische Betrachtung handelt, deren Prognosegüte für ein konkretes Jahr begrenzt ist.

Der starke Jahresstart nordamerikanischer Aktien wirft noch eine weitere statistische Frage auf, denn er wird wie die starke Gesamtjahresentwicklung 2023 spürbar von wenigen sehr großen Unternehmen getragen. Zieht man beispielsweise die 500 größten US-amerikanischen Aktiengesellschaften heran, trugen die zehn größten Titel in den ersten beiden Monaten des Jahres die Hälfte der Gesamtperformance bei. Mit anderen Worten: Der (hypothetische) S&P 490 hätte im Schnitt nur die Hälfte der Performance des S&P 500. Dabei beträgt das Gewicht der zehn größten Aktien etwa ein Drittel (gemessen an der Marktkapitalisierung). Interessanterweise war die Performanceverteilung

¹Die Konsensus-Schätzung ist der Median in der Verteilung der einzelnen Schätzungen. Der Median ist der Wert, der genau in der Mitte einer Datenreihe liegt, die nach der Größe geordnet ist. Er halbiert die Datenreihe, sodass eine Hälfte der Daten unterhalb und die andere Hälfte oberhalb des Medians in der geordneten Reihe liegt.

²Die großen deutschen Aktiengesellschaften sind zumeist multinationale Konzerne mit einer starken Exportorientierung, für deren wirtschaftliche Aussichten die Weltkonjunktur relevanter ist als die Binnenwirtschaftliche Lage

³Bei diesen beiden negativen Jahren mit einem positiven Jahresstart und einer negativen Gesamtjahresperformance handelt es sich um das Jahr 2000 mit dem Beginn des Platzens der Dotcom-Blase und das Jahr 2011 in dem die beginnende europäische Staatsschuldenkrise die europäischen Indices belastete.

im vergangenen Jahr sehr ähnlich: Der Gesamtindex hatte in etwa die doppelte Performance wie der hypothetische Index ohne die zehn größten Aktien. Einen bemerkenswerten Unterschied gibt es aber: Während im vergangenen Jahr alle zehn größten Einzeltitel eine positive Kursentwicklung hatten, weisen zu Beginn dieses Jahres zwei Aktien eine negative Entwicklung auf. In Europa sind die Performance-Unterschiede nach Unternehmensgröße weniger stark ausgeprägt. Für Investments in US-Aktien stellt sich aber die Frage, ob angesichts der robusten Gesamtkonjunktur in den USA die Performancebeiträge der Unternehmen unterhalb der zehn größten Titel nicht zunehmen könnten und insbesondere solche Portfolios, die stark von der Performance der Spitzenwerte profitiert haben, nicht etwas verbreitert werden sollten.

Mit Blick auf mögliche transatlantische Divergenzen erscheinen sowohl die Konjunktur als auch die Chancen auf Gewinnwachstum mittelfristig – also das Jahr 2025 einbeziehend – für die USA günstiger als für Europa. Hinzu kommt, dass eine mögliche zweite Amtszeit von Donald Trump als US-Präsident (siehe Fokus-Teil) mögliche negative Konsequenzen für europäische Unternehmen nach sich ziehen könnte. Während europäische Anleger US-Investments nicht außer Acht lassen sollten, erscheint ein gewisses Maß an Vorsicht angemessen: Aktuell befindet sich die US-Konjunktur noch in einem Abkühlungstrend. Das bedeutet, dass die Quartalswachstumsraten in den USA bis mindestens Mitte des Jahres sukzessive abnehmen dürften. Eine echte Rezession mit negativen Wachstumsraten dürfte aller Wahrscheinlichkeit nach aber ausbleiben. In der zweiten Jahreshälfte könnten sich die US-Wachstumsraten auch wieder beschleunigen. Mögliche Wechselkurseffekte sollten Anleger bei ihren Investments in den USA aber immer im Auge behalten. Denn der erwartete Zinssenkungszyklus könnte die Zinsdifferenz zwischen dem US-Dollar und dem Euro reduzieren, was zu einer Abschwächung des US-Dollar gegenüber dem Euro führen könnte. Darüber hinaus könnten politische Maßnahmen einer möglichen Trump-Präsidentschaft auf eine Abschwächung des US-Dollar abzielen, mit dem Ziel, die US-amerikanische Exportwirtschaft zu unterstützen. Eine bedachtsame Anlagepolitik erscheint aus diesen Gründen angemessen.

Mit Blick auf die Frage der Gewichtung von zyklischen und defensiven Branchen im Portfolio beobachten wir, dass zyklische Werte (d.h. Unternehmen, deren Kurs sich mit dem Wirtschaftszyklus bewegt) im vergangenen Jahr trotz der starken Aktienkursanstiege eher im mittleren und unteren Bereich der „Erfolgstabelle“ waren. Könnte sich das im aktuellen Jahr ändern, d.h. könnten zyklische Branchen vermehrt auf Interesse der Anleger stoßen? Denkbar erscheint dies durchaus. Allerdings wäre aus unserer Sicht eine wiedererstarrende Weltwirtschaft eine wichtige Voraussetzung für eine nachhaltige Outperformance zyklischer Sektoren. Zurzeit befinden sich die USA – derzeit die Wachstumslokomotive der Welt – aber noch im Abkühlungsmodus. Nach unserem Ermessen wäre deswegen die Bestätigung der Bodenbildung bezüglich der US-Konjunktur eine wünschenswerte Voraussetzung, um Investmentportfolios deutlich zyklischer zu gestalten. Sie könnte im zweiten Halbjahr möglicherweise erfüllt sein.

Zu guter Letzt noch ein Blick auf die Rentenmärkte, die sich zum Jahresauftakt gegensätzlich zu den Aktienmärkten entwickelt haben. Während Aktien einen soliden Start hinlegten, waren die Kurse von Rentenpapieren im Rückwärtsgang. Grund dafür war die übertriebene Euphorie zum Ende des vergangenen Jahres, in der die Märkte auf zu schnelle und zu starke Zinssenkungen setzten. Diese notwendige Anpassung an die Realitäten einer insbesondere in den USA immer noch überraschend robusten Wirtschaft scheint nun weit vorangeschritten. Und die Zentralbanken signalisieren, dass der Beginn des erwarteten Zinssenkungszyklus näherkommt. Fundamental würden Zinssenkungen, bei gleichzeitig robuster Wirtschaftsentwicklung und sich weiter normalisierender Inflation, wohl positive Impulse sowohl für Renten als auch für Aktien bedeuten. Dennoch kann eine gewisse Volatilität bei Aktien rund um den zu erwartenden Start des Zinssenkungszyklus, insbesondere nach dem starken Jahresauftakt, nicht ausgeschlossen werden. Das Umfeld für ein erfreuliches Gesamtjahr für sogenannte Multi-Asset-Portfolios erscheint aber nach wie vor intakt.

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

US-Präsidentschaftswahl: Neuauflage des Duells von 2020 wirft ihre Schatten voraus

In einem Jahr, in dem auf der ganzen Welt über vier Milliarden Menschen in mehr als 70 Staaten an die Wahlurnen gerufen werden (siehe auch Monthly Outlook vom Februar), wirft die am 5. November anstehende US-Präsidentschaftswahl ihre Schatten voraus und gerät zunehmend in den Fokus der globalen Finanzmärkte. Daher wollen auch wir die richtungsweisende Wahl zu diesem frühen Zeitpunkt des Jahres in den Blick nehmen und mögliche Implikationen für die globalen Finanzmärkte und die Investmentstrategie diskutieren.

ERNEUTER SHOWDOWN ZWISCHEN JOE BIDEN UND DONALD TRUMP ZEICHNET SICH AB

Vor vier Jahren sicherte sich Joe Biden den Sieg mit 306 zu 232 Stimmen im Wahlmännergremium (Electoral College) und einem Stimmverhältnis von 51,3 % zu 46,9 %. In sieben **Swing States**⁴ war Bidens Vorsprung allerdings nur hauchdünn. Zwar ist das republikanische Vorwahlrennen noch nicht offiziell beendet und die offiziellen Nominierungsparteitage der Republikaner und Demokraten, auf denen jeder Partei offiziell ihr Präsidentschaftskandidat vorgestellt wird, finden erst im Juli bzw. August statt. Die letzte parteiinterne Konkurrentin des ehemaligen Präsidenten Donald Trump, Nikki Haley, hat sich allerdings aus dem Rennen um die republikanische Präsidentschaftskandidatur zurückgezogen, nachdem sie bei den Vorwahlen am "Super Tuesday" Anfang März in 14 von 15 Bundesstaaten teilweise deutlich hinter Trump lag. Immer mehr zeichnet sich damit ein erneuter Showdown zwischen dem amtierenden Präsidenten und seinem direkten Amtsvorgänger ab.

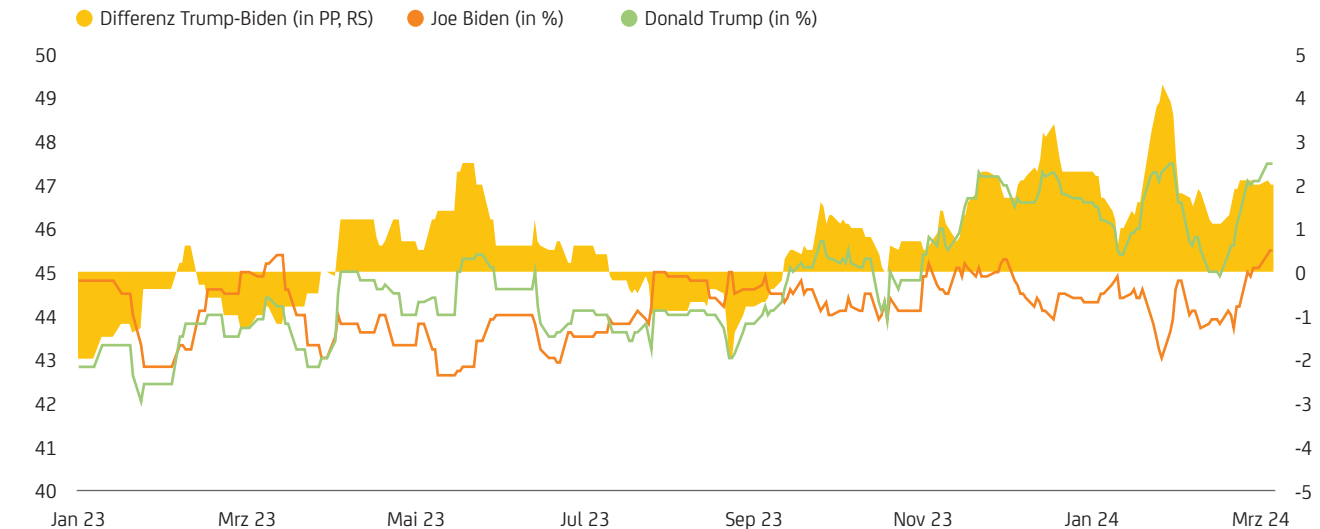
Glaubt man den Umfragen, ist ein Kopf-an-Kopf-Rennen der beiden Kandidaten zu erwarten. Die meisten sehen Trump aktuell leicht vorne (siehe Grafik 1). Jedoch erweisen sich solche Frühphasen-Umfragen häufig als begrenzt aussagekräftig. Zudem spiegeln nationale Meinungsumfragen zwar das allgemeine Stimmungsbild wider. Die Mehrheit der Wählerstimmen garantiert angesichts des **US-amerikanischen Wahlsystems**⁵ jedoch keinesfalls den Wahlsieg. Auch wenn die Amerikaner landesweit an die Urnen gehen, dürften erneut nur eine Handvoll Staaten den Ausschlag über Sieg und Niederlage geben.

⁴Die meisten amerikanischen Bundesstaaten sind fest in demokratischer oder republikanischer Hand. Zu den sogenannten "Swing States", die in das eine oder andere Lager kippen könnten, zählen Wisconsin, Pennsylvania und Michigan im sogenannten Rust Belt sowie Arizona und Georgia, die Biden 2020 für die Demokraten gewinnen konnte. Nevada könnte ebenfalls umkämpft sein, hat aber aufgrund seiner geringeren Bevölkerungszahl eine geringere Bedeutung.

⁵Der US-Präsident wird nicht direkt vom Volk gewählt, sondern indirekt durch das Wahlmännergremium, d.h. ein Kandidat kann Präsident werden, obwohl er oder sie nicht die Mehrheit der Wählerstimmen hat. Entscheidend ist, wer die Mehrheit von 270 Wahlmänner- und Wahlfrauenstimmen auf sich vereint.

1. ALLES DEUTET AUF EIN KOPF-AN-KOPF-RENNEN DER BEIDEN KANDIDATEN HIN

DURCHSCHNITT NATIONALER UMFRAGEN



Quelle: Real Clear Politics, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy
Beobachtungszeitraum: 01.01.2023-05.03.2024

Bis zum Wahltag am 5. November kann allerdings noch viel passieren. Beide Kandidaturen sind von erheblichen Unsicherheiten geprägt. Bei Biden wird nach einem **Bericht des Sonderberaters des US-Justizministeriums**⁶ intensiv darüber debattiert, ob er angesichts seines fortgeschrittenen Alters für eine weitere Amtszeit geeignet sei. Entsprechend verharren seine Zustimmungswerte auf einem für einen amtierenden Präsidenten bedenklichen Niveau in einem Wahljahr. Trumps Chancen wiederum könnten durch seine zahlreichen Prozesse Schaden nehmen. Allerdings sprach der Supreme Court dem Bundesstaat Colorado im Rechtsstreit um die Teilnahme Trumps an den Vorwahlen der US-Republikaner Anfang März einstimmig das Recht ab, Trump dort von den Vorwahlen ausschließen zu können. Eine solche Entscheidung stehe nur dem Kongress zu, erklärten sie. Nichtsdestotrotz ist auch die öffentliche Wahrnehmung von Trump negativ.

⁶Der Bericht enthält eine Reihe von Aussagen, die für Biden im Wahlkampf zum Problem werden könnten. Es gebe Anzeichen dafür, dass die unsachgemäße Aufbewahrung vertraulicher Dokumente in Privat- und Geschäftsräumen Bidens "aus Versehen" passiert sei, heißt es in dem Bericht. Biden wirke wie ein "wohlmeinender, älterer Mann mit einem schlechten Gedächtnis".

„IT’S THE ECONOMY, STUPID“ – ABER NICHT NUR

Es ist das erste Mal seit 1892, dass ein unterlegener Amtsinhaber den amtierenden Präsidenten herausfordert, der ihn vier Jahre zuvor geschlagen hat. Vieles spricht dafür, dass die wirtschaftliche Lage des Landes für den Wahlausgang eine wichtige, wenn nicht die wichtigste Rolle spielt. Und die Wirtschaftsindikatoren in den USA stellen sich in weiten Teilen positiv dar: Die US-Wirtschaft hat sich erstaunlich schnell von der Corona-Pandemie erholt. Trotz restriktiver Geldpolitik bleibt sie beharrlich auf Wachstumskurs und die Arbeitslosenquote verharrt auf einem Rekordtief. Wieder einmal beweist die US-Wirtschaft damit ihre Widerstandsfähigkeit und Flexibilität – vor allem im Vergleich zu Europa (siehe auch Teil Wirtschaft und Märkte). Dennoch ist die gefühlte wirtschaftliche Unsicherheit unter vielen amerikanischen Wähler offenbar groß. Biden scheint es (noch) nicht gelungen zu sein, seinen Landsleuten zu vermitteln, dass sich ihre Alltagssituation verbessert (hat). Der Aufschwung scheint angesichts einer nur langsam abkühlenden Inflation am unteren Rand der Gesellschaft kaum anzukommen. Darauf, dies zu verändern, werden die Demokraten im Wahlkampf einen Schwerpunkt legen.

Sie dürften darüber hinaus versuchen, die Abtreibungsfrage zum zentralen Thema zu machen, nachdem der US Supreme Court, der Oberste Gerichtshof der USA, mit Hilfe dreier von Trump ernannter Richter einen 50 Jahre alten Präzedenzfall verworfen hat, der das Recht auf Abtreibung verfassungsrechtlich schützt. Die Republikaner hingegen dürften dasselbe mit der Einwanderungsproblematik vorhaben, die für einen Großteil von Trumps Basis sehr wichtig ist. Auch andere Themen, etwa die Kriminalitätsrate in den USA, der Klimawandel sowie die Außenpolitik dürften eine Rolle spielen. Mit Blick auf letztere könnte der andauernde Gaza-Krieg für Biden problematisch werden, da die Unterstützung der US-Regierung für Israel bei einem nicht kleinen Anteil junger, traditionell eher zu den Demokraten tendierenden Wähler, deren Wahlbeteiligung einen maßgeblichen Einfluss auf das Wahlergebnis haben könnte, skeptisch gesehen wird.

AUCH DER KONGRESS WIRD NEU BESETZT

Während das Rennen um das Weiße Haus alles überstrahlt, spielt die **Kontrolle des Kongresses**⁷ eine nicht minderbedeutende Rolle bei der Gestaltung der wirtschaftspolitischen Landschaft in den USA. Derzeit halten die Republikaner im Repräsentantenhaus eine knappe Mehrheit von 219 zu 213 Stimmen. Wahlumfragen sehen derzeit einen leichten Vorsprung für die Republikaner. Die Demokraten müssen aufgrund ihrer knappen Mehrheit jedoch nur wenige Sitze gewinnen, um die Kontrolle im Repräsentantenhaus zurückzugewinnen. Eine Veränderung der Mehrheitsverhältnisse im Repräsentantenhaus erscheint also möglich. Blickt man auf die Historie, fällt allerdings auf, dass die Mehrheitskontrolle im Repräsentantenhaus in einem Präsidentschaftswahljahr seit dem Jahr 1952 nicht mehr gewechselt hat.

Im Senat wiederum, der aktuell mit 49 Republikanern, 48 Demokraten und 3 mit den Demokraten koalierenden Unabhängigen besetzt ist, haben die Demokraten derzeit eine knappe Mehrheit. 34 Senatssitze stehen dort zur Wahl, von denen 23 von den Demokraten (einschließlich der drei Unabhängigen) und 11 von den Republikanern gehalten werden. Entsprechend haben die Demokraten mehr Sitze zu verlieren als die Republikaner. Es erscheint also nicht ausgeschlossen, dass die Republikaner die für die Mehrheit erforderlichen 51 Sitze erobern könnten.

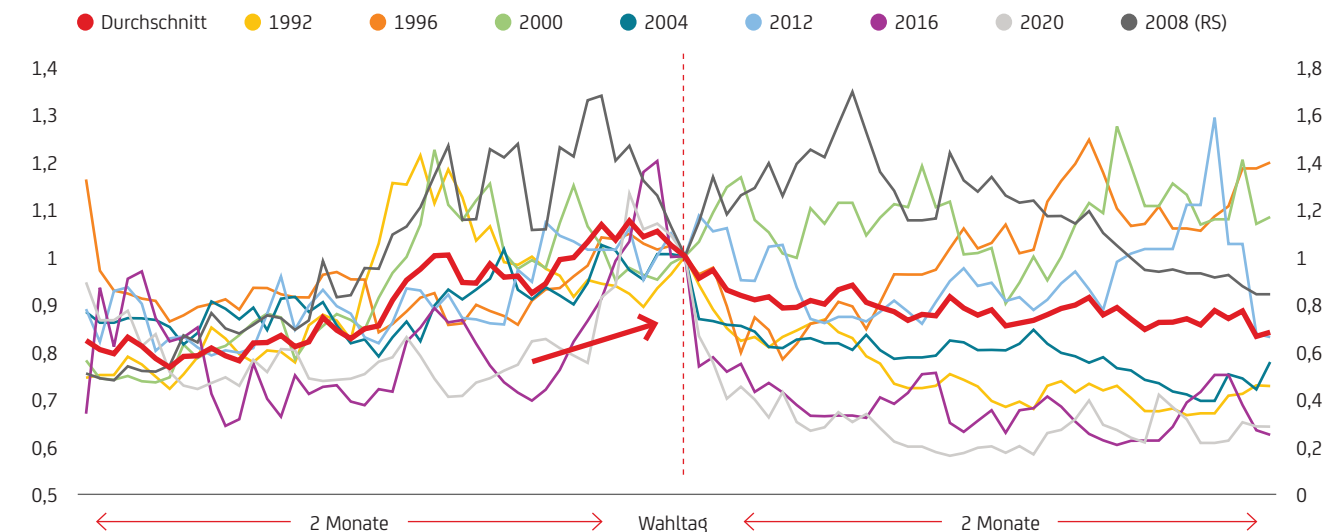
⁷Alle 435 Sitze im Repräsentantenhaus werden alle zwei Jahre gewählt, und die Sicherung von 218 Sitzen ist entscheidend, um die Mehrheit zu behalten. Drei Sitze sind aktuell unbesetzt.

MÖGLICHE IMPLIKATIONEN FÜR DIE GLOBALEN FINANZMÄRKTE

Während wir Prognosen über den Ausgang der US-Präsidentschaftswahl den politischen Experten überlassen, ist unstrittig, dass dieser – insbesondere dann, wenn Biden den Staffelstab wieder an Trump wird übergeben müssen – in vielerlei Hinsicht und Dimension maßgebliche Auswirkungen auf die Regierungspolitik und die Gesetzgebung der USA haben dürfte. Weniger klar ist, mit welchen Implikationen für die globalen Finanzmärkte zu rechnen ist. Glaubt man der Historie, kann die US-Präsidentschaftswahl kurzfristig durchaus größere Unruhe und Volatilität verursachen: Der **VIX-Index**⁸ steigt vor den US-Wahlen tendenziell an (siehe Chart 2). Dieser Effekt lässt sich wesentlich mit der erhöhten politischen Unsicherheit erklären: Anleger und Investoren versuchen sich auf eine mögliche Neuausrichtung des Regierungshandelns einzustellen.

⁸Von Händlern selbst häufig als "Angstmesser" bezeichnet, reflektiert der VIX-Index die Prognosen bezüglich der Aktienmarktvolatilität für die kommenden 30 Tage. Die antizipierte Schwankungsbreite des Marktes ist konzeptuell mit dem Gesamtniveau der wahrgenommenen Unsicherheit verbunden, das üblicherweise bei Ereignissen mit erhöhtem Risikopotenzial ansteigt.

2. VIX TENDIERT VOR US-PRÄSIDENTSCHAFTSWAHLN IN DER REGEL NACH OBEN



Hinweis: Der VIX ist normalisiert zum Wahltag des jeweiligen Jahres. 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

Gleichzeitig zeigten sich die Finanzmärkte in der Vergangenheit in der mittel- bis langfristigen Perspektive jedoch weitgehend unbeeindruckt von den US-Präsidentschaftswahlen. Wissenschaftliche Untersuchungen kommen in der Regel zu dem Schluss, dass es keine statistische Evidenz für einen bedeutenden langfristigen Einfluss der Wahlergebnisse auf das Renditepotenzial des breiten Aktienmarkts gibt. Trotz der großen Aufmerksamkeit, die der Wahl bei Anlegern und Investoren zu Teil wird, und der Beobachtung, dass politische Ereignisse gelegentlich für kurzfristige Turbulenzen an den Finanzmärkten sorgen können, dürften mikro- und makroökonomische sowie geldpolitische Fundamentaldaten in den USA, unter anderem Unternehmensgewinne, Inflationstrends, Zinssätze und die wirtschaftliche Entwicklung, eine größere Rolle für die mittel- bis langfristige

Performance der Märkte und die Renditen von Aktien, Anleihen und anderen Anlagen spielen. Die Anlagestrategie an der Hoffnung auszurichten, kurzfristig von einem potenziellen Umschwung an den Märkten im Kontext der US-Wahl zu profitieren, erscheint jedenfalls wenig vielversprechend.

Megatrends wie der Kampf gegen den Klimawandel, die Digitalisierung und die Demografie-Problematik in vielen westlichen Industrienationen dürften ihre Entwicklung unbeeindruckt von den Wahlergebnissen fortsetzen. Richtig ist aber auch, dass der Ausgang der Wahl für eine Reihe von Sektoren eine größere Rolle als für andere spielen dürfte – etwa für solche, die stark reguliert sind bzw. subventioniert werden. Ein Beispiel hierfür sind die erneuerbaren Energien: Während die Biden-Regierung in den USA eine Ära als Klimavorreiter eingeleitet hat, könnte ein wiedergewählter US-Präsident Trump die Klimasubventionen zugunsten einer verstärkten Ölförderung kürzen.

Wir sehen Anleger und Investoren grundsätzlich gut beraten, sich auch in diesem richtungsweisenden Wahljahr nicht von kurzfristigen Verwerfungen beunruhigen zu lassen und an ihren mittel- bis langfristigen Planungen festzuhalten. Eine umfassende Analyse der Marktfundamentaldaten halten wir in diesem Kontext für unabdingbar, um fundierte und langfristig erfolgversprechende Entscheidungen treffen zu können. Dabei bleibt eine angemessene Diversifikation des Portfolios ein zentraler Baustein unserer Anlagestrategie.

Wirtschaft und Märkte

Notenbanken bekräftigen Zinssenkungszyklus für das Jahr 2024

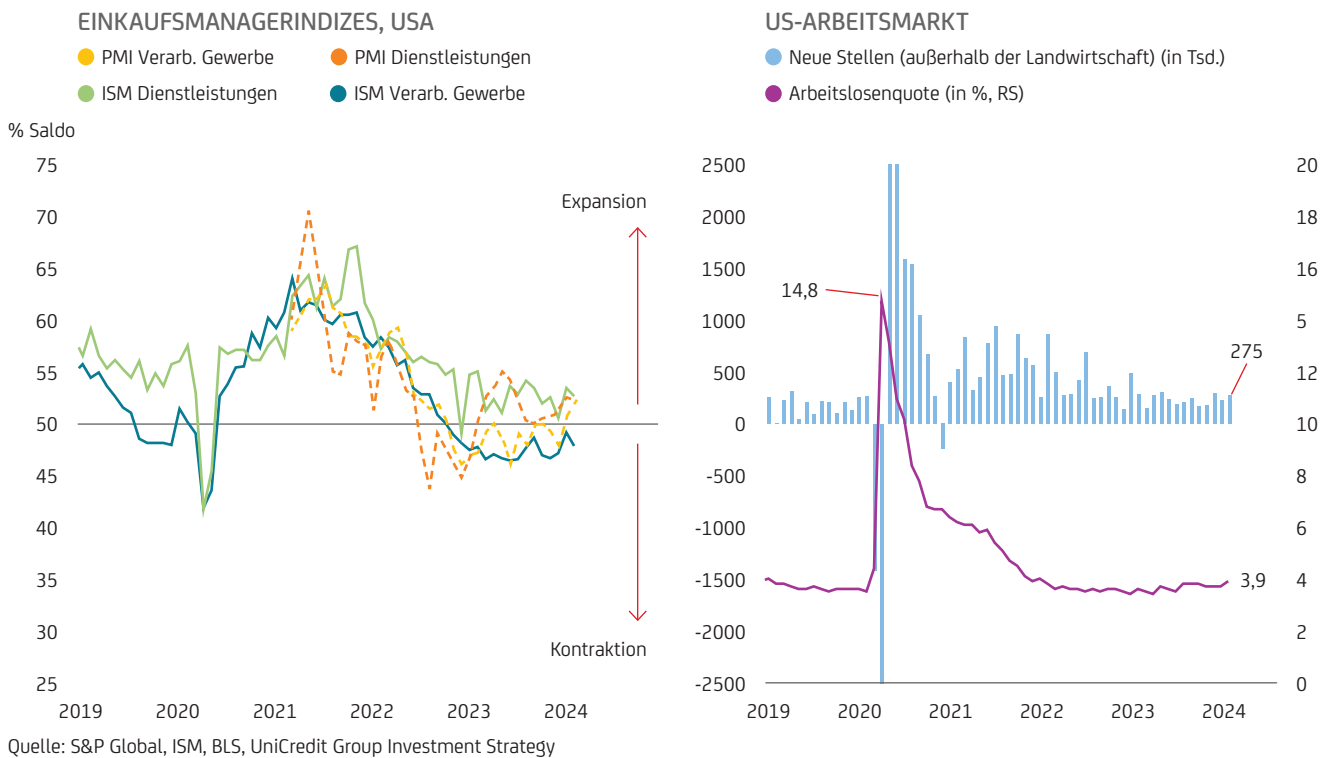
USA: DIENSTLEISTUNGSSEKTOR UND ARBEITSMARKT WEITER ROBUST, POWELL BESTÄTIGT ZINSAUSBLICK VOR US-KONGRESS

Die jüngsten Konjunkturdaten deuten auf ein stabiles Wachstum der US-Wirtschaft im ersten Quartal 2024 hin. Frühindikatoren wie der der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor, der vom Institute of Supply Management (ISM) ermittelt wird, befinden sich weiterhin im Expansionsbereich, während der ISM-Index für die Industrie zwar noch unter der Marke von 50 (Kontraktion) liegt, sich aber seit einigen Monaten tendenziell verbessert (siehe Grafik 3). Der für die US-Wirtschaft so wichtige Arbeitsmarkt zeigte sich nach den soliden Januarzahlen (nach Revisionen) auch im Februar robust. Allerdings stieg die Arbeitslosenquote mehr als erwartet an (siehe Grafik 3). Letzteres steht im Einklang mit den Ergebnissen anderer Arbeitsmarktindikatoren, die darauf hindeuten, dass die Lage auf dem Arbeitsmarkt deutlich weniger angespannt ist und sich in den kommenden Monaten weiter entspannen wird. Trotz der zu erwartenden Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik bis zur Jahresmitte und dem Szenario eines **Soft Landing**⁹ der US-Wirtschaft rechnen wir für 2024 mit einer gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate von rund 2 %.

Bei seinen beiden Anhörungen vor dem Finanzausschuss des US-Kongresses hat Fed-Präsident Jerome Powell den Zinssenkungsplan der US-Notenbank für dieses Jahr bekräftigt, gleichzeitig aber angedeutet, dass es keine Eile für eine frühzeitige Zinssenkung gebe. Diese Aussage unterstreicht erneut die Sichtweise der Fed, dass eine kontinuierliche Annäherung an das Inflationsziel von 2 % nicht garantiert ist, da eine zu frühe oder zu starke Lockerung der geldpolitischen Zügel zu einer Umkehr der Inflationsentwicklung führen und letztlich eine noch restriktivere Politik erforderlich machen könnte. Gleichzeitig könnte eine zu späte oder zu geringe Lockerung der Zinszügel Konjunktur und Beschäftigung über Gebühr schwächen. Powell betonte erneut, dass eine Senkung des Zielkorridors erst dann angemessen sei, wenn größere Zuversicht in die Nachhaltigkeit der Inflationsentwicklung in Richtung 2 % bestehe. Hinsichtlich des genauen Zeitpunkts einer ersten Zinssenkung nannte er „Mitte des Jahres“ als wahrscheinlichsten Zeitpunkt, den auch wir weiterhin als Basisszenario ansehen.

⁹Unter „Soft Landing“ (sanfte Landung) versteht man in der Wirtschaft üblicherweise einen zyklischen Konjunkturabschwung, der nicht in eine Rezession mündet.

3. FRÜHINDIKATOREN UND ROBUSTER ARBEITSMARKT STÜTZEN SOFT-LANDING-SZENARIO

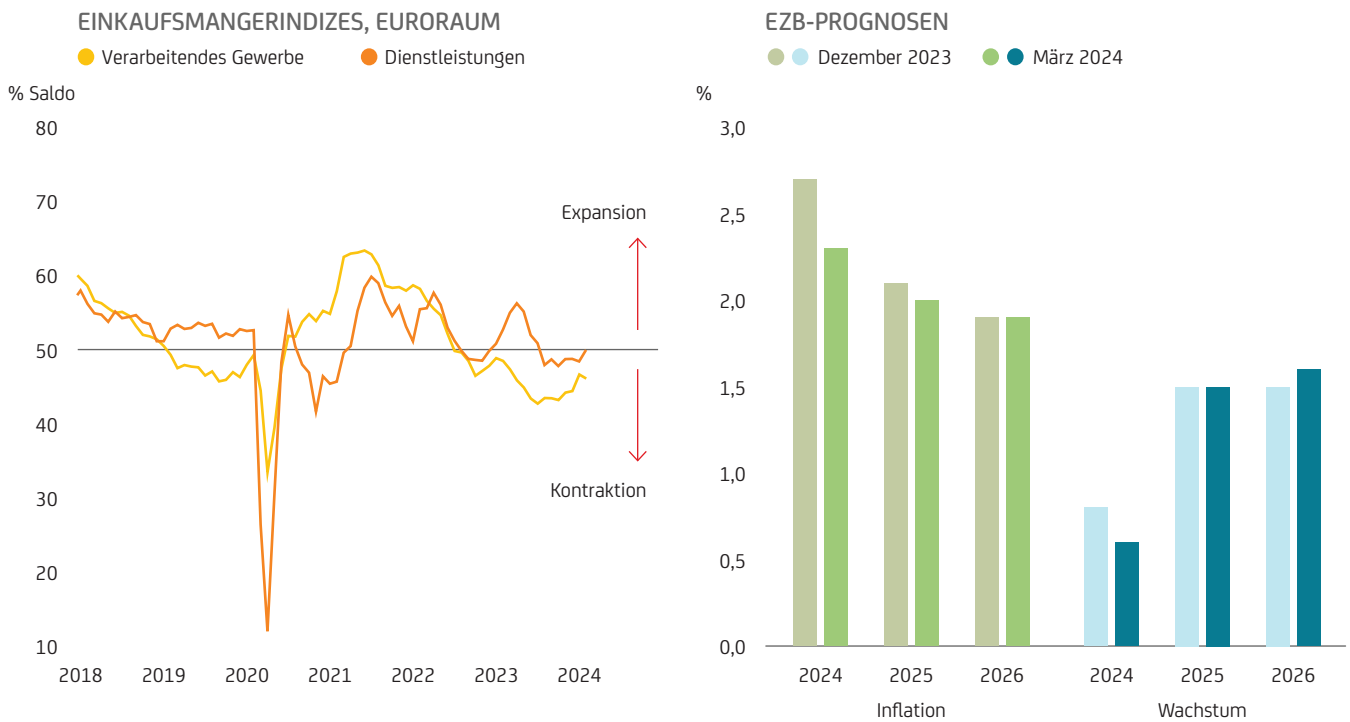


EURORAUM: KONJUNKTURAUSSICHTEN HELLEN SICH AUF, EZB STELLT ZINSENKUNGEN IN AUSSICHT

Die jüngsten Umfragedaten deuten darauf hin, dass die Wirtschaft im Euroraum die Talsohle durchschritten haben könnte, auch wenn die Indikatoren noch schwach sind (siehe Grafik 4). Trotz des Zinsanstiegs ist es der Region gelungen, eine Rezession zu vermeiden. Dies dürfte zum Teil auf umfangreiche fiskalische Entlastungen zurückzuführen sein, aber auch der Arbeitsmarkt hat sich bislang als robust erwiesen. Dennoch belasten neben der schwachen Auslandsnachfrage und den anhaltenden geopolitischen Spannungen auch die restriktive Geldpolitik die aktuelle Konjunktur im Euroraum. Auf der anderen Seite sollten steigende Realeinkommen (aufgrund sinkender Inflationsraten) und ein weiterhin robuster Arbeitsmarkt dafür sorgen, dass die Konjunktur allmählich an Schwung gewinnt. Auch auf Seiten der schwächelnden weltwirtschaftlichen Dynamik sehen wir erste Anzeichen einer Stabilisierung, so dass wir von einer sukzessiven Verbesserung der konjunkturellen Lage im Jahresverlauf ausgehen. Für das Jahr 2024 erwarten wir einen moderaten Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Euroraum um 0,5 %.

Wie erwartet hat die EZB ihre Geldpolitik im März unverändert gelassen. Die Zentralbank hat ihre Inflationsprognosen sowohl für die Gesamt- als auch für die Kerninflation weiter nach unten revidiert und damit einen wichtigen Schritt in Richtung Zinssenkungen getan (siehe Grafik 4). EZB-Präsidentin Christine Lagarde bekräftigte, dass der geldpolitische Rat der EZB mehr Daten, insbesondere zu den Löhnen, benötige, um Zuversicht mit Blick auf die Nachhaltigkeit des Disinflationsprozesses zu gewinnen. Sie verwies ausdrücklich auf die Juni-Sitzung, bei der die meisten dieser Informationen vorliegen werden. Wir halten daher Juni weiterhin für den wahrscheinlichsten Zeitpunkt für eine erste Zinssenkung, gefolgt von einer schrittweisen Senkung um 25 Basispunkte pro Quartal. Während der Zinssenkungszyklus von den Daten abhängen wird, deutete die EZB-Präsidentin an, dass „die restriktive Phase der EZB noch eine Weile andauern wird“, gefolgt von einer „Phase der Normalisierung“. Auch wenn es schwierig ist, diese Aussagen genau zu interpretieren, drängt sich der Eindruck auf, dass die EZB ein langsames Tempo bei den Zinssenkungen anstrebt. Dafür sprechen mehrere Faktoren: die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarktes, die das Risiko einer harten Landung der Wirtschaft verringert und die hohe Unsicherheit über die Höhe des neutralen Leitzinses, der die Wirtschaft im Euroraum im Gleichgewicht hält. Dafür spricht auch, dass die EZB die Zinsen zu einem Zeitpunkt senken dürfte, zu dem die Wirtschaft wieder anziehen sollte.

4. WIRTSCHAFT IM EURORAUM HAT TALSOHLE DURCHSCHRITTEN, EZB SENKT PROGNOSEN FÜR 2024



Quelle: S&P Global, EZB, UniCredit Group Investment Strategy

CHINA: WIRTSCHAFTLICHE ERHOLUNG SETZT SICH FORT, VOLKSKONGRESS BESTÄTIGT WACHSTUMSZIEL

Die Frühindikatoren zeigen, dass sich die chinesische Wirtschaft im Februar weiter erholt hat. Insbesondere die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor deuten auf eine Beschleunigung der konjunkturellen Entwicklung hin, was angesichts der starken Zunahme des Inlandstourismus während des chinesischen Neujahrsfestes auch nicht verwunderlich ist. Ob die Erholung bei den Dienstleistern nachhaltig ist, bleibt abzuwarten. Wir halten dies zumindest ohne zusätzliche staatliche Unterstützung für unwahrscheinlich, da der private Konsum nach den Feiertagen in der Regel zurückgeht, so dass wir die jüngste Zunahme des Konsums nicht als Signal für eine nachhaltige Wachstumsunterstützung werten. Die konjunkturelle Dynamik in der Industrie hat sich nicht wesentlich beschleunigt, die Bedingungen haben sich aber auch nicht wesentlich verschlechtert. Die uneinheitlichen Daten unterstreichen die Notwendigkeit weiterer staatlicher Maßnahmen, die auch auf dem 14. Nationalen Volkskongress signalisiert wurden.

Zu Beginn des Volkskongresses verkündete der chinesische Ministerpräsident Li Qiang, dass Chinas BIP-Wachstumsziel für 2024 unverändert bei „rund 5 %“ liege. Dabei steht die Regierung einerseits vor der Herausforderung, kurzfristig Wachstum und Beschäftigung zu fördern, und andererseits vor dem langfristigen Ziel, Chinas Wachstumsmodell weg von einer übermäßigen Export- und Immobilienabhängigkeit hin zu höherwertiger Industrieproduktion und Dienstleistungen zu verlagern. Im industriellen Bereich liegt der Schwerpunkt auf Elektroautos, Wasserstoffantrieben, neuen Materialien, innovativen Arzneimitteln und der kommerziellen Luftfahrt. Besondere Aufmerksamkeit gilt weiterhin dem Immobiliensektor. Die Regierung plant, die Finanzierung von Bauträgern durch die Einführung von fast 300 städtischen Immobilienfinanzierungsmechanismen zu stabilisieren. Ministerpräsident Li rief dazu auf, eine stabile und gesunde Entwicklung des Immobilienmarktes zu fördern, ohne jedoch weitere spezifische politische Unterstützungsmaßnahmen für die Nachfrage nach neuem Wohnraum anzudeuten. Auch der Austausch alter gegen neue Konsumgüter und der Autokonsum sollen gefördert werden. China dürfte vor allem auf fiskalische Unterstützung setzen, um das Wachstum auf einem akzeptablen Niveau zu halten, während die Geldpolitik eine akkommodierende Rolle spielen und die Zinsen nur symbolisch gesenkt werden dürften. Daher ist mit weiteren staatlichen Maßnahmen zu rechnen, während die Stützung des Konsums und des Verbrauchervertrauens geringer ausfallen dürfte, weshalb wir für 2024 weiterhin mit einem BIP-Wachstum von 4,5 % rechnen.

NEUE HÖCHSTSTÄNDE AN DEN FINANZMÄRKTEN

Wie schon im Januar war die Performance der verschiedenen Anlageklassen auch in den letzten Wochen uneinheitlich. Während sich Aktien robust entwickelten, verloren Staatsanleihen. Gold, Öl und der US-Dollar entwickelten sich positiv.

Bei den Aktien setzte sich der Aufwärtstrend vom Jahresanfang in den letzten Wochen nahezu ungebremst fort, getragen von einer überwiegend positiven Berichterstattung zum vierten Quartal sowie robusten Wirtschaftsdaten und Konjunkturindikatoren, die Rezessionsängste zerstreuten und Zinssenkungserwartungen weiter in die Zukunft verschoben (Stand: 8. März). Viele wichtige Aktienindizes – S&P 500, Euro Stoxx 50, Dax und Nikkei 225 – erreichten zuletzt neue Allzeithochs. Der S&P 500 stieg von Ende Januar bis Anfang März um rund 5 %, der Euro Stoxx 50 im gleichen Zeitraum sogar um über 7 % (Stand 8. März, [siehe Tabelle](#)). Nachdem die Berichtssaison zum vierten Quartal, in der der Technologiesektor vor allem aufgrund des Hypes um künstliche Intelligenz erneut alle anderen Branchen in den Schatten stellte, abgeschlossen ist, dürfte sich der Fokus der Anleger in den kommenden Wochen auf die Ergebnisse des ersten Quartals richten.

Auf der Rentenseite litten Staatsanleihen unter der weiteren Auspreisung der für 2024 erwarteten Zinssenkungen, sowohl was den Zeitpunkt als auch das Ausmaß betrifft. Vor allem die stärker als erwartet ausgefallenen US-Inflationszahlen für Januar führten zu einem deutlichen Anstieg der Renditen von Staatsanleihen. Wurden zu Jahresbeginn noch Zinssenkungen der US-Notenbank von über 145 Basispunkten erwartet, waren es zuletzt nur noch rund 100 Basispunkte (Stand 8. März). Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg von Ende Januar bis Anfang März um 20 Basispunkte, die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen um gut 15 Basispunkte ([siehe Tabelle](#)). Die Aussagen mehrerer Notenbanker, dass vorerst keine überstürzten Zinssenkungen notwendig seien, solange sich die Inflation nicht nachhaltig in Richtung der Zielmarke von 2 % bewege, unterstützten diese Entwicklung.

Nachdem Gold in den ersten Wochen des Jahres 2024 eher seitwärts tendierte, schaltete das Edelmetall zuletzt in den Rallymodus und erreichte mit über 2.180 US-Dollar je Feinunze einen neuen Höchststand und damit ein Plus von mehr als 6 % gegenüber Ende Januar (Stand: 8. März, [siehe Tabelle](#)). Da an den Märkten erst im Juni mit einer Zinswende gerechnet wird, erscheint die aktuelle Stärke des Goldpreises auf den ersten Blick überraschend. Er dürfte vor allem von den jüngsten US-Arbeitsmarktdaten und den Äußerungen von Fed-Präsident Powell, dass die US-Notenbank wahrscheinlich noch in diesem Jahr die Zinsen senken werde, beflügelt worden sein.

Der Ölpreis zeigte in den letzten Wochen weiterhin eine erhöhte Volatilität, was die anhaltend hohe Unsicherheit am Markt widerspiegelt. Hoffnungen auf diplomatische Fortschritte zwischen Israel und der Hamas im Nahen Osten zerschlugen sich, während sich immer deutlicher abzeichnete, dass ein Großteil der kleineren OPEC-Mitgliedsstaaten die vereinbarten Förderkürzungen nicht einhalten und damit das Ölangebot auf dem Markt erhöhen. Der Ölpreis der Sorte Brent stieg im Vergleich zu Ende Januar um mehr als 4 % und lag zuletzt bei knapp über 80 US-Dollar pro Barrel (Stand: 8. März, [siehe Tabelle](#)).

Der EUR bewegte sich in diesem Umfeld nur wenig, konnte aber zuletzt auf knapp unter 1,10 gegenüber dem USD zulegen ([siehe Tabelle](#)).

Unsere Anlagestrategie

		Unsere Positionierung		
Anlage	Investmentuniversum	Untergewichten	Neutral Gewichten	Übergewichten
Anlageklassen	Aktien Global	○	●	○
	Anleihen Global ¹	○	○	●
	Geldmärkte	●	○	○
	Alternative Anlagen	○	●	○
Anlageklassen im Detail	Aktien	USA	○	●
		Europa	○	○
		Pazifischer Raum ²	○	●
		Schwellenländer	○	○
	Renten	EWU Staatsanleihen	○	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen	○	○
		EURO Unternehmensanleihen ³	○	●
		EURO Unternehmensanleihen (high yield)	●	○
		Schwellenländer-Anleihen (Harte Währung)	○	○
		Schwellenländer-Anleihen (Lokale Währung)	○	●
	Rohstoffe	Rohöl	○	○
		Gold	○	○

¹Die Positionierung von Anleihen Global berücksichtigt sowohl das Exposure als auch die Duration relativ zur Benchmark

²Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

³mit guter Bonität (Investment Grade)

Das globale Wirtschaftswachstum war zuletzt stärker als erwartet, allerdings mit bemerkenswerten geografischen Unterschieden: Die Wirtschaft in den USA wächst robust, während die des Euroraums stagniert und Großbritannien im vierten Quartal des vergangenen Jahres sogar in eine technische Rezession rutschte. Von den G7-Staaten verzeichnet China zwar ein stetiges Wachstum, steht aber weiterhin vor bedeutenden strukturellen Herausforderungen. Der Abwärtstrend bei der Inflation setzt sich weltweit fort, allerdings besteht das Risiko, dass er im Dienstleistungssektor abgebremst wird. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen bestätigen wir unsere aktuelle Portfolio-Allokation.

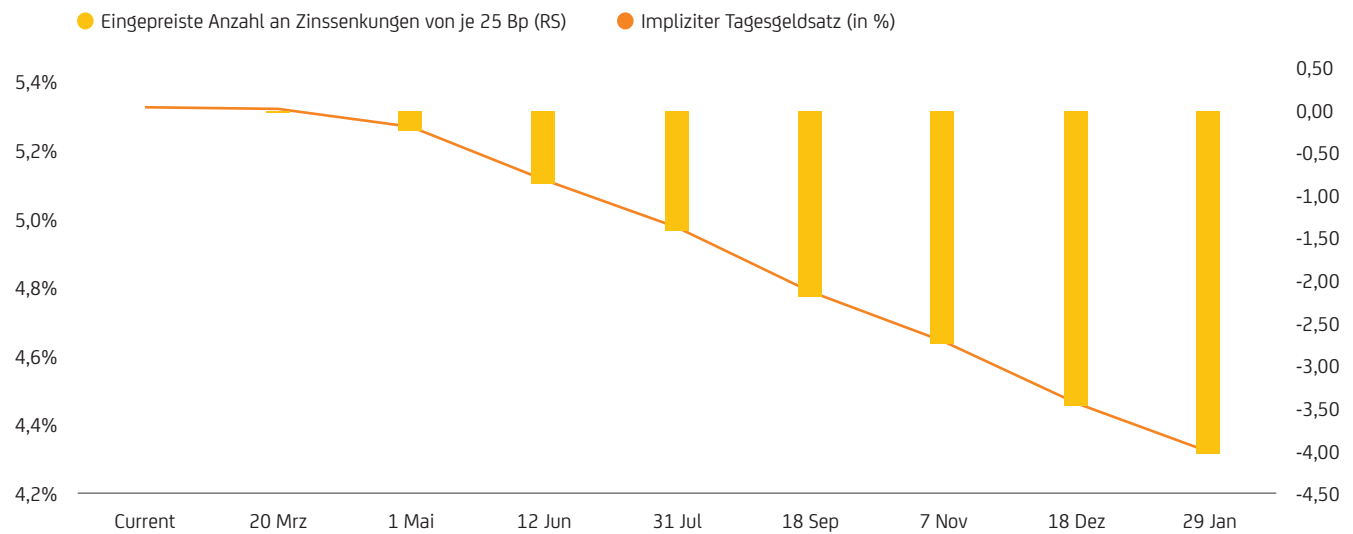
Im Einzelnen bekräftigen wir unsere strategische Präferenz für qualitativ hochwertige Anleihen, wie Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Investment Grade, IG) und Staatsanleihen.

Nach den jüngsten US-Arbeitsmarkt- und Verbraucherpreisberichten beobachten wir, dass der Markt auf realistischere Erwartungen bezüglich möglicher Zinssenkungen seitens der Fed eingeschwenkt ist, die näher an den Projektionen des geldpolitischen Rats der US-Notenbank (FOMC Dot Plot) vom 23. Dezember des vergangenen Jahres liegen. Tatsächlich sind die impliziten Zinssenkungserwartungen bis Ende 2024 jetzt auf etwa 3,5 Zinsschritte von je 25 Basispunkten gesunken (siehe Grafik 5), gegenüber etwa 6 noch zu Beginn dieses Jahres. Die Markterwartungen haben sich den 3 Zinssenkungen, die der Dot Plot für 2024 vorsieht, damit deutlich angenähert. Nach dem jüngsten Auspreisen rascher und umfangreicher Zinssenkungen, die für das Jahr 2024 zu erwar-

ten sind, und angesichts der Tatsache, dass wir an unserem Basisszenario einer weichen Landung festhalten, bieten Staatsanleihen eine Kombination aus interessanten kurzfristigen **Carry**¹⁰ und mittelfristigen Wertsteigerungsperspektiven. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass sich der Beginn des Zinssenkungszyklus noch weiter nach hinten verschieben könnte, möglicherweise verbunden mit steigenden Staatsanleiherenditen.

¹⁰Die Carry entspricht der Differenz zwischen dem Ertrag aus dem Halten der Kassaposition und den Refinanzierungskosten am Geldmarkt.

5. ZUNEHMEND REALISTISCHE ZINSENKUNGSERWARTUNGEN



Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Stand: 06.03.2024.

Bei Unternehmensanleihen haben sich die Kreditaufschläge historisch eingeengt, insbesondere die von hochverzinslichen Unternehmensanleihen (High Yield), aber Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Investment Grade / IG) bieten weiterhin eine interessante Carry. Hochverzinsliche Anleihen erscheinen im Falle einer Konjunkturabschwächung anfällig. Wir bevorzugen weiterhin IG-Unternehmensanleihen. Insgesamt dürften die Fundamentaldaten von IG-Unternehmen dank gesunder Bilanzen, besser als erwartet ausgefallener Gewinne, solider Kassenbestände und eines im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt niedrigen Verschuldungsgrads solide bleiben. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass dieses Anlagesegment, zum Beispiel durch das Abgleiten der Wirtschaft in eine spürbare Rezession (Risikoszenario), unter Druck gerät.

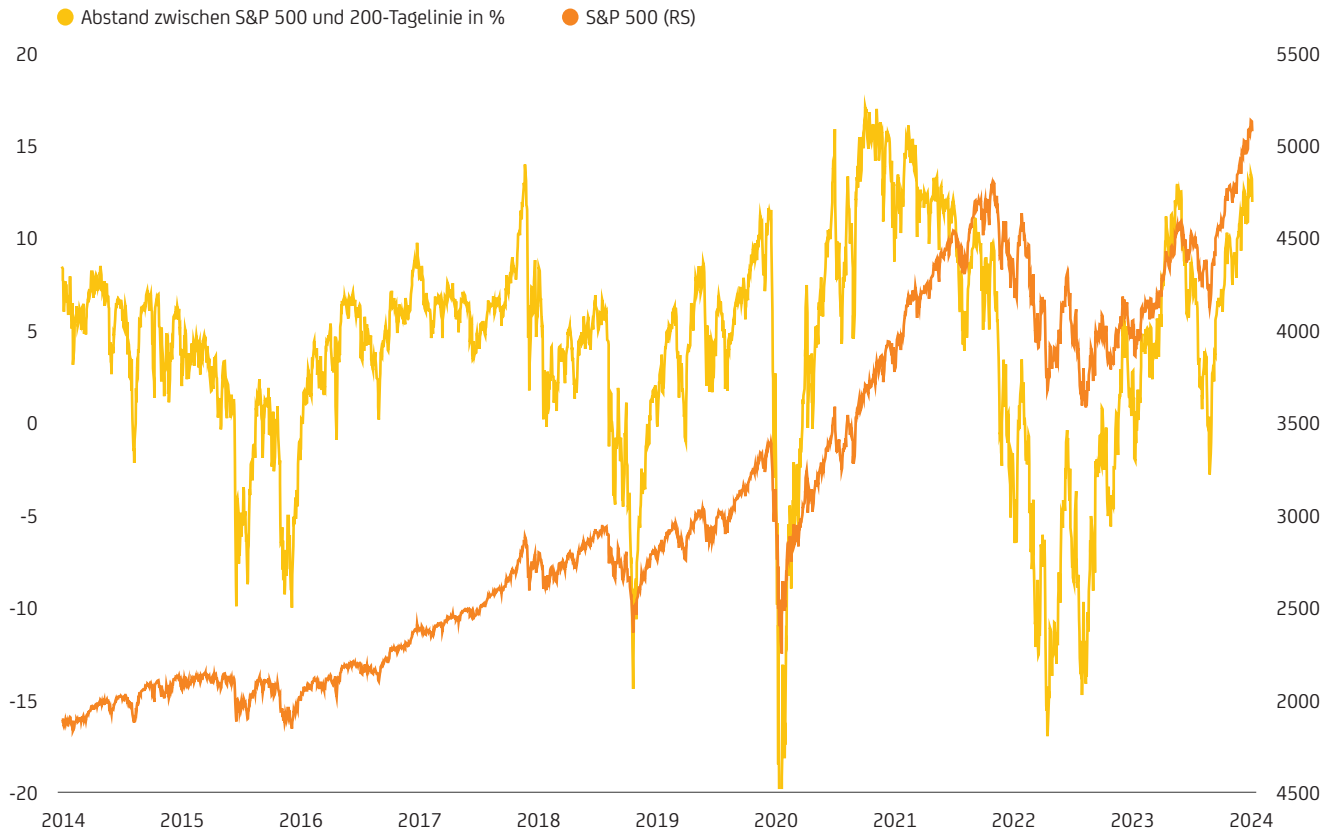
Wir bleiben selektiv übergewichtet bei Schwellenländeranleihen in lokaler Währung, da es vor allem in Lateinamerika noch Spielraum für Zinssenkungen geben dürfte. Außerdem erscheinen die Währungen von Schwellenländern insgesamt unterbewertet und dürften wieder an Boden gewinnen, wenn die Fed beginnt, die Zinsen zu senken. Das Bonitäts- und Fremdwährungsrisiko sollte bei einer Investition in Schwellenländer-Anleihen aber immer berücksichtigt werden. Unsere neutrale Positionierung bei Schwellenländeranleihen in Hartwährung bleibt unverändert.

Aktien profitieren weiterhin von der Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft und der Erwartung der Finanzmärkte, dass die großen westlichen Zentralbanken ihren geldpolitischen Lockerungszyklus bis Mitte 2024 beginnen. Auch die überwiegend positive Berichterstattung der Unternehmen zum vierten Quartal 2023 zeichnet ein insgesamt ermutigendes Bild. Nach der starken Performance der letzten Monate erscheinen Aktien aktuell allerdings anfällig für Gewinnmitnahmen, und eine (vorübergehende) Konsolidierung scheint nicht ausgeschlossen. Der S&P 500 liegt aktuell mehr als 10 % über seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt (siehe Grafik 6). Angesichts des starken US-Wachstums im vierten Quartal 2023 (und mutmaßlich auch im ersten Quartal 2024) erwarten wir, dass mögliche Gewinnmitnahmen aber moderat ausfallen sollten, insbesondere wenn der US-Wirtschaft ein **“Soft Landing”**¹¹ oder sogar ein **“No Landing”**¹² gelingt.

¹¹Ein Soft Landing (dt. 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.

¹²Darunter versteht man eine Phase, in der die Zinsen durch die Notenbank angehoben werden, um Inflation zu bekämpfen, es aber nicht zu einer nennenswerten Abkühlung der Wirtschaft kommt. Da die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in diesem Fall jedoch kaum abnimmt, bleibt der Inflationsdruck hoch.

6. US-AKTIE UNTERSTÜTZT VON ÜBERWIEGEND POSITIVER BERICHTERSTATTUNG ZUM VIERTEN QUARTAL 2023, ABER SCHEINBAR ANFÄLLIG FÜR GEWINNMITNAHMEN

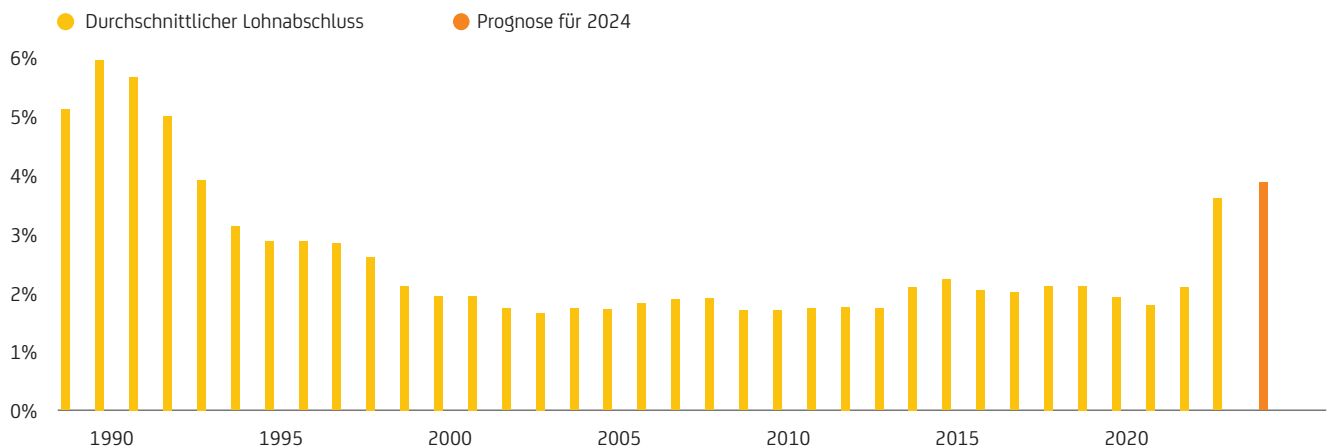


Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Die Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Bei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

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research, UniCredit Group Investment Strategy

Wir behalten unser Übergewicht bei Aktien des Pazifikraums bei. Umfragen deuten auf einen Zuwachs bei den Investitionen in Japan hin. Zudem wird erwartet, dass die Frühjahrsrunde der Lohnverhandlungen (Shunto) merklich unterstützend auf die Inlandsnachfrage wirken könnte (siehe Grafik 7). Darüber hinaus kurbeln Unternehmensreformen die unternehmensseitigen Aktienrückkäufe an, und trotz der jüngsten Rallye erscheinen die Bewertungen japanischer Aktien nicht teuer. Sollte die Bank of Japan (BoJ) mit der Normalisierung der Zinssätze beginnen, könnten ausländische Anleger und Investoren in Erwartung eines möglicherweise aufwertenden Yen in Erwägung ziehen, ohne Währungssicherung in den japanischen Aktienmarkt zu investieren.

7. ÖKONOMEN ERWARTEN IN DIESEM JAHR IN JAPAN DEUTLICHERE LOHNERHÖHUNGEN



Hinweis: Die Zahlen für 2024 zeigen die Prognose des japanischen Center for Economic Research (Zentrum für Wirtschaftsforschung)

Quelle: Japanischer Gewerkschaftsbund, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Eine zu rasche Aufwertung des Yens könnte jedoch Investoren abschrecken, da sie die Exportwirtschaft in Japan belasten könnte. Sehr rasche oder starke ausgeprägte Zinserhöhungen durch die BoJ könnten den Aktienmarkt ebenfalls belasten. In der Branchenbetrachtung steht zu erwarten, dass sie in einem solchen Szenario eher auf inländische Werte wie Banken als auf exportorientierte Unternehmen setzen könnten.

US-Aktien profitieren vom günstigen makroökonomischen Umfeld in den USA, mit über dem Trend liegendem Wachstum und abkühlender Inflation, sowie von einer überwiegend positiven Berichterstattung für das vierte Quartal 2023, in der die starken Ergebnisse der Technologiebranche erneut herausstachen. Die Bewertungen von US-Aktien erscheinen jedoch hoch und die Konzentration der **Mega Caps**¹³ im S&P 500 ist außergewöhnlich stark.

¹³Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 200 Mrd. US-Dollar.

In der Eurozone stagniert die Wirtschaft, konnte das Abrutschen in eine Rezession bislang aber vermeiden. Während sich die europäischen Peripherieländer recht widerstandsfähig zeigen, leidet die deutsche Wirtschaft unter der Schwäche des verarbeitenden Gewerbes und geringen fiskalpolitischen Stimulus-Maßnahmen. Der Arbeitsmarkt im Euroraum ist jedoch weiterhin solide, während die sinkende Inflation die Realeinkommen erhöhen dürfte, wovon die Verbraucher profitieren sollten. Europäische Aktien stellen nach unserem Ermessen weiterhin interessante Optionen für Anleger mit hohem Qualitätsanspruch dar.

Mit Blick auf die Schwellenländer bleiben wir bei chinesischen Aktien eher vorsichtig. Die chinesische Wirtschaft steht vor bedeutenden strukturellen Herausforderungen, und im Falle einer erneuten Trump-Präsidentschaft in den USA könnte ein weiterer Handelskonflikt mit dem Westen drohen. Zudem gibt es am kriselnden Immobiliensektor nach wie vor keine Anzeichen für eine Trendwende. Das vom Nationalen Volkskongress bekräftigte BIP-Wachstumsziel von 5 % hat ausländische Anleger und Investoren offenbar wenig beeindruckt, da es an mutigen Maßnahmen fehlt, welche die Wirtschaft stärker ankurbeln könnten, damit dieses Ziel letztlich auch erreicht wird. Die Bewertungen chinesischer Aktien erscheinen jedoch günstig, und durch gezielte geld- und fiskalpolitische Anreize könnte es zu einer begrenzten Aufholbewegung am Aktienmarkt kommen. Garantiert ist dies aber nicht. In Lateinamerika ist Brasilien ein Lichtblick, da die Inflation sinkt, und weitere Zinssenkungen erscheinen wahrscheinlich. Mexiko wiederum gilt als potenzieller Gewinner des Nearshoring-Trends (damit ist die Verlagerung betrieblicher Aktivitäten ins nahegelegene bzw. -stehende Ausland gemeint).

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

AKTIEN

AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Das Umfeld für die globalen Aktienmärkte zeigt sich seit Jahresbeginn freundlich. Die Konjunkturdaten haben in den vergangenen Monaten überwiegend positiv überrascht. Allen voran die US-Wirtschaft ist mit Schwung ins Jahr gestartet, wie die mehrheitlich starke Berichterstattung zum vierten Quartal unterstreicht, und gibt den Aktienmärkten Rückenwind. Wir behalten eine neutrale Gewichtung für globale Aktien bei.

AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Die makroökonomische Dynamik im Euroraum zeigt sich weiterhin schwach, auch wenn eine Rezession bislang vermieden werden konnte. Die Wirtschaft der Eurozone hat im abgelaufenen Quartal stagniert. Der Arbeitsmarkt im Euroraum bleibt jedoch solide, und die abkühlende Inflation sollte den Realeinkommen zugutekommen. Die nach wie vor vergleichsweise günstigen Bewertungen europäischer Aktien unterstützen diese Anlageklasse, die entsprechend gute Opportunitäten für wert- und qualitätsorientierte Anleger bietet. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

US-AKTIE: NEUTRAL

Das makroökonomische Goldilocks-Szenario mit Wachstum über dem Trend, robusten Unternehmensgewinnen und sinkender Inflation ist positiv für US-Aktien. Die Bewertungen sind aber vergleichsweise hoch, und der S&P 500 Aktienindex weist nach der starken Performance der Technologiewerte eine außergewöhnlich hohe Marktkonzentration auf. Die zu erwartenden Zinssenkungen könnten insbesondere zinssensitive Segmente (wie Technologie) unterstützen. Insgesamt behalten wir eine neutrale Gewichtung bei.

SCHWELLENLÄNDER-AKTIE: NEUTRAL

In Asien bleiben wir bei chinesischen Aktien zurückhaltend. Die recht günstigen Bewertungen sprechen jedoch für eine begrenzte Aufholjagd angesichts möglicher fiskalischer und geldpolitischer Stimulus-Maßnahmen. In Lateinamerika bleibt Brasilien, wo die Inflation weiter zurückgeht, angesichts der Markterwartung weiterer Zinssenkungen ein Lichtblick. Mexiko wiederum gilt als potenzieller Gewinner des Nearshoring-Trends (damit ist die Verlagerung betrieblicher Aktivitäten ins nahegelegene bzw. -stehende Ausland gemeint). Insgesamt erscheinen die Bewertungen von Schwellenländer-Aktien vergleichsweise günstig. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung, wobei ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren bei Schwellenländern unabdingbar bleibt.

ASIEN-PAZIFIK-AKTIE (ENTWICKELTE MÄRKTE): ÜBERGEWICHTEN

Ein solides Lohnwachstum ist ein stützender Faktor für Japan, das die lange Phase der Deflation hinter sich gelassen zu haben scheint. Der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse ermutigen Unternehmen jedoch zu umfangreichen Aktienrückkäufen, die sich weiter positiv

auf die Kurse auswirken sollten. Trotz der jüngsten Performance erscheinen die Aktienbewertungen nicht teuer. Ein unerwartet rascher Schwenk der BoJ in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik dürfte japanische Aktien hingegen belasten. Insgesamt behalten wir ein Übergewicht bei.

RENTEN

RENTEN GLOBAL: ÜBERGEWICHTEN

Angesichts der aktuellen Renditen und des zu erwartenden geldpolitischen Schwenks der großen westlichen Zentralbanken bieten globale Anleihen weiterhin ein konkurrenzfähiges, interessantes Risiko-Ertrags-Profil. Vor dem Hintergrund der zu erwartenden (vorübergehenden) Abschwächung des Wirtschaftswachstums und einer sich weiter abkühlenden Inflation halten wir unseren Qualitätsfokus bei der Selektion von Anleihen wie Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Staatsanleihen weiterhin für angemessen und behalten unser Übergewicht auf diese Anlageklasse bei.

EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Vor dem Hintergrund eines nach wie vor relativ schwachen makroökonomischen Bilds im Euroraum, der sich abkühlenden Inflation und der Erwartung erster Zinssenkungen durch die EZB gegen Mitte 2024 behalten wir unsere konstruktive Sichtweise auf diese Anlageklasse bei. Nichtsdestotrotz kann nicht gänzlich ausgeschlossen werden, dass die Inflation hartnäckig bleibt und damit auch die Zinsen länger als allgemein erwartet hoch bleiben. Unsere neutrale Gewichtung bleibt daher unverändert.

NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL

Die sich weiterhin robust präsentierende US-Wirtschaft, die sinkende Inflation und Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Fed mittelfristig (Mitte 2024) einen lockereren geldpolitischen Kurs einschlagen dürfte, stützen Nicht-EWU-Staatsanleihen. Die Risiken einer weiteren geldpolitischen Straffung haben dank einer erfreulichen Inflationsentwicklung zuletzt nachgelassen; nichtsdestotrotz kann nicht gänzlich ausgeschlossen werden, dass die Zinsen länger als allgemein erwartet hoch bleiben. Wir bleiben bei einer neutralen Gewichtung dieser Anlageklasse.

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

Die Kreditaufschläge von Euro-Unternehmensanleihen haben sich zuletzt eingengt. Die Anlageklasse profitiert nach wie vor von der Widerstandsfähigkeit des Wirtschaftszyklus und der anhaltenden Suche der Anleger nach Rendite. Der Renditevorteil gegenüber Staatsanleihen ist zuletzt jedoch gesunken und ein stärkerer wirtschaftlicher Abschwung könnte eine erhöhte Volatilität in diesem Anlagesegment mit sich bringen. Wir behalten unser Übergewicht bei.

HOCHVERZINSLICHE EURO-UNTERNEHMENS-ANLEIHEN: UTERGEWICHTEN

Die Kreditaufschläge von hochverzinslichen (HY) Unternehmensanleihen scheinen eine mögliche spürbare Abkühlung der Wirtschaft nach wie vor nicht vollumfänglich zu reflektieren. Außerdem sind HY-Anleihen nicht ausreichend liquide und erscheinen deswegen in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus nach wie vor wenig interessant. HY-Anleihen bleiben daher untergewichtet.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG): NEUTRAL

Schwellenländer-Anleihen in harter Währung bieten grundsätzlich eine interessante Carry (Renditevorteil gegenüber Euro-Staatsanleihen), aber unser Fokus liegt weiterhin auf qualitativ hochwertigen Anleihen. Das Bonitäts- und Fremdwährungsrisiko sollte bei einer Investition in Schwellenländer-Anleihen immer berücksichtigt werden. Wir bleiben defensiv und selektiv und meiden weiterhin Länder mit hoher Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefizit. Wir behalten unsere neutrale Positionierung bei.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN

Auch Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung bieten eine interessante Carry (Renditevorteil gegenüber Euro-Staatsanleihen). Insbesondere in Lateinamerika eröffnet die sinkende Inflation den Zentralbanken die Tür zu einer Lockerung der Geldpolitik, wovon die Anlageklasse profitieren könnte. Dabei gilt es zu beachten, dass potenzielle Bonitätsrisiken sowie Fremdwährungsschwankungen, die bei Schwellenländern oftmals höher sind, den potenziellen Ertrag beeinträchtigen können. Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung bleiben übergewichtet.

GELDMARKT/LIQUIDITÄT: UTERGEWICHTEN

Cash bietet grundsätzlich interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität, da wir erwarten, dass Fed und EZB ihre geldpolitischen Lockerungszyklen gegen Mitte 2024 beginnen werden. Wir haben vor diesem Hintergrund ein Untergewicht in diesem Anlagesegment.

ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL

Alternative Anlagen bieten nach wie vor Diversifikationspotenzial für das Portfolio. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente der Inflationsabsicherung. Wir behalten unsere neutrale Gewichtung bei.

ROHSTOFFE: NEUTRAL

Bessere Angebotsbedingungen seitens der Länder, die nicht der OPEC+ angehören (die OPEC+ umfasst die großen ölproduzierenden Länder und Russland, insgesamt 23 Staaten), dank des Produktionsbooms und eine eher schwache Nachfrage belasten die Ölpreise. Letztere profitieren jedoch kurzfristig von den geopolitischen Spannungen im Nahen Osten. Nach wie vor sehen wir allerdings ein geringes Risiko für eine größere und weitreichende Eskalation des Konflikts zwischen Israel und der Hamas, obgleich inmitten der Gespräche über eine mögliche neue Feuerpause die Kämpfe im Gazastreifen andauern. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

GOLD: NEUTRAL

Die mittel- bis langfristige Performance von Gold dürfte vor allem an der Entwicklung der US-Renditen hängen. Mittelfristig könnte das Edelmetall von sinkenden US-Zinsen und einem schwächeren US-Dollar profitieren. Anhaltend hohe Zinsen und ein weiterhin solides Wirtschaftswachstum würden den Goldpreis hingegen belasten, da andere Anlageklassen in einem solchen Umfeld eine interessante Alternative für Investoren darstellen. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

WÄHRUNGEN

EUR-USD

Das überdurchschnittliche US-Wachstum und eine geduldige Fed, die nach wie vor eine abwartende Haltung einnimmt, dürften den US-Dollar auch im zweiten Halbjahr unterstützen. Wir erwarten jedoch, dass der US-Dollar in der zweiten Jahreshälfte sich tendenziell leicht abschwächen könnte, da sich die US-Wirtschaft angesichts schwindender Haushaltsersparnisse verlangsamen könnte.



Im Dialog

Unsere lokalen Chief Investment Officer (CIOs) im Austausch mit unseren Kunden

Italien

WELCHE KRÄFTE TREIBEN DIE PREISE FÜR ÖL UND GAS DERZEIT?

Die Preisentwicklung der Energierohstoffe ist entscheidend für die zukünftige Inflationsentwicklung. Und letztere ist die Schlüsselvariable, die die Zentralbanken beobachten, um eine schrittweise Senkung der Leitzinsen einzuleiten. Obwohl sich das geopolitische Umfeld nach wie vor herausfordernd darstellt, der Konflikt im Nahen Osten andauert und das Risiko einer Eskalation birgt, scheinen die Preise der wichtigsten Energierohstoffe überraschenderweise kaum einen (oder nur sehr geringen) Risikoaufschlag zu beinhalten. Tatsächlich zeigt der Ölpreis seit Monaten einen Seitwärtstrend, während sich der Erdgaspreis nach unten bewegt. Welche Kräfte wirken also auf die Energiemärkte?

Bekannt ist, dass die Straße von Hormuz das Tor des Nahen Ostens nach Asien ist und die Straße von Bab El Mandeb sowie der Suezkanal wichtige Passagen sind, die den Persischen Golf mit Europa verbinden. Heute ist vor allem die letztere Route durch Angriffe der Huthi-Rebellen aus dem Jemen gefährdet. Andererseits sind seit Oktober letzten Jahres, nach dem Ausbruch der Feindseligkeiten in Gaza, keine Infrastrukturen für die Produktion oder Verteilung von Energierohstoffen in der Region betroffen oder beeinträchtigt worden. Es gab also keine direkten Implikationen für den Öl- bzw. den Gaspreis. Die höheren Versicherungs- und Frachtkosten (beim Befahren der Nahost-Route) oder der Umweg nach Europa über das Kap der Guten Hoffnung (etwa 10 Tage mehr Fahrzeit) könnten sich eigentlich nur auf die nachfolgenden Verarbeitungsphasen und möglicherweise auf die Endprodukte auswirken.

Betrachtet man das Ölangebot, lässt sich konstatieren, dass die OPEC+ zwar versucht, die Produktion zu beschränken, um die Preise zu stützen, die Kürzungen praktisch aber auf freiwilliger Basis erfolgen. Tatsächlich hält sich nur Saudi-Arabien an die angekündigten Kürzungen, während es zum Beispiel Anzeichen dafür gibt, dass Russland das vorherige Niveau beibehalten hat. Die USA, seit langem der weltweit führende Ölproduzent, haben ein Rekordniveau von über 20 Mio. Barrel pro Tag erreicht. Und dies trotz eines leichten Rückgangs bei der Anzahl an Förderanlagen, dank wichtiger Produktivitätsverbesserungen bei bestehenden Technologien.

Ein Faktor, der den Ölpreis nach oben treiben könnte, wäre ein plötzlicher Anstieg der weltweiten Nachfrage. Da der konjunkturelle Aufschwung in China, dem größten Importland, jedoch schleppend verläuft, halten wir die Voraussetzungen für ein solches Szenario aktuell für kaum gegeben.

Mit Blick auf die Entwicklung des Erdgaspreises, insbesondere in Europa, fällt auf, dass die Preise – Referenz ist die Amsterdamer Börse und die so genannte TTF (Title Transfer Facility) – in den letzten Monaten sogar rückläufig waren. Die Gründe dafür sind im Wesentlichen im milden Winter und den historisch hohen Lagerbeständen zu suchen. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass der Beitrag der erneuerbaren Energien an der Energieerzeugung, insbesondere der Wind- und Wasserkraft, sich wieder auf dem Wachstumspfad befindet. Der Erdgasverbrauch in den großen europäischen Volkswirtschaften wird 2023 wiederum im Durchschnitt um 10 % gegenüber 2022 und sogar um 20 % gegenüber 2021 zurückgehen.

Außerdem hat die Strategie der Europäischen Union, die Lieferquellen zu diversifizieren, um die Abhängigkeit von Russland zu verringern, Wirkung gezeigt: Heute werden nur noch etwa 10 % des Verbrauchs durch russisches Gas gedeckt. Wichtige Partnerschaften wurden mit den USA, Norwegen, Ländern in Nordafrika und am Persischen Golf geschlossen, und der Anteil des flüssigen Erdgases (LNG) hat, verglichen mit dem über Pipelines transportierten, deutlich zugenommen.

Diese Kombination, die ein Schlüsselement der Reaktionsstrategie auf Russlands Angriff auf die Ukraine ist, könnte jedoch mittelfristig zu einer gewissen Instabilität der Preise führen. Einerseits kommen die Lieferungen immer noch aus den Brennpunkten der Welt. Andererseits ist die Häufigkeit von sehr langfristigen Verträgen mit im Voraus festgelegten Preisen, wie sie für den Pipelinehandel typisch sind, zurückgegangen. Heute kommen beispielsweise rund 50 % des flüssigen Erdgases, das Europa importiert, aus den USA. Wenn Asien aufgrund veränderter Nachfragebedingungen in der Lage wäre, höhere Preise durchzusetzen, würden die US-Produzenten die Exporte nach Europa reduzieren, was zu Preissteigerungen und einer Verringerung der Verfügbarkeit führen würde. Allerdings scheint auch dieses Szenario in den kommenden Monaten nicht mit hoher Wahrscheinlichkeit eintreten zu können.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir aktuell keine Faktoren sehen, die die Preisdynamik der wichtigsten Energierohstoffe auf kurze Sicht wesentlich verändern könnten. Die Inflation sollte daher ihren Weg in Richtung der Ziele der großen westlichen Zentralbanken, d.h. in Richtung 2 %, fortsetzen. Entsprechend dürfte der geldpolitische Schwenk bald eingeläutet werden.

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

SUBSTANZ ODER WACHSTUM? INVESTMENTANSÄTZE IM VERGLEICH

Viele Anleger und Investoren stellen sich im aktuell schwierigen wirtschaftlichen Umfeld, das zudem von geopolitischen Herausforderungen und unsicheren Rahmenbedingungen durch neue disruptive Technologien geprägt ist, die Frage, ob sie bei Aktieninvestments vermehrt auf Substanzwerte (Value) oder doch auf Wachstumstitel (Growth) setzen sollen. Ein Großteil der Aktien lässt sich in diese beiden Kategorien einordnen - daraus ergeben sich unterschiedliche Investmentphilosophien. Was steckt aber nun genau hinter diesen Bezeichnungen?

Wachstumsaktien (Growth): Wachstumsaktien erfahren mit ihren überdurchschnittlichen Wachstumsraten insbesondere bei risikofreudigen sowie ertragsorientierten Anlegern und Investoren große Beachtung - prominenteste Beispiele (wie Apple oder Alphabet) stammen aus der Technologiebranche. Wachstumsaktien kommt zumeist in wirtschaftlichen Aufschwung-Phasen eine besondere Aufmerksamkeit zu. Unternehmen wie Apple, Amazon oder Tesla werden häufig von visionären und charismatischen Unternehmern wie Steve Jobs, Jeff Bezos oder Elon Musk geführt, die mit ihren Visionen oftmals im Fokus der medialen Öffentlichkeit stehen. Die erzielten Gewinne werden vorrangig in den weiteren Ausbau der Geschäftstätigkeit und das weitere Wachstum investiert. Dividenden an Anleger und Investoren werden hingegen kaum ausbezahlt. Diese Unternehmen können mit ihren Innovationen ganze Branchen verändern, wodurch rasante Kursgewinne erwartet werden - eine Wette auf die Zukunft. Ein wesentliches Merkmal dieser Assetklasse sind relativ hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV).

Substanzaktien (Value): Substanzaktien sind Titel von Unternehmen mit einem hohen inneren Wert. Im Vergleich zu Wachstumsaktien wird ein geringer Anstieg der zukünftigen Cashflows und damit des Unternehmenswertes bzw. Aktienkurses erwartet. Diese Titel gehören meist zu den klassischen Branchen wie z. B. Energie oder Basiskonsum, aber auch zu etablierten Unternehmen der Informationstechnologie. Bekannte Namen sind unter anderem Unilever, Exxon oder Cisco. Diese Unternehmen weisen üblicherweise ein solides und bewährtes Geschäftsmodell mit relativ konstanten Gewinnen auf. Durch diese Konstanz sind sie geringeren Wertschwankungen unterworfen und wirken auf manche Anleger und Investor deshalb etwas langweilig. Für die Aufrechterhaltung der Geschäftstätigkeit sind meist geringere Investitionen in das Anlagevermögen notwendig. Aufgrund des geringeren Kapitalbedarfes für zukünftige Investitionen können Gewinne regelmäßig in Form von Dividenden an Anleger und Investoren ausbezahlt werden. Im Gegensatz zu den Wachstumsaktien sind diese Unternehmen weniger durch unternehmerische Dynamik als durch Beharrlichkeit und Stabilität gekennzeichnet. Die Unternehmensbewertungen sind im Vergleich zu den Wachstumsaktien relativ zum Unternehmenswert geringer, da auch weniger Wachstum erwartet wird. Auf der anderen Seite wird eine hohe Dividendenrendite ausgewiesen.

Egal ob in Wachstums- oder Substanzaktien investiert werden soll: Anleger und Investoren möchten möglichst hohe Gewinne bei einem möglichst geringen Risiko erzielen. Welche dafür nun die richtige Strategie ist, wird seit vielen Jahren analysiert. Substanzaktien werden zwar als eher konservativ betrachtet, haben aber langfristig eine konstante Performance erzielt. Kurzfristig konnten die Wachstumswerte häufig überzeugen, jedoch können hier immer wieder Übertreibungen und damit verbundene Korrekturen erkannt werden.

Ich finde die Ansicht von Warren Buffett sehr passend, der meinte „There is no such thing as value and growth stocks“ und damit verdeutlichte, dass es viel wichtiger ist, gute Geschäftsmodelle mit einem guten Management zu finden, die mit einem Abschlag zu kaufen sind und ein entsprechendes Wachstum in den nächsten Jahren erzielen können. Die eingehende und tiefgreifende laufende Analyse der Unternehmen ist daher eine wesentliche Grundvoraussetzung für langfristig erfolgreiche Aktieninvestments.

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

WORIN LIEGEN DIE GRÜNDE FÜR DEN HÖHENFLUG DES JAPANISCHEN AKTIENMARKTES?

Nach 34 Jahren durchbrach der Nikkei 225, Japans wichtigster Börsenindex, am 22. Februar das Ende Dezember 1989 erreichte Allzeithoch. Zum ersten Mal überhaupt schloss er bei über 39.000 Punkten. Nach der starken Performance des vergangenen Jahres ist der Index seit Jahresbeginn (bis Ende Februar) nochmal um rund 17 % gestiegen ([siehe Tabelle](#)). Er profitierte dabei nicht nur vom schwachen Yen, der die Gewinne der exportorientierten japanischen Unternehmen, die unter den Tokioter Aktien stark gewichtet sind, steigen lässt, sondern auch davon, dass sich Anleger und Investoren angesichts der zuletzt enttäuschenden konjunkturellen Entwicklung in China und der geopolitischen Spannungen mit dem Westen zuletzt scheinbar zunehmend von den dortigen Märkten abwenden.

Der Erholung am japanischen Aktienmarkt liegen vor allem aber auch strukturelle Veränderungen in Japan selbst zugrunde: die Reformen des ehemaligen Premierministers Shinzo Abe, Maßnahmen zur Verbesserung der Corporate Governance, steuerbegünstigte Aktienrückkauf- und Ausschüttungsstrategien und die direkte Unterstützung durch die Bank of Japan (BoJ) in Form von Ankäufen börsengehandelter Fonds stützen die internationale Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen bzw. die Bewertungen japanischer Aktien. Nachdem das Land jahrzehntelang mit Deflation zu kämpfen hatte, die fehlende Investitionen, sinkende Umsätze und fallende Löhne mit sich brachte, hat sich Japans Wirtschaft stabilisiert. Die Inflation zog in den Jahren vergangenen beiden Jahren merklich an (wenn auch weniger drastisch als im Euroraum oder in den USA). Sie soll der jüngsten Prognose der japanischen Zentralbank zufolge in diesem Jahr aber wieder auf 2,4 % sinken.

Gegenwind für den Aktienmarkt könnte die möglicherweise bevorstehende Normalisierung der Geldpolitik mit sich bringen. Bislang ist die BoJ die einzige große westliche Zentralbank, die ihren Leitzins noch im negativen Bereich hält. Wenn der Yen infolge steigender Zinsen aufwerten sollte, könnte das exportorientierte japanische Unternehmen belasten. Nichtsdestotrotz tun Anleger und Investoren tun gut daran, japanische Aktien als mögliche (kleine) Depotbeimischung im Blick zu haben, denn deren Bewertungen erscheinen trotz der starken Performance der zurückliegenden Monate nach wie vor nicht teuer.

PHILIP GISDAKIS, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	08.03.23	08.03.19	06.03.20	08.03.21	08.03.22	08.03.23	08.03.19	01.01.24
Bis	08.03.24	08.03.20	08.03.21	08.03.22	08.03.23	08.03.24	08.03.24	08.03.24
Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)								
MSCI World (in USD)	28,3	6,9	29,3	4,6	-0,5	28,3	83,2	7,0
MSCI Emerging Markets (in USD)	10,4	-0,2	32,5	-14,2	-7,7	10,4	16,0	1,5
MSCI US (in USD)	33,3	10,4	32,8	9,1	-3,2	33,3	102,9	7,6
MSCI Europe (in EUR)	13,2	0,8	15,6	3,2	15,0	13,2	57,8	5,6
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	14,2	1,6	32,7	-14,1	-3,0	14,2	30,1	5,2
STOXX Europe 600 (in EUR)	13,1	1,6	16,7	2,1	14,6	13,1	58,0	5,5
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	14,0	0,2	24,6	-10,8	21,8	14,0	55,5	6,3
MSCI Italy (in EUR)	28,8	2,7	13,0	-3,3	30,0	28,8	88,6	11,1
ATX (Österreich, in EUR)	1,3	-8,7	22,5	-1,8	24,2	1,3	37,8	-1,6
SMI (Schweiz, in CHF)	9,7	7,4	15,2	5,1	1,9	9,7	45,9	5,2
S&P 500 (USA, in USD)	32,9	10,3	30,8	10,7	-2,7	32,9	103,2	7,7
Nikkei (Japan, in JPY)	41,6	-1,2	41,2	-12,3	17,3	41,6	108,6	18,7
CSI 300 (China, in Yuan)	-9,6	11,1	25,3	-14,6	-3,2	-9,6	8,0	3,3
Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	2,3	21,2	-4,9	-0,2	-14,3	2,3	1,2	-1,0
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	3,2	15,3	-4,2	-1,5	-10,3	3,2	1,1	-0,5
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	7,6	17,2	-0,4	-3,6	-8,5	7,6	11,1	0,0
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	6,0	8,4	-4,1	-3,1	-18,7	6,0	-13,1	-1,4
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	6,7	8,9	-1,2	-3,2	-16,5	6,7	-7,4	-0,4
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	7,7	4,7	1,2	-4,7	-9,8	7,7	-1,7	0,1
Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	17	-193	89	28	211	17	146	22
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-11	-186	25	88	267	-11	173	20
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-32	-164	-3	113	230	-32	138	14
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-39	-79	41	38	258	-39	217	25
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-45	-89	18	43	263	-45	192	15
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-76	-66	-5	108	280	-76	237	15
Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-31	20	-47	47	-22	-31	-30	-5
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-101	154	-207	46	6	-101	-92	-8
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-18	8	-33	62	-15	-18	4	-15
Euro-Unternehmenanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-59	41	-120	167	-89	-59	-65	-46
Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)								
Libor (USD, 3 Monate)	43	-170	-71	52	442	43	299	-1
Euribor (EUR, 3 Monate)	99	-17	-6	4	344	99	425	3
Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)								
US-Dollar (EUR-USD)	3,6	0,6	4,7	-8,2	-3,2	3,6	-2,6	-1,1
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-4,1	1,5	-1,6	-3,0	7,1	-4,1	-0,9	-2,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-3,3	-6,7	4,7	-8,8	-1,8	-3,3	-15,3	3,5
Japanischer Yen (EUR-JPY)	11,9	-5,5	8,3	-2,2	14,8	11,9	29,1	3,0
Rohstoffe (Veränderung in %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	18,5	29,0	-2,6	21,0	-11,5	18,5	59,4	5,5
Industriemetalle (GSCI, in USD)	-6,3	-12,5	41,5	45,8	-27,1	-6,3	22,5	-1,8
Gold (in USD pro Feinunze)	18,9	29,7	0,8	22,3	-11,4	18,9	67,4	5,2
Röhl (Brent, in USD pro Fass)	0,6	-31,0	50,0	87,5	-35,4	0,6	24,9	5,8

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: 08.03.24.

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.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 8. März 2024.



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