



# Adler und Drache

Die Komplexität des Handelskonflikts  
zwischen den USA und China

Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Juli 2024

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	8
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	12
IM DIALOG	15



# CIO Kommentar

Ausblick auf „Kapitalmarktwetter“ scheint wohltemperiert

Die Reaktion der Kapitalmärkte auf die Wahl des Europäischen Parlaments und die Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich verdeutlicht einmal mehr, wie nervös Anleger und Investoren derzeit bezüglich politischer Entwicklungen sind. Zu dem bereits beeindruckenden Wahlkalender des Jahres **2024**<sup>1</sup> – einige Wahlen, wie jene in Indien oder die Europawahl liegen bereits hinter uns – gesellen sich nun zwei weitere Wahltermine: die Parlamentswahlen in Frankreich und in Großbritannien. Die für die Märkte vermutlich bedeutendsten Wahlen, die in den USA, stehen im November an (wir berichteten in den vergangenen Ausgaben).

Obwohl das Interesse der Marktteilnehmer an derartigen Ereignissen nachvollziehbar ist, spiegelt es doch insbesondere die Sorge um die politische Stabilität wider, sollte man andere wichtige Faktoren, die das Marktgeschehen beeinflussen, nicht außer Acht lassen: Die Inflation normalisiert sich weiter. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat Anfang Juni zum ersten Mal seit längerer Zeit die Zinsen gesenkt. Wirtschaft und Unternehmensgewinne ziehen an. Europa arbeitet sich langsam aus der Schwäche der letzten Quartale heraus.

Schauen wir uns zunächst ein paar wichtige Datenpunkte genauer an. Seit dem vierten Quartal 2022 pendelte das Wirtschaftswachstum in der Eurozone um die Null. Das erste Quartal dieses Jahres zeigt nun aber ein Wachstum von **0,3 % auf Quartalsbasis**<sup>2</sup>. Auch in Deutschland, dessen Wirtschaftsleistung seit dem Ausbruch des Ukrainekrieges sogar in einigen Quartalen zurückging, war das erste Quartal 2024 von positiver Dynamik gekennzeichnet. Die Durststrecke scheint überwunden. Darauf deutet auch der wichtige **Ifo-Index**<sup>3</sup> hin. Die für die Kapitalmärkte wichtige Erwartungskomponente des Index ist zuletzt zum vierten Mal in Folge gestiegen. Die deutschen Unternehmen blicken also optimistischer in die Zukunft. Das gilt auch für die in den vergangenen Quartalen arg gebeutelten Branchen der Industrie und Bauwirtschaft, in denen sich nun auch Verbesserungen abzeichnen. Der Präsident des Ifo-Instituts, Clemens Fuest, kommentierte die jüngste Veröffentlichung wie folgt: „Man kann sagen: Insgesamt arbeitet sich die deutsche Wirtschaft schrittweise aus der Krise heraus. Wir haben keinen kräftigen Aufschwung, aber immerhin: Es geht langsam in die richtige Richtung.“

Die Stimmungsaufhellung der Märkte lässt sich auch an den Wachstumserwartungen und dem Ausblick für das Gewinnwachstum von europäischen und US-Aktien ablesen. Für die US-Wirtschaft erwartet der **Konsens**<sup>4</sup> der Volkswirte im Jahr 2024 ein Wachstum von 2,4 %, gefolgt von einem Durchschnittswachstum in 2025-26 von knapp unter 2 %. Für den Euroraum liegt die Wachstumserwartung für dieses Jahr deutlich niedriger, bei 0,7 %, es wird aber erwartet, dass 2025 und 2026 knapp 1,5 % erreicht werden. Hinzu kommt, dass die Wachstumserwartungen für 2024 derzeit positive Revisionen erfahren, die Konsens-Erwartungen hellen sich also sukzessive auf. Für Europa bedeutet das, dass sich das Wachstum in den kommenden Jahren beschleunigen sollte, wenn auch von einem spürbar niedrigeren Niveau aus als beispielsweise in den USA.

Bei den Gewinnerwartungen für börsennotierte Unternehmen ist die Situation ähnlich. Die Erwartung ist, dass sich die Unternehmensgewinne in Europa, nach den stagnierenden Gewinnen 2023 und (vermutlich) 2024, in den Folgejahren beschleunigen. Konsens-Schätzungen sehen für den MSCI Europe ein Gewinnwachstum von 8 % in den kommenden beiden Jahren. Für die USA dürfte die Gewinnwachstumsrate sogar im zweistelligen Bereich liegen. Deutsche Unternehmen nehmen hier einen interessanten Platz ein, denn einerseits dürfte die Gewinne von deutschen Börsenunternehmen im Durchschnitt 2024 eher seitwärts tendieren. In den Folgejahren 2025 und 2026 sieht die Konsens-Schätzung aber ein Wachstum analog dem der US-Unternehmen. Ein starkes Signal, das darauf hindeutet, dass die Schwächephase hinter uns liegen könnte.

<sup>1</sup>In der Februarausgabe unserer Publikationen berichteten wir über das Superwahljahr 2024.

<sup>2</sup>Das entspricht etwa 1,2 % Wachstum annualisiert.

<sup>3</sup>Der Ifo-Geschäftsklimaindex ist ein monatlich vom Ifo Institut erstellter weicher Frühindikator für die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland.

<sup>4</sup>Die 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.

In diesem positiven „Dreiklang“ – die Inflation normalisiert sich, die Zinsen sinken (weiter) und das Wachstum bleibt robust (USA) bzw. zieht an (Euroraum) – gibt es aber einige Details, die Anleger und Investoren berücksichtigen müssen. Einerseits erscheint es zwar sehr wahrscheinlich, dass die Zentralbanken die Zinsen (weiter) senken werden, aber zumindest im Euroraum sieht es so aus, als wären die Auswirkungen dieser Zinssenkungen auf das langfristige Renditeniveau bereits größtenteils reflektiert. Für 10-jährige deutsche Bundesanleihen – die gemeinhin als sicherer Hafen in der Eurozone angesehen werden – deuten die Konsens-Erwartungen nur noch auf geringfügige Renditerückgänge bis 2025 hin. Mit großen Kursgewinnen bei den „sicheren Häfen“ sollten Anleger also im Basisszenario nicht rechnen. Allerdings bieten die Anleihen mit einem Renditeniveau über dem Inflationsziel der EZB (von 2 %) grundsätzlich eine positive Realrendite. Bei US-Staatsanleihen hingegen können Anleger für den Fall, dass die Fed die Zinsen senkt, noch mit Kursgewinnen rechnen. Das Risiko, dass die Fed ihren Lockerungszyklus später beginnen und der Umfang der Zinssenkungen weniger umfangreich werden könnte als erwartet, bleibt aber bestehen.

Mit der Wahl in Frankreich kommt nun ein weiterer Risikofaktor hinzu. Hintergrund der Sorgen ist, dass der Rassemblement National, die Partei von Marine Le Pen, in der Vergangenheit mit wirtschaftspolitischen Forderungen nach Steuersenkungen und zusätzlichen Ausgaben aufgetreten ist, die nicht gegenfinanziert sind und somit das Haushaltsdefizit ausweiten würden. Im Herbst 2022 versuchte die damalige britische Premierministerin Liz Truss mit einem stark defizitären Haushalt die britische Wirtschaft anzukurbeln. Die Märkte reagierten drastisch: Das Pfund verlor an Wert und die Zinsen stiegen massiv an, da Anleger panisch versuchten, britische Staatsanleihen zu verkaufen. Die Episode rief Erinnerungen an die Staatsschuldenkrise in der Eurozone wach und konnte nur durch das Eingreifen der britischen Notenbank mittels eines Anleihekaufprogramms unter Kontrolle gebracht werden. In der Folge musste Liz Truss ihren Hut nehmen und wurde von Rishi Sunak abgelöst. Die globalen Finanzmärkte werden also sowohl das Wahlergebnis in Frankreich also auch ein entsprechendes Regierungsprogramm der neuen französischen Regierung reflektieren. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich auf den Märkten vor dem letzten Regierungswechsel in Italien ähnliche Sorgen breit machten, die sich aber nicht manifestierten. Die Regierung von Georgia Meloni wird gemeinhin als konstruktiv in Bezug auf europäische und wirtschaftspolitische Fragen bewertet. Seit ihrem Wahlsieg im Herbst 2022 hat der italienische Aktienmarkt (gemessen am MSCI Italy) um mehr als 50 % zugelegt ([siehe Tabelle](#)).

Der Blick auf das wirtschaftliche Umfeld und die Konsensschätzungen zeigt, dass das aktuelle Basisszenario, das in den Märkten eingepreist ist, für Multi-Asset-Portfolios (also gemischte Portfolios aus Aktien und Anleihen) nahezu ein „best-of-all-worlds“ Szenario darstellt. Die „Kapitalmarkt-Temperatur“ erscheint sozusagen weder zu kalt noch zu warm. Denn wäre das Wachstum zu hoch (also die Temperatur zu warm), stiege auch die Inflation, was zu steigenden Zinsen führen und die Anleihe Seite belasten würde. Wäre das Wachstum hingegen zu niedrig (die Temperatur also zu kalt), würden zwar die Zinsen sinken, aber die Unternehmensgewinne kämen unter Druck, was wiederum die Aktienseite belasten würde. Der Ausblick auf das „Kapitalmarktwetter“ scheint also wohltemperiert zu sein. Es zeigen sich aber auch einige Wolken, d.h. Risiken (etwa die Wahlen in Frankreich und den USA). Derzeit lässt sich nur schwerlich einschätzen, ob sie vorbeiziehen, nur einen Regenschauer bringen oder ein handfestes Gewitter. Trotz dieser Risiken bleiben wir zuversichtlich und freuen uns auf unter dem Strich sommerliche Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte.

**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

## Hightechgüter aus China trotz Handelshemmnissen auf dem Vormarsch

Zuletzt haben die geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China wieder zugenommen. Mitte Mai hat der US-Handelsbeauftragte einen formellen Vorschlag für Zölle auf eine Reihe chinesischer Importe gemäß **Abschnitt 301 des US-Handelsgesetzes**<sup>5</sup> vorgelegt. Damit folgt der Vorschlag einer früheren Anweisung von US-Präsident Joe Biden (siehe [hier](#)<sup>6</sup>) und dem Abschluss einer vierjährigen Überprüfung der von der Trump-Regierung verhängten Zölle (siehe [hier](#)<sup>7</sup> für den Bericht). Die vorgeschlagenen Änderungen umfassen zusätzliche und neue Zölle für 14 Sektoren, die chinesische Importe im Wert von 18 Mrd. US-Dollar betreffen, während bestehende Zölle unverändert bleiben. Insbesondere für das sogenannte „neue Trio“, bestehend aus importierten Solarpaneelen, Elektrofahrzeugen und Lithiumbatterien werden die Zölle von 25 % (Solarpaneele), 25 % (Elektrofahrzeuge) bzw. 7,5 % (Lithiumbatterien) auf 50 %, 100 % bzw. 25 % angehoben. Die zusätzlichen Zölle sollen innerhalb von zwei Jahren in Kraft treten (d.h. über den Zeitraum von August 2024 bis 2026).

### US-ZÖLLE AUF „NEUES TRIO“ DÜRFTEN NUR BEGRENZTE AUSWIRKUNGEN AUF DIE CHINESISCHE WIRTSCHAFTSAKTIVITÄT HABEN

Das „neue Trio“ umfasst insbesondere solche Exporte, die die chinesische Regierung im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie und der Fokussierung auf hochwertige Produktionsstufen vorantreiben möchte. Diese industrielle Vision ist eine Fortführung des früheren Plans „Made in China 2025“. Gerade über die letzten Jahre haben die Hightech-Exporte des „neuen Trios“ deutlich zugelegt (siehe Grafik 1). Trotz aller Rhetorik gehen wir davon aus, dass die Auswirkungen der Zölle auf die Hightech-Güter des „neuen Trios“ auf den chinesischen Handel sowie das Wachstum des Landes eher begrenzt sein werden. Unsere Ansicht nach haben die Zölle (bislang) in erster Linie einen symbolischen Charakter, da das Volumen der betroffenen Güter nur etwa 4 % der chinesischen Gesamtexporte ausmacht (basierend auf monatlichen Handelsdaten siehe Grafik 1) und die meisten der betroffenen Güter bereits Zöllen unterliegen.

Nun hat neben den USA auch die EU angekündigt, vorläufige höhere Zölle von knapp unter 40 % auf Importe von Elektrofahrzeugen aus China zu erheben. So sollen beispielsweise die Hersteller BYD und Geely mit zusätzlichen Zöllen in Höhe von rund **17 % bzw. 20 %**<sup>8</sup> belegt werden. Diese sollen dann Anfang Juni in Kraft treten und zusätzlich zu den bereits bestehenden Zöllen erhoben werden. Angesichts der gestiegenen Bedeutung des Handels mit Elektrofahrzeugen zwischen der EU und China ist diese Maßnahme (im Vergleich zu den Maßnahmen der US-Regierung) jedoch eher als moderat einzustufen. Zudem hat sich die EU-Kommission die Option offengelassen, die Zölle auszusetzen, wenn sich beide Handelspartner vor Inkrafttreten der Zölle auf eine alternative Regelung einigen. Insbesondere die deutschen Automobilhersteller sind von potenziellen Vergeltungsmaßnahmen der chinesischen Regierung bedroht, weshalb Deutschland die EU-Zölle bereits abgelehnt hat. Wir gehen davon aus, dass China eher mit verhältnismäßigen als mit eskalierenden Maßnahmen reagieren wird.

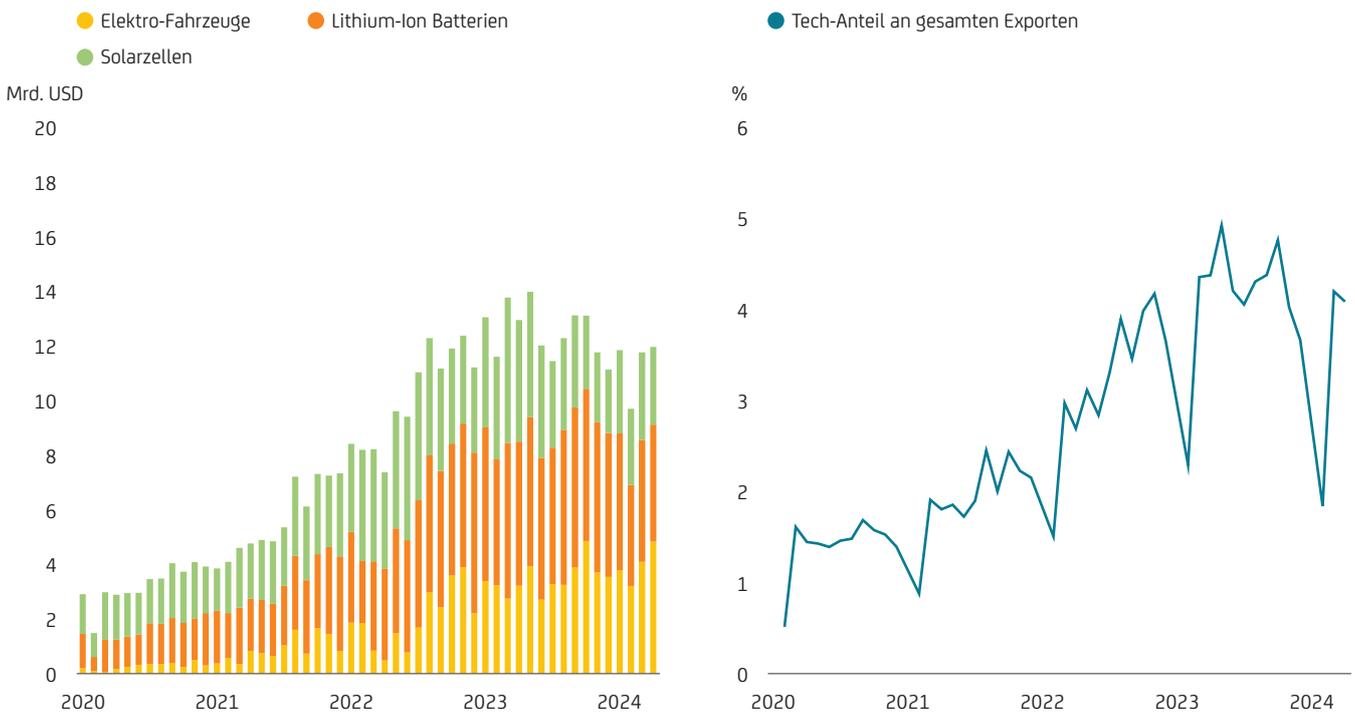
<sup>5</sup>Der Abschnitt 301 ermächtigt den US-Präsidenten, alle geeigneten Maßnahmen zu ergreifen, um gegen unfaire Handlungen, Politiken oder Praktiken einer ausländischen Regierung vorzugehen, die den Handel der USA belasten.

<sup>6</sup><https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2024/may/us-trade-representative-katherine-tai-take-further-action-china-tariffs-after-releasing-statutory>

<sup>7</sup>[https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024%20Four%20Year%20Review%20of%20China%20Tech%20Transfer%20Section%20301%20\(Final\).pdf](https://ustr.gov/sites/default/files/05.14.2024%20Four%20Year%20Review%20of%20China%20Tech%20Transfer%20Section%20301%20(Final).pdf)

<sup>8</sup>Die EU-Kommission will nicht alle E-Autos aus China gleich besteuern. Sie unterscheidet zwischen Herstellern, die bei der Prüfung der Importzölle mit der Kommission kooperiert und Informationen bereitgestellt haben, und solchen, die das ablehnten.

## 1. HIGHTECH-EXPORTE („NEUES TRIO“) DEUTLICH GESTIEGEN, ABER GERINGER ANTEIL AN DEN GESAMTEXPORTEN



Quelle: China General Administration of Customs, Macrobond, UniCredit Group Investment Strategy

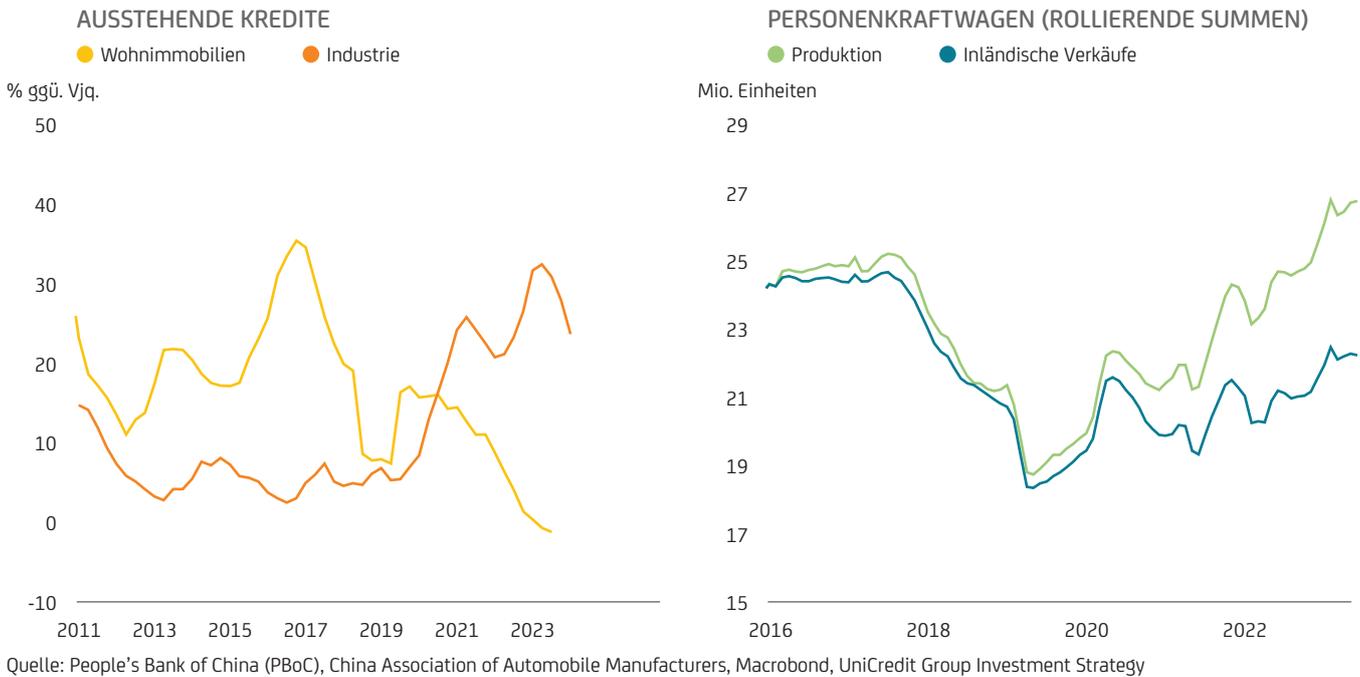
## WACHSENDE BESORGNIS ÜBER POLITISCHE EINFLUSSNAHME AUF WICHTIGE HIGHTECH-GÜTER

Die Einführung von Zöllen auf chinesische Importe auf beiden Seiten des Atlantiks ist eine Reaktion auf die wachsende Besorgnis, dass China absichtlich wachsende Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in wichtigen Industriesektoren schafft, um sich Wettbewerbsvorteile auf dem Weltmarkt zu sichern. Eine mögliche Erklärung im Einklang mit Abschnitt 301 ist, dass großzügige industriepolitische Maßnahmen zu Überinvestitionen in strategischen Sektoren (wie den High-Tech-Gütern des „neuen Trios“) geführt haben. Die daraus resultierenden Überkapazitäten haben wiederum ein Überproduktionsproblem mit sich gebracht (mehr Produktion, als in China selbst absorbiert werden kann). Dieses birgt die Gefahr, dass ausländische Unternehmen, die keine ähnliche staatliche Unterstützung erhalten, vom Markt verdrängt werden und eine erhebliche Wettbewerbslücke gegenüber ihren chinesischen Konkurrenten schließen müssen.

Bislang hat Peking die Wirtschaft durch Steuergutschriften, Produktionssubventionen und Ad-hoc-Kreditfazilitäten unterstützt, wobei viele politische Maßnahmen direkt auf die verarbeitende Hightech-Industrie abzielen. Einigen Schätzungen zufolge erhielten im Jahr 2022 über 99 % der börsennotierten chinesischen Unternehmen irgendeine Form direkter staatlicher Subventionen. In dem Bestreben, die Abhängigkeit der chinesischen Wirtschaft vom Immobiliensektor zu verringern, wurde die Kreditvergabe vom Immobiliensektor auf das verarbeitende Gewerbe umgelenkt (siehe Grafik 2). Diese Umlenkung der Kreditvergabe, die auch auf das Platzen der Immobilienblase selbst zurückzuführen ist, steht damit auch im Einklang mit der Absicht Pekings, die wirtschaftliche Transformation der chinesischen Industrie durch eine Fokussierung auf höherwertige Produktionsstufen zu stärken. Auf der Sitzung der Zentralen Kommission für Wirtschafts- und Finanzangelegenheiten im Mai 2023 erklärte der chinesische Staatspräsident Xi Jinping, das Industriesystem solle „umfassend, fortschrittlich und sicher“ sein.

Ein Blick auf den Automobilsektor, der in den letzten Jahren von der großzügigen Regierungspolitik Chinas profitiert hat, kann Aufschluss darüber geben, wie sich nationale Ungleichgewichte global ausbreiten. Bereits 2001 wurde die Fokussierung auf Elektrofahrzeuge als prioritäres wissenschaftliches Forschungsprojekt in den chinesischen Fünfjahresplan aufgenommen. Von 2009 bis 2022 stellt die Regierung entsprechende Subventionen und Steuererleichterungen bereit. Grafik 2 zeigt die Kluft, die sich in der Post-Corona-Phase zwischen der Pkw-Produktion und dem inländischen Pkw-Absatz aufgetan hat. Dies ist sowohl auf die Ausweitung des Angebots über das Niveau vor der Pandemie als auch auf die schwache Nachfrage im Vergleich zum Zeitraum 2016-17 zurückzuführen.

## 2. STAATLICHE UNTERSTÜTZUNG DER INDUSTRIE UND SCHWACHE INLANDSNACHFRAGE FÜHREN ZU ÜBERKAPAZITÄTEN



### FAZIT

Während also die geopolitischen und geoökonomischen Beweggründe für den Aufbau inländischer Kapazitäten in bestimmten Sektoren klar sind, sind die makroökonomischen Intentionen weniger eindeutig. Der bereits erwähnte Abschnitt 301-Bericht über China weist darauf hin, dass der Vorsprung der chinesischen Produktion auf den erzwungenen Technologietransfer ausländischer Unternehmen zurückzuführen ist. Um dieses Problem anzugehen, erscheint es ratsam, dass angemessene Gegenmaßnahmen im Rahmen eines regelgebundenen Welthandelssystems, wie es von der World Trade Organisation (WTO) verkörpert wird, ergriffen werden und keine einseitigen protektionistischen Maßnahmen, die eine globale protektionistische Spirale in Gang setzen könnten. Die Konzentration auf den erzwungenen Transfer von geistigem Eigentum durch China vernachlässigt zudem die inländischen technologischen Durchbrüche der letzten Jahre, wie die Fortschritte Chinas bei der Entwicklung fortschrittlicher Mikrochips trotz des von der Regierung Biden verhängten Exportverbots zeigen.

Die Behauptung, Pekings Industriepolitik verzerre den internationalen Wettbewerb, lässt zudem außer Acht, dass unter Wirtschaftsexperten ein wachsender Konsens darüber besteht, dass aufstrebende grüne und digitale Industrien staatliche Unterstützung benötigen, wie der **CHIPS and Science Act**<sup>9</sup> oder der **Inflation Reduction Act (IRA)**<sup>10</sup> zeigen, die von der Regierung Biden selbst verabschiedet wurden. Aus dieser Perspektive kann die handelspolitische Wettbewerbsfähigkeit Chinas, auch wenn sie teilweise durch staatliche Interventionen erreicht wurde, als Produkt der von China beanspruchten komparativen Vorteile betrachtet werden. Wenn Peking seine politischen Anstrengungen stärker auf die Stimulierung der Nachfrage und nicht nur auf die Ausweitung des Angebots konzentrieren würde, wäre sein Wachstumsmodell langfristig sicherlich ausgewogener.

<sup>9</sup>Der CHIPS and Science Act ist ein US-Gesetz, das seit August 2022 in Kraft ist und sich auf die Erschließung neuer Ressourcen zur Förderung der nationalen Halbleiterforschung und -produktion in den USA konzentriert.

<sup>10</sup>Der Inflation Reduction Act ist ein weiteres US-Gesetz, das seit August 2022 in Kraft ist und darauf abzielt, die Inflation durch eine mögliche Reduzierung des Haushaltsdefizits der Bundesregierung, durch Preissenkungen für verschreibungspflichtige Medikamente und durch Investitionen in die heimische Energieerzeugung bei gleichzeitiger Förderung sauberer Energien einzudämmen.

# Wirtschaft und Märkte

EZB vollzieht Zinswende, Fed hält vorerst an hohem Zinsniveau fest

## USA: US-WIRTSCHAFT VERLIERT AN SCHWUNG, ARBEITSMARKT BLEIBT ROBUST, ERSTE ZINSENKUNG LÄSST AUF SICH WARTEN

Gebremst von der restriktiven Geldpolitik der Fed verliert die US-Wirtschaft weiter an Schwung. Die zweite Schätzung für das US-Bruttoinlandsprodukt-Wachstum (BIP) im ersten Quartal wurde von 1,6 % auf 1,3 % (annualisiert) nach unten revidiert – die schwächste BIP-Zahl seit dem zweiten Quartal 2022, als die US-Wirtschaft sogar schrumpfte. Erklärt werden kann dies wesentlich mit der Korrektur des privaten Konsums (von 2,5 % auf 2,0 %). Im Schlussquartal 2023 lag der Zuwachs beim BIP (annualisiert) noch bei 3,4 %. Unterdessen übertraf der jüngste US-Arbeitsmarktbericht (für den Monat Mai) die Konsensus-Erwartungen von 180.000 neu geschaffenen Stellen (außerhalb der Landwirtschaft) mit 272.000 deutlich, nach revidiert 165.000 im April und 315.000 im März. Die Arbeitslosenrate in den USA liegt seit nunmehr 30 Wochen bei 4 % oder darunter, so lange wie zuletzt in den 1960er-Jahren.

Der Blick auf die Frühindikatoren zeigt ein eher gemischtes Bild. Der vom Institute for Supply Management (ISM) berechnete Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe sank im Mai weiter, von 49,2 auf 48,7 Punkte, und lag auch damit unter der Konsensschätzung von 49,5. Nach der langanhaltenden Schwächephase – das Stimmungsbarometer lag in 18 der letzten 19 Monate unter der Schwelle von 50, die ein Schrumpfen signalisiert – deutet sich weiterhin keine Trendwende für das verarbeitende Gewerbe an. Dabei fielen die Auftragseingänge für neue Güter so stark wie seit fast zwei Jahren nicht mehr, um 3,7 Punkte auf einen Wert von 45,4. Hingegen drehte der ISM-Index für den Dienstleistungssektor nach einem kurzen Durchhänger im April (49,4 Punkte) im Mai wieder deutlich in die Wachstumszone, auf 53,8. Damit trägt der Sektorspezifische Servicesektor weiterhin die Hoffnungen auf eine nur moderate Abschwächung der US-Wirtschaft.

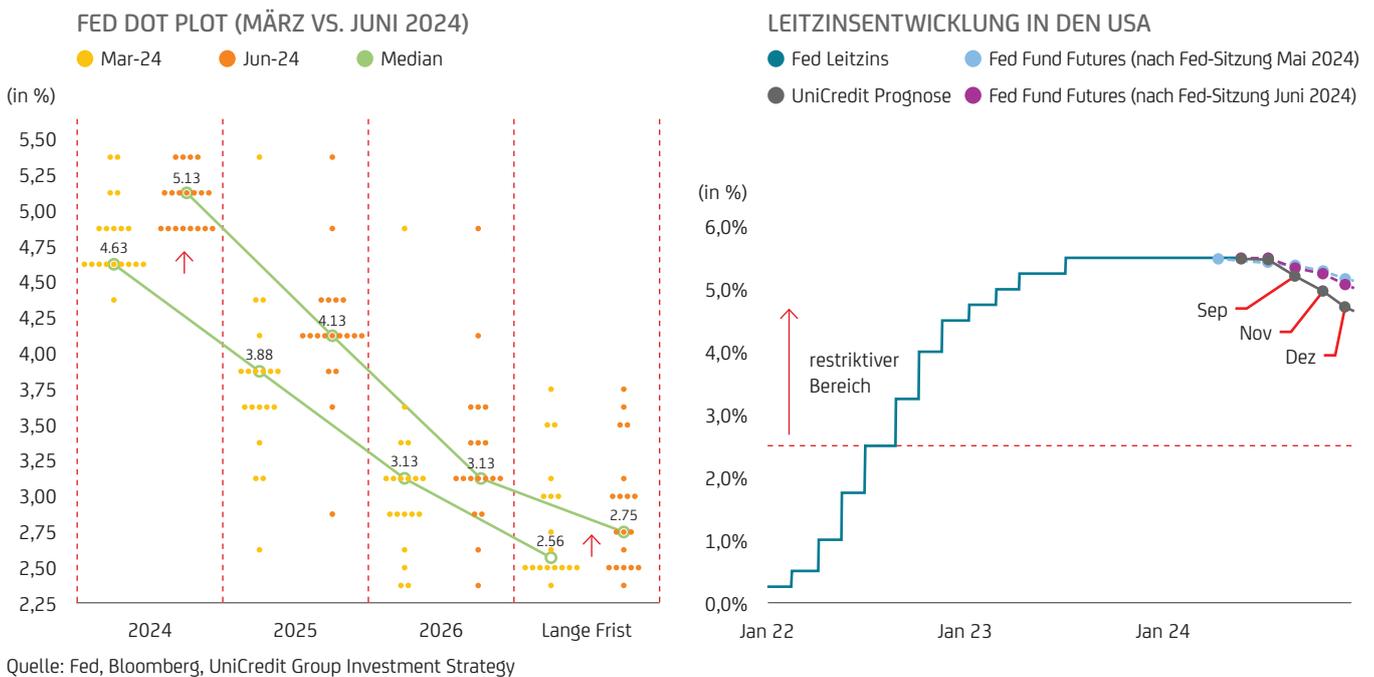
Die US-Verbraucherpreise stiegen im Mai um 3,3 % gegenüber dem Vorjahresmonat. Die Kerninflationsrate, bei der die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise ausgeklammert werden, lag im Mai bei 3,4 %, nach 3,6 % im April; Konsensus-Erwartung war 3,5 %. Damit hat sich die Geschwindigkeit des Preisauftriebs in den USA verlangsamt. Der von der Fed bevorzugte Preisindikator, der sogenannte **PCE-Deflator**<sup>11</sup>, hatte im April wie bereits im März und vom Konsensus erwartet bei 2,7 % gegenüber Vorjahresmonat verharrt; auch die PCE-Kernrate (exklusive Energie und Nahrungsmittel) war mit 2,8 % unverändert geblieben. Angesichts der Abwärtskorrekturen der BIP-Zahlen für das erste Quartal und zuletzt schwacher Einzelhandelsumsätze halten diese Daten dem geldpolitischen Rat der Fed das Fenster für Zinssenkungen in diesem Jahr offen, wobei die Verlangsamung des US-Wachstums dabei zu weiteren Fortschritten bei den Inflationsaussichten beitragen sollte.

Im Juni beließ die Fed das Zielband für den Leitzins aber erwartungsgemäß vorerst bei 5,25-5,50 %. Höhere Inflationsprognosen für dieses und nächstes Jahr widerspiegelnd, zeigt der Median des „**Dot Plot**“<sup>12</sup> nur noch eine Zinssenkung im Jahr 2024 an, statt zuvor drei (siehe Grafik 3). Der Wert für 2025 verschob sich um 25 Basispunkte (Bp) nach oben, während er für 2026 unverändert blieb. Mit anderen Worten: Die Zinssenkungen wurden verschoben, aber die Gesamtzahl blieb unverändert. In der Pressekonferenz gab der Fed-Vorsitzende Jerome Powell keine Hinweise darauf, wann die Fed den Zinssenkungszyklus einleiten wird. Die Märkte preisen aktuell zwei Zinssenkungen in diesem Jahr ein (siehe Grafik 3). Wir erwarten weiterhin eine erste Zinssenkung im September und insgesamt drei Zinssenkungen in diesem Jahr, da wir davon ausgehen, dass Wirtschaftstätigkeit und Inflation schwächer ausfallen könnten als von der Fed erwartet. Das Risiko, dass der Umfang der Zinssenkungen 2024 insgesamt kleiner ausfallen könnte, hat aber deutlich zugenommen.

<sup>11</sup>Der PCE-Deflator ist ein alternativer Indikator zur Messung der Inflation in den USA, der auf Daten über die persönlichen Konsumausgaben beruht (Personal Consumption Expenditures) und damit eine größere Stichprobe umfasst als der Warenkorb, der der Verbraucherpreisindex zugrunde liegt.

<sup>12</sup>Das Dot Plot zeigt, wo jedes FOMC-Mitglied die Zinssätze am Ende des laufenden Jahres, in zwei oder drei (je nach Jahreszeit) aufeinanderfolgenden Jahren und auf längere Sicht sehen wird. Jeder „Punkt“ steht für die individuelle Ansicht eines Mitglieds.

### 3. FED BLEIBT ABWARTEND, AKTUALISIERTER DOT PLOT SIGNALISIERT WEITERHIN RESTRIKTIVE HALTUNG



### EURORAUM: WACHSTUM KOMMT IN GANG, EZB SENKT ERSTMALS SEIT FAST FÜNF JAHREN DIE ZINSEN, AUSBLICK BLEIBT VAGE

Nachdem die Wirtschaft des Euroraums im vergangenen Jahr stagnierte, war das Wachstum zu Beginn dieses Jahres stärker als erwartet. Mit einer Arbeitslosenquote, die im April auf einen Tiefstwert von 6,4 % gefallen ist, verzeichnen die Arbeitsmärkte in den Mitgliedstaaten weiter hohe Beschäftigungsquoten und zeigen sich stabil, während die Kaufkraft der Verbraucher wieder zulegt. Die sich abzeichnende allmähliche Erholung der Wirtschaftstätigkeit dürfte sich im weiteren Jahresverlauf fortsetzen. Zwar ist der Wachstumsunterschied zwischen den USA und Europa nach wie vor beträchtlich, aber er schrumpft. Positive Sondereffekte für das Wachstum in Frankreich könnten im dritten Quartal die Olympischen Spiele in Paris darstellen, und die Fußball-Europameisterschaft könnte im besten Fall als Katalysator für das deutsche BIP-Wachstum wirken.

Auch die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Erholung des BIP-Wachstums im zweiten Quartal anhalten sollte. Der (aus dem Dienstleistungssektor und dem verarbeitenden Gewerbe) zusammengesetzte Einkaufsmanagerindex (PMI) stieg im Mai auf 52,2, von 51,7 im April. Er lag damit leicht über dem Konsens. Der Dienstleistungssektor bleibt dabei trotz Stagnation die wichtigste Triebfeder (53,2 Punkte, nach 53,3 im April). Gleichzeitig scheint der Abschwung im verarbeitenden Gewerbe auszulaufen, so dass auch die Industrie bald wieder zum Wachstum beitragen könnte: Der PMI für das verarbeitende Gewerbe legte im Mai leicht zu, auf 47,3 nach 45,7 im April.

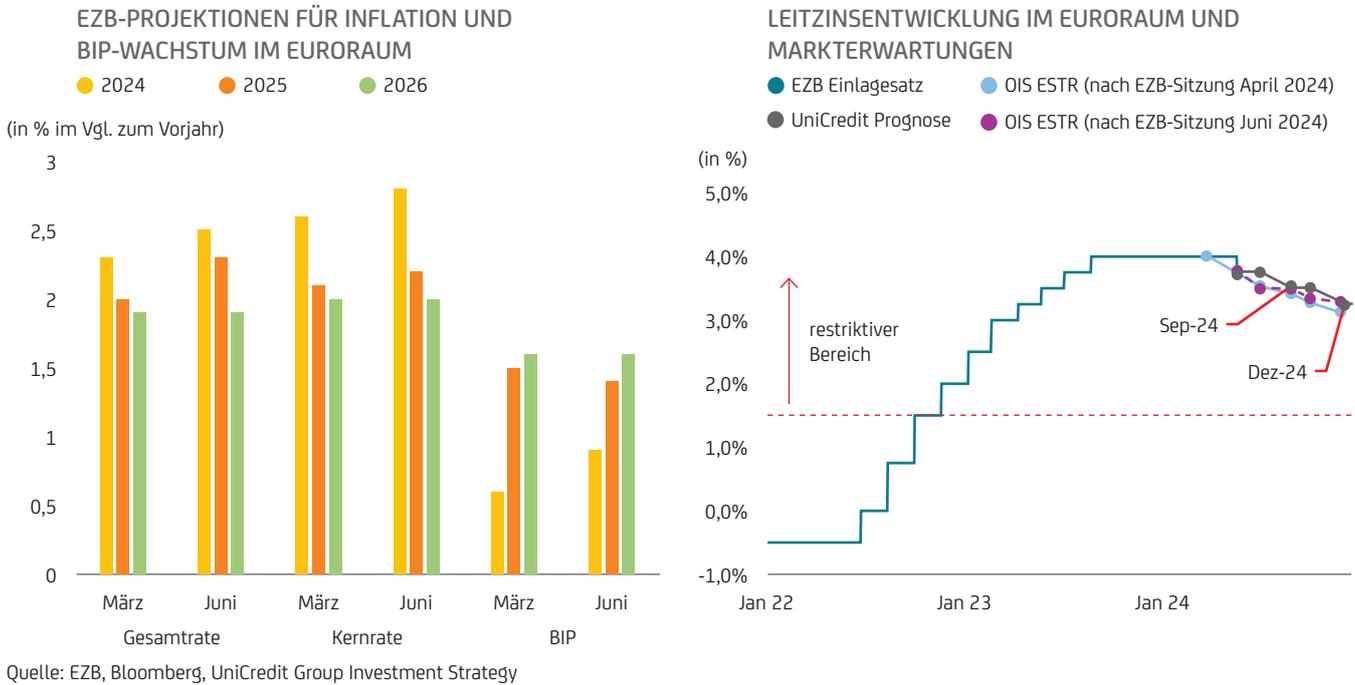
Unterdessen bleibt der Disinflationpfad holprig. Die Verbraucherpreise im Euroraum legten im Mai – erstmals in diesem Jahr – wieder zu, auf 2,6 % im Jahresvergleich, nachdem sie im April noch bei 2,4 % verharrt hatten. Der Konsens hatte mit einem leichten Anziehen (auf 2,5 %) gerechnet. Nicht nur die allgemeine Teuerung, auch die Kerninflation stieg im Mai um 0,2 Prozentpunkte (Pp) auf 2,9 %. Preistreiber bleiben die überdurchschnittlich steigenden Löhne im Dienstleistungssektor. In Deutschland, wo die harmonisierte Jahresrate deutlich von 2,4 % auf 2,8 % zulegte, machten sich **Basiseffekte**<sup>13</sup> bemerkbar. Insgesamt dürfte es noch einige Zeit dauern, bis die Euroraum-Inflation unter das EZB-Ziel von 2 % fällt, aber das grundsätzliche Bild bleibt intakt. Geopolitische Entwicklungen bleiben ein Risikofaktor.

Die EZB vollzog auf ihrer Sitzung Anfang Juni die erwartete Kurswende und senkte erstmals seit fast fünf Jahren die Zinsen, ließ aber bewusst offen, wann es zu weiteren Zinsschritten kommen könnte. Der Einlagensatz liegt nun bei 3,75 %, nach 4,00 % zuvor. Mit Blick auf das Wirtschaftswachstum zeigte sich die EZB auf kurze Sicht etwas optimistischer als im März (siehe Grafik 4). Dass sie ihre Inflationsprognosen für das laufende Jahr an hob (siehe Grafik 4), mag mancher Marktteilnehmer dahingehend deuten, dass die Zinsen in den kommenden Monaten stabil bleiben. Allerdings betonte EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die Zuversicht, dass sich das Lohnwachstum verlangsamt und die Inflation mittelfristig in Richtung 2 % sinke, habe zugenommen.

<sup>13</sup>Die Einführung des 49-Euro-Tickets im Mai vergangenen Jahres hat die Rate in den vergangenen zwölf Monaten gedämpft; dieser Effekt lief nun aus.

Ein datenabhängiges Vorgehen bleibt das Mantra. An den Märkten waren für mögliche (weitere) Zinsschritte nach unten zuletzt die Sitzungen im September und Dezember in den Blick gerückt, wenn dem EZB-Rat jeweils neue Konjunktur- und Inflationsprognosen vorliegen. Sie preisen nun ein bis zwei weitere Zinssenkungen in diesem Jahr ein (siehe Grafik 4). Ähnlich wie der Konsens gehen wir von zwei weiteren 25-Basispunkten-Schritten (BP) in der zweiten Jahreshälfte aus, im September und Dezember.

#### 4. EZB HEBT INFLATIONS-PROGNOSE FÜR 2024 UND 2025 LEICHT AN, SENKT ABER ERSTMALS SEIT 2019 LEITZINSEN



#### FINANZMÄRKTE: DIESES JAHR KEIN „SELL IN MAY AND GO AWAY“, (GEO)POLITISCHE FAKTOREN BELASTEN EUROPÄISCHE MÄRKTE

Der Mai war für die Aktienmärkte zunächst ein erfreulicher Monat, allerdings reagierten sie gegen Ende des Monats empfindlich auf geldpolitische Signale sowie, damit verbunden, schwankende Zinserwartungen und gaben leicht nach. Die erste Junihälfte war geprägt von den erwartungsgemäß verlaufenden Sitzungen von EZB und Fed sowie erfreulichen Inflationsdaten aus den USA, die insbesondere an den dortigen Märkten für deutlichen Rückenwind sorgten. Im Nachgang der Wahl des Europäischen Parlaments rutschten die europäischen Aktienmärkte hingegen ab, weil Frankreichs Präsident Emmanuel Macron als Reaktion auf die klare Wahlniederlage seiner Partei die französische Nationalversammlung auflöste und vorgezogene Neuwahlen ankündigte (siehe auch Teil „Im Dialog“). Zudem belastete die Entscheidung der EU-Kommission, bestimmte Zölle auf Importe aus China weiter anzuheben, und die Sorge um weitere Vergeltungsschritte Chinas exportorientierte europäische Aktienwerte (siehe auch Teil „Im Fokus“). Unter dem Strich steht im Berichtszeitraum (1. Mai bis 14. Juni) ein deutliches Plus für die breiten Aktienmärkte in den USA; die europäischen Märkte hingegen mussten ihre vorherigen Gewinne angesichts der genannten geopolitischen Entwicklungen in weiten Teilen wieder abgeben ([siehe Tabelle](#)).

Auch für die Rentenmärkte bleiben die Inflationsentwicklung bzw. die Erwartungen der Märkte bezüglich der geldpolitischen Entscheidungen der großen westlichen Zentralbanken der richtunggebende Faktor. Insbesondere die schwächer als erwartet ausgefallenen US-Inflationsdaten sorgten im Juni für einen starken Rückgang der US-Treasury-Renditen (Staatsanleihen), auch der neue „hawkischere“<sup>14</sup> Dot Plot der FOMC-Teilnehmer bremste kaum. Vergleichen mit Anfang Mai fiel die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen deutlich und betrug zum Ende des Berichtszeitraums (d.h. per 14. Juni, [siehe Tabelle](#)) rund 4,2 %. 10-jährige Bunds folgten diesem positiven Trend im Großen und Ganzen; ihre Rendite stand zuletzt bei 2,36 % ([siehe Tabelle](#)). Unterdessen ließen in Frankreich die Sorgen vor politischer Instabilität den Renditeaufschlag zehnjähriger französischer Papiere gegenüber deutschen auf den höchsten Stand seit 2017 steigen.

<sup>14</sup>Wenn die Fed eine hawkische Haltung einnimmt, bedeutet dies, dass sie der Inflationsbekämpfung Vorrang vor der Förderung des Wirtschaftswachstums einräumt.

Der Ölpreis fiel Anfang Juni auf den niedrigsten Stand seit fast vier Monaten. Das Nachfragewachstum, auf das ein Großteil des Preisanstiegs in diesem Jahr zurückzuführen war, verlangsamte sich, und die Risikoprämie für den Nahost-Konflikt hat sich größtenteils verflüchtigt. Zudem bestätigte die OPEC+ (Länder der Organisation erdölexportierender Länder plus Russland), dass die

**Produktion**<sup>15</sup> bis Ende 2025 auf 39 Millionen Barrel pro Tag (mb/d) begrenzt bleibt. Nach der Veröffentlichung wichtiger US-Konjunkturdaten und der Ankündigung der OPEC, grundsätzlich an ihrem positiven Ausblick für die globale Ölnachfrage festzuhalten, konnte der Ölpreis jedoch einen Teil der vorangegangenen Verluste wieder wettmachen. Aktuell notiert das Barrel der Sorte Brent leicht unter dem Niveau von Anfang Mai, bei rund 83 US-Dollar (Stand 14. Juni, [siehe Tabelle](#)). Die Feinunze Gold pendelte im Berichtszeitraum (1. Mai bis 14. Juni) zwischen einem Preis von 2.300 und 2.400 US-Dollar; nur kurzzeitig lag der Goldpreis Mitte Mai kurz darüber. Die Feinunze notiert aktuell bei 2.333 US-Dollar (Stand 14. Juni, [siehe Tabelle](#)). In diesem Umfeld konnte der EUR-USD-Kurs im Mai zunächst zulegen, bevor er in der ersten Junihälfte wieder nachgab. Er notiert aktuell bei rund 1,07 (Stand 14. Juni, [siehe Tabelle](#)).

<sup>15</sup>Zusätzliche freiwillige Drosselungen von etwa 2 mb/d bleiben bis zum dritten Quartal dieses Jahres in Kraft und werden für acht Länder ab Oktober schrittweise abgebaut, während die freiwilligen Drosselungen seitens Saudi-Arabien und Russland über Oktober hinaus bestehen bleiben.

# Unsere Anlagestrategie

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

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

<sup>2</sup>Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

<sup>3</sup>mit guter Bonität (Investment Grade)

Für das Jahr 2024 wird ein Wachstum des globalen Bruttoinlandsprodukts von rund 3 % vorausgesagt. Die US-Wirtschaft kühlt zwar ab, aber das Risiko einer harten Landung scheint weiterhin gering. Die Wachstumsaussichten in der Eurozone hellen sich unterdessen auf. Die Erholung in China, wo der Konsum weiterhin durch die Immobilienkrise belastet wird, scheint in Gang gekommen, bleibt allerdings weniger dynamisch als erhofft. Darüber hinaus sind die großen westlichen Zentralbanken auf einen vorsichtigen und pragmatischen Weg der geldpolitischen Lockerung eingeschwenkt (EZB) bzw. dürften dies im weiteren Jahresverlauf tun (Fed). Da die Inflation im Dienstleistungssektor beiderseits des Atlantiks hartnäckig bleibt, könnte sich der Zinssenkungszyklus aber als holprig erweisen.

In diesem Umfeld hat das Investment Committee der UniCredit Group die aktuelle globale Portfolio-Asset-Allokation bestätigt. Wir behalten den strategischen Fokus auf "hochwertige Anleihen" wie Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen (gute Bonität) und Euro-Staatsanleihen bei. Ebenso bleibt unsere neutrale Positionierung gegenüber Aktien unverändert, mit einer Präferenz für Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht und überlegener **Cashflow-Generierung**<sup>16</sup>.

<sup>16</sup>Der Cashflow ist wie der Gewinn eine Finanzkennzahl, die Aufschluss über die Profitabilität eines Unternehmens gibt.

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## AKTIEN

### AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Das Umfeld für die globalen Aktienmärkte zeigt sich seit Jahresbeginn freundlich, und sowohl die jüngsten Konjunkturdaten als auch die Quartalsberichterstattung für das erste Quartal 2024 haben zuletzt überwiegend positiv überrascht. Die US-Wirtschaft bleibt trotz Abkühlungstendenzen robust, und es zeichnet sich immer deutlicher ab, dass auch die europäische Wirtschaft die Talsohle durchschritten hat. Die Gewinnerwartungen sind entsprechend konstruktiv. Zudem stützt weiterhin die Aussicht auf einer weniger restriktive Geldpolitik. Hohe Bewertungen in manchen Bereichen, geopolitische Risiken und die Unsicherheit bezüglich des Beginns (nur USA) bzw. Umfangs des erwarteten Zinssenkungszyklus der großen westlichen Zentralbanken bleiben nicht unwesentliche Risiken. Wir behalten eine neutrale Gewichtung für globale Aktien bei.

### AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Die zuletzt freundlicheren, häufig über den Erwartungen liegenden makroökonomischen Daten deuten darauf hin, dass die europäische Wirtschaft an Schwung gewinnt. Der Arbeitsmarkt im Euroraum bleibt solide, und die abkühlende Inflation stützt die Realeinkommen. Das starke Abschneiden der rechtsgerichteten Parteien bei den EU-Wahlen könnte die EU-Integration allerdings bremsen und die europäischen Märkte belasten. Die weiterhin 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-AKTIEN: NEUTRAL

Das robuste makroökonomische Umfeld in den USA ist positiv für US-Aktien, auch wenn jüngere Makro-Daten erkennen lassen, dass sich das Wachstum verlangsamt. Angesichts der weiterhin hartnäckigen Inflation besteht nach wie vor Unsicherheit über den Zeitpunkt des Beginns und den Umfang des zu erwartenden Zinssenkungszyklus durch die Fed. Die Bewertungen von US-Aktien bleiben vergleichsweise hoch, und der S&P 500 Aktienindex weist eine außergewöhnlich hohe Marktkonzentration auf (Nvidia allein ist für mehr als ein Drittel der Renditen des S&P 500 seit Jahresbeginn verantwortlich). Insgesamt behalten wir eine neutrale Gewichtung bei.

### SCHWELLENLÄNDER-AKTIEN: NEUTRAL

In Asien bleiben wir bei chinesischen Aktien strategisch zurückhaltend. Dort wird die (einigermaßen schleppende) Erholung von den Exporten getragen. Die recht günstigen Bewertungen könnten jedoch für eine begrenzte taktische Aufholjagd angesichts fiskalischer und geldpolitischer Stimulus-Maßnahmen sprechen. Taiwan-Aktien wiederum werden durch den Boom im Halbleitersktor unterstützt. In Lateinamerika könnte die vorsichtige Haltung der Fed den Umfang der zu erwartenden Zinssenkungen in Brasilien begrenzen (denn die Zinsdifferenz muss groß genug sein, um das zusätzliche Schwellenländer-Risiko für globale Investoren zu kompensieren). Insgesamt erscheinen die Bewertun-

gen von Schwellenländer-Aktien aber vergleichsweise günstig. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung, wobei ein selektives Vorgehen nach Ländern und Sektoren bei Schwellenländern unabdingbar bleibt.

### ASIEN-PAZIFIK-AKTIEN (ENTWICKELTE MÄRKTE): ÜBERGEWICHTEN

Das solide Lohnwachstum bleibt ein stützender Faktor für japanische Aktien. Auch dass die Bank of Japan (BoJ) die Ära der negativen Zinssätze beendete und die Politik zur Steuerung der Renditekurve aufgab, wurde von den Märkten überwiegend positiv aufgenommen. Der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse ermutigen darüber hinaus zu umfangreichen Aktienrückkäufen. Sowohl die Anzahl als auch das damit verbundene Volumen der Aktienrückkäufe, die im Rahmen der Jahresberichterstattung angekündigt wurden, sind auf dem höchsten Niveau seit 2009. Die Bewertungen erscheinen trotz der jüngsten Performance nicht teuer. Da Japan Lebensmittel und Energie in großem Umfang importiert, könnte sich eine dauerhafte Schwäche des Yen allerdings auf die Inflation auswirken – und damit auch auf die Geldpolitik der BoJ. Deutlichere Zinsanhebungen als erwartet dürften Gegenwind für japanische Aktien bedeuten. 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 weiter abkühlenden Inflation (die jedoch mit einer gewissen Unsicherheit hinsichtlich der Konvergenz der Inflation in Richtung des 2-Prozent-Ziels der Zentralbanken behaftet ist, vor allem aufgrund der anhaltend hartnäckigen Teuerung im Dienstleistungssektor), halten wir unseren Qualitätsfokus bei der Selektion von Anleihen wie Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen und -Staatsanleihen weiterhin für angemessen. Staatsanleihen mit langer Laufzeit könnten im Falle einer deutlichen Konjunkturabschwächung (die allerdings nicht unser Basis-Szenario ist) eine wichtige Rolle bei der "Makro-Absicherung" spielen. Sollten der Rückgang der Inflation ins Stocken geraten oder der Preisauftrieb wieder zunehmen, könnte dies Anleihen belasten. Wir behalten unser Übergewicht auf Renten bei.

### EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Nachdem die EZB die Zinswende vollzogen hat, behalten wir vor dem Hintergrund der abkühlenden Inflation und in Erwartung weiterer Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte unsere konstruktive Sichtweise auf diese Anlageklasse bei. Trotz der jüngsten ermutigenden Daten kann allerdings nicht gänzlich ausgeschlossen werden, dass die Inflation hartnäckig bleibt und damit auch die Zinsen länger als allgemein erwartet auf einem höheren Niveau bleiben (Risikoszenario). Unsere neutrale Gewichtung für diese Anlageklasse bleibt daher unverändert.

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

Die sich weiterhin robust präsentierende US-Wirtschaft stützt Nicht-EWU-Staatsanleihen, auch wenn Abkühlungstendenzen in der US-Wirtschaft zuletzt sichtbar geworden sind. Das Risiko, dass die Fed ihren Lockerungszyklus später beginnen könnte und der Umfang der Zinssenkungen weniger umfangreich werden könnte als erwartet, besteht trotz zuletzt positiv überraschender Inflationsdaten (niedriger als erwartet) fort. Wir bleiben bei einer neutralen Gewichtung dieser Anlageklasse.

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

Die Kreditaufschläge von Euro-Unternehmensanleihen, die nach wie vor von der Widerstandsfähigkeit des Wirtschaftszyklus und der anhaltenden Suche der Anleger nach Rendite unterstützt werden, sind trotz der jüngsten Entwicklungen in Frankreich auf einem historisch niedrigen Niveau. Insgesamt sollten die Fundamentaldaten der IG-Unternehmen dank gesunder Bilanzen, über den Erwartungen liegender Gewinne, hoher Kassenbestände und eines im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt niedrigen Verschuldungsgrads aber robust bleiben. Im Falle eines spürbaren wirtschaftlichen Abschwungs könnten die Ausfallraten steigen, womit Kursverluste einhergehen könnten (Risikoszenario). Wir behalten unser Übergewicht für diese Anlageklasse bei.

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

Die Kreditaufschläge von hochverzinslichen Unternehmensanleihen (HY), insbesondere solche von Unternehmen mit geringer Bonität, 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 unverändert 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. Entsprechend setzen wir weiterhin auf eine neutrale Gewichtung.

## **SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN**

Auch Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung bieten eine interessante Carry. Es gibt Spielraum für Zinssenkungen, wovon diese Anlageklasse profitieren könnte. Zudem scheinen die Währungen der Schwellenländer unterbewertet und dürften wieder an Boden gewinnen, wenn die Fed beginnt, die Zinsen zu senken. Kurzfristig könnten Schwellenländer-Anleihen allerdings durch

eine abwartende Haltung der Fed und einen stärkeren US-Dollar belastet werden. Weiterhin gilt 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: UNTERGEWICHTEN**

Cash bietet grundsätzlich interessante Renditen, aber wir präferieren Anlagen in renditestärkere festverzinsliche Anlageklassen wie Euro-Unternehmensanleihen mit guter Bonität, da wir weiterhin erwarten, dass die Zinsen in den USA bzw. im Euroraum (weiter) sinken werden. Wir haben ein Untergewicht in diesem Anlagesegment.

## **ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL**

Alternative Anlagen bieten weiterhin Diversifikationspotenzial für das Portfolio. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente der Inflationsabsicherung. Wir behalten eine neutrale Gewichtung für alternative Anlagen bei.

## **ROHSTOFFE: NEUTRAL**

Niedrige Ölbestände, Produktionskürzungen der OPEC+ (die großen ölproduzierenden Länder und Russland, insgesamt 23 Staaten), geopolitische Spannungen und ein höheres Wirtschaftswachstum stützen die Ölpreise. Die OPEC+ hat ihre Vereinbarung über Mengenkürzungen (insgesamt ca 3,6 Mio. Barrel pro Tag) zwar bis Ende 2025 verlängert. Allerdings werden 8 Mitgliedsstaaten, die im November 2023 freiwillige Kürzungen um 2,2 Mio Barrel pro Tag vereinbart hatten, diese ab Oktober 2024 voraussichtlich stufenweise auslaufen lassen. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung in dieser Anlageklasse.

## **GOLD: NEUTRAL**

Gold profitiert weiterhin von verstärkten Zentralbankkäufen – insbesondere durch die chinesische Zentralbank (People's Bank of China), nachdem USA und EU beschlossen haben, die Währungsreserven der russischen Zentralbank einzufrieren. Auch die Erwartung niedrigerer Zinsen und geopolitische Unsicherheiten bleiben stützende Faktoren. Wir behalten eine neutrale Gewichtung bei.

## **WÄHRUNGEN**

### **EUR-USD**

Das weiterhin robuste (und im Vergleich zu anderen Regionen wie dem Euroraum gegenüber stärkere) US-Wachstum und eine geduldige Fed, die angesichts der in Teilen weiter hartnäckigen Inflation nach wie vor eine abwartende Haltung einnimmt, dürften den US-Dollar auch in den kommenden Monaten unterstützen.



# Im Dialog

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

## Italien

### **BESTEHT DIE GEFAHR EINER ZWEITEN „EURO-SCHULDENKRISE“?**

Die Ergebnisse der jüngsten Wahlen zum Europäischen Parlament und die Entscheidung des französischen Präsidenten Emmanuel Macron, vorgezogene Neuwahlen auszurufen, hatten erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte des Euroraums. Der Abstand zwischen den Renditen 10-jähriger französischer Staatsanleihen und den entsprechenden deutschen Bunds liegt derzeit bei rund 80 Basispunkten (Bp), gegenüber 50 Bp Ende Mai. Auch der Renditeabstand italienischer Staatsanleihen hat sich gegenüber Bundesanleihen im gleichen Zeitraum von 130 Bp auf 160 Bp erhöht. Dies sind signifikante Bewegungen, die an bestimmte schwierige historische Phasen für die Schulden der so genannten Peripherieländer des Euroraums erinnern — insbesondere an den Zeitraum, der als Schuldenkrise des Euroraums bekannt ist und sich zwischen 2010 und 2012 abspielte. Obwohl die Unsicherheit und Volatilität bis zu den Neuwahlen in Frankreich anhalten dürfte, sind wir aber nicht der Meinung, dass wir uns in der Nähe einer Krise befinden, die eine grundlegende Überprüfung des strategischen Ansatzes unserer Anlageportfolios erfordern würde.

Ein Blick auf das makroökonomische Umfeld lässt erkennen, dass die Ereignisse des Zeitraums 2010-12 in erster Linie eine Folge der angespannten öffentlichen Finanzen der am höchsten verschuldeten Länder des Euroraums nach der weltweiten Rezession von 2008-09 waren. Der Höhepunkt der Krise wurde damals mit der Umstrukturierung der griechischen Schulden erreicht. Systematisch betrachtet hat die Corona-Pandemie zwar zu einem Anstieg der durchschnittlichen Staatsverschuldung in Europa geführt — im Großen und Ganzen aber gleichmäßig verteilt unter den europäischen Ländern. Daher sehen wir keine Probleme einer relativen Verschlechterung oder einzelnen Länder, deren finanzielle Lage deutlich angespannter als die anderer ist. Darüber hinaus haben die Gesundheitskrise und der Krieg in der Ukraine dazu geführt, dass wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Unterstützung von Unternehmen und Verbrauchern auf Kosten der öffentlichen Haushalte im Wesentlichen akzeptabel und fast schon notwendig erscheint. EU und EZB haben im Laufe der Jahre zudem die Überwachungs-, Unterstützungs- und Interventionsmechanismen verfeinert, um Risiken eines übermäßigen Anstiegs der Finanzierungskosten einzelner Mitgliedsstaaten einzudämmen. Ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen damals und heute besteht darin, dass das europäische Finanzsystem und insbesondere die Banken heute deutlich stabiler sind und über eine erhebliche Kapitalausstattung verfügen, um Stressphasen zu bewältigen.

Die Ausweitung der Risikoaufschläge (Spreads) zwischen Deutschland und anderen Ländern wie Frankreich ist im Wesentlichen auf einen erheblichen Rückgang der Bund-Renditen zurückzuführen, die teilweise von ihrer Rolle als sicherer Hafen profitierten. Gleichzeitig war eine ähnliche Abwärtsbewegung bei den Renditen von US-Staatsanleihen zu beobachten. Erneut haben Anleger und Investoren ihre Erwartungen bezüglich des Beginns und Umfang möglicher Zinssenkungen seitens der Fed nach deren letzter Sitzung im Lichte der jüngsten Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten angepasst.

Auch die klare Ausrichtung der EZB-Politik stimmt uns positiv: Nach der ersten Senkung im Juni erwarten wir im zweiten Halbjahr zwei weitere Zinssenkungen, eine pro Quartal, so dass der Einlagensatz Ende des Jahres bei 3,25 % liegen dürfte. Die restriktivste Phase der Geldpolitik scheint also hinter uns zu liegen, sowohl was die Höhe der Finanzierungskosten als auch was die quantitative Straffung, d.h. die Reduzierung der Zentralbankbilanz, betrifft.

Mit Blick auf die Portfoliokonstruktion ist der Großteil unseres Anleiheportfolios in Instrumente investiert, die in Bezug auf Liquidität und Bonität von hoher Qualität sind: Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating. Daher werden die Auswirkungen der jüngsten Spread-Ausweitung durch unsere Allokation in deutsche Staatsanleihen und Unternehmensanleihen abgemildert, die dank ihres Carry (Differenz zwischen dem Ertrag aus dem Halten der Kassaposition und den Refinanzierungskosten am Geldmarkt) ungünstige Bewegungen in anderen Bestandteilen des Portfolios auffangen können. Wichtig ist auch, an unseren globalen Ansatz bei Aktienanlagen zu erinnern und damit an einen weiteren Faktor, der als Absicherung gegenüber politischen Risiken in Europa dienen kann: Die natürliche Präsenz des US-Dollars als Ergebnis unserer Positionen in US-Anlagen. Zuletzt war eine Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro zu beobachten, die dazu beigetragen hat, den Gesamtwert unserer Portfolios zu erhalten. Zusammenfassend kann man feststellen, dass wir, auch wenn sich die politische Unsicherheit in Europa infolge der jüngsten Ereignisse erhöht hat, bestens gerüstet sind für jegliche Phasen, in denen die Märkte von erhöhter Volatilität geprägt sind.

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

### **WELCHE FOLGEN HAT DIE VERURTEILUNG VON DONALD TRUMP MIT BLICK AUF DIE US-PRÄSIDENTSCHAFTSWAHL?**

Donald Trump ist der erste ehemalige US-Präsident, der jemals wegen eines Verbrechens verurteilt wurde. Der Vorsitzende Richter, Juan Merchan, steht nun vor der beispiellosen Aufgabe, das Strafausmaß für Trump zu verkünden. Am 11. Juli – vier Tage vor dem republikanischen Nationalkonvent – wird der Richter zwischen Gefängnis, Bewährung oder einer bedingungslosen Entlassung, also gar keiner Strafe, entscheiden. Es besteht die Möglichkeit einer Gefängnisstrafe, aber als Ersttäter ist es unwahrscheinlich, dass Trump tatsächlich inhaftiert wird. Letzterer kann auch Berufung einlegen, wo das Verfahren Monate oder Jahre dauern könnte.

Trump sieht sich drei weiteren Strafverfolgungen gegenüber: Zwei wegen seiner angeblichen Bemühungen, den Wahlsieg von Präsident Joe Biden im Jahr 2020 zu kippen, und eine wegen des Vorwurfs, er habe nach seinem Verlassen des Weißen Hauses illegal geheime Dokumente aufbewahrt. Trump konnte die drei anderen Strafverfahren, mit denen er konfrontiert ist, erfolgreich verzögern. Keines dieser drei Verfahren wird vor dem Wahltag im November verhandelt werden. Wenn er gewählt wird, wird Trump der erste verurteilte Straftäter sein, der Oberbefehlshaber der USA wird. Trump kann jedoch trotzdem für das Präsidentenamt kandidieren. Nichts in der US-Verfassung verbietet einem verurteilten Kriminellen, ein Amt zu bekleiden. Sollte Trump wiedergewählt werden, könnte er sich nicht selbst begnadigen.

Die Märkte scheinen vom jüngsten Urteil nicht direkt beeinflusst zu werden. Nur die Aktien von Trumps Social-Media-Unternehmen fielen nach dem Schuldspruch deutlich, erholten sich aber wieder leicht. Andere Marktbewegungen lassen sich nur schwer mit dem Urteil in Verbindung bringen. Die Marktteilnehmer denken, es sei noch zu früh, um zu beurteilen, wie sich weitere Gerichtsentscheidungen auf die Märkte auswirken würden. Die aktuelle Verurteilung bedeutet nicht unbedingt, dass Trumps Chancen auf einen Sieg im November gesunken sind. Und ein volatiles politisches Umfeld überträgt sich manchmal auf die Märkte. Wir müssen auch bedenken, dass die Familie Biden ebenfalls mit Rechtsstreitigkeiten konfrontiert ist. Hunter Biden, der Sohn des US-Präsidenten, steht vor Gericht, weil er beim Kauf einer Pistole über seinen Drogenkonsum gelogen haben soll. Eine Umfrage von Mitte Mai ergab, dass 46 % der registrierten Wähler meinen, der Präsident habe in Bezug auf seinen Sohn etwas Illegales getan. Das ist nicht viel weniger als die 54 %, die dasselbe über Herrn Trump im Manhattan-Fall sagten. Das Trump-Wahlkampfteam gab bekannt, es habe in den 24 Stunden nach dem Urteil fast 53 Mio. US-Dollar an Spenden gesammelt. Davon waren mehr als ein Drittel Erstspender. Dies deutet darauf hin, dass die Unterstützung für Donald Trump nicht abgenommen hat.

Darüber hinaus konnte er auch einige bekannte Namen als Unterstützer gewinnen. So gab es beispielsweise Meldungen, dass der Hedgefonds-Milliardär Bill Ackman dazu neigt, Donald Trump bei den US-Wahlen zu unterstützen. Alles in allem scheint es also zu früh, um eine Schlussfolgerung darüber zu ziehen, was Trumps Verurteilung für die Wahl bedeuten wird. Welchen Einfluss Wahlen auf die Finanzmärkte haben, ist generell umstritten. Das allgemein akzeptierte Argument aus dem Jahr 2016, dass ein Sieg Donald Trumps US-Aktien belasten würde, erwies sich als falsch. Steigende politische Unsicherheit könnte allerdings zu erhöhter Volatilität an den Aktienmärkten führen.

## Deutschland

### WIE BEWERTEN SIE DEN AUSGANG DER WAHL DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS?

Nach dem recht klaren Sieg des Mitte-Rechts-Bündnisses der Europäischen Volkspartei mit der deutschen Spitzenkandidatin Ursula von der Leyen bei der Wahl des Europäischen Parlaments kann die 65-Jährige auf eine weitere Amtszeit als Präsidentin der EU-Kommission hoffen. Gleichzeitig konnte sich die politische Mitte bei der Wahl behaupten: Die gemäßigten, pro-europäischen Parteien, zu denen neben der Europäischen Volkspartei unter anderem auch die Sozialdemokraten, die Grünen und die Liberalen gehören, verfügen weiterhin über eine deutliche Mehrheit im Europäischen Parlament (auch wenn sie verglichen mit 2019 kleiner geworden ist). Das sind zunächst einmal gute Nachrichten. Insgesamt dürfte das Wahlergebnis keine fundamentalen Umwälzungen nach sich ziehen, auch wenn das eher schwache Abschneiden der Grünen reflektiert, dass das Thema Sicherheit dem Klimaschutz angesichts der tektonischen Verschiebungen der letzten Jahre bei dieser Wahl offenbar (vorübergehend) den Rang abgelaufen hat.

Sorge macht, dass im Europäischen Parlament künftig mehr Abgeordnete aus rechten Parteien sitzen. Auch in den beiden größten Mitgliedsstaaten der Europäischen Union, Frankreich und Deutschland, erhielten zwei euroskeptische, rechtsnationale Parteien – Marine Le Pen's Rassemblement National und die Alternative für Deutschland – die meisten Stimmen. Der Blick richtet sich insbesondere nach Frankreich, wo Präsident Emmanuel Macron unmittelbar nach der Wahl die französische Nationalversammlung auflöste und überraschend Neuwahlen ankündigte, in zwei Wahlgängen am 30. Juni und 7. Juli. Nachdem Frankreichs Regierungsbündnis in der Nationalversammlung bereits seit knapp zwei Jahren keine absolute Mehrheit mehr besitzt, könnte Macron im ungünstigsten Fall gezwungen sein, die letzten drei Jahre seiner Präsidentschaft in „**Kohabitation**“<sup>17</sup> mit einer von Le Pen dominierten Legislative zu verbringen, was seinen Einfluss auf innenpolitische Angelegenheiten wohl deutlich einschränken würde.

Damit fällt die Neuwahl in Frankreich zusammen mit jener in Großbritannien, wo nahezu alle Umfragen Regierungschef Rishi Sunak und seinen Tories für Anfang Juli eine deutliche Wahlniederlage vorhersagen. Europa erlebt in politischer Hinsicht also unruhige Zeiten. Das dürfte sich auch an den Finanzmärkten bemerkbar machen. Die europäischen Aktienmärkte zeigten sich durch den Ausgang der EU-Wahl zunächst belastet, mutmaßlich eine Folge der Unsicherheit bezüglich des finanzpolitischen Kurses in Frankreich und einer möglichen Schwächung der deutsch-französischen Achse. Während ein abschließendes Urteil, welche Implikationen das Wahlergebnis mittelfristig für die Finanzmärkte haben könnte, verfrüht erscheint, sind Anleger und Investoren in erster Linie an (politischer) Stabilität interessiert. Umso mehr sehen wir sie gut beraten, sich nicht von kurzfristigen Verwerfungen beunruhigen zu lassen und an ihren mittel- bis langfristigen Planungen festzuhalten. Bei allen politischen Volten ist es vor allem die umfassende Analyse der makroökonomischen Rahmenbedingungen und der Marktfundamentaldaten, die unserer Einschätzung nach fundierte und langfristig erfolgversprechende Anlageentscheidungen möglich macht. Dabei bleibt eine angemessene Diversifikation des Portfolios ein zentraler Baustein unserer Anlagestrategie.

<sup>17</sup>Bei der „Kohabitation“ gehören der Präsident und der Regierungschef unterschiedlichen Parteien an. Sollte der Rassemblement National die Mehrheit im Parlament erlangen, müsste Macron jemanden aus den Reihen dieser Partei zum Ministerpräsidenten ernennen, der dann die Ressortkollegen bestimmt.

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

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	14.06.23	14.06.19	12.06.20	14.06.21	14.06.22	14.06.23	14.06.19	01.01.24
Bis	14.06.24	14.06.20	14.06.21	14.06.22	14.06.23	14.06.24	14.06.24	14.06.24
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	20,1	3,6	42,2	-14,7	19,0	20,1	81,8	11,3
MSCI Emerging Markets (in USD)	8,5	-0,7	43,5	-24,4	3,2	8,5	22,5	6,5
MSCI US (in USD)	24,6	7,9	43,9	-12,9	19,1	24,6	103,4	14,1
MSCI Europe (in EUR)	13,8	-5,5	32,4	-7,0	18,2	13,8	57,0	9,5
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	9,2	3,8	36,8	-22,0	8,6	9,2	32,2	7,2
STOXX Europe 600 (in EUR)	13,8	-4,4	33,1	-8,3	17,9	13,8	56,9	9,3
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	10,5	-1,8	31,2	-15,1	22,6	10,5	48,8	7,5
MSCI Italy (in EUR)	25,4	-9,2	36,9	-11,3	33,4	25,4	84,2	11,9
ATX (Österreich, in EUR)	17,2	-21,0	60,0	-8,7	8,7	17,2	46,5	7,9
SMI (Schweiz, in CHF)	10,0	2,7	24,8	-7,3	8,7	10,0	42,6	11,5
S&P 500 (USA, in USD)	24,6	7,3	42,1	-10,9	19,1	24,6	104,3	14,6
Nikkei (Japan, in JPY)	18,1	8,4	32,8	-6,9	28,7	18,1	102,9	16,9
CSI 300 (China, in Yuan)	-7,4	11,1	33,0	-17,7	-6,3	-7,4	8,1	4,0
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-0,2	17,1	-4,9	-14,8	0,9	-0,2	-3,8	-0,9
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	1,7	11,0	-3,4	-11,2	0,4	1,7	-2,3	0,0
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	6,4	10,0	4,0	-15,0	3,0	6,4	7,2	1,1
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	3,9	2,2	-1,4	-16,5	-3,1	3,9	-15,9	-1,5
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	3,9	3,1	0,9	-15,6	-2,0	3,9	-11,1	-1,3
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	6,9	0,5	3,7	-13,6	0,9	6,9	-3,4	0,7
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	50	-139	80	198	32	50	212	35
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	25	-145	38	260	75	25	243	34
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-13	-104	-29	289	62	-13	196	21
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-17	-20	19	199	70	-17	259	34
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-9	-29	-3	217	68	-9	250	39
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-59	7	-48	308	67	-59	284	24
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-42	37	-80	57	-8	-42	-37	-9
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-92	204	-311	173	-72	-92	-94	-5
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-28	18	-42	86	-21	-28	12	-11
Euro-Unternehmensanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-75	117	-234	229	-83	-75	-48	-40
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	9	-209	-20	189	351	9	320	1
Euribor (EUR, 3 Monate)	17	-5	-18	30	377	17	403	-19
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	-1,2	0,1	7,1	-13,7	3,4	-1,2	-5,1	-3,3
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-1,6	0,8	-4,2	0,8	-1,3	-1,6	-5,5	-3,1
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-2,3	-4,6	1,8	-4,5	-6,2	-2,3	-15,0	3,0
Japanischer Yen (EUR-JPY)	9,8	-1,0	9,6	5,8	7,5	9,8	37,7	7,3
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	18,6	27,7	4,9	-3,6	7,9	18,6	65,3	12,9
Industriemetalle (GSCI, in USD)	8,2	-6,6	60,8	1,5	-11,3	8,2	47,9	9,0
Gold (in USD pro Feinunze)	19,4	29,6	7,5	-2,7	8,0	19,4	72,7	12,9
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	9,1	-37,1	87,8	65,9	-39,5	9,1	32,7	6,3

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: 14.06.2024.

# Disclaimer

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

Diese Publikation der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCredit Bank GmbH (im Folgenden gemeinsam als "UniCredit Group" bezeichnet) richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt wurden und keinem Verbot des Handels vor der Verbreitung der Finanzanalyse unterliegen.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, und die anderen Unternehmen der UniCredit Group können ein spezifisches Interesse an den hier beschriebenen Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Bitte beachten Sie: <https://www.unicreditresearch.eu/disclaimer>. Die in dieser Publikation enthaltenen Schätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, in gutem Glauben auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren Daten aus zuverlässigen Quellen gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen.

Es sollte auch beachtet werden, dass:

1. Informationen, die sich auf die vergangene Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage je nach Wechselkursschwankungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs bis zum gesamten investierten Kapital reichen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Angaben auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen.

Die Inhalte dieser Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - sind, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCredit Bank GmbH und unterliegen dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen, ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 14. Juni 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](http://kapitalmarktpublikationen.hypovereinsbank.de)