



Richtungswechsel

Zinssenkungen und
US-Wahlen unter der Lupe



Group Investment Strategy

Monthly Outlook

Oktober 2024

 **HypoVereinsbank**
Wealth Management

Member of  **UniCredit**

Inhalt

CIO KOMMENTAR	3
IM FOKUS	5
WIRTSCHAFT & MÄRKTE	8
UNSERE ANLAGESTRATEGIE	13
IM DIALOG	16



CIO Kommentar

Richtungswechsel – Zinssenkungen und US-Wahlen unter der Lupe

In ihrer jüngsten Zinssitzung hat die US Zentralbank Federal Reserve (Fed) die Zinsen wie erwartet erstmalig seit 2020 gesenkt. Nachdem im Vorfeld an den Märkten heiß darüber diskutiert wurde, ob die Fed um 25 Basispunkte (Bp) oder 50 Bp senken würde und die Märkte zuletzt zum größeren Schritt tendierten, hat sie den Zinssenkungszyklus mit einem 50-Bp-Schritt eingeläutet. Als Begründung sagte Fed-Präsident Jerome Powell: „Der Arbeitsmarkt befindet sich in einer soliden Verfassung, und mit unserem heutigen Schritt wollen wir dafür sorgen, dass dies auch so bleibt.“ Mit anderen Worten: Die Fed möchte das sogenannte **„Soft Landing“**¹ sicherstellen. Die globalen Aktienmärkte reagierten weitgehend positiv auf die Fed-Entscheidung. Das ist eine gute Nachricht, da die Märkte diesen deutlichen Zinsschritt offensichtlich nicht als Signal für eine schwierigere wirtschaftliche Lage interpretierten.

Für die Märkte stellt sich nun die Frage, wie stark die Zinsen im aktuellen Zinssenkungszyklus insgesamt reduziert werden und wie schnell die Fed sich einem solchen Ziel nähern wird. Die Märkte preisen derzeit ein, dass die Fed die Zinsen bis 2026 noch um acht weitere 25-Bp-Schritte senken könnte, insgesamt also um 2 Prozentpunkte (Pp). Laut Markterwartung liegt die Zielmarke also zwischen 2,5 % und 3 %. Darüber hinaus erwartet der Markt, dass die Fed die Hälfte ihrer Zinssenkungen bereits im Januar 2025 geliefert haben sollte. Die Fed-Projektionen selbst sind etwas verhaltener, zeigen sie doch im Median bis Ende 2024 nur zwei weitere Zinssenkungen an und im kommenden Jahr insgesamt vier Zinssenkungen. In der Prognose bezüglich des Endpunktes des Zinssenkungszyklus liegen die Märkte und der Median der Erwartungen der Fed-Gouverneure nicht weit auseinander. Die Fed-Prognose, die bis 2026 erreicht sein sollte, liegt bei 2,875%. Diese Marke entspricht im Übrigen auch der langfristigen Gleichgewichtserwartung der Fed. Letzteres wird oftmals als „neutrale Rate“ interpretiert, d.h. der mit einer stabilen Inflationsrate in einer mittelfristig voll ausgelasteten Volkswirtschaft einhergehende Zinssatz, der vereinfacht gesagt weder stimulierende noch bremsende Wirkungen auf den Konjunkturverlauf hat.

Im Markt setzt sich also zunehmend das „Soft-Landing“-Szenario als wahrscheinlichster Pfad durch. Dieses Szenario ist nicht neu und war bereits im vergangenen Jahr und zu Beginn des Jahres 2024 das vorherrschende. Allerdings wurden im Verlauf des ersten Halbjahres immer wieder Stimmen laut, die ein „No-Landing“-Szenario sogar für das wahrscheinlichere hielten, also ein Szenario, in der es der Zentralbank gelänge, die Inflation ohne eine merkliche Abkühlung der Wirtschaftsaktivität auf das Ziel von 2 % zu drücken. Die zuletzt schwachen US-Arbeitsmarktzahlen rückten mögliche Rezessionsrisiken zwischenzeitlich wieder stärker in den Fokus. Anzeichen dafür, dass eine Rezession bevorstehen würde, lassen sich derzeit aber kaum identifizieren. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den USA sind nach wie vor beeindruckend robust.

In Europa stellt sich die Lage etwas anders dar. Die Hoffnung, dass insbesondere die deutsche Wirtschaft nach den Jahren des Energiepreisschocks bereits in diesem Jahr wieder nachhaltig Tritt fassen könnte, haben sich (noch) nicht bewahrheitet – trotz der Tatsache, dass der Ölpreis mittlerweile wieder auf einem Niveau wie vor Beginn des Ukrainekriegs liegt. Eine Rezession wird zwar weder im Euroraum noch in Deutschland erwartet, die Konsensschätzungen (Median der Analystenerwartungen) deuten aber weiterhin ein niedriges Wachstum an. Für den Euroraum wird in den kommenden Quartalen ein Quartalswachstum von 0,3 % bis 0,4 % erwartet (also annualisiert 1,2 % bis 1,6 %), für Deutschland sogar nur von 0,2 % bis 0,3 % (annualisiert 0,8 % bis 1,2 %). Dennoch zeigen sich sowohl europäische, aber insbesondere auch deutsche Aktien beeindruckend robust. Der DAX ist seit Jahresbeginn um rund 12 % gestiegen, und der STOXX Europe 600, der die 600 größten europäischen Aktien umfasst, ebenfalls zweistellig zugelegt, während der Nikkei sich

¹Soft Landing beschreibt eine Phase, in der sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt, die Wirtschaft aber nicht in eine Rezession gerät. Ein Hard Landing hingegen bezeichnet eine plötzliche und starke Verlangsamung der Wirtschaft, die in der Regel zu einer Rezession führt.

von seiner sommerlichen Schwäche wieder etwas erholt hat und derzeit bei einem Plus von rund 14 % in japanischen Yen seit Jahresbeginn steht (Gesamtrendite, [siehe Tabelle](#)). An der Spitze der großen Aktienmärkte weltweit stehen aber die US-Märkte. Der S&P 500 hat in US-Dollar fast 21 % zugelegt ([siehe Tabelle](#)). Die trotz enttäuschender makroökonomischer Lage erstaunlich robuste Entwicklung europäischer Aktien, die zu Verunsicherung bei Anlegern und Investoren führen könnte, lässt sich aus unserer Sicht erklären: Die Aktienmärkte spiegeln nicht immer notwendigerweise die binnenkonjunkturelle Situation wider. Der DAX bildet bekannterweise die Entwicklung der 40 größten deutschen Aktiengesellschaften ab, zu welchen neben den großen Industriewerten (von denen sich zwar einige eher schwach zeigten, etwa aus der Automobilindustrie und der Chemiebranche, andere aber zu den Spitzenperformern gehörten, etwa aus dem Ausrüstungs- und Anlagenbau) auch Unternehmen aus der Finanzbranche und dem Technologiesegment (mit jeweils starker Performance in diesem Jahr) kommen.

Die Performance der Aktienmärkte wird von Erwartungen auf starkes Gewinnwachstum in den kommenden Jahren getragen. Für deutsche Unternehmen wird ein Gewinnwachstum von 13 % im Jahr 2025 und von 10 % im Jahr darauf erwartet – ein kräftiger Anstieg im Vergleich zu den enttäuschenden Jahren 2023 und 2024, in denen die Gewinne kaum gestiegen sind. Deutsche Firmen erreichen damit bei den erwarteten Gewinnen Wachstumsraten, die fast mit den starken Zahlen der US-Unternehmen (16 % im Jahr 2025 und 10 % im Jahr 2026) mithalten können. Für europäische Unternehmen wird in den kommenden beiden Jahren ein Gewinnwachstum von jeweils 8 % erwartet. Darüber hinaus sind die Bewertungen von europäischen und deutschen Unternehmen, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), nicht sonderlich hoch. Die durchschnittlichen KGVs liegen etwa im Bereich des langfristigen Durchschnitts. Unterstellt man keine Ausweitung der KGVs, sollten die Aktienindizes entsprechend der Gewinnsteigerung zulegen. Für europäische Indizes entspräche das Renditen von knapp unter 10 %, während die für US-Unternehmen sogar knapp über 10 % zulegen könnten. Unveränderte KGVs wären in einer Phase steigender Gewinne und gleichzeitig sinkender Realrenditen (die Zentralbanken werden die Zinsen senken bei vermutlich stabilen Inflationsraten) im historischen Vergleich aber eher ungewöhnlich. Basierend auf historischer Erfahrung könnte man in solch einem Szenario sogar mit leicht steigenden KGVs rechnen.

Sollte also das Basisszenario, das den aktuellen Markterwartungen bzgl. Wirtschafts- und Gewinnwachstum zugrunde liegt, eintreten, erscheinen Performanceerwartungen für globale Aktienportfolios in den kommenden 12-18 Monaten in der Größenordnung von 8 % bis 10 % und für festverzinsliche Portfolios mit guter Bonität in der Größenordnung von 3 % bis 5 % durchaus plausibel. In einem Risikoszenario könnten sich diese Erwartungen gleichwohl als zu optimistisch herausstellen, denn zweifellos befindet sich die US-Wirtschaft in einer Abkühlungsphase (weswegen die Fed auch begonnen hat, die Zinsen zu senken). Die Markterwartungen reflektieren zwar, wie oben dargelegt, ein „Soft-Landing“-Szenario. Ob es der Fed aber tatsächlich gelingt, die Abkühlung rechtzeitig zu stoppen und eine Rezession zu vermeiden, ist nicht ausgemacht. Auch die US-Wahl sorgt für erhöhte Unsicherheit (siehe Fokus-Teil). Risiken, insbesondere für europäische Märkte, können zudem aus der enttäuschenden wirtschaftlichen Entwicklung in China resultieren. Eine weitere sinkende Nachfrage nach europäischen Exportgütern aus China könnte die Exportwirtschaft belasten. Zuletzt gibt es auch noch eine Reihe geopolitischer Risiken (Ukrainekrieg, Mittlerer Osten und die Spannungen zwischen Taiwan und China), die sich als Belastungsfaktoren herausstellen könnten. Aus diesen Gründen bleiben wir derzeit auch bei einer neutralen Gewichtung bei Aktien und präferieren tendenziell defensive Aktienstrategien. Für eine zyklischere und optimistischere Positionierung bzgl. Aktien erscheint es aktueller Perspektive zu früh. Hierfür sollte sich der wirtschaftliche Entwicklungspfad in den USA und Europa, aber auch in China, erst verlässlicher ins Positive wenden.

MANUELA D'ONOFRIO, Head of Group Investment Strategy

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

ALESSANDRO CAVIGLIA, Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA

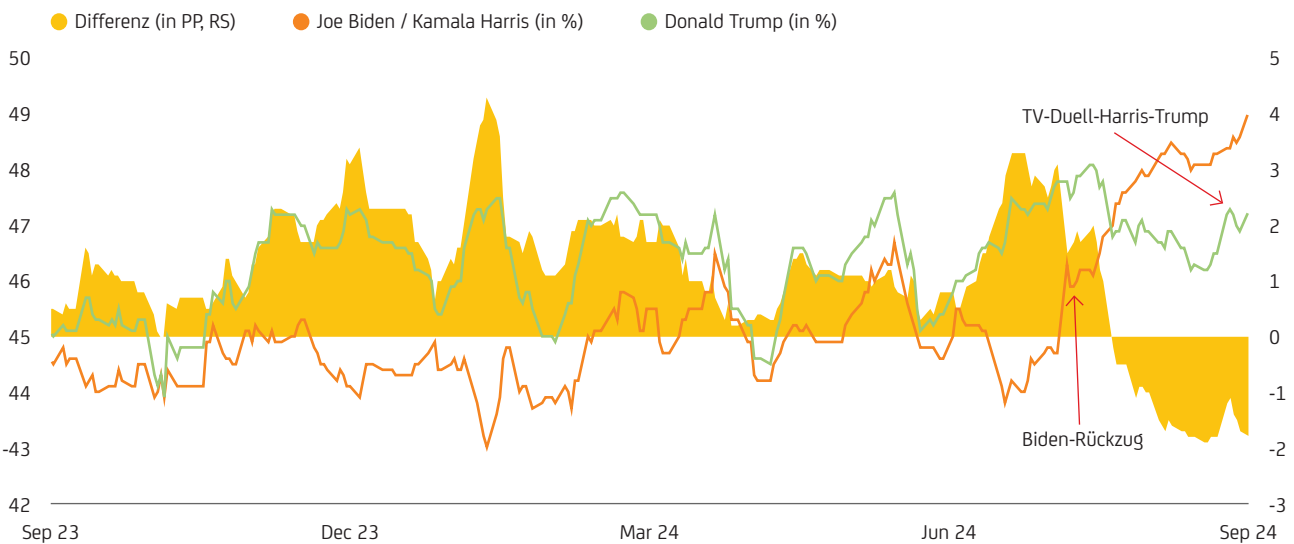
OLIVER PRINZ, Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG

Im Fokus

US-Wahlkampf geht in die heiße Phase

Der Wahlkampf um die US-Präsidentschaft geht im Oktober in die entscheidende Phase. Wir hatten die Positionen der beiden politischen Lager in den unterschiedlichen Politikfeldern bereits in der Mai-Ausgabe unseres Monthly Outlooks beleuchtet. Inhaltlich betrachtet lieferten die vergangenen Wochen wenig neue Erkenntnisse. Die Wahlchancen der Demokraten haben sich aber deutlich verbessert, seit der Demokrat Joe Biden nach der Fernsehdebatte gegen den ehemaligen Präsidenten und Kandidaten der Republikaner, Donald Trump, im Juli angekündigte, nicht für eine weitere Amtszeit kandidieren zu wollen, und sich zugunsten seiner Stellvertreterin Kamala Harris aus dem Rennen um die Präsidentschaft zurückgezogen hat. Harris führt seit Anfang August in den nationalen Umfragen, auch wenn ihr Vorsprung vor Trump kaum signifikant und weiterhin ein enges Rennen zu erwarten ist (siehe Grafik 1). Sollte Harris die Wahl am 5. November tatsächlich gewinnen, bei der auch das gesamte US-Repräsentantenhaus und etwa ein Drittel der 100 Senatsitze neu gewählt werden, wäre sie die erste Frau, die Präsidentin der USA wird.

1. HARRIS LIEGT SEIT ANFANG AUGUST IN NATIONALEN UMFRAGEN VORNE



Hinweis: In der Grafik sind Durchschnittswerte zahlreicher Umfragen dargestellt. RealClearPolitics sammelt die Befragungen verschiedener Umfrageinstitute und bildet daraus einen Mittelwert. So sollen zufällige Ausreißer oder systematische Verzerrungen einzelner Institute ausgeglichen werden.

Quelle: Real Clear Politics, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.09.2023-15.09.2024

Zu den Besonderheiten des amerikanischen Wahlsystems zählt allerdings, dass ein Kandidat landesweit die meisten Stimmen erhalten (Popular Vote) und die Wahl dennoch verlieren kann. Denn der US-Präsident wird nicht direkt vom Volk gewählt, sondern indirekt durch das Wahlmännergremium (**Electoral College**²) 41 Tage nach dem offiziellen Wahltag in geheimer Abstimmung mit einfacher Mehrheit. Holt ein Kandidat (oder eine Kandidatin) die meisten Stimmen in einem Staat, so bekommt er oder sie, bis auf wenige Ausnahmen, alle sogenannten Wahlmännerstimmen des jeweiligen Staates zugesprochen. Der Wahlkampf konzentriert sich entsprechend auf die wenigen Staaten, in denen die Wahl mutmaßlich entschieden wird, die so genannten Swing States: Arizona, Georgia, Michigan, Nevada, North Carolina, Pennsylvania und Wisconsin. Den meisten Umfragen

²Insgesamt gibt es 538 Wahlmänner, die gemäß der Bevölkerungsgröße auf die 50 Bundesstaaten und Washington D.C. verteilt sind.

zufolge sind die Abstände in den Swing States aktuell sehr gering und liegen teilweise im Bereich eines statistischen Fehlers.

Hitziger Schlagabtausch im TV-Duell am 10. September

Am 10. September lieferten sich die beiden Kandidaten bei dem TV-Duell in Philadelphia einen hitzigen Schlagabtausch. Harris gelang es, Trump mehrfach in die Defensive zu drängen, insbesondere mit Blick auf seine Haltung zur Abtreibung, seine Strafverfahren und seine Außenpolitik. Ihre Strategie, gezielte Nadelstiche zu setzen, scheint aufgegangen zu sein: Laut einer **CNN-Umfrage**³ waren im Anschluss 63 % der Befragten der Meinung, dass Harris als Siegerin aus dem TV-Duell hervorging. Kurz vor der Debatte hatte sie ihr Wahlprogramm öffentlich gemacht. Während Harris „neuer Weg vorwärts“ größtenteils ein „Weiter so“ bedeuten und Bidens Politik fortführen würde, erscheinen die Unwägbarkeiten unter einer erneuten Präsidentschaft Trumps deutlich größer. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Umsetzung der Gesetzesagenda von der einen oder anderen Seite entscheidend davon abhängen wird, welche Partei den Kongress kontrollieren wird. Fiskalische Initiativen erfordern nämlich in der Regel die Zustimmung des Kongresses, während die Handelspolitik hauptsächlich mittels Durchführungsverordnungen geregelt werden kann. Dass Demokraten oder Republikaner **in beiden Kammern**⁴ die Mehrheit haben werden, ist aktuellen Umfragen zufolge unwahrscheinlich.

In der TV-Debatte wurde erneut deutlich, dass die Rahmenbedingungen für die US-Wirtschaft bzw. deren Zustand mit Blick auf den Ausgang der Wahl am 5. November von zentraler Bedeutung sind. In der Handelspolitik stehen die Zeichen weiter auf Protektionismus – ganz gleich, wer ins Weiße Haus einziehen wird. Als Verfechter einer aggressiven, stark protektionistischen Handelspolitik insbesondere gegenüber China möchte Trump zusätzliche Zölle in Höhe von 10 % bis 20 % auf alle US-Importe, auch von Verbündeten, und 60 % (oder mehr) auf Importe aus China erheben. Damit ist Trumps handelspolitische Agenda deutlich protektionistischer als die von Harris. Aber auch die Demokraten sehen die Wirtschaft zunehmend als elementaren Teil der nationalen Sicherheit und China als deren größte Bedrohung. So hielt die Regierung Biden die meisten der von Trump eingeführten Importzölle bei. Unter einer fortwährenden US-Abschottung gegenüber China, das nach wie vor mit einer **schleppenden wirtschaftlichen Erholung**⁵ kämpft, oder gar einer Eskalation des Handelskonflikts würde auch der Euroraum leiden (und wohl insbesondere die exportabhängige deutsche Wirtschaft). In der **Steuerpolitik**⁶ könnte in den USA die Körperschaftssteuer für Unternehmen unter Harris von derzeit 21 % auf 28 % steigen, wohingegen Trump eine weitere Senkung auf 15 % für Unternehmen propagiert, die in den USA produzieren. Kurzfristig könnte eine Ausweitung dieser Steuersenkungen Rückenwind für die Unternehmensgewinne und positive Impulse für den US-Aktienmarkt mit sich bringen. Längerfristig dürften sie die US-Staatsverschuldung, das unter der aktuellen Regierung auf rund 35 Bio. US-Dollar angestiegen ist, allerdings deutlicher in die Höhe treiben, womit ein sogenanntes **Bear Steepening**⁷ der US-Zinsstrukturkurve zu erwarten wäre. Das würde den Schuldendienst verteuern und den fiskalischen Handlungsspielraum weiter einschränken. Insgesamt würde Trumps wirtschaftspolitische Agenda die **Inflation wieder anheizen**⁸ (vorausgesetzt, er würde sie wie angekündigt umsetzen).

US-Aktien bleiben elementarer Bestandteil einer ausgewogenen, diversifizierten Asset Allokation

Während also ein Wahlsieg der Republikaner (insbesondere dann, wenn sie auch den Kongress erobern sollten) ein Risiko für den Inflationsausblick und die Renditen von US-Staatsanleihen darstellt, bleiben US-Aktien unabhängig vom Wahlausgang elementarer Bestandteil einer ausgewogenen, diversifizierten Asset Allokation. In den letzten zehn Jahren hat sich der breite US-Aktienmarkt (MSCI USA) deutlich besser entwickelt als die meisten Indizes anderer Industrieländer bzw. -regionen, etwa als das europäische Pendant (MSCI Europe) oder auch der entsprechende Schwellenländer-Index (MSCI Emerging Markets, Schwellenländer, siehe Grafik 2).

³Link zur entsprechenden Pressemitteilung von CNN: <https://edition.cnn.com/2024/09/11/politics/election-poll-trump-harris-debate/index.html>

⁴Der US-Kongress setzt sich aus zwei gesetzgebenden Kammern zusammen, dem Senat und dem Repräsentantenhaus.

⁵Im zweiten Quartal wuchs das chinesische Bruttoinlandsprodukt (BIP) nur noch um 4,7 %, und ob das offizielle Wachstumsziel von rund fünf Prozent ohne ein größeres Konjunkturpaket erreicht werden kann, darf bezweifelt werden (siehe auch Teil Wirtschaft und Märkte).

⁶Realisierte Kapitalerträge will Harris allerdings nur noch mit 28 % besteuern, gut 10 Prozentpunkte weniger als Biden.

⁷Unter Bear Steepening versteht man die Verteilerung der Zinsstrukturkurve, die dadurch entsteht, dass die langfristigen Zinssätze schneller steigen als die kurzfristigen.

⁸Auch Trumps Einwanderungspolitik würde bei einer konsequenten Umsetzung wahrscheinlich zu einer höheren Inflation führen.

2. STARKE PERFORMANCE DES BREITEN US-AKTIENMARKTS IN DEN VERGANGENEN JAHREN

● MSCI USA (in USD) ● MSCI Europe (in EUR) ● MSCI Emerging Markets (Schwellenländer, in USD)

Indexiert (15.09.2014 = 100)



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

Quelle: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy, Beobachtungszeitraum: 15.09.2014-15.09.2024

Nachdem das Wirtschaftswachstum in den USA in den letzten Jahren höher ausgefallen war als insbesondere im Euroraum, dürften unter anderem demographische Faktoren und die Produktivität dazu beitragen, dass sich dies wahrscheinlich auch in absehbarer Zeit nicht ändern wird. Anders als für den Euroraum, Japan oder China prognostizieren die Vereinten Nationen, dass die Zahl der arbeitsfähigen Einwohner in den USA in nächsten Jahrzehnten nicht schrumpfen wird. Auch die Vielzahl an Weltmarktführern und innovativen Wachstumsunternehmen spricht für die Attraktivität des US-amerikanischen Aktienmarktes. Ein Großteil der Marktkapitalisierung des MSCI USA entfällt auf den Technologiesektor und eine Handvoll hoch bewerteter **Megacaps**⁹. Unabhängig davon, wer künftig im Weißen Haus sitzt, spricht vieles dafür, dass diese weiterhin gefragt bleiben. Denn insbesondere die künstliche Intelligenz (KI) treibt einen massiven Investitionszyklus an, der zu Produktivitätssteigerungen und Kosteneinsparungen führen dürfte. Entsprechend erscheint es trotz der Unsicherheit rund um die US-Wahl grundsätzlich richtig, US-Aktien mit einem angemessenen Anteil im Multi-Asset-Portfolio zu gewichten. Kurzfristig sehen wir nur im Falle einer Rezession schwierigere Bedingungen für diese Anlageklasse. Von einem solchen **Hard-Landing**¹⁰-Szenario gehen wir derzeit nicht aus. Im Rahmen der Asset-Selektion bleibt überdies zu berücksichtigen, dass die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen einer Reihe von Sektoren maßgeblich vom Ausgang der US-Wahl abhängen dürften – insbesondere von solchen, die stark reguliert sind bzw. subventioniert werden.

⁹Megacaps haben eine Marktkapitalisierung oder einen Marktwert von über 200 Mrd. US-Dollar.

¹⁰Eine harte Landung ist durch einen deutliche Abschwächung der Wirtschaft, höhere Arbeitslosenquoten und eine geringere Wirtschaftsaktivität gekennzeichnet.

Wirtschaft und Märkte

Fed läutet Zinsschwende ein, EZB vollzieht graduellen Schritt

US-NOTENBANK LEITET ZINSENKUNGSZYKLUS EIN UND BESTÄTIGT SOFT-LANDING-SZENARIO

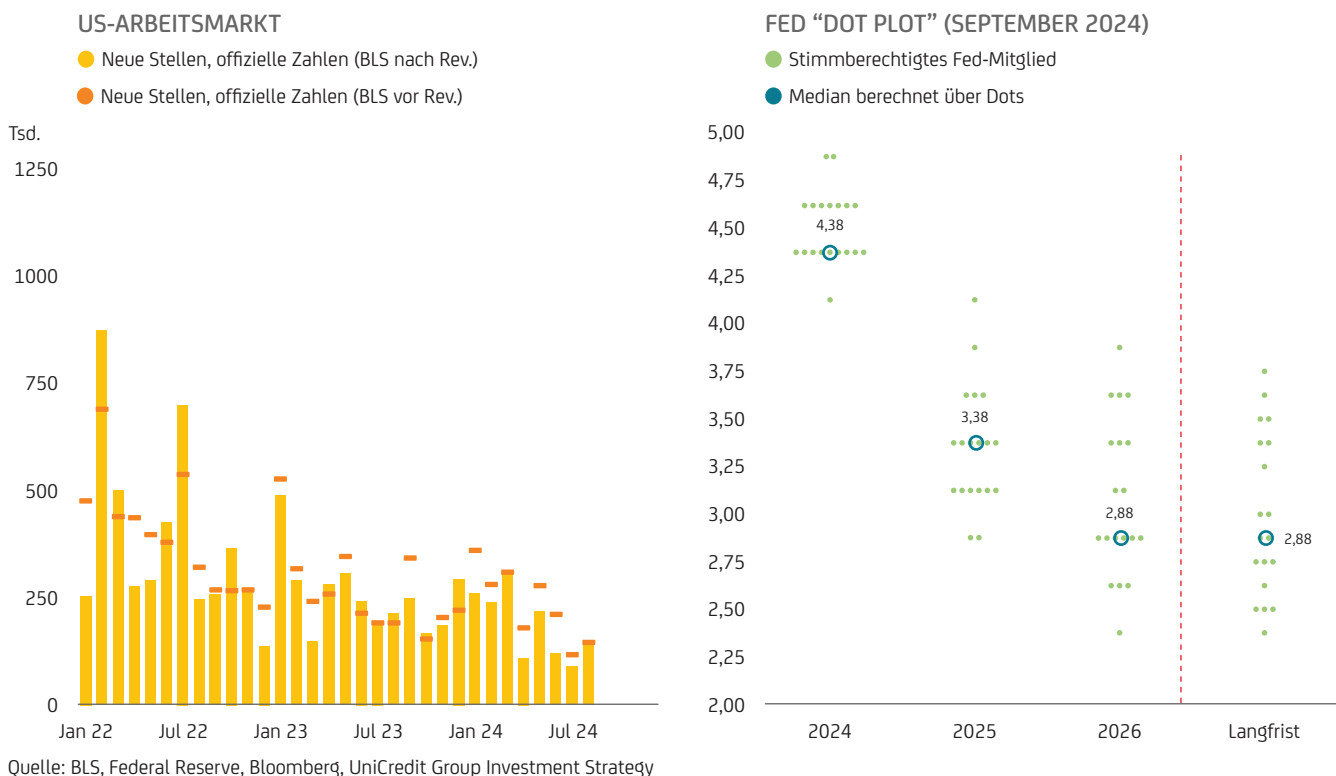
Die US-Konjunktur verliert weiter an Schwung. Der für die USA besonders wichtige Arbeitsmarkt zeigte im August ein gemischtes Bild: Während die Arbeitslosenquote zurückging, enttäuschte der Anstieg der Beschäftigung (ohne Landwirtschaft). Insbesondere die starken Abwärtsrevisionen der Beschäftigungszahlen in den Vormonaten belasteten das Wachstumsbild an den Finanzmärkten. Trotz der Datenrevision sehen wir unser Basisszenario einer weichen Landung der US-Wirtschaft (Soft-Landing-Szenario) weiterhin intakt und erwarten keine Rezession (siehe Grafik 3). Auch auf der Inflationsseite zeigt sich die nachlassende Dynamik. Die Gesamtrate sank im August weiter auf 2,5 % gegenüber dem Vorjahresmonat (zuvor 2,9 %), was vor allem auf einen Rückgang der Energiekosteninflation zurückzuführen ist. Die Kernrate (Gesamtrate ohne die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel) verharrte im August bei 3,2 %, in erster Linie wegen der hartnäckigen Inflation im Dienstleistungssektor. Eine Reihe von Frühindikatoren deutet jedoch darauf hin, dass der Preisdruck auch im Dienstleistungssektor in den kommenden Monaten allmählich nachlassen dürfte.

Auf ihrer Sitzung im September leitete die US-Notenbank (Fed) erwartungsgemäß ihren Zinssenkungszyklus ein. Die Zinssenkung um 50 Basispunkte (Bp) auf 5,00 % ein (Leitzins am oberen Band) war ein größerer Schritt als von den meisten Ökonomen erwartet, obwohl die Finanzmärkte bereits im Vorfeld der Sitzung eine Zinssenkung in dieser Größenordnung von 50 Bp eingepreist hatten. Laut dem Vorsitzenden der Fed, Jerome Powell, machen die Fortschritte bei der **Disinflation**¹¹ und die Abkühlung am Arbeitsmarkt eine Neuausrichtung der Geldpolitik notwendig. Die US-Wirtschaft befindet sich nach Einschätzung der Notenbank grundsätzlich in einer guten Verfassung und die Zinssenkung dient dazu, die Wirtschaft in dieser zu halten. Dies spiegelt sich auch in den aktualisierten Wachstumsprognosen der Fed für dieses Jahr und die folgenden drei Jahre wider, die weiterhin von einem soliden Wachstum von 2 % ausgehen. Die Inflationsprognosen wurden weiter nach unten korrigiert und unterstreichen, dass sich die Fed auf dem Weg in Richtung der Zielmarke von 2 % sieht. Der aktualisierte „**Dot Plot**“¹² zeigt einen eher graduellen Zinssenkungszyklus (siehe Grafik 3), wobei der geldpolitische Ausschuss grob zwischen kumulativen Zinssenkungen von 25 und 50 Bp in den verbleibenden zwei Sitzungen dieses Jahres und einer mittleren Projektion von 100 Bp für das nächste Jahr schwankt. Powell betonte auf der Pressekonferenz jedoch, dass alle Optionen weiter offen seien und das tatsächliche Ausmaß und Tempo der Zinssenkungen von der Gesamtheit der eingehenden wirtschaftlichen Daten abhängen werde. Wir gehen davon aus, dass die Fed die Zinsen bis zum Jahresende um weitere 50 Bp senken wird.

¹¹Bei Disinflation sinken die Inflationsraten im Zeitverlauf, liegen aber immer noch über null. Fallen die Inflationsraten unter null, wird die Disinflation zur Deflation.

¹²Der 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. DATENREVISIONEN ZEIGEN SCHWÄCHEREN ARBEITSMARKT, US-NOTENBANK PASST ZINSAUSBLICK AN

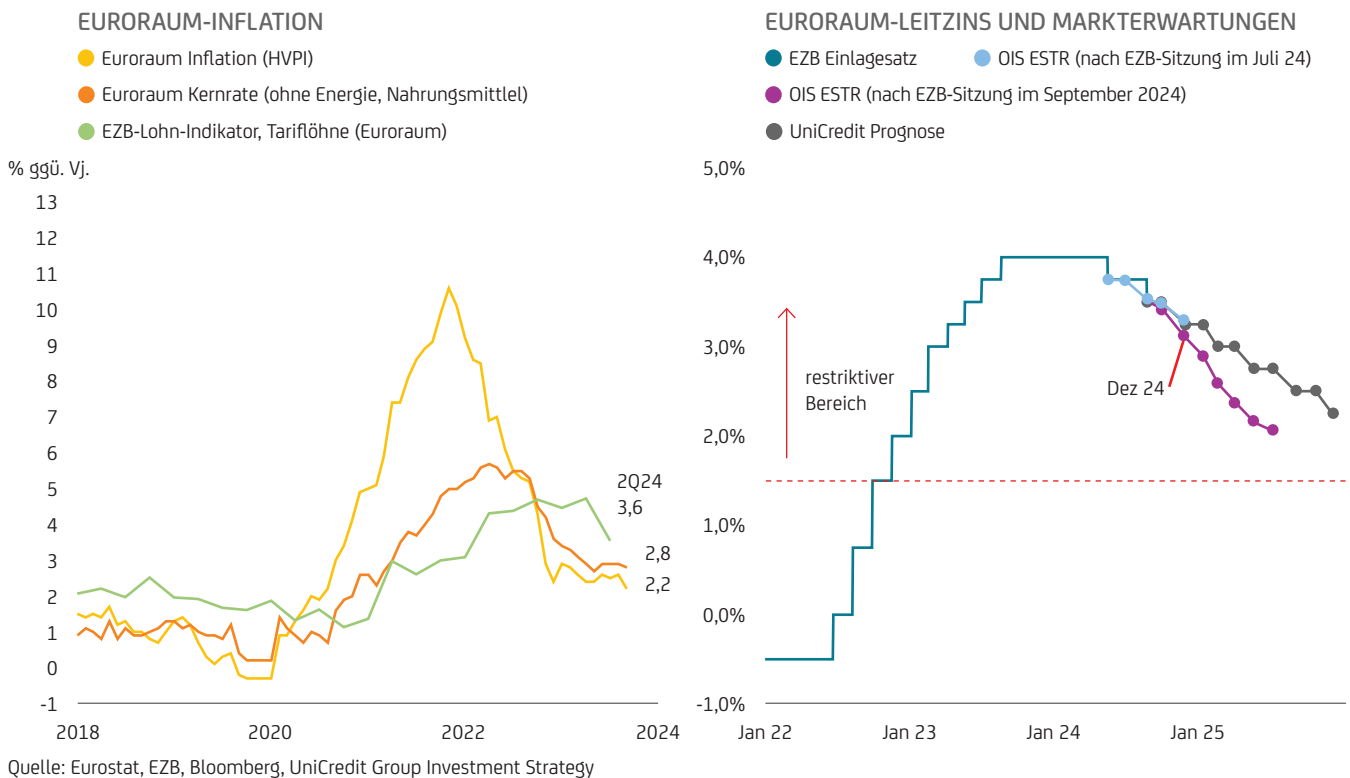


EURORAUM: DISINFLATIONSTREND HÄLT AN, EZB SETZT ZINSENKUNGEN FORT

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum hat sich im zweiten Quartal fortgesetzt. Das revidierte BIP-Wachstum betrug 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und lag damit nur noch 0,1 Prozentpunkte (Pp) unter dem Wert des Jahresanfangsquartals. Unterstützende Signale für eine anhaltende Erholung kommen von den Unternehmensumfragen, insbesondere den Einkaufsmanagerindizes. Diese deuten zwar nach wie vor darauf hin, dass die Schwächephase in der Industrie noch nicht überwunden ist, der Dienstleistungssektor befindet sich jedoch deutlich im Expansionsmodus und dürfte damit die Konjunktur im Euroraum stützen. Die Gesamtinflation sank im August auf 2,2 % gegenüber dem Vorjahr (von 2,6 % im Juli), was hauptsächlich auf niedrigere Energiepreise zurückzuführen ist (siehe Grafik 4). Die Kerninflation sank nur geringfügig auf 2,8 % von 2,9 % im Vormonat. Die hartnäckige Teuerung im Dienstleistungssektor, die im August wieder leicht auf 4,2 % angestiegen ist, muss weiter beobachtet werden. Wir gehen aber auch hier davon aus, dass die Kernrate in den kommenden Quartalen aufgrund des nachlassenden Lohndrucks (im zweiten Quartal des laufenden Jahres war hier ein deutlicher Rückgang auf 3,6 % von zuvor deutlich über 4 % im Vorquartal zu verzeichnen) weiter in Richtung des Zentralbankziels von 2 % zurückgehen dürfte (alle genannten Werte im Vergleich zum Vorjahr).

Auf ihrer Sitzung im September senkte die EZB erwartungsgemäß den Einlagensatz um 25 Bp auf 3,50 % (siehe Grafik 4). Der Refinanzierungssatz wurde von 4,25 % auf 3,65 % gesenkt, was die für September angekündigte Verringerung des Abstands zwischen den beiden Leitzinsen auf 15 Bp widerspiegelt. Neben dem Zinsentscheid legte die Zentralbank auch revidierte Wachstums- und Inflationsprognosen vor. Die neue Prognose für die Gesamtinflation blieb im Vergleich zum Juni unverändert, während die Prognose für die Kerninflation leicht angehoben wurde. Trotz dieser Ankündigung geht die EZB weiterhin davon aus, dass sich sowohl die Kern- als auch die Gesamtinflation bis Ende 2025 in Richtung 2 % bewegen werden. Für die einzelnen Jahre des Prognosezeitraums (2024 bis 2026) hat die Notenbank ihre Wachstumsprognosen leicht nach unten korrigiert, vor allem wegen der schwachen Entwicklung des privaten Konsums. Dennoch geht die EZB nicht von einer Rezession aus und hält an ihrem insgesamt konstruktiven Konjunkturausblick für die kommenden Jahre fest. In der Pressekonferenz hielt sich EZB-Präsidentin Lagarde hinsichtlich des Zeitpunkts und der Höhe des nächsten Zinsschritts bedeckt. Ein Indiz dafür, dass die Notenbank bei ihrer nächsten Sitzung im Oktober wohl eine Zinspause einlegen wird, ist jedoch die Aussage, dass zwischen dem jetzigen Zeitpunkt und der Sitzung eine „relativ kurze Zeitspanne“ liege. Daraus lässt sich schließen, dass die EZB bis dahin nicht über genügend Informationen verfügen wird, um einen weiteren Schritt zu unternehmen. Wir bleiben daher bei unserer Erwartung, dass die EZB die Zinsen in diesem Jahr noch einmal senken wird, und zwar um 25 Bp, auf der Sitzung im Dezember.

4. INFLATION UND LOHNWACHSTUM WEITER RÜCKKLÄUFIG, EZB SENKT LEITZINSEN AUF SEPTEMBER-SITZUNG ERNEUT

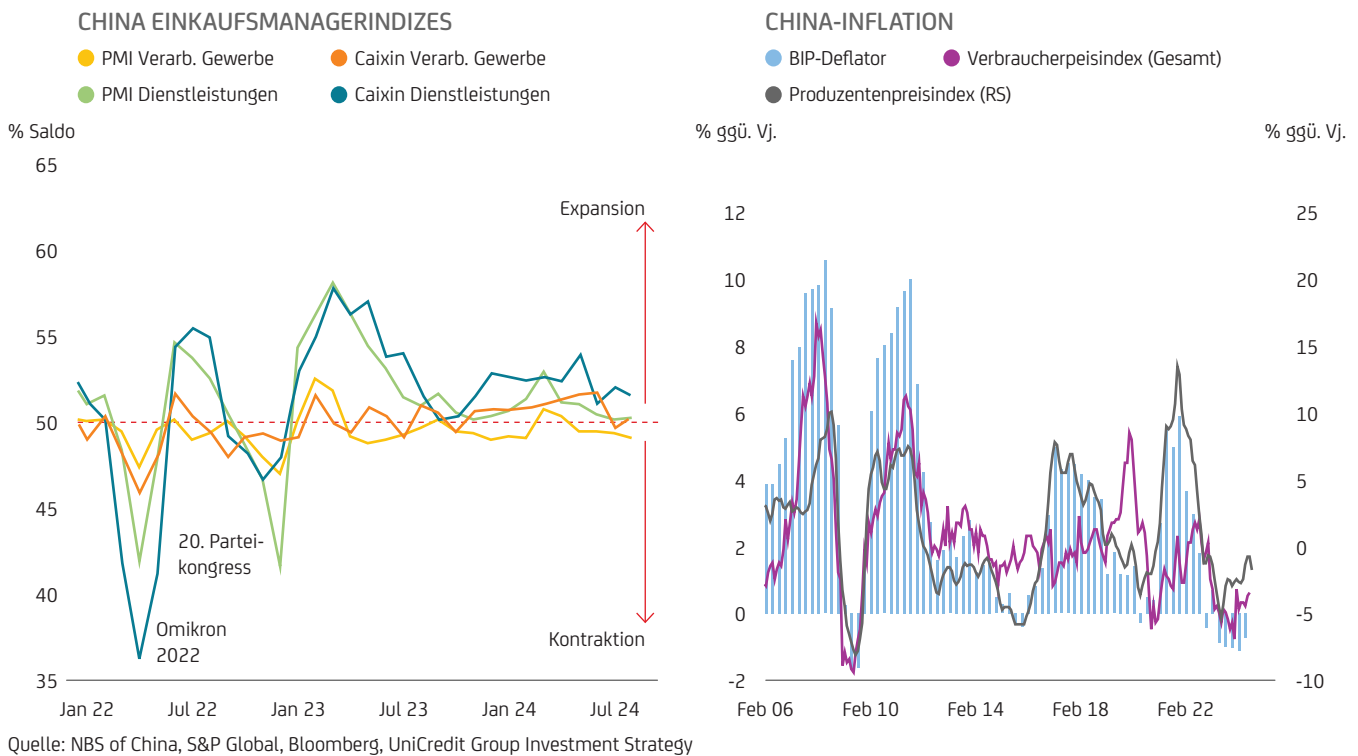


CHINA: KONJUNKTURELLE ERHOLUNG BLEIBT SCHWACH, DEFLATIONSRISEN NEHMEN ZU

Die zuletzt veröffentlichten Frühindikatoren, insbesondere Umfrage- und Stimmungsindikatoren, deuten darauf hin, dass sich die anhaltend schwache Dynamik der chinesischen Wirtschaft auch im dritten Quartal des laufenden Jahres fortsetzen dürfte. Die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe liegen weiterhin nahe bzw. im Kontraktionsbereich (d.h. unter der Marke von 50 Indexpunkten, was einen Rückgang der Wirtschaftsleistung in diesem Sektor anzeigt, siehe Grafik 5). Unterstützend wirkt lediglich der Dienstleistungssektor, der sich zwar noch im Expansionsbereich befindet, zuletzt aber weiter an Schwung verloren hat. Auch die „harten“ Wirtschaftsdaten, wie Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze, deuten auf eine wenig dynamische Konjunktorentwicklung hin. Sowohl die wirtschaftliche Aktivität der Industrie als auch die Umsätze im Einzelhandel blieben im August hinter den Erwartungen zurück.

Die schwache Konjunktur spiegelt sich auch in einem anhaltend niedrigen Inflationsdruck wider. So weisen verschiedene Inflationsmaße nach wie vor gedämpfte monatliche Wachstumsraten auf. Die Verbraucherpreisinflation legte im August nur geringfügig um 0,6 % gegenüber dem Vorjahresmonat zu, während die Erzeugerpreise deutlich auf -1,8 % (gegenüber -0,8 % im Vormonat Juli) zurückgingen (siehe Grafik 5). Der eher breitgefaste BIP-Deflator, der die Preisentwicklungen aller Güter und Dienstleistungen der chinesischen Volkswirtschaft umfasst, liegt nun seit fünf Quartalen in Folge im negativen Bereich und signalisiert damit strukturelle Deflationstendenzen. Damit liegen alle wichtigen chinesischen Inflationsindikatoren unter historischen Niveaus, was die Herausforderungen bei der Belebung der Binnennachfrage und der Preisstabilität verdeutlicht.

5. SCHWACHE KONJUNKTUR UND STEIGENDE DEFLATIONSRSIKEN TRÜBEN WACHSTUMSAUSSICHTEN



FINANZMÄRKTE: ZINSENKUNGEN DER NOTENBANKEN SORGEN FÜR POSITIVE STIMMUNG

Der August war grundsätzlich von einer positiven Marktstimmung geprägt. Zwar sorgten die Fokussierung der Märkte auf Wachstumsthemen und schwächere Konjunkturdaten sowie die damit einhergehende Sorge vor einer deutlicheren Abschwächung der US-Wirtschaft immer wieder für erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten. Insgesamt blieb das Narrativ einer „weichen“ wirtschaftlichen Landung jedoch intakt. Unterstützend dürfte auch die Erholungsphase nach dem starken Ausverkauf an den globalen Aktienmärkten im Anschluss an die unerwartete Zinserhöhung der japanischen Notenbank gewirkt haben, die Ende Juli bzw. Anfang August zur Auflösung eines nicht unerheblichen Teils der Yen-Carry-Trade-Positionen geführt hatte. Der Ausverkauf an den Aktienmärkten war jedoch nur von kurzer Dauer. Nach einem anfänglichen Anstieg der Volatilität wirkten die Aussicht auf Zinssenkungen seitens der Notenbanken und eine solide Berichtssaison für das zweite Quartal, die kaum Anzeichen für eine bevorstehende konjunkturelle Abschwächung erkennen ließ, stützend. Die meisten Märkte konnten ihre Verluste bis zur Monatsmitte wieder wettmachen. Im gesamten Berichtszeitraum (1. August bis 20. September) legten die US-Aktien ebenso wie die europäischen Pendanten deutlich zu ([siehe Tabelle](#)).

Auch für festverzinsliche Anlagen war der August ein positiver Monat. Die zu Monatsbeginn beobachtete Volatilität führte zu einer Flucht in Qualität (Staatsanleihen mit guten Bonitäten), während die Aussicht auf (weitere) Zinssenkungen der Zentralbanken die Renditen an den Anleihemärkten weiter sinken und die Kurse entsprechend weiter steigen ließ. Da jedoch ein Großteil der erwarteten Zinssenkungen an den Märkten bereits eingepreist war, hielten sich die Bewegungen der Anleiherenditen im Berichtszeitraum insgesamt weitgehend in Grenzen ([siehe Tabelle](#)). Hauptthema bleibt jedoch die bevorstehende Normalisierung der Zinsstrukturkurve (Versteilerung) mit einem stärkeren Rückgang der Renditen am kurzen Ende (aufgrund der erwarteten Zinssenkungen der Notenbanken), während die Renditen am langen Ende relativ fest verankert blieben (Wachstumsaussichten). Die jüngste Zinsentscheidung der US-Notenbank, die neben der Bestätigung des erwarteten Soft-Landing-Szenarios auch eine Anhebung des neutralen langfristigen Zinssatzes beinhaltete, hat jedoch zuletzt auch die Renditen am langen Ende wieder etwas nach oben getrieben. Die Versteilerung der Zinsstrukturkurven ist somit nicht nur am kurzen, sondern auch am langen Ende zu beobachten.

Die Ölpreise gaben im Berichtszeitraum tendenziell nach ([siehe Tabelle](#)), was in erster Linie auf die globale Konjunkturabschwächung zurückzuführen ist. Daran konnte auch die Verlängerung der Förderkürzungen der Länder der OPEC+ (Organisation erdölexportierender Länder plus Russland)

um zwei weitere Monate (nun auch Oktober und November) nicht viel ändern. Die erneuten geopolitischen Spannungen im Nahen Osten gaben den Ölpreisen zuletzt wieder Auftrieb. Der Goldpreis legte im Berichtszeitraum deutlich zu ([siehe Tabelle](#)), getrieben von der Aussicht, dass die US-Geldpolitik auf ihrer Sitzung im September ihren Zinssenkungszyklus einleiten würde, was sie dann auch mit einem kräftigen Zinsschritt tat. In diesem Umfeld zeigte sich der Wechselkurs des Euro gut unterstützt und konnte gegenüber dem US-Dollar weiter zulegen ([siehe Tabelle](#)).

Unsere Anlagestrategie

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

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

²Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

³mit guter Bonität (Investment Grade)

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

AKTIEN

AKTIEN GLOBAL: NEUTRAL

Das Umfeld für globale Aktien bleibt günstig: Trotz Anzeichen einer Verlangsamung zeigt sich die US-Wirtschaft nach wie vor widerstandsfähig, und der Trend zu Zinssenkungen durch die großen westlichen Zentralbanken weitet sich aus, wobei die Fed über reichlich Spielraum für weitere Zinssenkungen verfügen sollte. Trotz einiger Ausnahmen wurden auch die Gewinn- und Ertrags-erwartungen der Unternehmen bisher nicht enttäuscht. Darüber hinaus erscheint die europäische Wirtschaft zwar schwächer, zeigt sich aber dennoch in solider Verfassung, und die Aussicht auf eine weniger restriktive Geldpolitik bietet Unterstützung. Das vierte Quartal bietet traditionell eine positive Saisonalität für Aktien. Andererseits sind die Bewertungen in einigen Bereichen relativ hoch, und das geopolitische Risiko ist nach wie vor nicht zu vernachlässigen. Wir behalten daher eine neutrale Gewichtung für globale Aktien bei.

AKTIEN EUROPA: NEUTRAL

Jüngere makroökonomische Daten deuten darauf hin, dass die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone weiterhin schwach ist. Wir rechnen jedoch nicht mit einem weiteren starken Rückgang der Wirtschaftstätigkeit. Der Arbeitsmarkt bleibt solide, die Inflation kühlt sich ab, und das Verbrauchervertrauen gewinnt wieder an Boden. Dennoch bleibt etwa der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes schwach und ist dem Risiko einer Abschwächung des Welthandels ausgesetzt. Die immer noch vergleichsweise günstigen Bewertungen (im Vergleich zu US-amerikanischen Aktien) unterstützen europäische Aktien, die entsprechend gute Chancen für wert- und qualitätsorientierte Anleger bieten. Insgesamt halten wir die Aussichten für das vierte Quartal weiterhin für konstruktiv und bestätigen eine neutrale Gewichtung der Anlageklasse.

US-AKTIEN: NEUTRAL

Das US-Wachstum verlangsamt sich zwar, ist aber immer noch robust. Das US-Wirtschaftswachstum verliert zweifellos an Schwung, wie die schwächer werdenden Arbeitsmarktdaten zeigen, aber wir halten ein Soft Landing für wahrscheinlicher als ein Hard Landing. Die Tatsache, dass die Fed nach den letzten ermutigenden Inflationsberichten ihren Lockerungszyklus eingeleitet hat, dürfte in Verbindung mit ihren konstruktiven Botschaften zu Wirtschaft und Inflation die Aktienmärkte unterstützen. Allerdings sind die Bewertungen von US-Aktien sowohl im historischen Vergleich als auch im Vergleich zum Rest der Welt nach wie vor recht hoch. Insgesamt behalten wir eine neutrale Gewichtung für diese Anlageklasse bei.

SCHWELLENLÄNDER-AKTIEN: NEUTRAL

Wir bleiben bei Aktien aus Schwellenländern vor allem wegen unseres eher zurückhaltenden Ausblicks für chinesische Aktien strategisch vorsichtig. Obwohl die jüngsten Daten die anhaltend schwache Importnachfrage Chinas unterstreichen und – je nach Ausgang der US-Präsidentenwahlen – der externe Gegenwind zunehmen könnte, besteht die Möglichkeit, dass der Pessimismus bzgl. der chinesischen Aktienmärkte seinen Höhepunkt erreicht ha-

ben könnte. Dennoch bleiben für den breiten Markt aufgrund einiger struktureller Probleme und geopolitischer Unsicherheitsfaktoren Hindernisse bestehen. Insgesamt erscheinen die Bewertungen von Schwellenländeraktien vergleichsweise günstig. Wir bevorzugen weiterhin eine neutrale Gewichtung und unterstreichen die Notwendigkeit eines selektiven Ansatzes für Schwellenländer nach Ländern und Sektoren.

ASIEN-PAZIFIK-AKTIEN (ENTWICKELTE MÄRKTE): ÜBERGEWICHTEN

Das Ende der Negativzins-Ära und der Renditekurvensteuerung durch die Bank of Japan (BoJ) haben positive Auswirkungen auf den Yen. Der Anstieg der Unternehmensgewinne und die Reform der Tokioter Börse treiben die Aktienkurse in die Höhe und ermutigen zu umfangreichen Aktienrückkäufen durch die japanischen Unternehmen. Die Bewertungen erscheinen zwar immer noch nicht teuer, doch muss auch der potenzielle Gegenwind für die Erträge durch einen stärkeren Yen und gemischte politische Signale der BoJ berücksichtigt werden. Insgesamt bleiben wir bei pazifischen Aktien übergewichtet.

RENTEN

RENTEN GLOBAL: ÜBERGEWICHTEN

Angesichts der aktuellen Renditen und der geldpolitischen Lockerung durch die großen westlichen Zentralbanken bieten globale Anleihen ein interessantes risikoadjustiertes Ertragspotenzial. Historisch gesehen war eine Zeit von Zinssenkungen häufig eine gute Phase für festverzinsliche Anlagen. Wir bekräftigen unsere strategische Präferenz für qualitativ hochwertige Anleihen, wie z.B. Euro-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating (gute Bonität) und Euro-Staatsanleihen. Staatsanleihen mit langer Laufzeit können im Falle einer spürbaren Konjunkturabschwächung (nicht unser Basisszenario) eine wertvolle Rolle bei der Makro-Absicherung spielen. Sollte der Rückgang der Inflation ins Stocken geraten oder der Preisauftrieb sogar wieder zunehmen (Risikoszenario), könnte dies Renten belasten. Wir halten an unserer Übergewichtung von globalen Anleihen fest.

EUROPÄISCHE STAATSANLEIHEN (EWU): NEUTRAL

Euro-Staatsanleihen dürften von der laufenden Disinflation profitieren, die den Lockerungszyklus der EZB unterstützt. Allerdings scheinen künftige Zinssenkungen auf dem aktuellen Rendite-niveau bereits weitgehend eingepreist zu sein, und nur eine weitere Eintrübung der Wirtschaftsaussichten und der Arbeitsmarktdaten könnte sich möglicherweise in zusätzlichen Gewinnen für die Anlageklasse niederschlagen. Sollten die Inflation und damit auch die Zinsen länger als allgemein erwartet auf einem höheren Niveau bleiben, könnte dies diese Anlageklasse belasten (Risikoszenario). Wir bleiben daher bei unserer neutralen Haltung gegenüber dieser Anlageklasse.

NICHT-EWU-STAATSANLEIHEN: NEUTRAL

Die nach wie vor robuste US-Wirtschaft stützt die Staatsanleihen von Nicht-EWU-Ländern, auch wenn die Anzeichen für eine Verlangsamung in letzter Zeit deutlicher geworden sind. Die Entscheidung der Fed, die Zinsen zu senken, gibt der Anlageklasse Auftrieb. Das Risiko einer höher als erwarteten Inflation und unerwartet geringer Zinssenkungen durch die Fed bleibt jedoch bestehen (auch wenn es nach unserem Ermessen nur geringfügig ist). Wir behalten daher eine neutrale Gewichtung dieser Anlageklasse bei.

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

Die Kreditaufschläge für auf Euro lautende Unternehmensanleihen, die weiterhin durch die Widerstandsfähigkeit des Konjunkturzyklus und die anhaltende Suche der Anleger nach Rendite unterstützt werden, befinden sich weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau. Insgesamt dürften die Fundamentaldaten von Unternehmen mit Investment-Grade-Rating (IG) dank gesunder Bilanzen, über den Erwartungen liegender Gewinne, hoher Kassenbestände und eines im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt niedrigen Verschuldungsgrads robust bleiben. Im Falle eines spürbaren wirtschaftlichen Abschwungs könnten die Ausfallraten steigen, womit Kursverluste einhergehen könnten (nicht unser Basisszenario). Wir behalten unsere Übergewichtung für diese Anlageklasse bei.

HOCHVERZINSLICHE EURO-UNTERNEHMENSANLEIHEN: UNTERGEWICHTEN

Die Kreditaufschläge von hochverzinslichen Unternehmensanleihen (HY), insbesondere von Unternehmen mit niedriger Bonität, scheinen eine mögliche spürbare Verlangsamung der Wirtschaft (die nicht unser Basisszenario ist) immer noch nicht vollständig widerzuspiegeln. Darüber hinaus macht die geringe Liquidität von HY-Anleihen diese in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus weniger attraktiv. HY-Anleihen bleiben daher untergewichtet.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (HARTE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN VON NEUTRAL

Schwellenländeranleihen in Hartwährungen bieten im Allgemeinen eine interessante Carry (Renditevorteil gegenüber Euro-Staatsanleihen). Darüber hinaus dürften die weitere geldpolitische Lockerung durch die Fed und ein schwächerer US-Dollar den Volkswirtschaften der Schwellenländer zugutekommen. Ein Wiederaufflammen der Inflation und unerwartet geringe Zinssenkungen durch die Fed stellt ein Risikoszenario dar. Wir haben die Gewichtung für diese Anlageklasse von neutral auf übergewichtet geändert.

SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN (LOKALE WÄHRUNG): ÜBERGEWICHTEN

Auch Schwellenländeranleihen in lokaler Währung bieten eine interessante Carry (laufende Rendite). Der Spielraum für Zinssenkungen durch die Zentralbanken der Schwellenländer dürfte der Anlageklasse zugutekommen. Darüber hinaus erscheinen die Währungen der Schwellenländer unterbewertet und dürften wieder an Boden gewinnen, wenn die Fed die Zinsen weiter senkt.

Sollten die Zinsen länger als allgemein erwartet auf einem höheren Niveau bleiben, könnte dies die Anlageklasse belasten (Risikoszenario). Schwellenländeranleihen in lokaler Währung bleiben übergewichtet.

GELDMARKT/LIQUIDITÄT: UNTERGEWICHTEN

Cash bietet im Allgemeinen interessante Renditen, aber wir bevorzugen Anlagen in höher rentierliche festverzinsliche Anlageklassen wie auf Euro lautende Unternehmensanleihen mit guter Bonität, da wir weiterhin mit (weiter) sinkenden Zinsen in den USA und im Euroraum rechnen. Wir bleiben in diesem Anlagesegment untergewichtet.

ALTERNATIVE ANLAGEN: NEUTRAL

Alternative Anlagen bieten weiterhin ein Diversifizierungspotenzial für das Portfolio. Sachwerte profitieren von ihrer Rolle als Instrumente zur Absicherung gegen die Inflation. Wir behalten eine neutrale Gewichtung für alternative Anlagen bei.

ROHSTOFFE: NEUTRAL

Einerseits stützen die niedrigen Ölvorräte, die Verlängerung der Produktionskürzungen der OPEC+ (die wichtigsten Ölförderländer und Russland, insgesamt 23 Staaten) sowie die geopolitischen Spannungen die Ölpreise weiterhin. Andererseits hat sich die Nachfrage mit der Verschlechterung der globalen Aussichten allmählich normalisiert. Niedrigere Zinsen könnten der Energienachfrage aber Rückenwind verleihen. Wir setzen weiterhin auf eine neutrale Gewichtung in dieser Anlageklasse.

GOLD: NEUTRAL

Der Goldpreis erreichte im September ein neues Rekordhoch. Gold profitiert weiterhin von den Käufen der Zentralbanken – insbesondere der chinesischen und indischen Zentralbank (People's Bank of China bzw. Central Bank of India). Weitere Zinssenkungen sollten Gold unterstützen, während ein schwächerer US-Dollar und ein Nachlassen geopolitischer Unsicherheiten die Goldnachfrage im Allgemeinen dämpfen würden. Wir behalten eine neutrale Gewichtung bei.

WÄHRUNGEN

EUR-USD

Jüngste Makrodaten, insbesondere die Abkühlung der US-Inflation, unterstützen die geldpolitische Lockerung durch die Fed und sprechen für eine Verringerung der Zinsdifferenz zu den EZB-Zinssätzen. In Verbindung mit unserer Prognose für ein langsames Wirtschaftswachstum in den USA und einer Erholung der Wirtschaftstätigkeit in Europa im nächsten Jahr entfallen bedeutende Quellen für die Stärke der US-Währung. Wir sehen daher mittelfristig das Potenzial für eine teilweise Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro.



Im Dialog

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

Italien

IST ES AN DER ZEIT, DAS AKTIENGEWICHT ZU REDUZIEREN?

Wir nähern uns einer Marktphase, in der Anleiheinvestments eine gute Performance versprechen. Die Konjunkturabschwächung und die sinkende Inflation erlauben es den Zentralbanken, weitere Schritte in Richtung eines niedrigeren Zinsniveaus als bisher zu machen. Was bedeutet das für die Aktienmärkte? Ist es an der Zeit, zumindest einen Teil der seit Jahresbeginn erzielten deutlichen Gewinne mitzunehmen? Sind die Turbulenzen im August und die nahenden US-Präsidentenwahlen als Alarmzeichen zu werten? Unsere einfache Antwort lautet: nein. Wir halten es zum jetzigen Zeitpunkt nicht für sinnvoll, die Gesamtgewichtung des Aktienanteils in den Portfolios zu verändern. Richtig jedoch ist, dass einige Anpassungen im Portfolio dazu beitragen können, auf dem Wachstumspfad zu bleiben und die potenziellen Risiken heftiger Korrekturen zu verringern.

Zunächst ist es richtig, dass die Aussichten für festverzinsliche Wertpapiere in den nächsten 9-12 Monaten grundsätzlich positiv sein dürften, und entsprechend denken wir darüber nach, die Duration und die Kreditrisikopositionen auszuweiten. Aber wir wollen diese Anpassungen nicht durch eine Reduktion der Aktienkomponente finanzieren, sondern durch den Einsatz der Cash-Komponente und kurzlaufender Staats- und Unternehmensanleihen. Das Renditepotenzial der Cash-Komponente erscheint begrenzt, da die Märkte bereits erhebliche Zinssenkungen sowohl der Europäischen Zentralbank als auch der US-Notenbank einpreisen.

Mit Blick auf unsere Aktienportfolios verfolgen wir in unseren Vermögensverwaltungs- und Beratungsportfolios in Italien einen globalen Ansatz. Das bedeutet, dass wir US-Aktien signifikant gewichten, und zwar zu etwa zwei Dritteln, entsprechend der Gewichtung in den globalen Aktienindizes. Ergänzend liegt unser Fokus auf europäischen und japanischen Aktien. Derzeit ist das Engagement in den Schwellenländern gering, und insbesondere bei chinesischen Aktien sind wir vorsichtig.

Der Blick auf japanische Aktien zeigt, dass diese Anfang August eine Korrektur von historischem Ausmaß erlebten und sich danach teilweise erholten. An unserer grundsätzlichen Einschätzung hat sich nichts geändert: Zum einen hat die japanische Realwirtschaft zum ersten Mal seit Jahrzehnten die Chance, das Deflationsgespenst zu besiegen; zum anderen verfolgen die Unternehmen, auch aufgrund weitreichender Änderungen der Regeln für die Börsenaufsicht, einen langfristigen Kurs zur Steigerung der Kapitaleffizienz und der Aktionärsrendite. Angesichts der Volatilität, die in letzter Zeit zu beobachten war, reduzieren wir die Positionen leicht: Japanische Aktien halten wir (weiterhin) für eine wertvolle Beimischung, die aber in der richtigen (reduzierten!) Dosierung einzusetzen ist.

Auch die Bewertungen amerikanischer Unternehmen und insbesondere der so genannten "Mega-caps", die das Technologieumfeld dominieren, bleiben ein „heißes Eisen“. Richtig ist, dass die Bewertungen im historischen Vergleich hoch sind, wofür wir zwei wesentliche Gründe sehen. Erstens stellt der Sektor, in dem diese Unternehmen agieren, also die Technologie im weitesten Sinne, das vielversprechendste langfristige Anlagethema dar. Der Weg wird nicht linear verlaufen, mit Auf und Abs, aber die Auswirkungen der technologischen Innovation auf den weltweiten Konsum und die Produktion stehen außer Frage; die Anfänge dieser Umwälzungen erleben wir bereits. Zweitens handelt es sich um Unternehmen, die in ihren Segmenten eine nahezu absolute Führungsposition

einnehmen. Daher sind Anleger und Investoren bereit, für den Knappheitseffekt und den fehlenden Wettbewerb eine Prämie zu zahlen. Allerdings haben wir die Erfahrung gemacht, dass solche Wettbewerbsvorteile nicht von unendlicher Dauer sind. Nichtsdestotrotz betrachten wir das Engagement in diesem Sektor und den darin tätigen Unternehmen aktuell als ein Schlüsselement unserer Anlagestrategie.

Aktuell nehmen wir außerdem eine Reihe von Anpassungen vor, um unseren Portfolios „mehr Bodenhaftung“ zu verleihen. In einer Phase konjunktureller Abschwächung wollen wir unsere Positionen in den Sektoren und Unternehmen, die stärker vom diskretionären Binnenkonsum abhängig sind, nicht ausweiten. Es gibt jedoch Sektoren, die potenzielle Rendite und defensive Eigenschaften in sich vereinen, und an diesen arbeiten wir im Hinblick auf eine schrittweise Aufstockung. Wir denken dabei vor allem an den Gesundheits- und Pharmasektor, der von der demografischen Dynamik und den Lebensgewohnheiten der westlichen Welt abhängt, gleichzeitig aber auch ein hohes Maß an natürlichen, wettbewerbsfähigen Innovationen aufweist. Ein weiterer interessanter Sektor ist der Finanzsektor. Zwar wird sich das künftige niedrigere Zinsniveau negativ auf das allgemeine Margenniveau auswirken, doch sollten positiv verlaufende Zinskurven diesen Effekt ebenso ausgleichen wie die Umstellung von Geschäftsmodellen, die zunehmend auf die Erzielung von Gebühren aus Dienstleistungen ausgerichtet sind. Auch Versorgungsunternehmen haben wir im Blick. Sie sind Dreh- und Angelpunkt für die Veränderungen, die unsere Volkswirtschaften und Gesellschaften zu bewältigen haben: die technologische Revolution, die noch nie dagewesene Mengen an Energie und Infrastrukturen für deren Transport und Speicherung erfordert, und die Energiewende, die die Erforschung und Umsetzung zahlreicher konkurrierender Wege zur Energieerzeugung aus fossilen Brennstoffen erforderlich machen wird. Auch in diesen Bereichen bietet der europäische Markt interessante Unternehmen und Weltmarktführer. Um auch mögliche Risiken im Blick zu haben, bleibt eine fundamentale und umfassende Analyse einzelner Sektoren und Unternehmen grundsätzlich aber unabdingbar.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir nicht die Frage nach der richtigen Gewichtung von Aktien stellen, sondern die Selektion von Sektoren, Themen und Unternehmen für entscheidend halten. Wir setzen auf den Aufbau einer Sektor-Allokation, welche die treibende Kraft des Technologiesektors mit den stabilisierenden Effekten bestimmter defensiver Sektoren kombiniert, um das aktuelle Aktienmarktumfeld zu meistern.

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

TAKTISCHE AUFSTOCKUNG VON SCHWELLENLÄNDER-ANLEIHEN IN LOKALER WÄHRUNG

Mitte September hat die US-Notenbank ihren Leitzins um einen halben Prozentpunkt gesenkt. Die Zinswende in den USA startet also mit einem großen Schritt. Sie soll den Arbeitsmarkt ankurbeln und die Wirtschaft auch weiterhin auf dem Wachstumspfad halten. Die erste Lockerung seit mehr als vier Jahren sollte nicht nur den USA, sondern auch den Schwellenländern zugutekommen. Denn die niedrigeren Renditen von US-Staatsanleihen machen die höheren Renditen in dieser Anlageklasse wieder interessanter. Ein zu erwartender vermehrter Zufluss an Kapital in die Schwellenländer sollte auch die Währungsentwicklung zu deren Gunsten beeinflussen. Historisch betrachtet haben sich die Währungen der Schwellenländer sechs Monate nach Beginn des Lockerungszyklus der Fed im Durchschnitt gut entwickelt. Wir gehen davon aus, dass die Schwellenländer-Währungen auch im aktuellen Lockerungszyklus gute Chancen auf eine Aufwertung haben könnten.

Weitere mögliche Argumente für diese Anlageklasse sind einerseits die konservative Finanzpolitik und die gesunkene Inflation in vielen Staaten. Deren Regierungen verfolgen weiterhin eine konservative Finanzpolitik und halten die außenwirtschaftlichen Bilanzen unter Kontrolle. Der Anteil der Staaten, die ein hohes Haushalts- und hohes Leistungsbilanzdefizit ausweisen, geht kontinuierlich zurück. Auch in den Schwellenländern ist die Inflation im Jahr 2024 kontinuierlich gesunken, und die meisten Staaten melden eine Gesamtinflation, die wieder innerhalb des Zielbereichs der jeweiligen Zentralbank liegt. Trotz des deutlichen Inflationsrückgangs sind die Notenbanken der Schwellenländer angesichts der Unsicherheit über den Leitzinspfad der Fed und der anhaltenden Volatilität der US-Renditen bei ihrem Lockerungstempo vorsichtig vorgegangen. Das reale Wachstum der Schwellenländer dürfte in den nächsten Jahren über dem Wachstum der entwickelten Märkte liegen und auch Währungsaufwertungen unterstützen.

Unsere Einschätzung ist, dass Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung einen interessanten „Carry“ (laufendes Zinseinkommen) bieten und von Zinssenkungen Rückenwind erhalten könnten. Zudem scheinen die lokalen Währungen unterbewertet und dürften wieder an Boden gewinnen, wenn die Fed die Zinsen weiter senkt. Eine abwartende Haltung der Fed und ein stärkerer US-Dollar (nicht unser Basisszenario) würden die Anlageklasse hingegen belasten. Weiterhin gilt es zu beachten, dass potenzielle Bonitätsrisiken sowie Fremdwährungsschwankungen, die bei Schwellenländern oftmals höher sind, den potenziellen Ertrag beeinträchtigen können. Aufgrund der Chancen bei Schwellenländer-Anleihen in lokaler Währung, die wir größer einschätzen als die Risiken, verstärken wir unsere Übergewichtung in diesem Anlagesegment.

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

WIE BEWERTEN SIE DEN DRAGHI-BERICHT ZUR WETTBEWERBSFÄHIGKEIT DER EU?

Nachdem die Kommission der Europäischen Union (EU) den früheren EZB-Präsidenten und ehemaligen Regierungschef Italiens, Mario Draghi, vor rund einem Jahr um eine Analyse gebeten hatte, wie die EU wettbewerbsfähig bleiben kann, legte dieser den entsprechenden Strategiebericht Anfang September vor. Draghi betrachtet die Steigerung der Produktivität der EU als „existenzielle Herausforderung“, um im Wettbewerb mit den USA und China nicht nachhaltig ins Hintertreffen zu geraten und fordert massive zusätzliche Investitionen im Umfang von 750 bis 800 Mrd. Euro pro Jahr in die Digitalisierung und Dekarbonisierung der EU-Wirtschaft bzw. in die Verteidigungsfähigkeit der EU. Das entspricht 4,4 % bis 4,7 % des europäischen Bruttoinlandsprodukts (2023) – Werte, wie sie zuletzt in den 1970er-Jahren erreicht wurden. Zu den wichtigsten seiner Vorschläge zählen die Lockerung der Wettbewerbsregeln, die Integration der Kapitalmärkte, die verstärkte Nutzung gemeinsamer Beschaffungsverfahren im Verteidigungssektor und eine neue Handelsagenda zur Stärkung der wirtschaftlichen Unabhängigkeit der EU. Historisch gesehen, so Draghi, würden in Europa etwa vier Fünftel der produktiven Investitionen von der Privatwirtschaft getätigt, das restliche Fünftel käme von der öffentlichen Hand. Entsprechend plädiert Draghi für gemeinschaftliche Schulden, also die Ausgabe gemeinsamer Anleihen, wie sie die EU bereits im Rahmen ihres Fonds zur Bekämpfung der Folgen der Corona-Pandemie (Europäischer Aufbauplan „Next Generation EU“, NGEU) auf den Markt gebracht hat.

Draghis Sorgen, dass die EU „die durch das Internet ausgelöste digitale Revolution und die damit verbundenen Produktivitätsgewinne weitgehend verpasst“ haben und bei neuen Technologien gegenüber den USA und China an Boden verlieren, sind kaum von der Hand zu weisen. Nur vier der 50 größten Technologieunternehmen der Welt seien europäische Unternehmen. Auch seine Kritik an der Fragmentierung des EU-Binnenmarkts, der auch 30 Jahre nach seiner Geburt unvollendet bleibt, und dem Fehlen einer echten Kapitalmarktunion, die bislang verhindert, dass mehr Risikokapital für Unternehmensgründungen fließt, scheint gerechtfertigt. Unstrittig ist, dass Forschung und Entwicklung (F&E) und die damit verbundenen Innovationen für die Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften von elementarer Bedeutung sind. Bereits im Jahr 2000 setzte sich die EU mit der sogenannten Lissabon-Strategie das Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft nachhaltig zu steigern. Dafür sollten die F&E-Gesamtausgaben innerhalb von zehn Jahren auf 3 % des BIP steigen. Mit Aufwendungen von rund 2,2 % (Eurostat-Daten für 2022; zum Vergleich 3,4 % in den USA) wurde dieses Ziel bislang deutlich verfehlt.

Unabhängig von der Frage der Finanzierung – auch EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen bezeichnete Instrumente zur Gemeinschaftsfinanzierung als bedeutsam; denkbar seien aber auch sogenannte Eigenmittel, etwa Einfuhrzölle und die EU-Plastikabgabe – dürfte der Bericht als wichtiges Gegengewicht zu den Befürwortern strenger Fiskalregeln in den allgemeinen EU-Haushaltsdiskussionen dienen und fiskalische Anreize unterstützen. Grundsätzlich halten auch wir mehr Europa für den richtigen Weg, um die EU in Sachen Wettbewerbsfähigkeit wieder nach vorn zu bringen. Neben der Bewältigung der digitalen Transformation sind in diesem Zusammenhang Fortschritte bei der nachhaltigen Dekarbonisierung der EU-Wirtschaft hin zu einer sauberen und wettbewerbsfähigen Kreislaufwirtschaft von zentraler Bedeutung.

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

ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER FINANZMARKTINDIZES

Von	20.09.23	20.09.19	20.09.20	20.09.21	20.09.22	20.09.23	20.09.19	01.01.24
Bis	20.09.24	20.09.20	20.09.21	20.09.22	20.09.23	20.09.24	20.09.24	20.09.24
Aktienindizes (Gesamtrendite, in %)								
MSCI World (in USD)	29,9	9,8	31,1	-14,4	17,5	29,9	85,3	17,7
MSCI Emerging Markets (in USD)	19,1	11,9	16,1	-22,3	5,8	19,1	24,8	10,7
MSCI US (in USD)	33,7	14,2	34,1	-12,1	15,9	33,7	106,3	20,4
MSCI Europe (in EUR)	16,3	-4,9	26,1	-6,6	18,2	16,3	51,6	10,2
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	20,1	12,4	18,4	-23,0	10,5	20,1	33,5	12,3
STOXX Europe 600 (in EUR)	16,8	-3,3	26,4	-8,3	18,0	16,8	52,0	10,5
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	20,2	5,3	15,4	-16,3	24,6	20,2	50,1	11,8
MSCI Italy (in EUR)	26,1	-13,3	28,8	-7,4	41,6	26,1	81,0	18,3
ATX (Österreich, in EUR)	20,5	-27,5	66,0	-14,7	17,3	20,5	42,9	10,6
SMI (Schweiz, in CHF)	11,2	8,2	14,9	-8,5	10,0	11,2	38,4	10,6
S&P 500 (USA, in USD)	33,6	12,5	33,3	-10,2	16,1	33,6	106,6	20,8
Nikkei (Japan, in JPY)	18,0	8,2	32,7	-7,4	22,0	18,0	88,4	13,8
CSI 300 (China, in Yuan)	-10,3	23,2	4,3	-17,3	-3,4	-10,3	-8,9	-4,2
Rentenindizes (Gesamtrendite, in %)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	10,4	13,7	-3,1	-16,6	-3,0	10,4	-2,7	4,0
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	9,8	8,9	-2,1	-13,2	-1,4	9,8	-0,6	4,3
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	13,8	9,1	3,0	-17,0	2,6	13,8	7,9	6,0
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	7,2	0,0	-1,2	-17,9	-3,6	7,2	-16,5	0,5
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	7,7	1,0	-0,5	-16,7	-2,7	7,7	-12,4	1,2
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	8,7	0,7	1,8	-14,6	2,2	8,7	-2,9	3,2
Renditen (Veränderung in Basispunkten = 0,01 %-Punkte)								
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-76	-108	62	226	80	-76	197	-14
US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD)	-113	-132	37	297	92	-113	191	-39
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD)	-127	-106	0	326	65	-127	169	-44
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-57	2	17	225	74	-57	267	15
EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-60	-8	11	239	81	-60	268	15
EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-101	4	-17	347	45	-101	282	-9
Renditeaufschlag auf Staatsanleihen (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten)								
US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master)	-27	16	-44	56	-27	-27	-26	-11
Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR)	-74	139	-193	165	-111	-74	-66	-19
Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-24	-3	-15	91	-41	-24	9	-18
Euro-Unternehmenanleihen ICE BofA Euro High Yield)	-76	94	-146	251	-131	-76	-1	-53
Geldmarkt (Zinsänderung in Basispunkten)								
Libor (USD, 3 Monate)	-71	-193	-10	348	206	-71	282	-64
Euribor (EUR, 3 Monate)	-52	-11	-4	165	283	-52	383	-47
Euro-Wechselkurse (Veränderung in %)								
US-Dollar (EUR-USD)	5,0	6,9	-1,0	-14,7	7,2	5,0	1,2	1,0
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-3,2	2,9	-6,1	2,0	-1,0	-3,2	-4,9	-3,4
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-1,5	-1,8	1,0	-11,4	-0,4	-1,5	-13,3	2,4
Japanischer Yen (EUR-JPY)	2,4	3,4	3,8	11,8	10,4	2,4	35,2	3,0
Rohstoffe (Veränderung in %)								
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	35,6	27,0	-11,0	-6,2	16,9	35,6	64,8	26,4
Industriemetalle (GSCI, in USD)	10,4	5,5	38,7	-11,9	-0,5	10,4	38,8	6,8
Gold (in USD pro Feinunze)	36,2	30,3	-9,7	-5,6	16,7	36,2	73,8	26,6
Röhl (Brent, in USD pro Fass)	-19,9	-33,0	72,0	22,1	3,2	-19,9	15,1	-3,8

Bitte beachten Sie: Vergangenheitswerte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei einer Anlage in Wertpapieren fallen Kosten an, welche die Wertentwicklung reduzieren. Die Rendite bei Anlagen in Fremdwährungen kann auch infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Um die Entwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich abzubilden, werden so genannte synthetische Anleihen berechnet. Dabei wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt „passendste“ reale (echte) Bundesanleihe herangezogen und als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe genommen. Abgebildet ist die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit (Yield to maturity) unter folgenden Voraussetzungen: bedingungsgerechte Bedienung der Zinszahlungen und Einlösung sowie Halten bis Endfälligkeit. Insoweit handelt es sich um eine Renditechance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikoeinschätzungen der Anleger zu den jeweiligen Produkten bzw. Ländern wieder (höhere Renditechance=höhere Risikoeinschätzung). Die synthetischen Anleihen können nicht erworben werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind anfallende Erwerbs- und/oder Verwahrkosten nicht berücksichtigt. Quelle: Refinitiv Datastream. Stand: 20.09.2024.

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website: <https://www.investmentinsights.unicredit.eu/glossary>.

MARKETINGMITTEILUNG

Diese Publikation stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank GmbH (im Folgenden gemeinsam als „UniCredit Group“ bezeichnet) dar, 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 von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: [ConflictsofInterest_PositionsDisclosures](#). Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten 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. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere 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 aufgrund von Wechselkursänderungen 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 eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen 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 Informationen 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. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt 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 20. September 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