



# Auf dem Weg zu mehr Balance

Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

August 2024

 **HypoVereinsbank**  
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

# Inhalt

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



# CIO Kommentar

Auf dem Weg zu mehr Balance

Ein ereignisreiches erstes Halbjahr liegt hinter uns, und man kann sich angesichts der Entwicklungen bezüglich der US-Präsidentschaftswahl im November getrost die Frage stellen, ob es überhaupt zu dem oft zitierten Sommerloch kommen wird – arm an Schlagzeilen werden die kommenden Monate vermutlich nicht sein.

Aber werfen wir zunächst einen Blick in den Rückspiegel und lassen die vergangenen Monate noch einmal Revue passieren. Fast schon in Vergessenheit geraten ist, dass zu Beginn des Jahres 2024 vielfach vor einer möglichen Rezession in den USA gewarnt wurde. Diese Warnungen sind mittlerweile fast vollständig verstummt. Wie wir im Kapitel „Wirtschaft und Märkte“ darlegen, lässt die Dynamik der US-Wirtschaft weiter nach, was zu einer Normalisierung am Arbeitsmarkt und bei der Inflation führt und damit die Aussicht auf eine erste Zinssenkung in den USA in der zweiten Jahreshälfte erhöht. Das solide US-Wachstum hat dazu geführt, dass die zu Jahresbeginn in den Anleihenkursen eingepreisten ausgeprägten Zinssenkungsfantasien sukzessive wieder ausgepreist wurden, was zu (temporären) Kursverlusten in den Rentenportfolios führte. Diese Entwicklung betraf im Übrigen nicht nur die USA, sondern auch Europa. Hierzulande hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen zwar bereits einmal gesenkt, und es könnten weitere **Zinssenkungen**<sup>1</sup> folgen. Das Ausmaß möglicher Zinssenkungen bis zum Jahresende dürfte jedoch deutlich geringer ausfallen als zu Jahresbeginn erwartet.

Die Aktienseite verhielt sich umgekehrt. Die robuste wirtschaftliche Lage hat die Börsen beflügelt. In Erwartung steigender BIP-Wachstumsraten und moderat sinkender Zinsen sind auch die Gewinnerwartungen der Unternehmen gestiegen. Für die Unternehmen in den großen europäischen Aktienindizes werden lt. **Konsensschätzung**<sup>2</sup> jährliche Gewinnsteigerungsraten in den Jahren 2025 und 2026 von knapp unter 10 % und für die von US-Indizes sogar von etwas über 10 % erwartet. Und auch die in den letzten Jahren gebeutelte deutsche Wirtschaft sollte wieder zulegen: Für deutsche Aktien werden in den kommenden zwei Jahren im Durchschnitt ähnlich hohe Gewinnwachstumsraten wie in den USA erwartet. Angesichts immer noch moderater Bewertungen gemäß Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) spiegeln die aktuellen Kurse, die in der ersten Jahreshälfte einen überraschend starken Anstieg verzeichneten, zwar zum Teil die Gewinnwachstumserwartungen für 2025 wider, die Märkte sind aber auch für 2026 ähnlich optimistisch wie für 2025. Diese Erwartungen könnten daher weitere Kursanstiege motivieren. Sollten sich die aktuellen Markterwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung bzw. die Unternehmensgewinne als zu optimistisch erweisen, könnte dies Rückschläge an den Aktienmärkten mit sich bringen.

Aber nicht nur das erste Halbjahr war geprägt von bemerkenswerten Entwicklungen, auch die vergangenen Tage und Wochen zeigten interessante Wendungen. In der Folge der als schwach empfundenen Debattenleistung des amtierenden US-Präsidenten Joe Biden im TV-Duell mit Donald Trump hatten die Wahlchancen des Kandidaten der Republikanischen Partei zugenommen. Nach dem gescheiterten Attentat war die Wahrscheinlichkeit für einen Wahlsieg Trumps weiter gestiegen. Die Märkte begannen den sogenannten „Trump Trade“, also die wahrscheinlichsten Implikationen einer zweiten Trump-Präsidentschaft einzupreisen. Diese wurden getrieben von den vermuteten zentralen Leitlinien einer möglichen Trump-Administration: eine lockere Fiskalpolitik (aufgrund nicht gegenfinanzierter Steuersenkungen), eine auf höhere Zölle fokussierte Handelspolitik und eine weniger strikte Regulierung in einigen Wirtschaftsbereichen. Vor diesem Hintergrund stiegen die US-Renditen an (eine lockere Fiskalpolitik zieht den Bedarf nach weiter steigenden Staatsschulden und somit verstärkter Emission von US-Staatsanleihen nach sich) und Aktien von Unternehmen aus stark regulierten Branchen wie dem Gesundheits-, Energie- und Bankensektor legten zu.

<sup>1</sup>Nach der Sommerpause werden auch für die USA Zinssenkungen erwartet.

<sup>2</sup>Die Konsens-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.

Nach dem Verzicht von Joe Biden auf eine erneute Kandidatur kam es teilweise zu einer Gegenbewegung, da die Märkte daraus eine etwas geringere Wahrscheinlichkeit eines Trump-Wahlsieges einpreisen. Betrachtet man jedoch die auf Marktmechanismen basierenden Wahlprognoseplattformen, so gilt Donald Trump zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses immer noch als klarer Favorit auf den Wahlsieg. Glaubt man diesen Plattformen, dürfte seine Herausforderin mit großer Wahrscheinlichkeit die aktuelle Vizepräsidentin Kamala Harris werden. Bis zur Entscheidung über eine endgültige Nominierung werden aber noch einige Wochen vergehen. Der Nominierungsparteitag der Demokratischen Partei wird vom 19.-22. August stattfinden. Bis dahin dürfte die wahrscheinliche Kandidatin Kamala Harris die Schlagzeilen dominieren. Vor diesem Hintergrund werden die ersten verlässlichen Umfrageergebnisse zu den Wahlchancen von Harris mit großem Interesse erwartet werden.

Ebenso große Spannung dürfte die Frage nach einem oder einer möglichen Kandidaten/in für das Amt des Vizepräsidenten/in werden. Diesbezüglich ist zu berücksichtigen, dass für die Wahl des Präsidenten die Ergebnisse aus einer Handvoll sogenannter **Swing States**<sup>3</sup> wie Michigan, Wisconsin und Pennsylvania von großer Bedeutung sein werden. Nicht zuletzt wird es für die Märkte auf die politische Agenda einer zukünftigen US-Administration ankommen. Und diese wird nicht nur durch das Weiße Haus bestimmt, sondern auch durch die Mehrheitsverhältnisse im Kongress. Zuletzt war der Druck auf Joe Biden, sich aus dem Rennen um die Präsidentschaftskandidatur zurückzuziehen, insbesondere aufgrund der schwindenden Aussichten demokratischer Kongressabgeordneter – sei es im Repräsentantenhaus oder im Senat (Kongress) – in hart umkämpften Wahlkreisen groß geworden. Mit seinem jüngsten Schritt dürften nun wieder vermehrt Spendengelder für das Team des/der demokratischen Präsidentschaftskandidaten/in, aber auch für die Kongressabgeordneten fließen. Das Rennen um die Zukunft der US-Politik scheint wieder offen.

Diese erneute Offenheit in Bezug auf den Wahlausgang bedeutet für die Märkte eine leicht erhöhte Unsicherheit, was sich im Anstieg von klassischen Unsicherheitsbarometern wie dem **VIX-Index**<sup>4</sup> widerspiegelt. Aus unserer Sicht sollte eine derartige Unsicherheit keine langfristig negativen Implikationen für die Märkte haben, denn die wirtschaftlichen Aussichten sind wie eingangs angedeutet weder für die USA noch für Europa schlecht. Die US-Wirtschaft kühlt sich zwar in der Folge der straffen Geldpolitik wie erwartet ab, eine Rezession ist aber äußerst unwahrscheinlich. Auch der Vorsitzende der Federal Reserve (Fed), Jerome Powell, bekräftigte unlängst vor dem US-Kongress, dass sich die ökonomischen Risiken immer ausgewogener darstellten. Konsensschätzungen sehen bereits in den kommenden Quartalen wieder deutlicher steigende BIP-Wachstumszahlen für die USA. Auch Europa dürfte die Durststrecke überwunden haben; für den Euroraum werden in den kommenden Quartalen ähnliche hohe Wachstumsraten wie in den USA erwartet. Die Zentralbanken dürften in der zweiten Jahreshälfte endgültig in den Zinssenkungszyklus eintreten, und die Unternehmensgewinne dürften steigen. Diese Entwicklung dürfte vermutlich weder von Trump noch von einer demokratisch geführten Administration ins Negative gedreht werden. Dass die Fed die Zinsen wider Erwarten länger als erwartet auf dem derzeitigen hohen Niveau belässt oder die restriktiven geldpolitischen Bedingungen doch einen spürbaren wirtschaftlichen Abschwung nach sich ziehen, bleiben unserer Einschätzung nach Risikoszenarien.

Besonders bemerkenswert an der allgemeinen Wirtschafts- und Marktlage ist, dass diese ein nahezu perfektes Szenario für Multi-Asset-Portfolios darstellt. Ein moderates, aber stabiles Wirtschaftswachstum mit sinkenden Zinsen (aufgrund des nachlassenden Inflationsdrucks) sollte sowohl Aktien- als auch Rentenmärkte unterstützen. Die kommenden Monate dürften aufgrund der Wahlentwicklung in den USA spannend bleiben. Sofern keines der genannten Risikoszenarien eintritt, sollte sich die Spannung an den Märkten jedoch in Grenzen halten.

**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*

<sup>3</sup>Als Swing States werden solche US Bundesstaaten bezeichnet, in denen das Wahlergebnis erwartungsgemäß knapp ausfällt und in der Vergangenheit oft von einer Partei zur anderen gewechselt ist. Dies ist wichtig, da die große Mehrheit der Staaten oftmals klar entlang von Parteigrenzen wählen.

<sup>4</sup>Der VIX misst die implizite (also aus Aktienoptionen abgeleitete) Volatilität, die zuletzt leicht angestiegen ist.



# Im Fokus

Rechtsruck in Frankreich abgewendet, aber Unsicherheit bleibt

Polarisiert wie niemals zuvor in der jüngeren Geschichte des Landes, steckt Frankreich, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Europäischen Union (EU), seit den Wahlen zum Europäischen Parlament in einer tiefen politischen Krise. Nachdem Staatspräsident Emmanuel Macron als Reaktion auf das enttäuschende Abschneiden seines Parteienbündnisses Ensemble eine Neuwahl der **Nationalversammlung**<sup>5</sup> ausgerufen hatte und der rechtspopulistische Rassemblement National (RN) von Marine Le Pen und seine Verbündeten in der ersten Runde der Wahl zur Nationalversammlung zur (vorübergehend) stärksten politischen Kraft des Landes aufgestiegen war, konnte eine absolute Mehrheit für den RN durch ein breites demokratisches Bündnis im zweiten Wahlgang abgewendet werden. Stärkste Kraft wurde überraschend das Linksbündnis Neue Volksfront, vor dem Mitte-Lager von Macron. Der RN landete nur an dritter Stelle, allerdings konnte er die Zahl seiner Mandate deutlich steigern. Das Ergebnis der Parlamentswahl sorgt also erstmal nicht für „klare Verhältnisse“ – entgegen der Intention, die Macron nach der Auflösung der Nationalversammlung zum Ausdruck gebracht hatte. Er steht nun vor der Aufgabe, in der zersplitterten französischen Parteienlandschaft eine stabile Regierungsmehrheit zu finden. Wir wollen allerdings weniger die **politische Dimension der jüngsten Entwicklungen**<sup>6</sup> als vielmehr deren Implikationen für Wirtschaft sowie Kapitalmärkte in den Blick nehmen.

<sup>5</sup>Die Nationalversammlung ist eine von zwei französischen Parlamentskammern. Sie ist an der Gesetzgebung beteiligt und kann per Misstrauensvotum die Regierung stürzen.

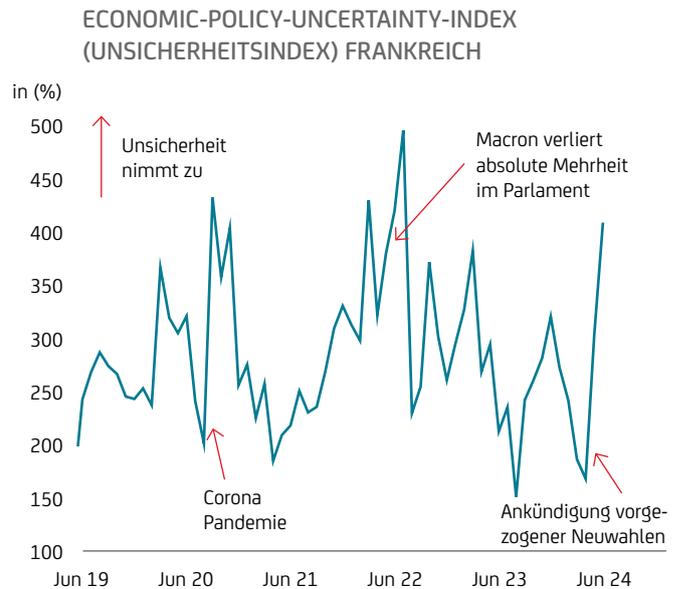
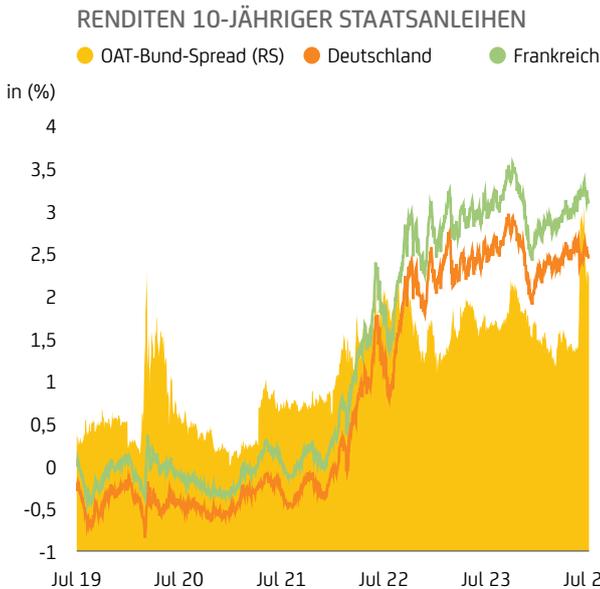
<sup>6</sup>Eine Analyse der politischen Lage haben unter anderem unsere Kollegen von Uni-Credit Research vorgenommen.

## MÄRKTE REFLEKTIEREN SORGE UM DIE POLITISCHE UND FINANZIELLE STABILITÄT IN FRANKREICH

Wenig überraschend ließ die Sorge um die politische Stabilität in Frankreich im Vorfeld der vorgezogenen Parlamentswahl die wirtschaftspolitische Unsicherheit im Juni auf ein Zwei-Jahres-Hoch steigen. Entsprechend legten auch die Renditen französischer Staatsanleihen (OATs) insbesondere im Vergleich zu denen deutscher Bundesanleihen (Bunds) deutlich zu: Vor der Neuwahlankündigung lag die Renditedifferenz bei 10-jährigen Renten (OAT-Bund-Spread) bei rund 45 Basispunkten (Bp), bevor sie sich nahezu verdoppelte (siehe Grafik 1). Sie erreichte damit den höchsten Stand seit der europäischen Staatsschuldenkrise im Jahr 2011. Gegenüber dem Niveau nach der ersten Wahlrunde hat sich der OAT-Bund-Spread aber mittlerweile wieder deutlich eingengt, was darauf hindeutet, dass die Besorgnis der Anleger nachgelassen hat. Am Aktienmarkt hinterließen die jüngsten Ereignisse ebenfalls deutliche Spuren. Zwar hat sich der französische Leitindex CAC 40 von seinem Tief infolge von Macrons Wahlankündigung ein Stück weit erholt, hinkt seit Jahresbeginn den Leitindizes anderer europäischer Länder aber deutlich hinterher (Stand: 19.07.2024, [siehe Tabelle](#)).

Die Sorgen von Anlegern und Investoren, dass eine zukünftige Regierung in Frankreich eine neue Euro-Schuldenkrise auslösen könnte, sind mit dem Ausgang der Wahl deutlich kleiner geworden. Die Erfahrung lehrt ohnehin, dass die Märkte die Aussicht auf eine verantwortungslose Ausweitung der öffentlichen Ausgaben und mangelhafte Finanzdisziplin unmittelbar bestrafen. Im Jahr 2022 brach auf dem britischen Anleihemarkt eine Krise aus, als die damalige Premierministerin Liz Truss einen Haushalt vorlegte, der ungedeckte Steuersenkungen und Energie-Hilfsgeldern in Höhe von mehreren Milliarden Pfund vorsah, die Marktteilnehmer als „fiskalpolitisches Harakiri“ werteten. Die Renditen britischer Staatsanleihen schossen dramatisch in die Höhe, so dass sich die Bank of England gezwungen sah einzugreifen. Nach nicht einmal 50 Tagen im Amt musste Truss zurücktreten. Nach dem Erdrutschsieg der Labourpartei am 4. Juli ist nun auch ihre Karriere als Parlamentarierin im Unterhaus vorbei.

## 1. OAT-BUND-SPREAD AUF DEM HÖCHSTEN STAND SEIT JAHREN



Hinweis: Frühere Wertentwicklungen, Simulationen und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. 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 wider (höhere Renditechance = höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen 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.

Der „Economic Policy Uncertainty Index“, ein Maß für das Niveau der Unsicherheit, welches von Baker, Bloom und Davis entwickelt wurde, misst wirtschafts-politische Unsicherheit basierend auf der Anzahl an Zeitungsartikeln, die die Worte „Wirtschaft“ (oder „wirtschaftlich“), „Unsicherheit“ (oder „unsicher“) und ein oder mehrere politisch relevante Elemente enthalten.

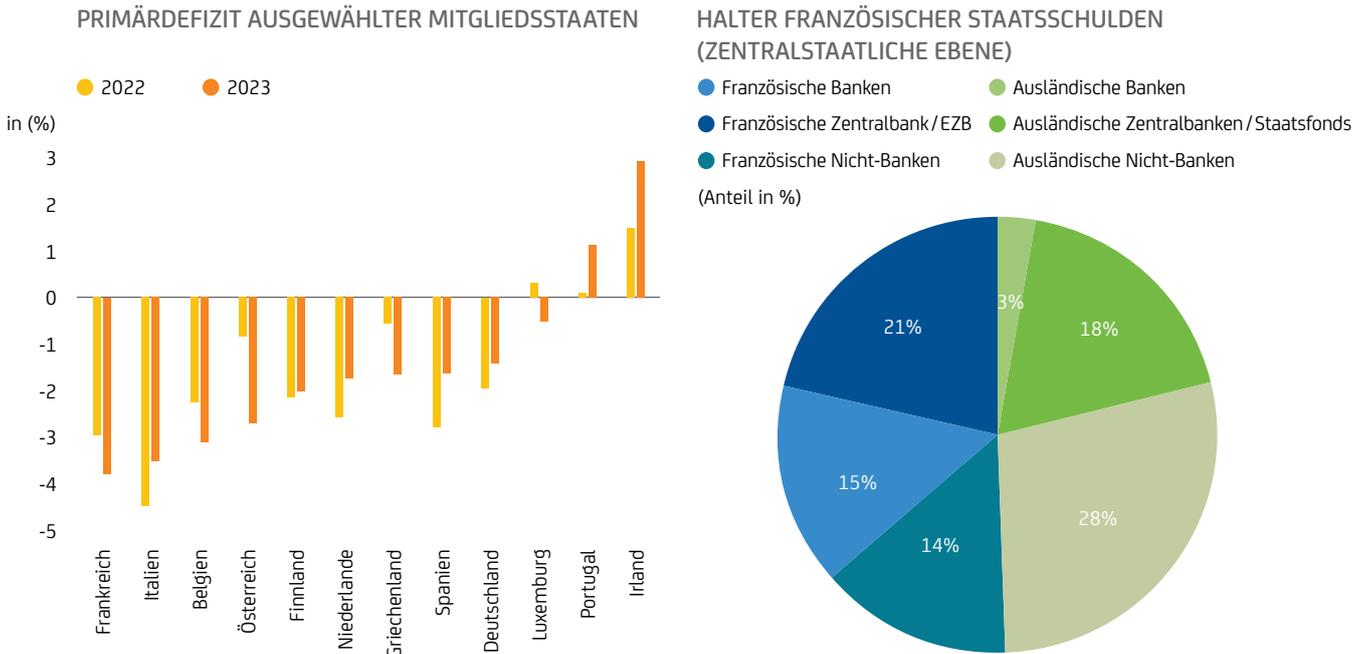
Quelle: Bloomberg, Baker, Bloom & Davis, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.07.2019-15.07.2024 (li. Grafik) bzw. 30.06.2019-30.06.2024 (re. Grafik)

Tatsächlich ist die Tragfähigkeit der französischen Schulden nicht erst jetzt Gegenstand der Diskussionen. Macron ist es bislang nicht gelungen, die Staatsverschuldung einzudämmen. Schon vor der Europawahl hatte die Ratingagentur Standard & Poor's die Kreditwürdigkeit Frankreichs um eine Stufe von AA auf AA- herabgestuft, in der Befürchtung, dass die Schulden durch die höher als erwarteten Defizite in die Höhe getrieben würden. Frankreichs Staatsverschuldung stieg im vergangenen Jahr auf fast 111 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Das Haushaltsdefizit des Landes lag mit 5,5 % weit über dem von der Europäischen Union (EU) festgelegten Zielwert von 3 %. Die Zinslast Frankreichs hat sich seit 2021 mehr als verdreifacht, auf 57 Mrd. Euro in diesem Jahr. Das Land wies 2023 außerdem das höchste **Primärdefizit**<sup>7</sup> unter den Mitgliedsstaaten des Euroraums auf, während eine Reihe von Peripherieländern ihre entsprechenden Defizite verringern konnten (siehe Grafik 2). Dass die EU-Kommission gegen Frankreich ein Defizitverfahren anstrebt, verdeutlicht den geringen finanziellen Spielraum des Landes. Hinzu kommt, dass das französische Wirtschaftswachstum in den letzten zehn Jahren eher schwach war und das Pro-Kopf-BIP Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge auch in den kommenden fünf Jahren hinter dem der USA und Deutschlands zurückbleiben wird.

<sup>7</sup>Saldo aus Staatseinnahmen und primären Staatsausgaben (d.h. Ausgaben ohne Zinszahlungen): Übersteigen die Einnahmen die primären Ausgaben, so erwirtschaftet ein Land einen Primärüberschuss; sind die primären Ausgaben höher als die Einnahmen, spricht man von einem Primärdefizit.

Über die schlechte fundamentale Lage hinaus könnte sich auch die Investorenstruktur bei französischen Staatsanleihen als nachteilig erweisen. Statistiken des IWF zufolge halten ausländische Nichtbanken (darunter Hedgefonds, Versicherungen, Geldmarktfonds und Pensionsfonds) inzwischen mehr als ein Viertel der gesamten französischen Staatsschulden (siehe Grafik 2). Zwar sind die französischen Großbanken permanent auf dem Markt für Staatsanleihen aktiv; gleichwohl hat – anders als etwa in Deutschland – eine eher kleine Anzahl von (ausländischen) Kreditoren damit potenziell großen Einfluss auf den französischen Rentenmarkt.

## 2. FRANKREICH MIT HÖCHSTEM PRIMÄRDEFIZIT IM EURORAUM, AUSLÄNDISCHE NICHTBANKEN HALTEN MEHR ALS 25 % DER FRANZÖSISCHEN STAATSSCHULDEN



Quelle: Macrobond, IWF, Barclays Research, Reuters, UniCredit Group Investment Strategy, Stand: 31.12.2023

In der Diskussion sollte aber nicht vergessen werden, dass sich der (geld)politische Rahmen des Euroraums weiterentwickelt und verbessert hat. Der EZB steht, anders als vor rund 15 Jahren, ein „Werkzeugkasten“ zur Verfügung, der ihr faktisch jederzeit das Recht zu Eingriffen in die Anleihemärkte einräumt. Mit dem „Instrument zur Absicherung der geldpolitischen Transmission“ (Transmission Protection Instrument, TPI), das noch einfacher einzusetzen ist als das **Vorgängerkonzept**<sup>8</sup>, kann das Eurosystem im Falle ungerechtfertigter, ungeordneter Marktentwicklungen Wertpapiere aus einzelnen Ländern ankaufen, um gegen eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, die nicht durch länderspezifische Fundamentaldaten gerechtfertigt ist, anzugehen. Der Umfang von Ankäufen im Rahmen des TPI, die am **Sekundärmarkt**<sup>9</sup> stattfinden und auf **Anleihen des öffentlichen Sektors**<sup>10</sup> fokussiert sind, hängt dabei von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission ab. Anleihekäufe sind ex ante nicht begrenzt, allerdings setzt die Anwendung des TPI voraus, dass die betreffenden Länder die EU-Vorgaben zu den Staatshaushalten erfüllen – mit Blick auf Frankreich ein entscheidender Punkt. EZB-Chefvolkswirt Philip Lane kommentierte die Bewegungen auf dem französischen Anleihemarkt nämlich mit den Worten, diese erschienen nicht „ungeordnet“. Damit sei eine der notwendigen Bedingungen für eine Intervention der Zentralbank nicht erfüllt. Nichtsdestotrotz erachten wir es als nicht unwahrscheinlich, dass die EZB eingreift, wenn Frankreich-spezifische Probleme auf andere Mitgliedsstaaten „überschwappen“ sollten.

<sup>8</sup>Die Instrumente der Outright-Geschäfte an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen (OMT), das nach der Euro-Krise 2012 unter dem EZB-Präsidenten Mario Draghi eingeführt worden war.

<sup>9</sup>Der Sekundärmarkt ist der Teilmarkt im Finanzwesen, auf dem bereits emittierte Finanzinstrumente gehandelt werden. Er ist der Gegenpart zum Primärmarkt, auf dem neue Finanzinstrumente in Umlauf gebracht werden.

<sup>10</sup>Wertpapiere des Privatsektors können berücksichtigt werden, sofern dies angemessen erscheint.

## FAZIT

Während in Großbritannien der **Erfolg der Labour-Partei**<sup>11</sup> Anfang Juli ungewöhnlich deutlich ausfiel und die Tories das schlechteste Wahlergebnis ihrer Geschichte erlebten, scheint das Risiko eines massiven politischen Umbruchs in Frankreich nach dem zweiten Wahlgang der vorgezogenen Parlamentswahl gebannt. Die politische Unsicherheit dürfte aber vorerst anhalten – und damit auch die Volatilität am französischen Finanzmarkt. Zwar sind sie die jüngsten Entwicklungen bereits eingepreist, und der OAT-Bund-Spread scheint seinen Höhepunkt überschritten zu haben. Eine weitere, allmähliche Verschlechterung der Kreditwürdigkeit Frankreichs würde aber höhere Risikoprämien für französische Staatsanleihen rechtfertigen. Denn finanzpolitisch betrachtet steht die neue französische Regierung trotz einer Reihe struktureller wirtschaftlicher Reformen vor großen Herausforderungen. Weitere fiskalische Lockerungen würden die angespannten Finanzen des Landes weiter unter Druck setzen, auch wenn die radikalen Ausgabenpläne der linken bzw. der rechten politischen Strömungen vom Tisch sein dürften. Französische Aktienwerte könnten es angesichts des überraschenden Sieges des Linksbündnisses unterdessen schwer haben, ihre diesjährige Underperformance im europäischen Vergleich wettzumachen. Die unklaren Verhältnisse im französischen Parlament könnten sich nachteilig auf die Investitionsfreude der Unternehmen bzw. die Verbraucherausgaben auswirken, wachstumsfördernde Reformen ausbremsen und damit die Erholung am französischen Aktienmarkt erschweren.

Trotz der Herausforderungen in Frankreich erachten wir das Risiko einer Neuauflage der Euro-Schuldenkrise insgesamt als sehr gering. Entscheidend dürfte sein, inwieweit eine neue französische Regierung bereit sein wird, die europäischen Fiskalregeln zu respektieren und sich auch der durch die Kapitalmärkte auferlegten Finanzierungszwänge bewusst ist. Davon ist trotz schwieriger Mehrheitsverhältnisse in der Nationalversammlung auszugehen.

<sup>11</sup>Neuer Premier ist Keir Starmer, der mit Labour mit 411 der 650 Parlamentssitze die absolute Mehrheit errang. Die Tories erhielten nur 121 und die Liberaldemokraten 72 Sitze.

# Wirtschaft und Märkte

Wirtschaftliche Normalisierung setzt sich fort, EZB lässt Leitzinsen unverändert

## USA: WIRTSCHAFTLICHE DYNAMIK LÄSST WEITER NACH – NORMALISIERUNG AUF DEM ARBEITSMARKT UND BEI DER INFLATION UNTERMAUERN AUSSICHT AUF ZINSENKUNGEN IM ZWEITEN HALBJAHR

Die US-Wirtschaft verliert weiter an Dynamik, wie der Rückgang der Frühindikatoren im Juni zeigt. So zeigt die Umfrage des Institute for Supply Management (ISM) für das verarbeitende Gewerbe, dass der Sektor weiterhin zu kämpfen hat und keine wirkliche Erholung in Sicht ist. Der Gesamtindex ist leicht gesunken und liegt weiterhin unter der **Marke von 50 Indexpunkten**<sup>12</sup> (siehe Chart 3). Etwas Unterstützung kam von den Auftragseingängen, die sich nach einem Einbruch im Mai wieder etwas erholten, aber immer noch schwach sind. Die Teilindizes für Produktion, Beschäftigung und Lagerbestände sind allesamt gesunken, und die anhaltend schwachen Auftragseingänge deuten darauf hin, dass die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in den kommenden Monaten stagnieren dürfte. Auch die ISM-Umfrage für den Dienstleistungssektor hat sich im Juni unerwartet deutlich abgeschwächt, der Gesamtindex ist sogar erneut unter die 50er-Marke gefallen. Dieser Rückgang deutet darauf hin, dass die Verbraucher ihre Ausgaben für Dienstleistungen, die nach der Pandemie überdurchschnittlich hoch waren, wieder einschränken und angesichts der verzögerten Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik stärker auf ihr Portemonnaie achten. Gleichzeitig geben die Verbraucher weniger für Freizeitaktivitäten aus und konzentrieren sich stärker auf lebensnotwendige Güter wie Gesundheitsdienstleistungen.

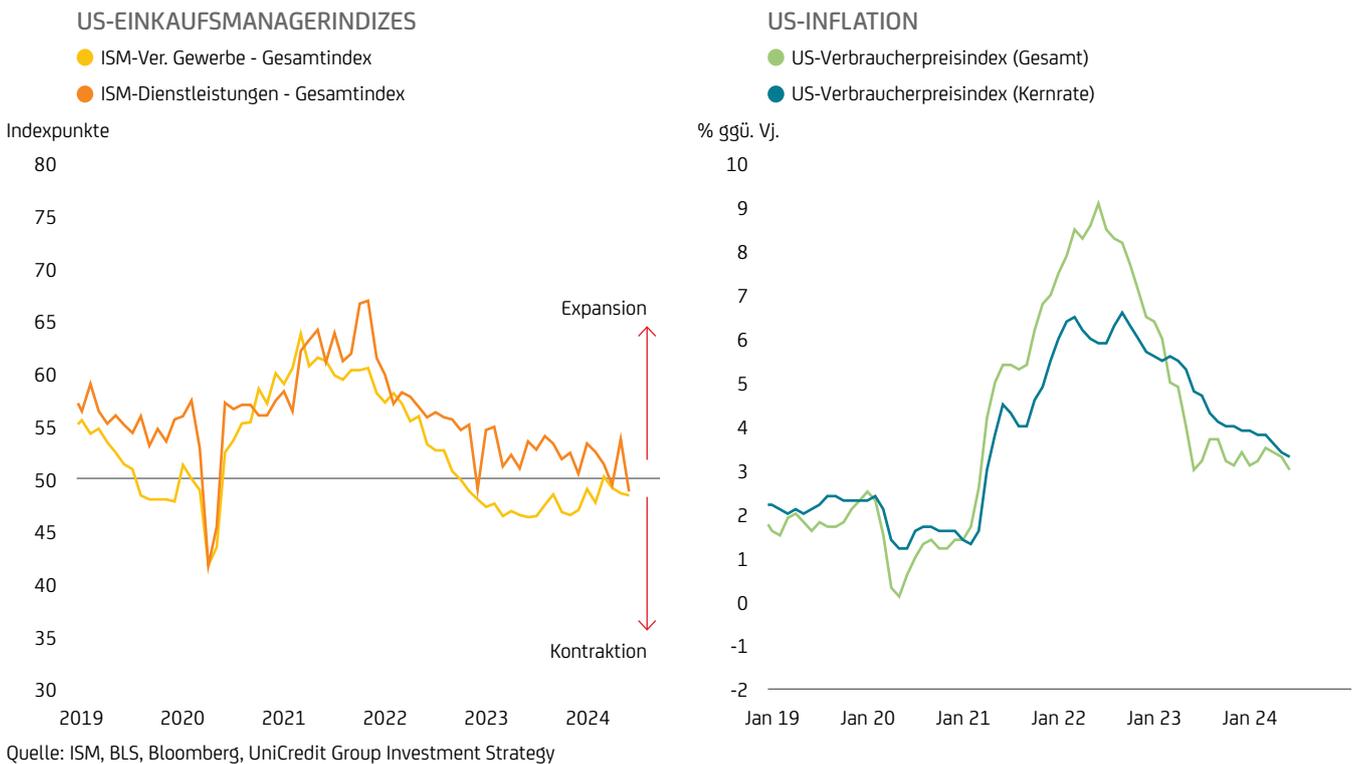
Die nachlassende wirtschaftliche Dynamik spiegelt sich auch auf dem Arbeitsmarkt wider. Zwar konnte die Zahl der Erwerbstätigen außerhalb der Landwirtschaft im Juni um mehr als 200.000 Stellen gesteigert werden, dies wurde jedoch durch einen Anstieg der Beschäftigtenzahlen in der öffentlichen Verwaltung und im Gesundheitswesen begünstigt. In der Privatwirtschaft (ohne Bildung und Gesundheit) stieg die Zahl der Beschäftigten nur um 54.000. Auch für die Monate April und Mai wurden die Zahlen nach unten korrigiert. Im Vergleich zum Vorjahresmonat ist die Gesamtinflation im Juni erneut gesunken, und zwar von 3,3 % im Mai auf 3,0 %, während die Kernrate von 3,4 % auf 3,3 % zurückging (siehe Chart 3). Damit setzt sich der **Disinflationstrend**<sup>13</sup> in Richtung 2 % fort, der vor allem von zwei starken Kräften, den Wohnungsmieten und den Autopreisen, getrieben wird. Beide Komponenten dürften die Inflation auch in den kommenden Monaten weiter nach unten drücken. Zusammen mit den Anzeichen für eine Abkühlung am Arbeitsmarkt dürften die Inflationsdaten vom Juni das Vertrauen der US-Notenbankvertreter stärken, dass die Zeit für Zinssenkungen bald gekommen ist.

In seiner halbjährlichen Rede vor dem US-Kongress bekräftigte Fed-Präsident Powell im Juli den geldpolitischen Kurs der US-Notenbank. Laut Powell ist der Arbeitsmarkt nach wie vor robust und nahezu ausgeglichen, ohne Anzeichen einer Überhitzung. Auch die Wirtschaft expandiere weiterhin in einem soliden Tempo. Darüber hinaus merkte er an, dass die jüngsten monatlichen Inflationszahlen bescheidene Fortschritte zeigten, dass aber weitere Daten in dieser Richtung notwendig seien, um mehr Vertrauen zu gewinnen, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung 2 % bewegen werde. Dies könnte darauf hindeuten, dass die jüngste Inflationsprognose bei der Fed-Sitzung im Juni etwas zu pessimistisch ausgefallen ist. Zudem ist eine höhere Inflation nicht das einzige Risiko, mit dem die Fed konfrontiert ist. Eine zu späte oder zu geringe Lockerung der Geldpolitik könnte Konjunktur und Beschäftigung über Gebühr schwächen. Dennoch bleibt Powell zurückhaltend, wenn es darum geht, frühzeitig den Beginn einer geldpolitischen Lockerung zu signalisieren. Wir erwarten, dass das Symposium in Jackson Hole (22. bis 24. August 2024) dazu genutzt wird, die bevorstehende geldpolitische Wende anzukündigen.

<sup>12</sup>Werte unter der Marke von 50 Indexpunkten deuten in der Regel auf eine Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität hin.

<sup>13</sup>Disinflation bezeichnet eine Situation, in der die Inflationsraten im Zeitverlauf zwar sinken, aber immer noch über null liegen.

### 3. US-FRÜHINDIKATOREN ZEIGEN SICH UNERWARTET SCHWACH, TEUERUNGSRATEN GEBEN WEITER NACH



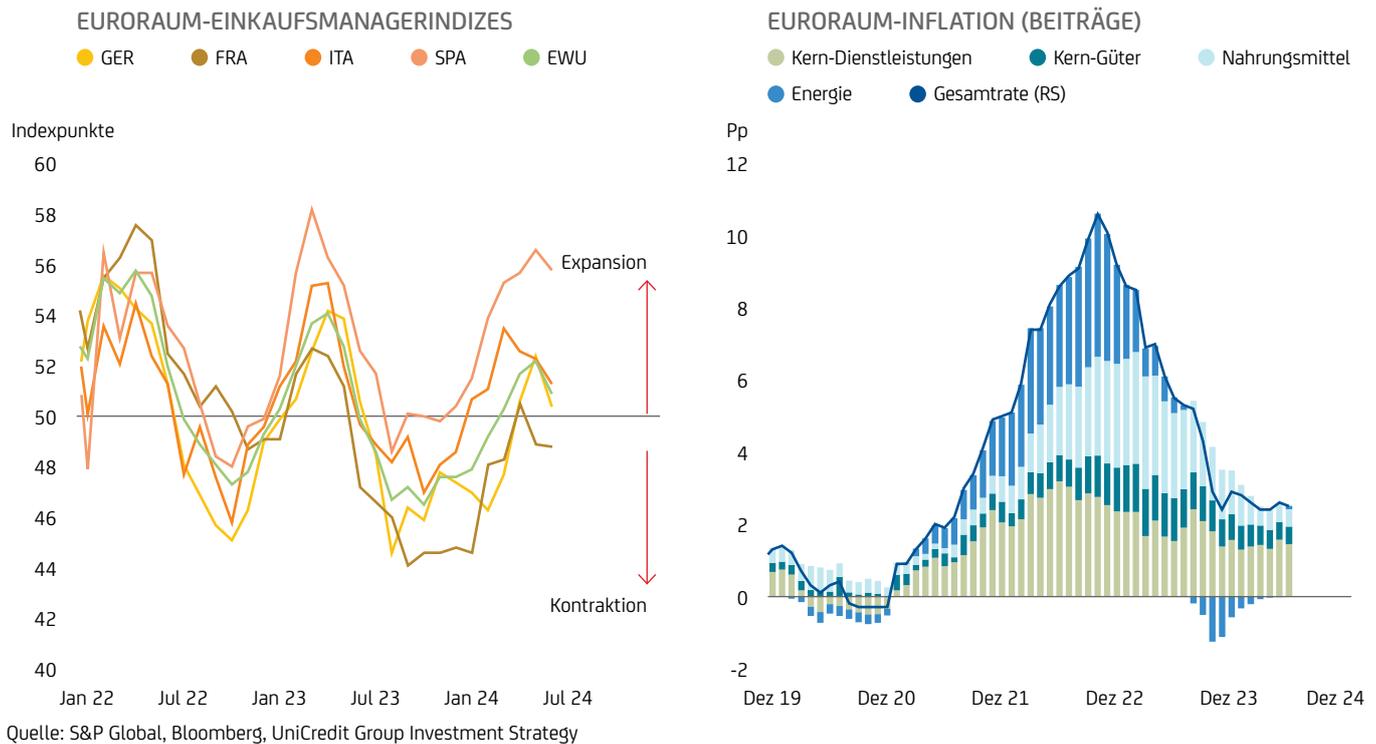
### EURORAUM: AUFSCHWUNG SCHWÄCHT SICH AB, BLEIBT ABER INTAKT – EZB BEHÄLT LEITZINSEN BEI UND HÄLT SICH ALLE OPTIONEN OFFEN

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Konjunktur im Euroraum zum Ende des zweiten Quartals an Schwung verloren hat. Dennoch gehen wir davon aus, dass sich der Aufschwung vom Jahresbeginn im zweiten Quartal fortgesetzt hat. Auf Länderebene liegt der Einkaufsmanagerindex für Deutschland bei knapp über 50 Punkten, was auf eine Stagnation der deutschen Wirtschaft im Juni hindeutet (siehe Chart 4). In Frankreich schrumpft die Wirtschaft weiterhin, wenngleich sich das Tempo des Rückgangs zumindest verlangsamt hat; der Gesamtindex liegt knapp unter 49 Punkten. Italien und Spanien liegen weiterhin deutlich über der 50-Punkte-Marke und zeigen, dass die beiden südlichen Volkswirtschaften nach wie vor kräftig wachsen, auch wenn sich hier die Dynamik zuletzt abgeschwächt hat. Insbesondere der spanische Index liegt mit über 55 Punkten im europäischen Vergleich weiterhin am oberen Ende, so dass das konjunkturelle Gesamtbild im Euroraum im Juni weitgehend unverändert bleibt.

Der Rückgang der Inflation im Euroraum setzt sich unterdessen nur langsam fort. So sank die Verbraucherpreisinflation im Euroraum im Juni auf 2,5 % gegenüber dem Vorjahr, nachdem sie im Vormonat auf 2,6 % gestiegen war. Die Kernrate verharrte im Juni bei 2,9 %. Das Hauptaugenmerk liegt nach wie vor auf der anhaltenden Hartnäckigkeit der Dienstleistungspreise in der Kernrate (exklusive Energie und Nahrungsmittel, siehe Chart 4), wo die weiterhin hohe Teuerung bei einer Reihe von Komponenten (u.a. Versicherungen, Pauschalreisen, Hotels) zu den Haupttreibern zählt. Bei den Kerngütern hingegen wirkt eine Deflation der Preise für langlebige Güter dämpfend. Auch wenn der Disinflationstrend hartnäckig bleibt, gehen wir davon aus, dass der nachlassende Lohn- und Preisdruck auch die Kerninflation senken und die Gesamtinflation in der zweiten Jahreshälfte weiter in Richtung 2 % drücken wird.

Wie erwartet hat die EZB ihre Geldpolitik im Juli unverändert gelassen. Darüber hinaus hat sie ihren datenbasierten Ansatz bekräftigt und sich hinsichtlich der Aussichten auf weitere Zinssenkungen zurückhaltend geäußert. Wichtig ist jedoch, dass EZB-Präsidentin Lagarde einräumte, dass die neuen Informationen die Inflationseinschätzung vom Juni „weitgehend stützen“, so dass die Notenbank auf dem Weg zu weiteren Zinssenkungen bleibt. Bei der nächsten Sitzung im September wird eine Reihe neuer makroökonomischer Prognosen veröffentlicht. Da wir davon ausgehen, dass die Inflationsprognose der EZB weitgehend bestätigt wird, erscheint eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte (Bp) im September wahrscheinlich. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die EZB in einen langsamen Lockerungszyklus mit Zinssenkungen um 25 Bp pro Quartal bis Ende nächsten Jahres eingetreten ist.

#### 4. KONJUNKTUR IM EURORAUM VERLIERT AN SCHWUNG, DIENSTLEISTUNGSPREISE BLEIBEN HAUPTTREIBER DER INFLATION



#### CHINA: KONJUNKTURELLE ERHOLUNG IM ZWEITEN QUARTAL BLEIBT HINTER ERWARTUNGEN ZURÜCK

Das BIP-Wachstum Chinas verlangsamte sich im zweiten Quartal von 5,3 % im ersten Quartal auf 4,7 % gegenüber dem Vorjahresquartal und lag damit deutlich unter den Marktschätzungen von 5,1 % (siehe Chart 5). Hauptursache für den Rückgang war ein langsames Wachstum der Einzelhandelsumsätze. Die Binnennachfrage und das Verbrauchervertrauen blieben schwach, obwohl auch saisonale Effekte (wie extreme Wetterereignisse und Überschwemmungen) dämpfend wirkten. Dagegen übertraf das Wachstum der Industrieproduktion die Markterwartungen, was den uneinheitlichen Charakter der chinesischen Erholung unterstreicht. Eine relativ starke Auslandsnachfrage stützte das verarbeitende Gewerbe: Die Exporte stiegen im Juni um mehr als 8 % gegenüber dem Vorjahr, nach einem Plus von rund 7,5 % im Mai. Der sekundäre Sektor, der die verarbeitende Industrie und das Baugewerbe umfasst, wuchs im zweiten Quartal um mehr als 5 % gegenüber dem Vorjahr, nach noch 6,0 % im ersten Quartal, während der tertiäre Sektor, der die Dienstleistungen umfasst, nur noch um gut 4 % zulegen, nach 5 % im ersten Quartal.

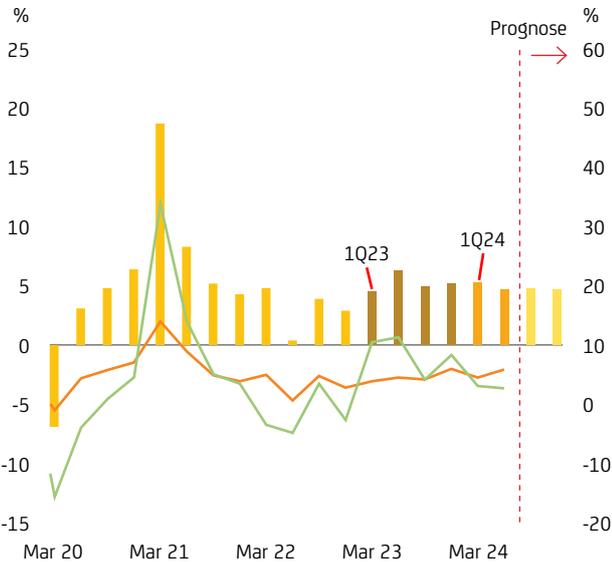
Der Immobilienmarkt zeigt trotz anhaltender Schwäche erste Anzeichen einer Bodenbildung. So sanken die Preise für neue Eigentumswohnungen im Juni zwar weiter, jedoch weniger stark als im Vormonat. Ähnlich, wenn auch weniger ausgeprägt, entwickelte sich das Verkaufsvolumen von Wohnimmobilien. Stärkere Wohnungsverkäufe stützten die Bauträgerfinanzierungen, so dass der Rückgang in diesem Segment im Juni mit rund 12 % gegenüber Vorjahr etwas geringer ausfiel als im Mai (siehe Chart 5). Zudem gibt es Anzeichen für eine Belebung der Nachfrage in den wichtigsten Städten. Dennoch befindet sich der Immobilienmarkt seit nunmehr drei Jahren in einer deutlichen Schwächephase, die sich auch im Verbrauchervertrauen und Konsum widerspiegelt. Die schwache wirtschaftliche Entwicklung seit der Coronapandemie belastet weiterhin die Konsumpläne der privaten Haushalte und damit auch die Nachfrage nach Wohneigentum.

Auch die chinesischen Frühindikatoren lieferten im Juni ein eher gemischtes Bild. Der Caixin Einkaufsmanagerindex entwickelte sich im Juni besser als der offizielle Index und setzte damit den Trend seit der Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft Anfang letzten Jahres fort. Der Index erreichte mit knapp 52 Punkten den höchsten Stand seit sechs Monaten, während der offizielle Einkaufsmanagerindex des Nationalen Statistikamtes unverändert bei knapp unter 50 Punkten verharrte. Der Caixin-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor fiel im Juni auf knapp über 50 Punkte, den niedrigsten Stand seit Oktober 2023. Der Rückgang war größtenteils saisonal bedingt, nachdem der Index im Mai von einem starken Anstieg des Inlandtourismus aufgrund der Goldenen Woche (arbeitsfrei) profitiert hatte. Der offizielle Index für den Dienstleistungssektor sank auf etwas über 50 Zähler, was auf eine Verlangsamung des Wachstums hindeutet.

## 5. AUFSCWUNG DER CHINESISCHEN WIRTSCHAFT VERLIERT AN DYNAMIK – VOR ALLEM WEGEN SCHWACHER INLANDSNACHFRAGE UND WEITERHIN KRISELNDEM IMMOBILIENSEKTOR

### CHINA-WACHSTUM

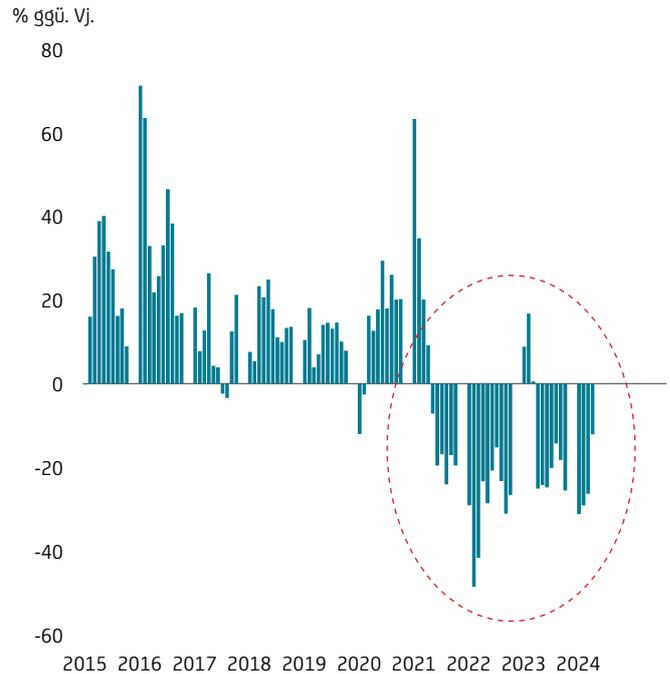
- China BIP-Wachstum (ggü. Vjq.)
- Industrieproduktion (ggü. Vjq., RS)
- Einzelhandelsumsätze (ggü. Vjq., RS)



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

### CHINA-IMMOBILIENMARKT

- Verkäufe von Wohngebäuden



## FINANZMÄRKTE: AUSSICHTEN AUF SOFT-LANDING UNTERSTÜTZT, ABER POLITISCHE FAKTOREN BELASTETEN ZULETZT DIE MÄRKTE WELTWEIT

Der Juni war von einer grundsätzlich positiven Stimmung an den globalen Finanzmärkten geprägt. Die Aussichten auf eine „sanfte Landung“ der US-Wirtschaft und eine allmähliche Erholung im Euroraum wurden durch eine weiterhin solide Entwicklung der Weltwirtschaft (trotz einer etwas schwächeren Wirtschaftsentwicklung in China) gestützt. In den USA zeichnete sich zwar insbesondere aufgrund der hartnäckig erhöhten US-Inflationszahlen eine etwas **hawkischere**<sup>14</sup> Geldpolitik ab, die jüngsten Zahlen und Äußerungen von Vertretern der US-Notenbank deuten jedoch auf eine weiterhin dovische Grundhaltung und damit ein intaktes Zinssenkungsnarrativ hin. Davon profitierten im Berichtszeitraum (1. Juni bis 19. Juli) vor allem die Technologiewerte in den USA, die die dortigen Aktienindizes stützten. In Europa hingegen belasteten der Ausgang der Europawahlen (Mitte Juni) sowie die Neuwahlen in Frankreich (Ende Juni) die europäischen Aktienwerte ([siehe Tabelle](#)).

<sup>14</sup>Hawkisch („dt. falkenhaft“) beschreibt eine geldpolitische Haltung, die eher auf die Kontrolle der Inflation als auf die Ankurbelung des Wirtschaftswachstums abzielt. Das Gegenteil ist dovisch (dt. „taubenhaft“).

Die Erwartung baldiger Zinssenkungen hinterließ auch an den Rentenmärkten ihre Spuren. So hielt die Nachfrage nach Anleihen im Berichtszeitraum an, was sich in sinkenden Renditen sowohl in den USA als auch im Euroraum niederschlug ([siehe Tabelle](#)). Die für Ende Juni angesetzten Neuwahlen in Frankreich führten vorübergehend zu einem Anstieg der Renditeaufschläge französischer Staatsanleihen und anderer Peripherieländer, wie Italien und Spanien (siehe dazu auch Teil „Im Fokus“). Die Tatsache, dass der rechtspopulistische Rassemblement National im zweiten Wahlgang der Parlamentsneuwahl in Frankreich letztlich nur drittstärkste Kraft wurde und auch ein Linksbündnis keine Mehrheit im Parlament erringen konnte (so dass die bisherige Regierung unter Emmanuel Macro erstmals geschäftsführend im Amt bleibt), ließ die Renditeaufschläge wieder deutlich sinken.

Die Ölpreise verzeichneten im Juni einen deutlichen Anstieg, der durch die Bestätigung der Förderkürzungen der OPEC+ (Organisation erdölexportierender Länder plus Russland) bis Ende 2025 und die Aussicht auf eine stabile Ölnachfrage – aufgrund solider globaler Wachstumsaussichten und positiver geldpolitischer Impulse – gestützt wurde. Letztere wurde im Juli durch die schwachen Wachstumswahlen Chinas für das zweite Quartal etwas in Frage gestellt, woraufhin die Ölpreise ihre Gewinne in der ersten Julihälfte wieder ein Stück weit abgaben ([siehe Tabelle](#)). Der Goldpreis legte im Berichtszeitraum deutlich zu ([siehe Tabelle](#)), getrieben von der Aussicht auf eine dovischere US-Geldpolitik und zwei weitere Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2024. In diesem Umfeld zeigte sich der Wechselkurs des Euro gut unterstützt und konnte gegenüber dem US-Dollar weiter zulegen (Stand: 19. Juli, [siehe Tabelle](#)), nachdem er im Vorfeld der Europawahlen etwas an Boden verloren hatte.

# 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>	○	○	●
	Renten	Schwellenländer	○	●	○
		EWU Staatsanleihen	○	●	○
		Nicht-EWU Staatsanleihen	○	●	○
		EURO Unternehmensanleihen <sup>3</sup>	○	○	●
		EURO Unternehmensanleihen (high yield)	●	○	○
	Rohstoffe	Schwellenländer-Anleihen (Harte Währung)	○	●	○
		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)

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## AKTIEN

### AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Das Umfeld für die globalen Aktienmärkte zeigt sich seit Jahresbeginn freundlich. 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 und (geo)politische Risiken 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-AKTIE: 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. Nach den zuletzt ermutigenden Inflationsberichten (zu den Verbraucherpreisen und privaten Konsumausgaben) steht zu erwarten, dass die Fed im September mit der geldpolitischen Lockerung beginnen wird. Die Bewertungen von US-Aktien bleiben vergleichsweise hoch, und der S&P 500 Aktienindex weist eine außergewöhnlich hohe Marktkonzentration. Insgesamt behalten wir eine neutrale Gewichtung bei.

### SCHWELLENLÄNDER-AKTIE: NEUTRAL

In Asien bleiben wir bei chinesischen Aktien strategisch zurückhaltend. Wie das BIP-Wachstum im zweiten Quartal erkennen lässt, verläuft die Erholung weiterhin schleppend und ist hauptsächlich exportgetrieben. 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. Insgesamt erscheinen die Bewertungen 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-AKTIE (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 geldpolitischen Schwenks der großen westlichen Zentralbanken bieten globale Anleihen weiterhin ein konkurrenzfähiges, interessantes Risiko-Ertrags-Profil. Vor dem Hintergrund der weiter abkühlenden, 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 Basisszenario 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. Sollte die Inflation und damit auch die Zinsen länger als allgemein erwartet auf einem höheren Niveau bleiben, könnte dies die Anlageklasse belasten (Risikoszenario). Unsere neutrale Gewichtung für diese Anlageklasse bleibt unverändert.

### NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: 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 (ist aber nicht unser Basisszenario). 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 (nicht unser Basisszenario). 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. Eine abwartende Haltung der Fed und ein stärkerer US-Dollar würde die Anlageklasse belasten (nicht unser Basisszenario). 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), und geopolitische Spannungen 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 acht 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**

Die jüngsten Makrodaten, insbesondere die Abkühlung der US-Inflation, stützen unser Szenario, das drei Zinssenkungen bis Dezember durch die Fed vorsieht. Der US-Dollar könnte dadurch belastet werden, dass die Märkte eine geldpolitische Lockerung durch die Fed für die zweite Jahreshälfte einpreisen.

## ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	19.07.23	19.07.19	17.07.20	19.07.21	19.07.22	19.07.23	19.07.19	01.01.24
Bis	19.07.24	19.07.20	19.07.21	19.07.22	19.07.23	19.07.24	19.07.24	19.07.24
<b>Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
MSCI World (in USD)	19,6	6,8	32,2	-9,9	18,6	19,6	79,6	13,4
MSCI Emerging Markets (in USD)	10,2	3,1	27,5	-23,2	7,5	10,2	18,8	8,5
MSCI US (in USD)	23,2	10,9	35,3	-8,3	18,1	23,2	99,9	15,9
MSCI Europe (in EUR)	13,4	-2,1	21,9	-0,2	12,8	13,4	52,9	9,1
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	12,7	6,4	25,5	-20,5	10,6	12,7	30,1	9,9
STOXX Europe 600 (in EUR)	13,6	-0,9	22,3	-1,7	12,7	13,6	53,1	9,2
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	12,1	5,7	17,1	-12,1	21,0	12,1	48,2	8,5
MSCI Italy (in EUR)	26,7	-8,1	17,8	-5,1	38,1	26,7	84,6	17,8
ATX (Österreich, in EUR)	20,9	-21,1	48,7	-6,5	13,2	20,9	51,0	12,4
SMI (Schweiz, in CHF)	12,2	7,5	17,4	-3,6	3,1	12,2	42,9	12,7
S&P 500 (USA, in USD)	23,2	9,8	34,1	-6,2	18,0	23,2	100,7	16,3
Nikkei (Japan, in JPY)	25,6	10,2	23,8	-0,6	24,8	25,6	105,8	20,8
CSI 300 (China, in Yuan)	-4,9	23,3	14,4	-14,7	-7,5	-4,9	4,0	5,3
<b>Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	0,7	17,4	-2,9	-13,8	-2,5	0,7	-4,2	-0,7
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	2,4	11,4	-2,2	-10,8	-1,4	2,4	-2,4	0,2
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	6,3	11,0	3,4	-14,8	2,3	6,3	5,8	1,5
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	2,8	1,5	-0,1	-13,6	-7,4	2,8	-17,0	-1,9
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	4,0	2,1	0,9	-13,1	-5,4	4,0	-12,2	-0,7
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	6,6	-0,3	3,5	-12,2	-0,6	6,6	-4,3	1,3
<b>Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)</b>								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	39	-141	55	184	72	39	219	37
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	4	-148	33	241	103	4	240	28
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-21	-116	-13	279	71	-21	209	17
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-4	-13	5	165	118	-4	278	41
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-9	-19	-4	179	114	-9	266	36
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-55	23	-46	278	98	-55	306	18
<b>Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)</b>								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-34	27	-53	61	-26	-34	-25	-11
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-81	163	-230	166	-121	-81	-98	-25
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-32	20	-33	88	-31	-32	12	-22
Euro-Unternehmensanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-96	127	-189	306	-173	-96	-28	-56
<b>Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)</b>								
Libor (USD, 3 Monate)	-6	-201	-14	260	286	-6	329	-5
Euribor (EUR, 3 Monate)	0	-7	-11	59	360	0	407	-21
<b>Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)</b>								
US-Dollar (EUR-USD)	-2,7	1,9	3,0	-12,9	9,5	-2,7	-3,0	-1,4
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-3,0	1,4	-5,7	-0,7	1,9	-3,0	-6,0	-3,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	0,6	-2,8	0,8	-8,5	-2,9	0,6	-12,2	4,6
Japanischer Yen (EUR-JPY)	9,8	1,4	5,3	9,3	11,2	9,8	41,9	9,8
<b>Rohstoffe (Veränderung in %)</b>								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	21,1	24,5	-2,1	-6,1	15,5	21,1	59,5	15,9
Industriemetalle (GSCI, in USD)	5,2	-3,6	42,3	-9,8	1,5	5,2	33,0	3,6
Gold (in USD pro Feinunze)	22,2	27,0	-0,1	-5,2	15,3	22,2	68,4	16,6
Röhhöl (Brent, in USD pro Fass)	5,5	-30,1	59,0	56,3	-26,0	5,5	35,0	8,2

Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Die Rendite bei Anlagen in Fremdwährungen kann auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt „passendste“ reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wieder (höhere Renditechance=höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und/oder Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Quelle: Refinitiv Datastream. Stand: 19.07.2024.

# 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 19. Juli 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)