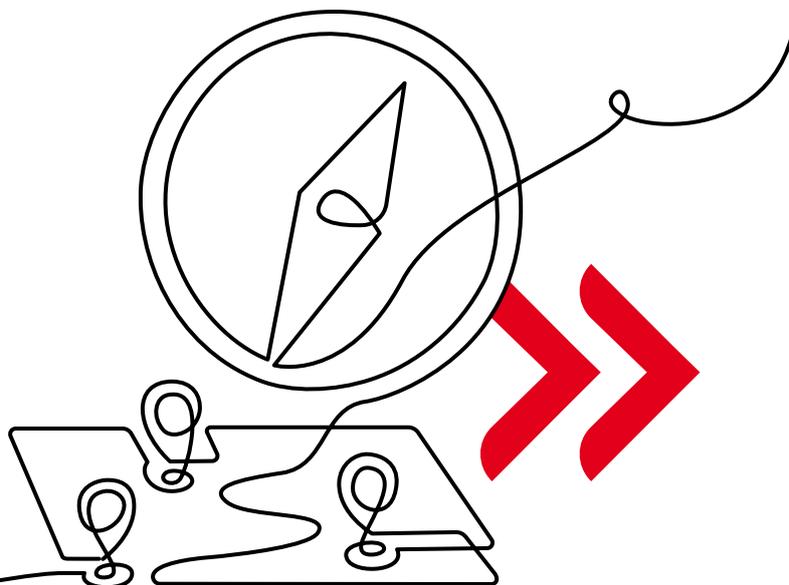


The Compass Checkpoint

14. April 2025



Trumps Zoll-Achterbahn

Die Märkte kämpfen immer noch mit den wirtschaftlichen Folgen des „Tags der Befreiung“ in den USA. In dieser Ausgabe des „The Compass Checkpoint“ nehmen wir eine erste Einschätzung des wirtschaftlichen Schadens und der Auswirkungen auf die Märkte vor. Selbst wenn die Trump-Administration einen Rückzieher macht und die Zölle auf alle Importe mit Ausnahme von China bei 10 % einfriert, ist die Glaubwürdigkeit der USA in Frage gestellt. Das Narrativ des US-Exzeptionalismus hat an Schwung verloren, und die Prämie für politische Unsicherheit bleibt bestehen, so dass sich die Anleger Value-Aktien und Europa zuwenden. Im Gegenzug verliert auch der US-Dollar an Attraktivität.

Larry Summers, Professor an der Harvard University, bezeichnete die reziproken Zölle als „die größte selbst zugefügte Wunde, die wir unserer Wirtschaft in der Geschichte zugefügt haben“. Auf dem Spiel stehen nicht nur die Kaufkraft der amerikanischen Verbraucher oder die Investitionsentscheidungen amerikanischer Unternehmen. Der „Tag der Befreiung“ markiert wahrscheinlich das Ende der Pax Americana als solche – einer Ära, die durch eine tiefe wirtschaftliche Integration auf globaler Ebene gekennzeichnet war. US-Präsident Trump verschiebt das Welthandelssystem von einer regelbasierten zu einer auf Deals basierenden Ordnung.

Zölle schaden der Wirtschaft, aber sie dienen der Propaganda-Maschinerie der Trump-Administration in ihrem illusorischen Kampf für die Reindustrialisierung des Landes, für höhere Einnahmen aus der Besteuerung des Auslands und für den Abbau des Handelsdefizits. Auch wenn die durch den „Tag der Befreiung“ ausgelösten Börsenverluste für die 39 % der Amerikaner, die keine Aktien besitzen und Trumps Kampf gegen die Eliten unterstützen könnten, nicht spürbar sind, werden ihre Kaufkraftverluste schmerzhaft sein – bis zu 4 % des verfügbaren Einkommens für diejenigen am unteren Ende der Einkommensverteilung.

Wie kann Europa reagieren? Handelspolitische Gegenmaßnahmen würden nur in eine Abwärtsspirale führen. Europa sollte die Herausforderung durch Trump als Chance sehen, seine Wettbewerbsschwächen anzugehen, wie im Draghi-Bericht dargelegt. Der Internationale Währungsfonds schätzt, dass Europas interne Barrieren einem Zollsatz von 45 % für die verarbeitende Industrie und 110 % für Dienstleistungen entsprechen. Ein guter Ausgangspunkt ist die Wiederbelebung der Verteidigungsindustrie als Reaktion auf den Rückzug der USA aus der NATO. Obwohl das EU-Programm „Readiness 2030“ ein Schritt in die richtige Richtung ist, liegt seine größte Schwäche darin, dass es sich um ein Programm auf Ebene der Mitgliedstaaten und nicht auf EU-Ebene handelt.

Nationale Antworten sind im Kontext eines fragmentierten internationalen Systems und eines globalen Handelskriegs keine Option. Was wir brauchen, ist eine kontinentale Antwort, die die kritische Masse und das Potenzial Europas nutzt, um eine erste Verteidigungslinie und möglicherweise eine Abschreckung zu schaffen.

Manuela D’Onofrio
Chair,
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-Chair,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Director und Chief Editor,
The Investment Institute

CIO-VIEW 2

MAKRO-STORIES 3

- „Tag der Befreiung“ trübt Wirtschaftsausblick
- Zölle werden US-Einnahmen wohl erhöhen, aber nicht wesentlich
- Das EU-Verteidigungspaket und Deutschlands führende Rolle

Fokus 1: Lücken schließen für die Zukunft Europas

MARKT-STORIES 13

Was ist los auf den Märkten?

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Rohstoffe
- Währungen

Fokus 2: Höhere Verteidigungsausgaben, höhere Renditen? Nicht unbedingt

Fokus 3: Welche Sektoren von höheren EU-Verteidigungsausgaben profitieren

PROGNOSEN 23



Die Ankündigungen des US-Präsidenten Donald Trump vom 2. April zur Einführung eines neuen Welthandelssystems stürzten die Märkte ins Chaos. Zunächst litten US-Aktien am stärksten, aber auch die europäischen und asiatischen Märkte gaben deutlich nach. Auch die Preise für risikobehaftete Vermögenswerte wie Öl fielen, während Anleihen und der US-Dollar schwächer tendierten.

Die meisten Analysten hielten die Dimension der Zollankündigungen für schlimmer als selbst die pessimistischsten Szenarien skizziert hatten, die zuvor diskutiert worden waren. Die Märkte waren nicht nur über das Ausmaß der Zollerhöhungen schockiert, die bei vollständiger Umsetzung den durchschnittlichen US-Zollsatz auf ein ähnliches Niveau wie nach der Umsetzung des berühmten Smoot-Hawley-Gesetzes (US-Bundesgesetz zur Anhebung der Zölle für über 20.000 Produkte auf ein Rekordniveau) in den 1930er Jahren bringen würden, sondern auch über die Methode zur Berechnung der länderspezifischen Zölle. Zölle in einem solchen Ausmaß wären eine klare Abkehr von der Effizienz einer arbeitsteiligen Weltwirtschaft. Unsicherheit entsteht auch durch die Frage, ob Trumps Ansatz transaktional (Zugeständnisse durch Verhandlungen) oder transformativ (komplette Neugestaltung des Handelssystems) ist.

Angesichts der schweren wirtschaftlichen Schäden, die eine vollständige Umsetzung sowohl auf globaler als auch auf nationaler Ebene verursachen würde, sehen wir nach wie vor gute Chancen, dass es sich bei den ~~Trump's~~ Ankündigungen von Donald Trump um ein Angebot zur Aufnahme von Verhandlungen handelt. Vergeltungsmaßnahmen anderer Länder bzw. Regionen dürften die Lage jedoch verschärfen. Da die USA einen erheblichen Überschuss im Dienstleistungssektor haben, ist gerade dieser US-Sektor verwundbar.

Wie sollten sich Anleger in diesem beispiellosen Umfeld positionieren? In einem derart unsicheren Umfeld sollten starke direktionale Positionierungen vermieden werden. Wir haben uns deshalb entschieden, unsere bisherige Haltung beizubehalten: Wir plädieren für eine neutrale Positionierung in Aktien. Zudem ist eine hohe taktische Flexibilität erforderlich, um rasch auf Veränderungen reagieren zu können. Bei Aktien bevorzugen wir weiterhin Unternehmen und Sektoren mit einem stabilen und widerstandsfähigen Geschäftsprofil, da Qualität in Zeiten erhöhter Volatilität Stabilität bietet. Darüber hinaus schafft der jüngste Markteinbruch auch Chancen für selektive Portfolioergänzungen, und jegliche Anzeichen für eine Entspannung oder konstruktive Lösung der Zolldebatte dürften zu steigenden Märkten führen.

Im Bereich festverzinslicher Anlagen hat sich unsere Strategie ausgezahlt, Staatsanleihen, hochwertige Unternehmensanleihen und Schuldtitel aus Schwellenländern zu halten und gleichzeitig risikoreiche festverzinsliche Wertpapiere wie Hochzinsanleihen zu meiden. Unsere Strategie setzt weiterhin auf ausgewogene Multi-Asset-Portfolios. Auch wenn Anleger kurzfristig mit anhaltender Volatilität und weiteren Verlusten rechnen müssen, sollte die zugrundeliegende Widerstandsfähigkeit der europäischen und US-amerikanischen Volkswirtschaften, die sich vor dem jüngsten Zollschock in robusten Wachstums- und Gewinnerwartungen niederschlug, stützend wirken. Aus europäischer Sicht werden die großen Investitionspakete für Infrastruktur und Verteidigung in Deutschland mittelfristig Unterstützung bieten und darauf hindeuten, dass es über den aktuellen Zollschock hinaus bessere Aussichten gibt.

Alessandro Caviglia
CIO Italien

Philip Gisdakis
CIO Deutschland

Oliver Prinz
CIO Österreich





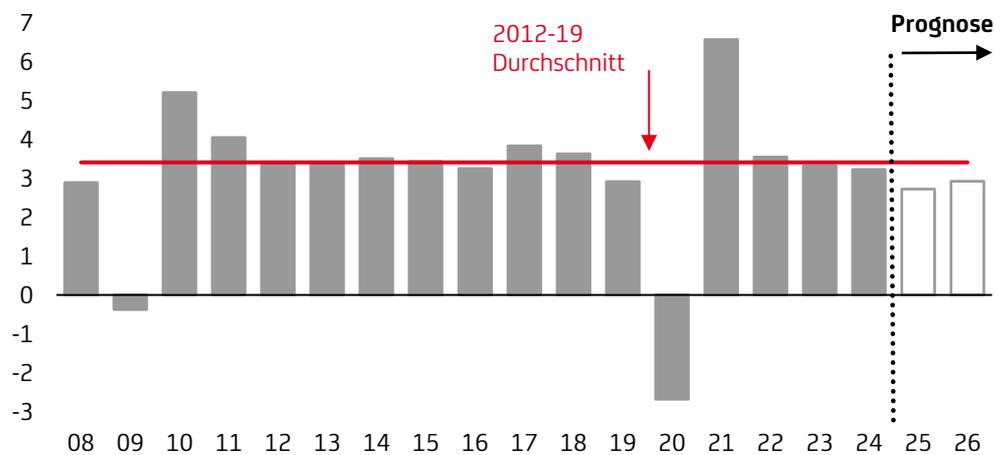
„Tag der Befreiung“ trübt Wirtschaftsausblick

Der am 2. April angekündigte „reziproke“ Zollplan der USA war wesentlich aggressiver als erwartet. Bei vollständiger Umsetzung würde der durchschnittliche handelsgewichtete Zoll auf US-Warenimporte von etwas über 2 % im vergangenen Jahr auf 20–25 % steigen – der höchste Stand seit mindestens den 1930er Jahren. Am 9. April kündigte die Trump-Regierung eine 90-tägige Aussetzung der „reziproken“ Zölle an, mit Ausnahme des allgemeinen Zollsatzes von 10 % (der am 5. April eingeführt wurde) und mit Ausnahme von China, das mit einem Strafzoll von 125 % belegt wird, nachdem es zusätzliche Vergeltungszölle gegen die USA angekündigt hat. Kanada und Mexiko unterliegen nicht dem universellen Zollsatz von 10 %, sondern müssen für USMCA-konforme Waren keine Zölle zahlen und für nicht konforme Waren einen Zollsatz von 25 %, der auf 12 % sinken würde, wenn der Streit über den Zustrom illegaler Drogen und die illegale Migration beigelegt werden könnte.

Die genaue Lage zur Zollsituation bleibt weiterhin im Fluss. Wir erwarten, dass der universelle Zollsatz von 10 % dauerhaft sein wird und höhere „reziproke“ Zölle für fast alle Länder wohl aufgehoben werden. China wird vermutlich mit deutlich höheren Zöllen als andere US-Handelspartner konfrontiert sein, aber mit niedrigeren als den derzeitigen Strafzöllen von 125 %. In diesem Umfeld sehen wir das globale BIP in diesem Jahr bei etwas über 2,5 % wachsen, was unter dem historischen Durchschnitt liegt, aber keine Rezession bedeutet. Das größte Abwärtsrisiko besteht darin, dass nach der 90-tägigen Pause höhere „reziproke“ Zölle eingeführt werden könnten.

GRAFIK 1.1: GLOBALES BIP-WACHSTUM WOHL GEDÄMPFT, ABER KEINE REZESSION

GLOBALES REALES WACHSTUM, % GGÜ. VORJAHR



Quelle: IWF, The Investment Institute by UniCredit

Das Dilemma der Fed

Wir senken unsere Wachstumsprognose für die USA in diesem Jahr auf 1,7 % (von 2,2 %) und im nächsten Jahr auf 1,9 % (von 2,3 %), während wir unsere Inflationsprognose in diesem Jahr auf 3,2 % (von 2,9 %) und im nächsten Jahr auf 3,2 % (von 2,5 %) erhöhen. Dies ist hauptsächlich auf die höheren US-Zölle und Vergeltungsmaßnahmen von Handelspartnern zurückzuführen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass im Laufe dieses Jahres ein Konjunkturpaket verabschiedet wird, das eine Verlängerung einzelner Steuersenkungen vorsieht, aber die Wahrscheinlichkeit bedeutender zusätzlicher Steuersenkungen scheint gering zu sein. Unsere jährliche durchschnittliche Wachstumsprognose von 1,7 % für 2025 wird durch den statistischen Übertragungseffekt des starken Endes des letzten Jahres begünstigt, der einen großen Beitrag von 1,0 Prozentpunkten leistet. In unserer neuen Prognose ist das sequenzielle vierteljährliche Wachstum in diesem Jahr



gedämpft, wobei das BIP-Wachstum im Jahresvergleich im 4. Quartal 2025 nur 1,2 % beträgt (1 Prozentpunkt unter unserer vorherigen Prognose).

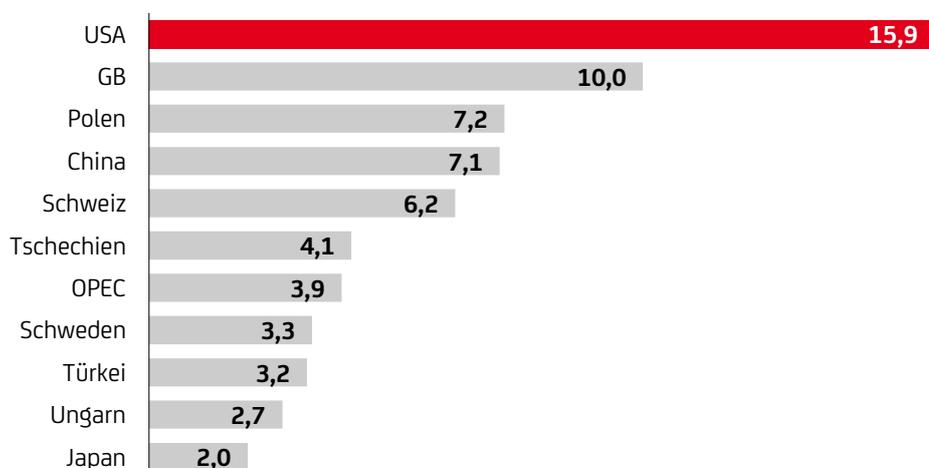
Die Hauptgründe sind **1.** eine höhere Inflation, wobei die Kerninflation bis Ende dieses Jahres auf 4,0 % steigen wird, 1 Prozentpunkt höher als in unserer vorherigen Prognose, da höhere Zölle die Preise für importierte Waren für Verbraucher und Zwischenprodukte erhöhen; **2.** eine schlechtere Verbraucherstimmung, die sich auf die Ausgaben auswirkt, und **3.** eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen durch niedrigere Preise für risikoreiche Vermögenswerte. Die Fed dürfte demnach die Zinsen in diesem Jahr nur einmal (statt zweimal) auf 4,25 % im 4. Quartal 2025 senken und im nächsten Jahr eine Zinssenkung zur Jahresmitte vornehmen. Sie wird sich in einer sehr schwierigen Lage befinden, da sie mit einer deutlich höheren Inflation und einem unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum konfrontiert sein wird. Sofern es nicht zu einer Rezession kommt (nicht unser Basisszenario), wird die Zentralbank die Zinsen nicht stark senken können, wenn überhaupt. Die Fed wird handeln müssen, um sich vor höheren längerfristigen Inflationserwartungen zu schützen, die nach der jüngsten Phase hoher Inflation jetzt wahrscheinlich anfälliger geworden sind.

Die Auswirkungen der Zölle auf das BIP-Wachstum des Euroraums

Für den Euroraum nehmen wir unsere BIP-Prognose für dieses Jahr (von 0,9 % auf 0,8 %) und für 2026 (von 1,2 % auf 1,0 %) leicht zurück. Auf Quartalsbasis dürfte das Wachstum in diesem Jahr mit durchschnittlich 0,1-0,2 % sehr schwach ausfallen, bevor es sich 2026 wieder beschleunigt. Die neuen Zahlen spiegeln unsere Erwartung wider, dass die Auswirkungen höherer Zölle die positiven Impulse, die von der fiskalischen Expansion in Deutschland und dem Plan zur Erhöhung der Militärausgaben in der EU (Readiness 2030) ausgehen, mehr als ausgleichen werden. Da der fiskalische Impuls in diesem Jahr wahrscheinlich ausbleiben wird, dürften die sich verschlechternden Aussichten für den Welthandel und die hohe Unsicherheit die Investitionspläne in nächster Zeit belasten und die Risiken für den Arbeitsmarkt erhöhen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, wo der Personalbestand im Verhältnis zur aktuellen und erwarteten Auslastung nach wie vor hoch ist. Dies dürfte das Vertrauen der privaten Haushalte dämpfen und einen weiteren Rückgang der Sparquote verhindern, die immer noch deutlich über dem Niveau vor der Pandemie liegt. Wir gehen davon aus, dass die Auswirkungen der höheren Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben in Deutschland auf andere Länder des Euroraums positiv, aber begrenzt sein werden, da sich die finanziellen Bedingungen (insbesondere durch höhere langfristige Zinssätze und die Aufwertung des Euro) aufgrund der angekündigten Finanzpolitik verschlechtern werden.

GRAFIK 1.2: SCHMERZHAFTE ZÖLLE

EURORAUM-EXPORTE IN DIE WICHTIGSTEN HANDELSPARTNER (IN % DER EXPORTE IN LÄNDER AUSSERHALB DES EURORAUMS)



Quelle: Eurostat, The Investment Institute by UniCredit



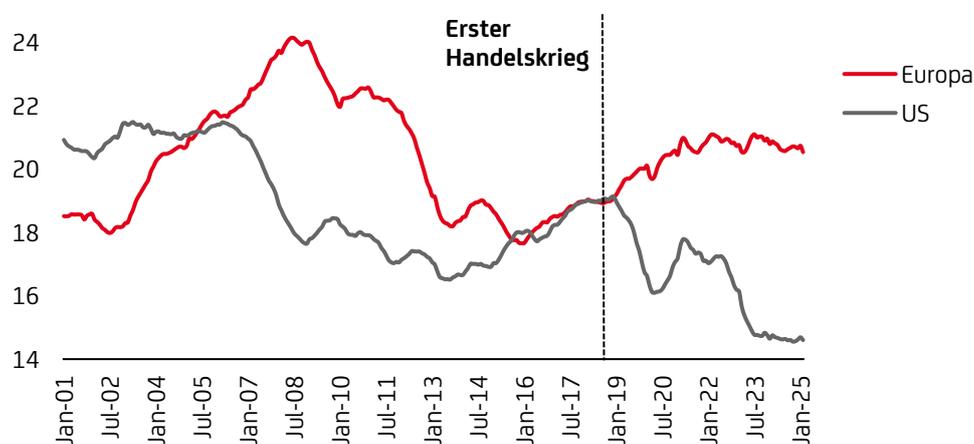
Wenn die Reaktion der EU auf die höheren US-Zölle wie von uns erwartet moderat ausfällt, dürfte der Handelskrieg kaum inflationäre Auswirkungen auf den Euroraum haben. Die Energiepreise sind angesichts des zunehmenden Risikos eines globalen Abschwungs gesunken, während der Euro seit dem 2. April sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch den handelsgewichteten Wechselkursen fest notiert. Damit dürfte die Inflation in den kommenden Quartalen auf dem richtigen Weg sein, um nachhaltig 2 % zu erreichen, da das langsamere Lohnwachstum zu einer weiteren Disinflation im Dienstleistungssektor führt. Der Druck auf die Rohstoffpreise im verarbeitenden Gewerbe hat die Talsohle durchschritten, dürfte aber im Gegensatz zu unseren Erwartungen für die USA relativ gering bleiben, möglicherweise gedämpft durch eine Neuausrichtung der globalen Handelsströme weg von den USA. Die Frühindikatoren deuten auf einen baldigen Anstieg der Nahrungsmittelinflation hin. Wir bezweifeln jedoch, dass die Beschleunigung problematisch sein wird. Angesichts der zunehmenden Abwärtsrisiken für die Konjunktur sind wir daher überzeugt, dass die EZB in der Lage sein wird, die Zinsen weiter zu senken. Wir fügen unserem geldpolitischen Lockerungspfad eine Zinssenkung um 25 Basispunkte hinzu. Wir rechnen nun mit einem Leitzins von 1,75 %, und Zinssenkungen auf den Sitzungen im April, Juni und September.

Zölle treffen Chinas Wirtschaft hart

Als Reaktion auf Trumps „reziproke“ Zölle in Höhe von 54 % auf fast alle chinesischen Produkte verhängte Peking einen Vergeltungszoll von 34 % auf beinahe alle US-Importe und Exportbeschränkungen für sieben Seltenerdmetalle. Daraufhin reagierte Trump mit zusätzlichen Zöllen in Höhe von 50 %, die von Peking in gleicher Höhe übernommen wurden. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Artikels liegen die US-Zölle auf China bei 125 %, obwohl es wahrscheinlich ist, dass die Zölle von diesem Strafniveau etwas gesenkt werden. Diese neue Eskalation im Handelskrieg birgt die Gefahr, dass die Wachstumsaussichten für China erheblich beeinträchtigt werden. Schon vor dem „Tag der Befreiung“ Amerikas erwarteten wir für 2025 ein Wachstum des chinesischen BIP um etwa 4,5 % und damit unterhalb des von Peking festgelegten Ziels von 5 %. Da die Auslandsnachfrage mit einem Anteil von fast zwei Dritteln am Wirtschaftswachstum im Jahr 2024 nach wie vor der wichtigste Wachstumstreiber für China ist, senken wir unsere BIP-Wachstumsprognose für 2025 auf 4,0 % (von 4,5 %) und für 2026 auf 3,8 % (von 4,2 %). Trotz der Versuche Pekings, sich nach dem ersten Handelskrieg mit Trump von den USA abzukoppeln (Grafik 1.3), ist der US-Markt für die chinesische Wirtschaft nach wie vor von Bedeutung, da er etwa 14 % der Gesamtexporte des Landes ausmacht. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass Zölle auf andere asiatische Volkswirtschaften die stark integrierten Wertschöpfungsketten beeinträchtigen, in denen China eine zentrale Rolle spielt. Vor dem Hintergrund dieser großen Unsicherheit erwarten wir, dass sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik unterstützender werden und einige der negativen Auswirkungen des Handelskrieges ausgleichen.

GRAFIK 1.3: CHINA VERSUCHT, SICH VON DEN USA ABZUKOPPELN

CHINAS EXPORTE AN DIE WICHTIGSTEN HANDELSPARTNER (IN % DER GESAMTEXPORTE, 12M-GLEITENDER DURCHSCHNITT)



Quelle: China Customs Statistics, The Investment Institute by UniCredit



Zölle dürften US-Staatseinnahmen erhöhen, aber nicht wesentlich

Die Trump-Regierung hat häufig drei Gründe für Zölle genannt: Erstens, um aus Sicht der Regierung unfaire Handelspraktiken zu beseitigen und Produktion und Arbeitsplätze in die USA zurückzuholen; zweitens, um Zölle als Verhandlungsinstrument einzusetzen; und drittens, um erhebliche Einnahmen für den Bundeshaushalt zu generieren. In diesem Abschnitt konzentrieren wir uns auf die Frage, ob die Zollpläne der US-Regierung zu erheblichen Einnahmen für den Bundeshaushalt führen würden oder nicht.

Bei der Abschätzung der Auswirkungen höherer US-Zölle auf die Staatseinnahmen berücksichtigen wir vier Hauptkanäle:

1. den Anstieg des handelsgewichteten Durchschnittszolls;
2. den Rückgang der Importnachfrage aufgrund höherer (Nach-Zoll-)Importpreise;
3. die Substitution von Gütern mit höheren Zöllen durch Güter mit niedrigeren Zöllen;
4. indirekte Auswirkungen auf die Staatseinnahmen durch ein geringeres BIP-Wachstum.

1. Ein massiver Anstieg des durchschnittlichen US-Zolls

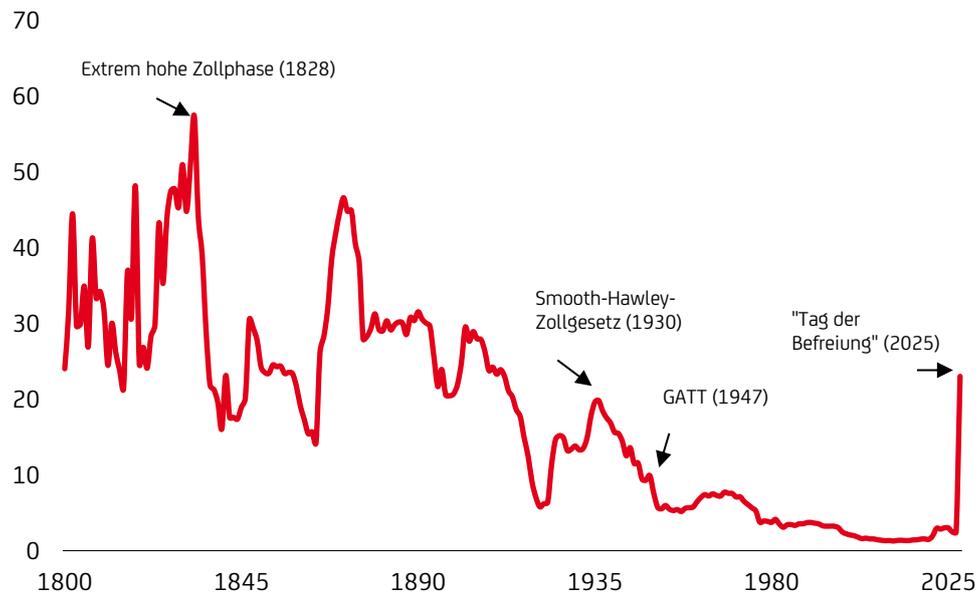
Der „reziproke“ Zolltarif vom 2. April, andere seit Jahresbeginn angekündigte Zölle und wahrscheinlich weitere sektorale Zölle dürften den handelsgewichteten Durchschnittszoll auf US-Importe nach unserer Schätzung von etwas über 2 % im letzten Jahr auf 20-25 % anheben. Dies basiert auf verschiedenen Annahmen, darunter Importanteile und sektorale Zölle, die noch bekannt gegeben werden müssen (für Pharmazeutika, Halbleiter, kritische Mineralien, Kupfer und Holz). Bei vollständiger Umsetzung würden die Zollerhöhungen den durchschnittlichen US-Zollsatz wahrscheinlich auf ein Niveau bringen, das dem nach dem berühmten Smoot-Hawley-Zollgesetz der 1930er Jahre entspricht. Die Anleger waren nicht nur vom Ausmaß der Zollerhöhungen überrascht, sondern auch von der Methode zur Berechnung der länderspezifischen Sätze. Die Formel basiert auf dem Verhältnis des Handelsdefizits der USA mit jedem Land zum Wert der aus diesem Land importierten Waren. Der resultierende Zollsatz beträgt die Hälfte dieses Verhältnisses. Dieser vereinfachte Ansatz steht im Gegensatz zu früheren Versprechen, dass die Zölle individuelle Handelshemmnisse widerspiegeln würden, was darauf hindeutet, dass das Ziel darin bestand, die Handelsbeziehungen für jedes Land auszugleichen. Darüber hinaus schließt diese Methode Dienstleistungen wie Finanz- und IT-Dienstleistungen aus, die in europäischen Ländern häufig die Ungleichgewichte im Warenhandel mit den USA ausgleichen.

Die Ankündigung vom 9. April, dass die „reziproken“ Zölle (über den universellen Satz von 10 %) für alle Länder außer China für 90 Tage ausgesetzt werden, deutet darauf hin, dass diese Zölle nach Verhandlungen mit den meisten oder allen Handelspartnern (außer China) vermutlich aufgehoben werden. In diesem Abschnitt werfen wir jedoch einen Blick darauf, wie viel die US-Bundesregierung in einem Risikoszenario, in dem die Zölle vom 2. April vollständig umgesetzt werden, an zusätzlichen Einnahmen erzielen könnte.

Wenn der Wert der Importe und ihre Zusammensetzung ab 2024 unverändert blieben, würde eine Erhöhung des Durchschnittszollsatzes um 20 Prozentpunkte die Zölle um etwa 660 Mrd. USD pro Jahr (oder 6,6 Bio. USD über zehn Jahre) erhöhen. Diese einfache Berechnung ergibt eine beträchtliche Summe, die jedoch aus Gründen, mit denen wir uns als Nächstes befassen werden, stark überschätzt ist. Zum Vergleich: Eine Verlängerung der individuellen Steuersenkungen aus dem „Tax Cuts and Jobs Act“ von 2017 über das Ende dieses Jahres hinaus würde über einen Zeitraum von zehn Jahren etwa 4,2 Bio. USD kosten.



GRAFIK 1.4: US-ZÖLLE AUF HÖCHSTEM NIVEAU SEIT MEHR ALS 100 JAHREN, WENN DER PLAN DER „REZIPROKEN“ ZÖLLE VOLLSTÄNDIG UMGESETZT WIRD
EFFEKTIVER ZOLLSATZ AUF US-EINFUHREN (%)



Quelle: The Budget Lab at Yale, The Investment Institute by UniCredit

Anmerkung: Die rote Linie schließt die zusätzlichen 71 %igen Vergeltungszölle gegen China aus, die am 9. April in Kraft getreten sind.

2. US-Importe dürften stark zurückgehen

Höhere Zölle werden die Importnachfrage in den USA stark belasten, wobei das Ausmaß von der Elastizität der Nachfrage gegenüber den Importpreisen abhängt. Die Importpreise dürften steigen, aber wie stark, hängt sowohl davon ab, ob ausländische Exporteure ihre Preise als Reaktion auf die Zölle senken, als auch von der Entwicklung des US-Dollars. Während der (relativ geringen) Zollerhöhung 2018-2019 stellten die meisten Studien fest, dass ausländische Exporteure ihre Preise nicht senkten und der US-Dollar leicht an Wert gewann. Während der jüngsten Zollrunde verlor der handelsgewichtete US-Dollar an Wert (-5,5 % seit Jahresbeginn), während die US-Importpreise (vor Zöllen) für Waren aus China im Februar stiegen, obwohl am 4. Februar ein zusätzlicher Zoll von 10 % in Kraft trat. Die Abwertung des US-Dollars ist wahrscheinlich zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Anleger weitere Zinssenkungen der Fed einpreisen (was wir für falsch halten), aber auch darauf, dass die Anleger den Status des US-Dollars als Reservewährung und sicheren Hafen neu bewerten. Wenn ausländische Exporteure ihre Preise nicht senken und der handelsgewichtete US-Dollar weitgehend unverändert bleibt, wird sich die volle Zollerhöhung auf die Importpreise auswirken. Ob diese an die Verbraucher weitergegeben werden, hängt von den Gewinnmargen der US-Einzelhändler und anderer US-Unternehmen ab.

Eine wissenschaftliche Studie¹, die sich auf die Erhöhung der US-Zölle im Zeitraum 2018-2019 stützt, zeigt, dass ein Zollsatz von 10 % zu einem Rückgang der Importe um 10 % in den ersten drei Monaten führte und sich im Laufe der Zeit verdoppelte. Die Zollerhöhungen im Zeitraum 2018-2019 betrafen jedoch fast ausschließlich

¹ See Amiti, Redding and Weinstein (2020), *Who's Paying for the US Tariffs? A Longer-Term Perspective*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26610, January 2020.



China, und es gibt Hinweise darauf, dass China seine Exporte über Drittländer in die USA umgeleitet hat, um die höheren Zölle zu umgehen. Dieses Mal dürfte es aufgrund der für alle Länder geltenden Zölle schwieriger sein, Alternativen zu finden, so dass wir von einer geringeren Importelastizität gegenüber Zöllen ausgehen. Eine Erhöhung des durchschnittlichen US-Zollsatzes um 20 Prozentpunkte könnte die US-Importe im Laufe der Zeit um bis zu 20 % reduzieren. In diesem Fall würden die zusätzlichen Zolleinnahmen über einen Zeitraum von zehn Jahren auf 5,3 Mrd. US-Dollar sinken, was nur geringfügig über den Kosten einer Verlängerung der individuellen Steuersenkungen liegt.

3. Handelsumlenkung von Ländern mit hohen Zöllen in Länder mit niedrigeren Zöllen

Die Zollerhöhungen sind nicht in allen Ländern einheitlich, insbesondere die „individualisierten“ Zölle, die am 9. April für wichtige Handelspartner in Kraft getreten sind. Im Allgemeinen sind die Zölle für die asiatischen Volkswirtschaften seit Anfang des Jahres gestiegen, vor allem für China (104 %), Vietnam (46 %), Taiwan (36 %), Thailand (36 %) und Indonesien (32 %). Die EU sieht sich mit einem zusätzlichen Zoll von 20 % konfrontiert, während Mexiko und Kanada eine Vorzugsbehandlung erhalten (USMCA-konforme Waren sollen zollfrei bleiben). Diese unterschiedliche Behandlung wird wahrscheinlich zu einer gewissen Handelsumlenkung führen, bei der US-Importe aus Ländern mit höheren Zöllen auf Ersatzprodukte in Ländern mit niedrigeren Zöllen umgelenkt werden. Dies wird zu einem Rückgang der Zolleinnahmen führen, wenn alle anderen Faktoren gleich bleiben. Das Ausmaß ist aber sehr schwer abzuschätzen. Aus diesem Grund kann die Schätzung des Anstiegs der Zolleinnahmen im obigen Abschnitt als Obergrenze betrachtet werden.

4. Zölle werden das BIP-Wachstum und damit die Steuereinnahmen belasten

Höhere Zölle werden die US-Wirtschaft bremsen, wobei das Ausmaß von den Vergeltungsmaßnahmen der Handelspartner abhängt. Unsere neue Prognose geht davon aus, dass das BIP Ende 2026 um 1,0 % niedriger sein wird als in unserer vorherigen Prognose, was einem Rückgang von rund 300 Mrd. US-Dollar entspricht. Ein Teil der Wachstumsverlangsamung ist auf die politische Unsicherheit und die schlechtere Stimmung zurückzuführen, die den Konsum, die Einstellung von Arbeitskräften und die Investitionstätigkeit bremsen, wobei einige dieser Faktoren nur vorübergehender Natur sein dürften. Langfristig jedoch haben viele Studien gezeigt, dass eine geringere Handelsoffenheit das Produktivitätswachstum verringert (aufgrund des geringeren Wettbewerbs durch ausländische Unternehmen, der geringeren Spezialisierung, der geringeren Größenvorteile und des geringeren Qualifikations- und Technologietransfers, die in den Handelsströmen enthalten und mit ihnen verbunden sind). Eine häufig zitierte Studie² zeigt, dass die Elastizität des Pro-Kopf-Einkommens in Bezug auf den Handel nur etwa halb so groß ist. Ein Rückgang des Handelsvolumens um 10 % führt langfristig zu einem Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens um 5 %. Unter der Annahme, dass die US-Importe um bis zu 20 % zurückgehen, würde das US-Einkommen im Vergleich zur hypothetischen Situation um bis zu 10 % sinken. Nach einer interaktiven Tabelle, die im vergangenen Jahr vom Congressional Budget Office (CBO) veröffentlicht wurde³, könnte ein Rückgang des Produktivitätswachstums um 1 Prozentpunkt pro Jahr im Vergleich zum Basisszenario des CBO die Bundeseinnahmen über einen Zeitraum von 10 Jahren um mehr als 4 Bio. US-Dollar verringern. Berücksichtigt man diesen indirekten Effekt auf die Bundeseinnahmen, verbleibt nur eine sehr geringe Verbesserung des Bundeshaushalts.

² Feyrer, James (2009), *Trade and Income: Exploiting Time Series in Geography*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 14910.

³ See Congressional Budget Office (2023), *Workbook for How Changes in Economic Conditions Might Affect the Federal Budget: 2023 to 2033*.



Das EU-Verteidigungspaket und Deutschlands führende Rolle

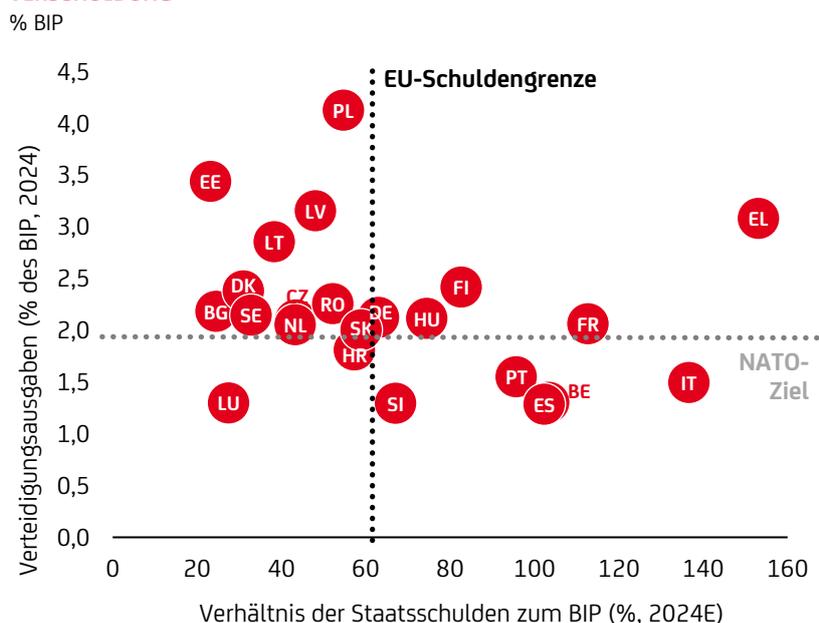
Bevor die „reziproken“ Zölle in den Mittelpunkt der politischen Debatte rückten, konzentrierten sich die Anleger auf Nachrichten über die Absicht Europas, die Verteidigungsausgaben zu erhöhen, nachdem Trump mit einem Austritt aus der NATO gedroht hatte. Das EU-Verteidigungspaket, der ReArm Europe-Plan/Readiness 2030, zielt darauf ab, fast 800 Mrd. EUR zu mobilisieren. Der Plan sieht **1.** eine nationale Ausweichklausel (NEC) des Stabilitäts- und Wachstumspakts und **2.** ein Darlehensinstrument in Höhe von 150 Mrd. EUR – Security Action for Europe (SAFE) – für länderübergreifende, verteidigungsbezogene Projekte vor. ReArm Europe ist zwar ein Schritt in die richtige Richtung und hat die Attraktivität Europas für Aktieninvestoren erhöht, aber der Plan könnte hinter den Erwartungen zurückbleiben. Trotz des Namens handelt es sich eher um ein Programm auf Ebene der Mitgliedstaaten als um ein Programm auf EU-Ebene. Mit anderen Worten: Die EU lockert die Haushaltsregeln und stellt Kreditlinien bereit, aber es liegt dann an den nationalen Regierungen, Maßnahmen zu ergreifen.

Dank des NEC wird Deutschland über ausreichend Spielraum verfügen, um die Verteidigungsausgaben weiter zu erhöhen (von derzeit etwa 2 % des BIP), und wir gehen davon aus, dass es einer der Hauptbeitragszahler des Plans sein wird. Auch kleine EU-Länder mit solideren Schuldenständen dürften daran interessiert sein, ihre Verteidigungsausgaben zu erhöhen, selbst wenn sie bereits mehr als 2 % des BIP für Verteidigung ausgeben. Allerdings könnten sie im Rahmen des Plans nur relativ begrenzte Ressourcen mobilisieren. Belgien, Frankreich, Italien und Spanien werden stattdessen wahrscheinlich einen vorsichtigeren Ansatz verfolgen und gleichzeitig versuchen, das richtige Gleichgewicht zwischen der Notwendigkeit, die Verteidigungsausgaben zu erhöhen (die relativ niedrig sind), und der Aussicht, dass dies mittelfristig zu einer Erhöhung der Staatsverschuldung (die bereits relativ hoch ist) führen wird, zu finden. Ohne verbindliche Verpflichtungen wird die Versuchung groß sein, sich auf Kosten derer Vorteile zu verschaffen, die ihre Verteidigungsausgaben erhöhen.

Darüber hinaus werden die Regierungen aufgefordert sein, ihre Ausgaben neu zu priorisieren, sobald die Umstände nicht mehr gegeben sind, die eine Abweichung von den EU-Haushaltsregeln und eine strukturelle Erhöhung der Verteidigungsausgaben ermöglichen. Dies könnte sich als schwierige politische Entscheidung erweisen. Aus diesen Gründen wären die Mitgliedstaaten unserer Ansicht nach gut beraten, die Flexibilität gegenüber den Haushaltsregeln und die Attraktivität von EU-Darlehen zu nutzen, um gemeinsame

Verteidigungs-investitionen zu fördern und bestehende kritische Fähigkeits-lücken im Hinblick auf die Prioritäten der EU und der NATO zu schließen – auch wenn es den Regierungen schwerfallen könnte, sich darauf zu einigen, wo das Geld für grenzüberschreitende Investitionsausgaben werden soll, da jede Regierung den wirtschaftlichen Nutzen für ihre eigenen Wahlkreise maximieren möchte. Dies wiederum wird Innovation, Wettbewerbsfähigkeit und mittelfristiges Wachstum fördern und gleichzeitig den Weg für eine echte europäische Verteidigungsunion ebnen.

GRAFIK 1.5: DARSTELLUNG DER VERTEIDIGUNGS-AUSGABEN UND ÖFFENTLICHEN VERSCHULDUNG



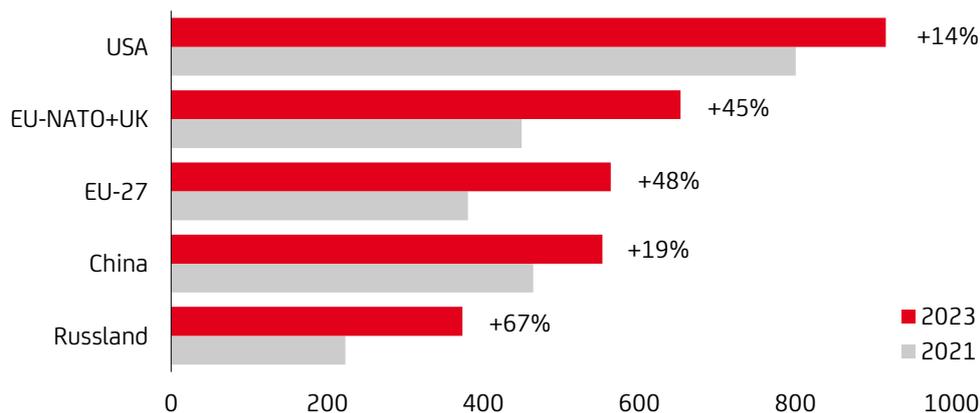
Lücken schließen für die Zukunft Europas

Autor: Andreas Rees

Die globale politische Landschaft hat sich in den letzten Wochen in atemberaubender Geschwindigkeit verändert. Der Konsens nach dem Kalten Krieg, in dem die USA eine internationale regelbasierte Ordnung aufrechterhalten und die Sicherheit Europas gewährleisten, ist erschüttert. Die EU war daher gezwungen, Pläne zur Stärkung der eigenen Verteidigungsfähigkeit vorzulegen, was einen Quantensprung in der weiteren europäischen Integration bedeuten könnte. Im Folgenden werden wir uns mit einem wichtigen Aspekt befassen, der über Erfolg oder Misserfolg entscheiden könnte: den Zusammenhang zwischen den Militärausgabeplänen der EU und der Leistungsfähigkeit der europäischen Rüstungsindustrie.

Ausgangspunkt unserer Kurzanalyse ist die Nachfrageseite. In Grafik 1.6 haben wir die Militärausgaben der EU, der USA, Chinas und Russlands verglichen. Demnach hatten die USA im Jahr 2023 mit mehr als 900 Mrd. USD die mit Abstand höchsten Militärausgaben (siehe Grafik unten). Die Gruppe der Länder, die sowohl EU- als auch NATO-Mitglieder sind, sowie das Vereinigte Königreich liegt mit rund 650 Mrd. USD an zweiter Stelle, gefolgt von China (550 Mrd. USD) und Russland (370 Mrd. USD). Diese Zahlen basieren auf militärischen Kaufkraftparitäten, um relative Preisunterschiede für Soldaten (Löhne), Operationen und Ausrüstung widerzuspiegeln.

GRAFIK 1.6: EUROPA VOR CHINA UND RUSSLAND?
MILITÄRAUSGABEN IM JAHR 2023, IN MRD. USD (MILITÄR KKP)



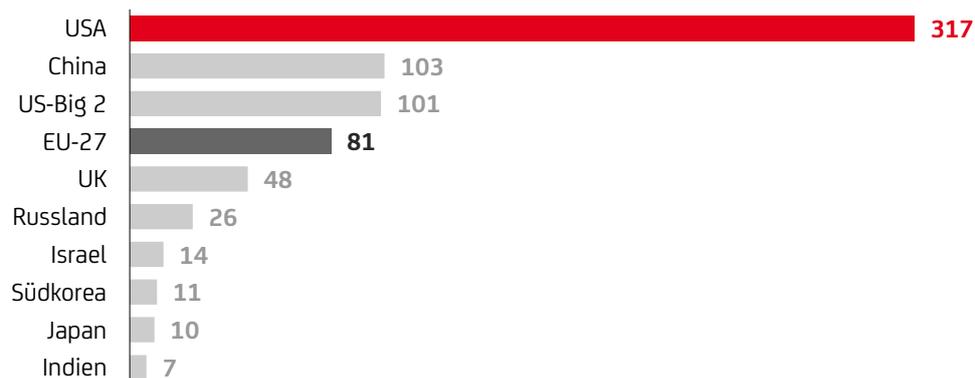
Quelle: Peter Robertson, The Investment Institute by UniCredit

Während dieser Vergleich für Europäer beruhigend erscheinen mag, müssen die Daten relativiert werden. Vor allem die Verteidigungsausgaben der EU-Staaten entsprechen nicht der tatsächlichen militärischen Stärke. Angesichts der begrenzten Kapazitäten der Unternehmen der Rüstungsindustrie weltweit konnte die höhere Nachfrage in den letzten Jahren nicht durch eine höhere Produktion von Rüstungsgütern ausgeglichen werden. Darüber hinaus ist die Verteidigungsindustrie der EU, den USA und China nicht gewachsen (siehe Grafik 1.7). Die folgenden Zahlen beziehen sich auf die Umsätze der Top 100 Unternehmen weltweit, für die Daten zur Verfügung stehen. Demnach erzielten die Unternehmen der EU27 im Jahr 2023 einen Umsatz von rund 80 Mrd. US-Dollar (130 Mrd. EUR einschließlich Großbritannien), verglichen mit 320 Mrd. US-Dollar von US- und mehr als 100 Mrd. US-Dollar von chinesischen Unternehmen. Bezeichnenderweise übertrafen allein die Umsätze der beiden größten US-Unternehmen den Gesamtumsatz aller Unternehmen der EU-27 in den Top 100. Angesichts der geringen Kapazitäten in der EU wurde in den letzten Jahren ein noch größerer Teil der europäischen Budgets für die Beschaffung von Verteidigungsgütern aus den USA ausgegeben.



GRAFIK 1.7: US-UNTERNEHMEN DOMINIEREN

UMSATZ DER 100 GRÖSSTEN RÜSTUNGS- UND MILITÄRDienstleistungsunternehmen (NACH LAND/REGION IM JAHR 2023, IN MRD. USD)



Quelle: SIPRI, The Investment Institute by UniCredit

Da die Produktionslinien bereits voll ausgelastet sind, muss sich die europäische Politik damit auseinandersetzen, wie die Produktion in der Verteidigungsindustrie schnell hochgefahren werden kann. Vor allem braucht es einen gemeinsamen europäischen Verteidigungsmarkt, der die derzeitige Fragmentierung überwindet. Zum Beispiel werden mehr als 150 verschiedene Arten von Waffen in der Europäischen Union verwendet, verglichen mit nur 24 in den USA. Der Abbau solcher Hemmnisse würde nicht nur den Wettbewerb erhöhen, sondern auch zu größeren Auftragsvolumina führen und den Rüstungsherstellern langfristige Planungssicherheit geben. Darüber hinaus beeinträchtigt der technologische Status Europas nicht nur die Innovation von Militärgütern, sondern gefährdet auch die Cybersicherheit des Landes. Mehr als 80 % der kritischen digitalen Technologien in Europa wie Cloud-Computing, Software, KI usw. stammen aus dem Ausland, vor allem aus den USA.

Die Anforderungen an Europa, bei der Verteidigung seines Territoriums eigenständiger zu werden, sind sicherlich eine Herausforderung. Das bedeutet jedoch nicht, dass es unmöglich ist. Die EU könnte zusammen mit dem Vereinigten Königreich und einigen anderen europäischen Ländern ihr Potenzial zur Umsetzung aktivieren. Schließlich verfügt Europa über eine starke industrielle Basis und hat die USA bei der Produktion in strategischen Sektoren wie Zivilflugzeugen, Kraftfahrzeugen und Stahl übertrifft. Diese Stärke dürfte sich jetzt auszahlen, da freie industrielle Kapazitäten in Europa für die Produktion von Rüstungsgütern umgewidmet werden könnten. Die Nutzung bestehender Anlagen anstelle der Schaffung neuer Anlagen würde wertvolle Zeit sparen und einen schnelleren Produktionshochlauf ermöglichen. Die EU könnte auch noch enger mit der Ukraine zusammenarbeiten, indem sie ihre Lieferketten im Verteidigungsbereich integriert und militärische Erfahrungen austauscht. Die Ukraine hat neue Technologien entwickelt, wie z. B. Drohnen, die mit KI-gestützten autonomen Navigationsfähigkeiten ausgestattet sind, die ihre Wirksamkeit im Russland-Ukraine-Krieg unter Beweis gestellt haben.

Richtig ist, dass es viele Jahre dauern würde, die volle militärische Autonomie von den USA zu erreichen. Allerdings sollte man militärische Unabhängigkeit nicht mit dem Aufbau einer glaubwürdigen Abschreckung gegen Russland verwechseln. Während es unwahrscheinlich ist, dass Ersteres bis 2030 erreicht wird, glauben militärische Experten, dass Letzteres in den nächsten fünf Jahren erreicht werden kann. Europa müsste jedoch dafür sorgen, dass seinen Erklärungen Taten folgen. Auch wenn es in letzter Zeit eine massive Finanzspritze gegeben hat, muss dies noch durch die Unterzeichnung von Verträgen mit Rüstungsunternehmen untermauert werden. Der Abbau von Bürokratie bei der Auftragsvergabe und die Harmonisierung der nationalen Vorschriften würden diesen Prozess beschleunigen.

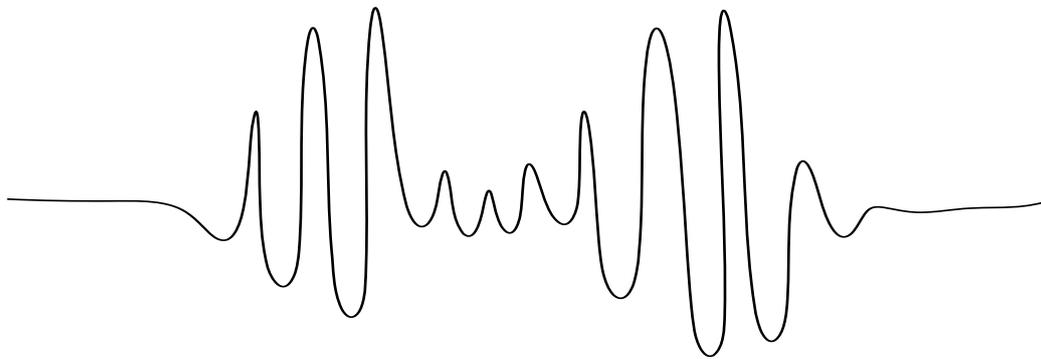




Was ist los auf den Märkten?

THE NOISE

Trump hat die Märkte mit einer Reihe von Ankündigungen zu Zöllen und zur Handelspolitik in Atem gehalten. Seine Ankündigung zum „Tag der Befreiung“ an dem „reziproke Zölle“ gegenüber wichtigen Handelspartnern, die zum US-Handelsdefizit beitragen, eingeführt werden sollen, hat für erhebliche Unsicherheit gesorgt. Die US-Regierung plant einen Basiszoll von 10% auf alle Importe mit zusätzlichen länderspezifischen Zöllen, hat aber betont, dass diese Zölle durch Verhandlungen gesenkt werden könnten. Positive Nachrichten aus Europa, darunter ein konstruktiverer Ton zwischen der Ukraine und den USA und ein teilweiser Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine, hatten unterdessen nur geringe Auswirkungen auf die Märkte.



THE SIGNAL

Angesichts der hohen Volatilität und der gestiegenen Unsicherheit infolge der unberechenbaren Ankündigungen von Donald Trump, die die Wachstumserwartungen für die USA gedämpft und Rezessionsängste geschürt haben, hat sich der Marktnarrativ von der Ausnahmestellung der USA abgewandt. Dies belastete die US-Aktien und förderte die Nachfrage nach Anleihen. In Europa fiel dagegen der fiskalische Impuls stärker aus als erwartet. Deutschland ging mit einem umfangreichen Konjunkturpaket voran, das eine Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben vorsieht. Darüber hinaus plant die Europäische Kommission, die militärische Basis Europas zu stärken, was die Stimmung an den europäischen Aktienmärkten verbesserte und die Renditen deutscher Staatsanleihen in die Höhe getrieben hat. Die jüngste Ankündigung von Zöllen in den USA und mögliche europäische Vergeltungsmaßnahmen haben jedoch auch zu einer Risikoaversion an den europäischen Märkten geführt.

Aktien

TARIFBEDINGTE UNGEWISSHEIT UND EUROPÄISCHER KURSWECHSEL DÜRFTEN VALUE-SEKTOREN STÜTZEN

Die Aktienkurse stürzten nach dem, was Trump als Amerikas „Tag der Befreiung“ bezeichnete, weltweit ab. Die US-Zollankündigungen erhöhen die wirtschaftliche Unsicherheit und damit auch die Unsicherheit mit Blick auf die Unternehmensgewinne. Entsprechend wird die Volatilität an den Aktienmärkten (in beide Richtungen) in den kommenden Monaten hoch bleiben. Die jüngsten Entwicklungen stellen ein an den Aktienmärkten lange Zeit vorherrschendes Szenario in Frage – das des US-Exzeptionalismus – und haben zu einer erheblichen Neubewertung von **US-Aktien** geführt (siehe Grafik 2.1). Die negativen Gewinnrevisionen für das Geschäftsjahr 2025 dürften sich fortsetzen, wobei der US-Aktienmarkt bisher am stärksten betroffen ist. Andere Regionen werden sich diesem Trend nicht entziehen können.

Während **europäische Aktien** infolge der Einführung von Trumps Zöllen mit Gegenwind rechnen müssen, verfügen sie dank des jüngsten mutigen politischen Kurswechsels in Europa hin zu expansiven Haushaltsausgaben (für Infrastruktur und Verteidigung), die für die kommenden Jahre insbesondere in Deutschland angekündigt wurden über einen gewissen Puffer. Bevor der „Tag der Befreiung“ die Märkte auf dem falschen Fuß erwischte, spiegelten sie ein wiedererstarktes Europa wider, das sich behauptet und gleichzeitig damit zurechtkommt, von den USA im Stich gelassen zu werden, und preisten eine Verbesserung der mittelfristigen Aussichten für den Euroraum ein. In Anbetracht möglicher Verhandlungen und Abkommen zwischen den USA und ihren Handelspartnern dürfte die Belastung für die Aktienmärkte mittelfristig zu stemmen sein. Obwohl das Risiko einer deutlichen Verlangsamung der Weltwirtschaft zugenommen hat, erwarten wir, dass sich die Aktienmärkte stabilisieren, während Veränderungen in der Anlagelandschaft das Potenzial für ausgewogenere Renditen als in den letzten Jahren mit sich bringen könnten.

GRAFIK 2.1: SCHWELLENLÄNDER UND EUROPA LIEGEN IN DIESEM JAHR BISLANG VORNE



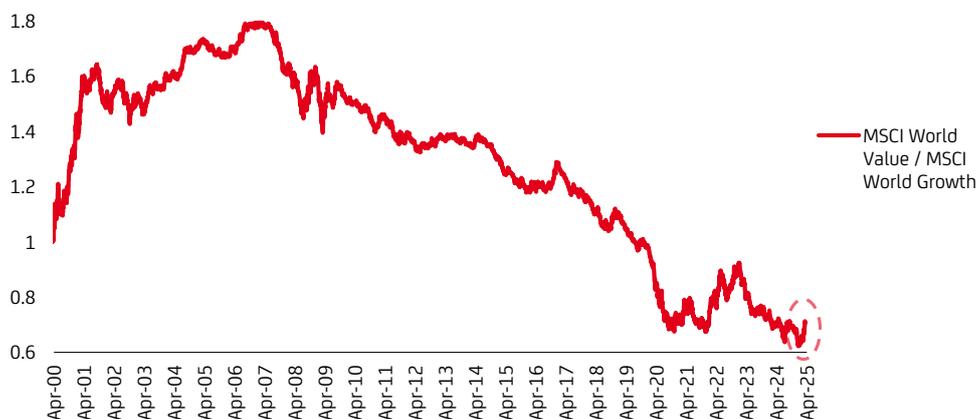
Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 3. April 2020-3. April 2025)

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.



Über Jahre waren **Wachstumsaktien** – insbesondere im US-amerikanischen Technologiesektor – die treibende Kraft und oft die Quelle der Performance an den Aktienmärkten. Im Zusammenhang mit der Rotation von Fonds raus aus den USA suchten die Anleger jedoch zunehmend nach immer noch unterbewerteten Unternehmen mit starken Fundamentaldaten, weitgehend stabilen Erträgen und Sachwerten, d. h. mit Charakteristika des **Value-Investing**, die in der KI-Ära (KI: künstliche Intelligenz) lange Zeit unpopulär waren (siehe Grafik 2.2). Die anhaltend hohe Unsicherheit im Kontext der US-Handelspolitik, die sich abschwächenden US-Wirtschaftsindikatoren, die steigenden Anleiherenditen in Europa und die erhöhte Marktvolatilität haben Wachstumsaktien anfälliger gemacht, während die angekündigten Konjunkturpakete in Europa, vor allem in Deutschland, mit Blick auf Value-orientierte Anlagen für ein günstigeres Umfeld sorgen. Potenziell höhere langfristige Zinssätze und eine steilere Renditekurve infolge des jüngsten politischen Kurswechsels in Europa dürften Value-orientierte Aktien gegenüber ihren wachstumsorientierten Pendanten begünstigen sofern sich die vorliegenden Rahmenbedingungen nicht signifikant verändern.

GRAFIK 2.2: VALUE-AKTIE SIND WIEDER GEFRAGT



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 3. April 2000-3. April 2025)

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.

In China versucht die Regierung, die Wirtschaft mit Maßnahmen anzukurbeln, die den Konsum stützen, die Kreditkosten senken und gleichzeitig die Aktien- und Immobilienmärkte stabilisieren. Grundsätzlich scheint der Blick der Anleger auf **chinesische Aktien** optimistischer geworden zu sein, da chinesische Technologiewerte von den Entwicklungen um DeepSeek und KI im Allgemeinen profitiert haben. Dementsprechend hat sich der chinesische Aktienmarkt von seinem Mitte Januar verzeichneten Tiefstand erholt. Dieser Trend wurde jedoch durch die Ankündigung einer drastischen Erhöhung der US-Zölle auf globale und chinesische Importe gestoppt – für China ein schwerer Schlag, wenn die USA nicht doch noch erhebliche Zugeständnisse machen.

In der Zwischenzeit haben **japanischen Aktien** das erste Quartal aufgrund von Sorgen um die Weltwirtschaft, des Rückgangs des US-Dollars gegenüber dem japanischen Yen und vor allem der Befürchtung, dass die aggressiven Zölle der USA weiter ausgeweitet werden, schwach beendet. In der Tat lassen Trumps Zollankündigungen am "Tag der Befreiung" diese Sorgen wachsen. Dennoch dürften wichtige Reformen bezüglich der Corporate Governance (Grundsätze der Unternehmensführung), zwei Jahre starken Lohnwachstums, die auf eine wirtschaftliche Normalisierung hindeuten, und die wachsende Kluft zwischen den prognostizierten Gewinnen und den Aktienkursen aus fundamentaler bzw. technischer Sicht stützend wirken.



Festverzinsliche Wertpapiere

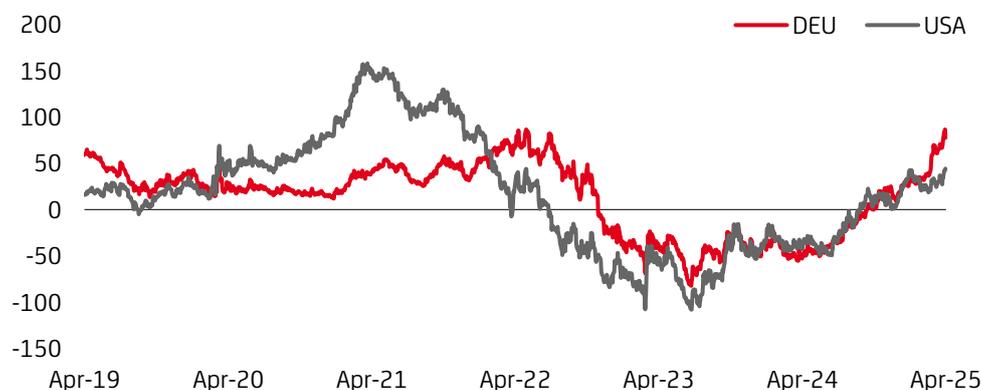
LANGFRISTIGE RENDITEN EUROPÄISCHER ANLEIHEN DÜRFTEN NICHT WEITER FALLEN

STAATSANLEIHEN

Der März war für Staatsanleihen sehr intensiv. Die Ankündigung höherer Haushaltsausgaben durch Deutschland sowie die Einführung eines EU-Verteidigungsplans führten zu einer enormen Versteilerung der Kurven (Ausweitung der Renditendifferenz zwischen Anleihen mit kürzerer und längerer Restlaufzeit) von europäischen Staatsanleihen (EGB), da die Anleger die Laufzeitprämie neu bewerteten, um die Auswirkungen des höheren Angebots zu berücksichtigen. Die EGB-Spreads blieben insgesamt stabil, was wohl auf einen verbesserten Wachstumsausblick aufgrund einer expansiveren Haushaltspolitik zurückzuführen ist. Später im Monat fielen die Renditen jedoch wieder, was auf die sich verschlechternden Wachstumserwartungen in den USA und die Risikoscheu der Anleger zurückzuführen war. Die Ankündigung von Zöllen am 2. April brachte die Märkte dann ins Wanken. Die Renditen im Euroraum preisten die fiskalpolitischen Ankündigungen Deutschlands vollständig aus, die Aktienmärkte sind seit den Höchstständen im Februar um mehr als 20 % gefallen und die Erwartungen an Zinssenkungen sind sowohl im Euroraum als auch in den USA gestiegen. Die Spreads zwischen den Ländern haben sich etwas ausgeweitet. Trumps Ankündigung, die Zölle um 90 Tage zu verschieben, hat zu einer weiteren Kehrtwende an den Märkten geführt.

GRAFIK 2.3: BUND- UND US-KURVEN BEWEGEN SICH IN UNTERSCHIEDLICHE RICHTUNGEN

2/10Y SPREAD (BP)



Quelle: The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 11. April 2020-11. April 2025)

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) Staatsanleihe 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: bedingungsgerichte 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.



Die weitere Entwicklung ist höchst ungewiss. Die durchschnittlichen US-Zölle sind auf dem höchsten Stand seit Jahrzehnten. Dies stellt vermutlich eine Obergrenze dar, auf die sie sich letztendlich einpendeln werden. Die Entscheidung die Zölle um 90 Tage zu verschieben, stützt diese Annahme, aber es ist höchst ungewiss, wie weit die Zölle sinken könnten. Die Fed wird sich angesichts des zollbedingten Inflationsdrucks und des nachlassenden Wachstums wahrscheinlich in einer schwierigen Lage befinden. Die Möglichkeit, dass internationale Investoren zunehmend von US-Vermögenswerten enttäuscht sein könnten, macht die Aussichten für die Märkte noch komplexer. Wir halten die Erwartungen an eine Lockerung der Fed für übertrieben. Für die Zukunft erwarten wir höhere UST-Renditen am kurzen Ende (kürzere Laufzeiten), während sich die zehnjährige Rendite im Bereich des aktuellen Niveaus stabilisieren könnten.

Die EGB-Renditen sind ebenfalls gesunken, da die Anleger eine dovischere EZB einpreisen. Die Versteilerung der Zinsstrukturkurve, die auf die Haushaltsankündigung Deutschlands folgte, wurde jedoch nicht in Frage gestellt. Wenn überhaupt, hat sich die Zinsstrukturkurve nach den Zollankündigungen vom 2. April noch weiter versteilert. Die EGB-Renditen werden in den kommenden Monaten wohl weiterhin von den Erwartungen an die EZB-Zinssätze bestimmt. Dennoch bleiben wir bei unserer Ansicht, dass die Neubewertung der Laufzeitprämien von Dauer sein und die Kurve steiler bleiben wird als in der Vergangenheit. Bei einem prognostizierten Ziel für die EZB-Zinsen von 1,75 % bis zum dritten Quartal 2025 sehen wir in den nächsten Monaten eine geringere Wahrscheinlichkeit für deutliche Bewegungen bei den Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen.

Diese Einschätzungen basieren darauf, dass es zu keinem deutlichen Anspringen der Inflationsraten oder einem Abgleiten der Wirtschaft in eine Rezession kommt. Diese Ereignisse könnten eine deutliche Anpassung der Szenarien nach sich ziehen.

UNTERNEHMENSANLEIHEN

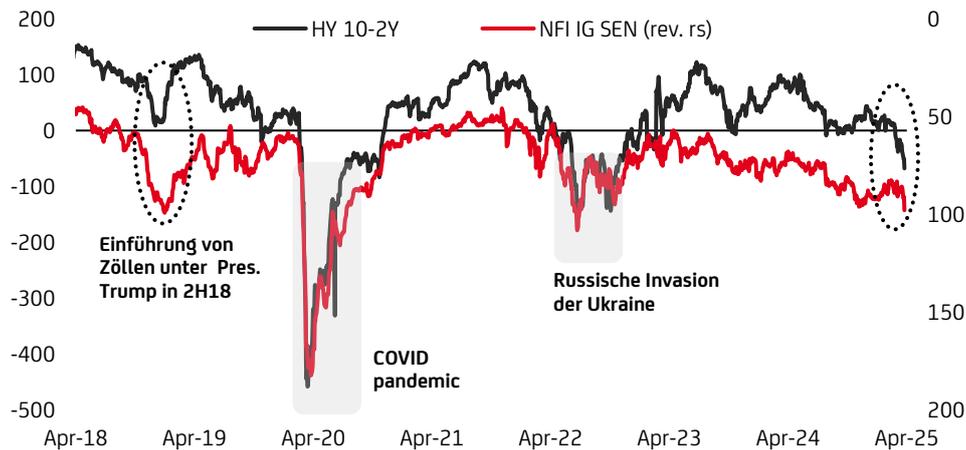
Wir sehen die von der US-Regierung angekündigten neuen Zölle als negativ für die Kreditmärkte, da sie ein geringeres Wirtschaftswachstum sowohl in den USA als auch in der Eurozone nach sich ziehen werden, was auch die Aussichten für die Fundamentaldaten der europäischen Unternehmensanleihen schwächen wird. Die Antworten der EU und Chinas sind noch offen, was die Unsicherheit erhöht. Die angekündigten Zölle sind höher als die unter Trumps erster Amtszeit eingeführten. Als Reaktion auf diese Zölle stiegen die Kreditrisikoprämien während des zweiten Halbjahrs 2018 im iBoxx High Yield Non-Financials Index (Hochzinsanleihen) – die damals viel enger waren als heute – um 80 Basispunkte und die von Investment-Grade-Senior-Anleihen (gute Bonitäten) um 30 Basispunkte.

Darüber hinaus wird die europäische Kreditkurve, wie unsere Grafik zeigt, invers (Rendite von Anleihen mit kürzerer Restlaufzeit ist höher als jene mit längerer Laufzeit). Das bedeutet, Anleger haben begonnen, die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer Rezession einzupreisen, was im Gegensatz zum zweiten Halbjahr 2018 steht, als sie als Reaktion auf die Zölle lediglich abflachte. Selbst wenn eine Rezession zum jetzigen Zeitpunkt nicht Teil unseres Basisszenarios ist (und wir auch keine große Welle von Zahlungsausfällen erwarten), wird das schiere Ausmaß der Zölle zu einer spürbaren Verlangsamung des Wachstums in der Eurozone führen, wodurch die Fähigkeit der Unternehmen, EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf materielle und immaterielle Vermögenswerte) zu erwirtschaften, untergraben, was wiederum zu einer Verschlechterung der Kreditkennzahlen führen wird.

Dies hat uns veranlasst, unsere Spread-Prognosen für Unternehmensanleihen zu revidieren: Wir gehen davon aus, dass sich die Spreads von Anleihen von Nicht-Finanz-Unternehmen mit Investment-Grade-Rating leicht ausweiten werden, während sich die Spreads für hochverzinsliche Nicht-Finanz-Unternehmensanleihen im ersten Halbjahr 2025 ebenfalls etwas ausweiten dürften, wobei bis zum Jahresende Spielraum für eine moderate Spread-Verengung besteht. Auch die Renditespreads von Nicht-Finanz-Hybridanleihen dürften sich bis Ende des Jahres ebenfalls ausweiten. Europäische Unternehmensanleihen bieten nach wie vor einen soliden Carry (Rendite). Wir empfehlen eine Übergewichtung von Investment-Grade- und eine Untergewichtung von High-Yield-Unternehmensanleihen.



GRAFIK 2.4: AUFSCHLÄGE IBOXX INVESTMENT-GRADE ZU NON-FINANCIALS VS. STEILHEIT DER HIGH-YIELD-KURVE, BP



Quelle: S&P Global, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 11. April 2018-11. April 2025)

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) Staatsanleihe 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.

Das geringere Wirtschaftswachstum wird sich auch negativ auf die Kreditvergabe der europäischen Banken auswirken. Obwohl wir nach wie vor von den starken Fundamentaldaten der europäischen Banken überzeugt sind, handelt es sich bei Banken um einen Sektor, der in einem risikoaversen Marktumfeld unterdurchschnittlich abschneidet. Die Märkte preisen zunehmend ein Rezessionsszenario ein und ein Rezession würde sich von zwei Seiten her negativ auf die Banken auswirken. Einmal in Form von geringeren Erträgen aufgrund von wahrscheinlichen Zinssenkungen der Zentralbanken und einem geringeren Kreditwachstum und weniger Gebührenerträge. Zum anderen ist mit einer steigenden Risikovorsorge zu rechnen. Die Risikoaufschläge von Senioranleihen von Banken könnten während des ersten Halbjahr 2025 etwas ansteigen und danach bis Ende 2025 wieder sinken, was mögliche Fortschritte bei den Verhandlungen über eine Senkung der Zölle widerspiegeln könnte. Bei nachrangigen Schuldtiteln wird der Spread-Druck noch ausgeprägter sein. Wir gehen davon aus, dass sich die Risikoaufschläge über die Kapitalstruktur der Banken ausweiten.

Rohstoffe

ROHSTOFFE LIEFERTEN TOP-PERFORMANCE DANK GOLD

ROHÖL

Chinas Ölnachfrage hat den Rohstoff zuletzt gestützt, wie im März die anziehenden Importe des Landes zeigen, während die OPEC+ nach neuen US-Sanktionen gegen Russland und Iran begonnen hat, ihre Produktionskürzungen zurückzufahren. Trotz des jüngsten Einbruchs der Ölpreise, ausgelöst durch Trumps aggressive Zollankündigung, hat sich das Kartell darauf verständigt, die Produktion im Mai weiter auszuweiten. Wachsende Handelsspannungen schüren die Sorge um die weltweite Nachfrage und erhöhen die Unsicherheit. Die Märkte warten ab, wie die Handelspartner reagieren, während höhere wechselseitige Zölle auch die Transformation zu sauberen Energien weltweit bremsen könnten. Angesichts des wahrscheinlichen wirtschaftlichen Schadens von Trumps Zollankündigungen und Sorgen um einen ausgewachsenen globalen Handelskrieg erwarten wir nun, dass die Ölpreise für den größten Teil des Jahres 2025 etwa im Bereich des aktuellen Niveaus. Diese Sorgen dürften auch die Ölpreis-Volatilität hoch halten.

ERDGAS

Die TTF-Preise blieben während des gesamten ersten Quartals 2025 aufgrund politischer und marktbedingter Faktoren volatil. Nach einem Höchststand von 58 EUR/MWh im Februar sind die Preise wieder unter 40 EUR/MWh gefallen, da Pläne zur Lockerung der EU-Speicheranforderungen für die kommende Wintersaison dazu beigetragen haben, die Preise von ihrem Höchststand zu drücken. Die Nachfrage nach LNG auf dem Weltmarkt wird 2025 voraussichtlich höher sein als in den Vorjahren, nachdem ein besonders kalter Winter in Europa und die Unterbrechung der meisten verbliebenen Handelsströme aus Russland die Gasspeicherfüllstände deutlich unter das Vorjahresniveau gedrückt haben. Die schwächeren globalen Konjunkturaussichten und die Lockerung der europäischen Speicherziele dürften jedoch verhindern, dass der Preisanstieg über die jüngsten Höchststände hinausgeht. Wir erwarten daher in den kommenden Monaten nur einen geringen Aufwärtsdruck auf die TTF-Preise.

GOLD

Das Edelmetall hat in den letzten Wochen weiter zugelegt und hält sich stabil über der Marke von 3.000 USD/oz (Feinunze), was auf die hohe Unsicherheit an den Märkten über die künftige US-Zoll- und Handelspolitik zurückzuführen ist. Mit einem Plus von rund 20 % in den ersten drei Monaten und dem besten Quartal seit Mitte der 1980er Jahre gehört es zu den Rohstoffen mit der besten Performance in diesem Jahr. Wir gehen davon aus, dass der Goldpreis im weiteren Jahresverlauf angesichts der anhaltenden politischen Unsicherheit durch die Trump-Administration und der daraus resultierenden steigenden Nachfrage nach sicheren Häfen weiterhin gut unterstützt wird. Darüber hinaus dürften die anhaltenden Käufe der Zentralbanken und die steigende Nachfrage nach Gold-ETFs ein konstruktives Umfeld für das Edelmetall schaffen, auch wenn technische Rückschläge wahrscheinlich sind.

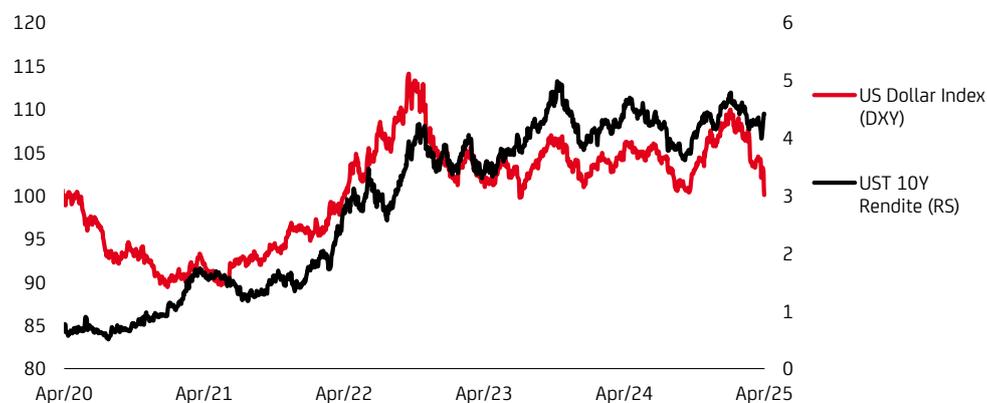


Währungen

ANHALTENDE EUR-USD-STÄRKE ALLES ANDERE ALS FÖRDERLICH

Am Devisenmarkt erreichte der Euro gegenüber dem US-Dollar neue Jahreshöchststände von über 1,10, da die von Präsident Trump angekündigten Zölle die Angst vor einer Rezession in den USA schürten. Dies belastete den Dollar auf breiter Front, trotz des Ausverkaufs an den weltweiten Aktienmärkten, was den „sicheren Hafen“-Währungen JPY-Kurs (Japanischer Yen) und CHF-Kurs (Schweizer Franken) Auftrieb gab. Auch der Rückgang der langfristigen US-Renditen belastete den US-Dollar-Kurs (siehe Grafik 2.5). Der Euro dürfte fest bleiben, was auch eine leichte US-Dollar-Müdigkeit am Markt und die Absicht der US-Regierung widerspiegelt, eine wettbewerbsfähige Währung zu haben. Die Messlatte für eine anhaltende Stärke des Euro bleibt jedoch hoch, auch angesichts unserer weniger aggressiven Fed-Prognose. Darüber hinaus zeigt die Positionierung an den Märkten, dass Investoren nach dem Ausverkauf des US-Dollar im März und der vollständigen Umkehrung des „Trump-Trade“ (Trump-Trade: jene Anlagen steigen, die voraussichtlich von der neuen US-Politik gut unterstützt werden dürften) nach den US-Wahlen bereits ausreichende Netto-Long-Positionen im Euro gegenüber dem US-Dollar halten. In der Zwischenzeit dürften sich die Anleger auch darauf konzentrieren, wie die neuen Pläne für Infrastruktur- und Militärausgaben in Europa tatsächlich umgesetzt werden und wie sie sich auf die nationalen Defizite und Schulden auswirken. Die Unsicherheit über mögliche Vergeltungsmaßnahmen gegen die US-Zölle und die Friedensverhandlungen in der Ukraine könnten ebenfalls zu Volatilität führen.

GRAFIK 2.5: FALLENDE US-RENDITEN BELASTEN US-DOLLAR



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 11. April 2020-11. April 2025)

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) Staatsanleihe 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: bedingungsrechte 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.

Höhere Verteidigungsausgaben, höhere Renditen? Nicht unbedingt

Autor: Francesco Maria Di Bella

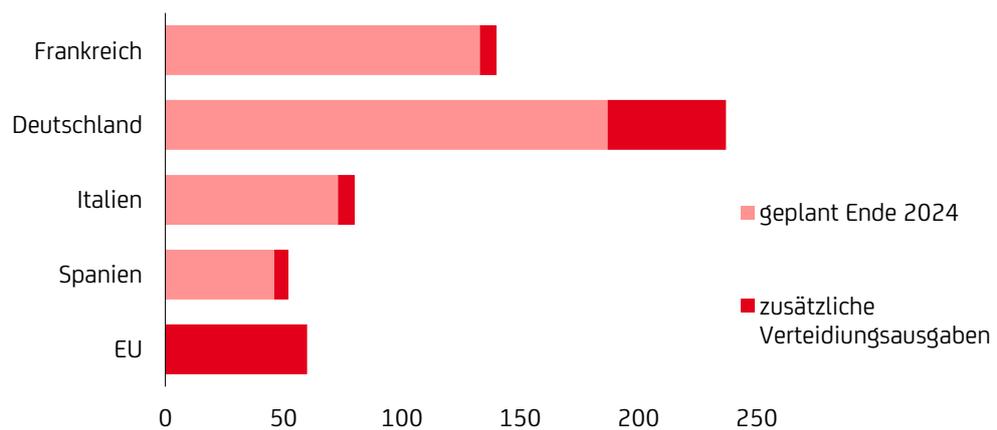
Die Außenpolitik der Trump-Administration hat die Verbündeten der USA dazu veranlasst, ihre Verteidigungsstrategien zu überdenken. Die europäischen Länder haben drei Möglichkeiten, ihre Verteidigungsausgaben zu erhöhen: nationale Finanzierung, EU-Anleihen und privates Kapital.

Bevor die möglichen Auswirkungen auf die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere diskutiert werden, müssen zwei Punkte geklärt werden. Abgesehen von Unterschieden zwischen den Ländern aufgrund unterschiedlicher Haushaltslagen haben die EU-Länder ihre Verteidigungsausgaben in den letzten Jahren bereits erhöht, insbesondere nach der Invasion Russlands in die Ukraine. Bereits vor den US-Präsidentenwahlen hatten die meisten Länder geplant, ihre Verteidigungsausgaben in Zukunft zu erhöhen. Zweitens ist der Zeitpunkt der Umsetzung dieser geplanten Erhöhungen ungewiss.

Die folgende Grafik zeigt, wie die Verteidigungsausgaben im Zeitraum 2025-2026 im Vergleich zu den bis Ende letzten Jahres angekündigten Ausgaben voraussichtlich steigen werden. Mit Ausnahme von Deutschland werden die großen EU-Länder ihre Verteidigungsausgaben voraussichtlich nur geringfügig erhöhen und könnten auf EU-Darlehen (über das SAFE-Instrument) zurückgreifen.

GRAFIK 2.6: NEUE US-AUSSENPOLITIK WIRD ZU HÖHEREN VERTEIDIGUNGS AUSGABEN IN EUROPA FÜHREN

VERTEIDIGUNGS AUSGABEN 2025-2026 (IN MRD. EUR)



Quelle: Eurozone debt agencies, European Commission, The Investment Institute by UniCredit

Bundesanleihen und andere europäische Staatsanleihen (EGBs) gerieten nach der Ankündigung der „fiskalischen Bazooka“ in Deutschland unter Druck. Der deutsche Infrastrukturfonds hatte wahrscheinlich einen größeren Einfluss auf die EGB-Renditen, da er weniger erwartet wurde und größer ist. Da die Erhöhung der Verteidigungsausgaben wahrscheinlich begrenzt und über viele Jahre verteilt sein wird, erwarten wir keine signifikanten Bewegungen der EGB-Renditen oder -Spreads gegenüber dem aktuellen Niveau.

Die Auswirkungen auf EU-Anleihen sind schwieriger vorherzusagen, da die EU SAFE-Kredite mit anderen Instrumenten als Anleihen absichern könnte und der tatsächliche Umfang des Instruments noch nicht bekannt ist, da die Länder dieses Instrument noch nicht beantragt haben. In jedem Fall wäre ein größeres Angebot an EU-Anleihen nicht völlig negativ für die Anlageklasse, da es ihre Liquidität erhöhen könnte, insbesondere da die Finanzierungstätigkeit im Zusammenhang mit NGEU bald auslaufen wird.



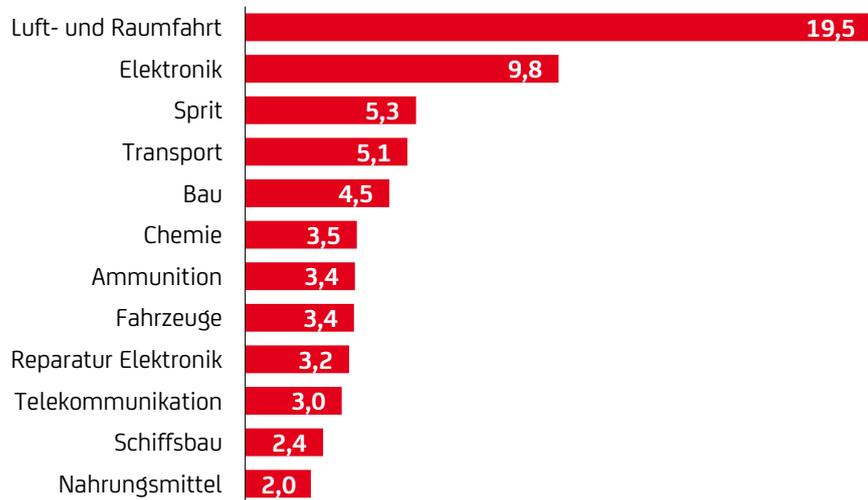
Welche Sektoren werden von höheren EU-Verteidigungsausgaben profitieren?

Autoren: Andreas Rees, Christian Stocker

Bei der Ableitung der sektorspezifischen Auswirkungen höherer EU-Verteidigungsausgaben muss zwischen direkten und indirekten Auswirkungen auf die Sektoren unterschieden werden. Zu den direkten Auswirkungen gehören staatliche Käufe von militärischer Ausrüstung wie Flugzeugen, Schiffen, Panzern und Militärfahrzeugen, von denen die Rüstungsindustrie profitiert. Darüber hinaus werden die Regierungen auch mehr Geld für den Ausbau der militärischen Infrastruktur ausgeben. Beispiele sind Militärstützpunkte, Kasernen und Ausbildungseinrichtungen, von denen vor allem Unternehmen aus dem Bausektor profitieren werden. Allerdings, und das ist wichtig, gibt es auch indirekte Auswirkungen höherer Verteidigungsausgaben in der EU. Diese sind weniger offensichtlich und analytisch schwieriger zu entwirren. Zum Beispiel erfordert die Herstellung von Panzern Vorleistungen aus anderen Industriesektoren, die Metallteile, Elektronik, chemische Bestandteile usw. herstellen.

Zur Quantifizierung direkter und indirekter Effekte verwenden Ökonomen häufig das Instrument der Input-Output-Analyse (I-O). I-O-Daten ermöglichen es, die wirtschaftlichen Interdependenzen zwischen verschiedenen Sektoren zu analysieren und zu verstehen, wie sich höhere Verteidigungsausgaben in einer Volkswirtschaft auswirken, entweder über die inländische Produktion oder über Importe. Leider sind solche EU-Daten zu den Militärausgaben nicht verfügbar, weder auf gesamteuropäischer noch auf nationaler Ebene. Als groben Näherungswert haben wir daher I-O-Daten für die US-Wirtschaft verwendet und uns Vorleistungsgüter und -dienstleistungen angesehen, die für die US-Verteidigungsausgaben benötigt werden. Demnach spielen zwar direkte Effekte eine wichtige Rolle, aber höhere Militärausgaben wirken sich auch in anderen Sektoren aus. Etwa 20% der benötigten Vorleistungen stammen aus der Luft- und Raumfahrtindustrie, gefolgt vom Elektroniksektor mit rund 10% (siehe Grafik 2.7). Auch die Logistikbranche profitiert in Form von Transport und Lagerhaltung (5%), das Baugewerbe (4%) sowie die Chemie- und Kraftfahrzeugbranche (jeweils 3 %).

GRAFIK 2.7: VERWENDUNG VON VORLEISTUNGEN DURCH DIE US-REGIERUNG (VERTEIDIGUNG, IN %)*



Quelle: Bureau of Economic Analysis, The Investment Institute by UniCredit
 *in % der gesamten Vorleistungen für die Verteidigung; im Jahr 2017 (letzte verfügbare Daten)

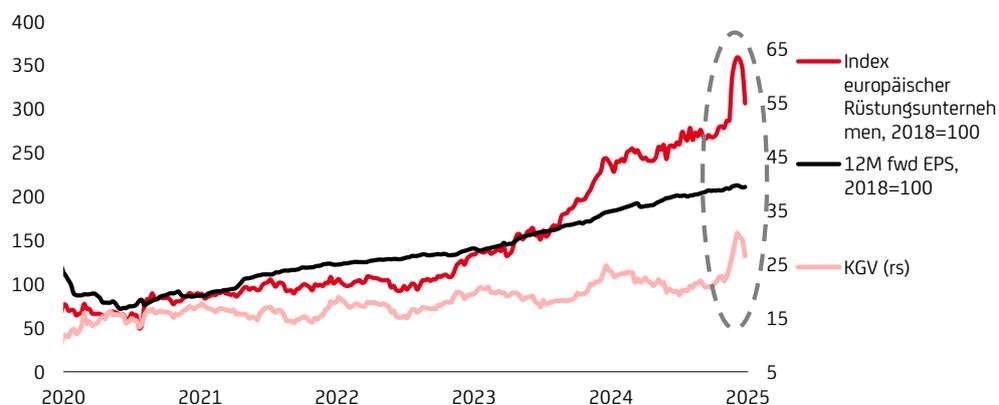
Im Falle der EU wären auch erhebliche Anstrengungen erforderlich, um kritische Infrastrukturen auszubauen und vor Sicherheitsbedrohungen und Sabotage militärischer, hybrider oder Cyber-Art zu schützen. Beispiele für physische Infrastruktur sind resiliente Energiequellen wie Strom und Kraftstoffe sowie zuverlässige Transportsysteme, die für den schnellen Einsatz von Streitkräften und Ausrüstung erforderlich sind. Die



Modernisierung und Erhöhung der Resilienz von Flughäfen, Häfen, Straßen und Schienen wird der Bauindustrie, aber auch dem verarbeitenden Gewerbe und den Mobilitätsdienstleistern zugutekommen.

Darüber hinaus erfordert der Schutz der nationalen Sicherheit der EU auch den Schutz ihrer Cyberressourcen. Die technologische Souveränität Europas ist fragil. Wesentliche digitale Technologien, wie Verarbeitung und Speicherung von Daten, künstliche Intelligenz, Software, Cloud-Dienste usw., werden bisher zu einem großen Teil außerhalb der EU und insbesondere aus den USA bezogen. Eine Verringerung dieser Abhängigkeit würde europäischen Softwareunternehmen, Rechenzentren und Telekommunikationsanbietern zugutekommen.

GRAFIK 2.8: INDEX DER EUROPÄISCHEN VERTEIDIGUNGSUNTERNEHMEN
GEWINNSCHÄTZUNGEN UND KGV



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (Beobachtungszeitraum: 11. April 2020-11. April 2025)
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.

Rüstungsunternehmen werden direkt von den höheren Verteidigungsausgaben in Europa profitieren. Dies spiegelt sich jedoch bereits weitgehend in den aktuellen Aktienkursen europäischer Rüstungsunternehmen wider, wie Grafik 2.8 zeigt. Der von uns erstellte Verteidigungsindex enthält die zwölf größten europäischen Rüstungsunternehmen (mit je 3 Unternehmen aus Deutschland, Frankreich, Großbritannien und je 1 Unternehmen aus Italien, Schweden und Norwegen). Die Grafik verdeutlicht nicht nur den starken Wertzuwachs von Unternehmen seit Beginn des Krieges zwischen Russland und der Ukraine, sondern auch den stetigen Anstieg der Unternehmensgewinne, der in diesem Zeitraum zu verzeichnen war, während die KGVs weitgehend auf ihrem langjährigen Durchschnitt von knapp unter 19 geblieben sind, was weitgehend dem durchschnittlichen KGV der US-Rüstungsunternehmen von 18 entspricht.

Seit Anfang dieses Jahres hat sich das Bild jedoch verändert, da der Bedarf an europäischen Verteidigungsanstrengungen stark gestiegen ist. Das KGV (basierend auf 12-Monats-Gewinn-schätzungen) der europäischen Rüstungsunternehmen stieg auf 30, während ihre US-Pendants derzeit einen Bewertungsabschlag von mehr als 35% aufweisen. Diese große Differenz dürfte das weitere Potenzial europäischer Rüstungsunternehmen an den Aktienmärkten begrenzen, zumal hohe Gewinnerwartungen nur durch einen langfristigen und investitionsintensiven Kapazitätsausbau erfüllt werden können. Vor diesem Hintergrund erscheinen gezielte Investitionen in den oben genannten Sektoren, die von indirekten Effekten erhöhter Verteidigungsausgaben profitieren, attraktiver.



Wirtschaftsprognosen

BIP, VERBRAUCHERPREISE UND HAUSHALTSSALDEN

| | Reales BIP (% Vgl. zum Vorjahr) | | | Verbraucherpreise (% Vgl. zum Vorjahr) | | | Haushaltssaldo (% BIP) | | |
|-----------------------|------------------------------------|------------|------------|---|------------|------------|---------------------------|-------------|-------------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Global | 3.2 | 2.7 | 2.9 | | | | | | |
| USA | 2.8 | 1.7 | 1.9 | 2.9 | 3.2 | 3.2 | -7.6 | -8.0 | -8.6 |
| Euroraum | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 2.4 | 2.1 | 1.9 | -3.7 | -3.4 | -3.2 |
| Deutschland | -0.2* | 0.1* | 1.3* | 2.2 | 1.7 | 1.7 | -2.8 | -2.2 | -3.0 |
| Frankreich | 1.1 | 0.6 | 1.1 | 2.0 | 0.9 | 1.4 | -5.8 | -5.6 | -4.5 |
| Italien | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.8 | 1.7 | -3.4 | -3.4 | -3.0 |
| Spanien | 3.2 | 2.4 | 1.8 | 2.9 | 2.5 | 2.0 | -3.2 | -3.0 | -2.5 |
| Großbritannien | 0.9 | 0.8 | 1.1 | 2.5 | 3.2 | 1.9 | -4.3 | -4.0 | -3.8 |
| China | 5.0 | 4.0 | 3.8 | 0.6 | 0.9 | 1.8 | -7.4 | -7.6 | -7.7 |
| Japan | 0.1 | 0.9 | 0.7 | 2.7 | 2.3 | 1.9 | -3.5 | -3.5 | -3.0 |
| Indien | 8.2 | 6.5 | 6.5 | 4.4 | 4.1 | 4.1 | -2.4 | -2.1 | -2.2 |

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

*Nicht-WDA-Zahlen. Bereinigt um Arbeitstage: -0,2 % (2024), 0,8 % (2025) und 1,0 % (2026)

ZENTRALBANKEN

| | Aktuell | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|-------------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Fed | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.25 | 4.25 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| ECB | 2.50 | 2.50 | 2.00 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 |
| BOE | 4.50 | 4.50 | 4.25 | 4.00 | 3.50 | 3.25 | 3.00 | 2.75 | 2.75 |
| BoJ | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Riksbank | 2.25 | 2.25 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| Norges Bank | 4.50 | 4.50 | 4.25 | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 |

Quelle: Fed, EZB, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf das jeweilige Quartalsende.



Entwicklung ausgewählter Finanzmarktindizes

| Von | 10.04.24 | 10.04.20 | 10.04.21 | 10.04.22 | 10.04.23 | 10.04.24 | 10.04.20 | 01.01.25 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| bis | 10.04.25 | 10.04.21 | 10.04.22 | 10.04.23 | 10.04.24 | 10.04.25 | 10.04.25 | 10.04.25 |
| AKTIENINDIZES (Gesamtrendite, in %) | | | | | | | | |
| MSCI World (in USD) | 4.4 | 50.6 | 6.0 | -5.4 | 23.3 | 4.4 | 94.1 | -6.1 |
| MSCI Emerging Markets (in USD) | -3.3 | 53.5 | -13.9 | -9.3 | 9.5 | -3.3 | 29.0 | -7.0 |
| MSCI US (in USD) | 7.1 | 53.4 | 9.3 | -7.6 | 28.1 | 7.1 | 111.0 | -7.1 |
| MSCI Europe (in EUR) | -4.1 | 33.8 | 9.6 | 3.5 | 13.0 | -4.1 | 65.3 | -6.5 |
| MSCI AC Asia Pacific (in USD) | -4.9 | 49.8 | -13.1 | -5.8 | 12.2 | -4.9 | 32.3 | -9.1 |
| STOXX Europe 600 (in EUR) | -4.2 | 35.2 | 8.5 | 2.7 | 13.3 | -4.2 | 64.5 | -6.7 |
| DAX 40 (Deutschland, in EUR) | 8.7 | 44.2 | -6.1 | 9.2 | 15.6 | 8.7 | 86.2 | -1.2 |
| MSCI Italy (in EUR) | 2.5 | 38.7 | 4.3 | 14.1 | 32.5 | 2.5 | 128.3 | -3.0 |
| ATX (Österreich, in EUR) | 6.3 | 49.6 | 5.0 | 3.1 | 16.5 | 6.3 | 103.1 | -0.1 |
| SMI (Schweiz, in CHF) | -2.4 | 22.6 | 15.1 | -7.8 | 5.2 | -2.4 | 33.4 | -5.0 |
| S&P 500 (USA, in USD) | 7.2 | 50.5 | 11.1 | -6.9 | 27.6 | 7.2 | 111.2 | -6.9 |
| Nikkei (Japan, in JPY) | -18.3 | 56.3 | -7.4 | 4.8 | 44.4 | -18.3 | 80.3 | -19.8 |
| CSI 300 (China, in Yuan) | 8.7 | 35.6 | -15.8 | -0.8 | -12.4 | 8.7 | 9.5 | -6.1 |
| RENTENINDIZES (Gesamtrendite, in %) | | | | | | | | |
| US-Staatsanleihen 10J (in USD) | 6.3 | -6.6 | -7.4 | -3.2 | -5.3 | 6.3 | -15.6 | 3.1 |
| US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD) | 5.9 | -4.5 | -6.1 | -2.3 | -2.5 | 5.9 | -9.4 | 2.3 |
| US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD) | 5.1 | 7.9 | -7.5 | -2.5 | 2.6 | 5.1 | 5.3 | 0.2 |
| Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR) | 1.4 | -0.2 | -8.9 | -10.3 | 1.5 | 1.4 | -16.5 | -1.0 |
| EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR) | 2.5 | 2.7 | -8.2 | -9.4 | 3.3 | 2.5 | -10.1 | -0.7 |
| EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR) | 4.1 | 7.7 | -6.8 | -6.2 | 6.2 | 4.1 | 3.6 | -0.3 |
| ANLEIHERENDITEN (Veränderung in Basispunkten = 0.01 %-Punkte) | | | | | | | | |
| US-Staatsanleihen 10J (in USD) | -24 | 94 | 108 | 71 | 112 | -24 | 358 | -26 |
| US-Staatsanleihen (ICE BofA, in USD) | -61 | 42 | 171 | 110 | 99 | -61 | 360 | -29 |
| US-Unternehmensanleihen (ICE BofA A-BBB, in USD) | -19 | -112 | 170 | 131 | 44 | -19 | 212 | 11 |
| Bundesanleihen Deutschland 10J (in EUR) | 14 | 1 | 106 | 150 | 11 | 14 | 289 | 18 |
| EUR-Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR) | 9 | -27 | 106 | 161 | 0 | 9 | 259 | 20 |
| EUR-Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR) | -8 | -123 | 150 | 204 | -45 | -8 | 187 | 28 |
| RENDITEAUFSCHLAG AUF STAATSANLEIHEN (Credit spreads, Veränderung in Basispunkten) | | | | | | | | |
| US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Corporate Master) | 32 | -167 | 25 | 25 | -55 | 32 | -140 | 39 |
| US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US High Yield) | 127 | -472 | 36 | 113 | -153 | 127 | -359 | 145 |
| Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro Corporate AAA-A) | 17 | -92 | 34 | 32 | -44 | 17 | -54 | 21 |
| Euro-Unternehmensanleihen (ICE BofA Euro High Yield) | 77 | -357 | 97 | 90 | -125 | 77 | -229 | 118 |
| EURO-WECHSELKURSE (Veränderung in %) | | | | | | | | |
| US-Dollar (EUR-USD) | 1.7 | 9.4 | -8.5 | 0.5 | -0.4 | 1.7 | 1.6 | 6.3 |
| Britisches Pfund (EUR-GBP) | 1.1 | -1.0 | -3.4 | 5.0 | -2.5 | 1.1 | -1.3 | 4.2 |
| Schweizer Franken (EUR-SFR) | -5.4 | 4.3 | -7.9 | -2.7 | -0.6 | -5.4 | -12.1 | -1.4 |
| Japanischer Yen (EUR-JPY) | -3.2 | 10.2 | 4.0 | 6.4 | 13.5 | -3.2 | 34.9 | -2.1 |
| ROHSTOFFE (Veränderung in %) | | | | | | | | |
| Rohstoffindex (GSCI, in USD) | 29.8 | -3.3 | 9.9 | 2.1 | 15.7 | 29.8 | 65.5 | 15.7 |
| Industriemetalle (GSCI, in USD) | -8.6 | 59.8 | 35.4 | -24.5 | 2.6 | -8.6 | 54.5 | -6.0 |
| Gold (in USD pro Feinunze) | 31.9 | 3.6 | 10.6 | 2.4 | 16.4 | 31.9 | 82.9 | 17.1 |
| Rohöl (Brent, in USD pro Fass) | -26.4 | 98.7 | 62.2 | -17.1 | 4.5 | -26.4 | 107.7 | -11.8 |

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 10. April 2025)

Hinweis: 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 wider (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.





UniCredit Bank Austria AG

Private Banking



Adresse

Rothschildplatz 1
1020 Wien



Kontakt

Investment Strategy & Asset Management
Oliver Prinz
+43 (0)5 05 05-40109



Ausführliches Impressum unter

www.bankaustria.at/rechtliches-impressum.jsp

IDEA GENERATORS

Manuela D’Onofrio
Head of GIS

Fabio Petti
Deputy Head of GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Italy

Philip Gisdakis
CIO, Germany

Oliver Prinz
CIO, Austria

Marco Valli
Head of Macroeconomic Analysis

.....

Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

CHIEF EDITOR

Edoardo Campanella

MANAGING EDITORS

Tullia Bucco

Thomas Strobel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

PRODUCTION

Frank Blaser

Ingo Heiming

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf:

<https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Wichtige rechtliche Information – bitte lesen.

Dies ist eine Marketingmitteilung und keine Finanzanalyse. Diese Unterlage wurde nur zu Marketingzwecken erstellt und stellt keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Abschlussgebühr kommen.

Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben/Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist.

Die vorliegenden Informationen wurden von der UniCredit Bank Austria AG, Rothschildplatz 1, 1020 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Informationen, sowie von intern erstellten Daten erarbeitet. Diese Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt.

Über den grundsätzlichen Umgang der Bank Austria mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Zuwendungen informiert Sie unsere Broschüre [„Zusammenfassung der Leitlinien für den Umgang mit Interessenkonflikten und Offenlegung von Zuwendungen“](#). Ihre Beraterin bzw. Ihr Berater informiert Sie gerne im Detail.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden. „US-Persons“ darf das gegenständliche Produkt nicht vermittelt bzw. diese nicht darüber beraten werden. Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der UniCredit Bank Austria AG zulässig.

Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Beraterin bzw. Ihren Berater.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten.

Alle Rechte vorbehalten.

Alle Angaben vorbehaltlich Druck- und Satzfehler.

Impressum und Offenlegung nach §§ 24 und 25 Mediengesetz.

Impressum und Offenlegung gemäß §§ 24, 25 MedienG sind auf der Website der UniCredit Bank Austria AG unter <https://www.bankaustria.at/rechtliches-impressum.jsp> zu finden

Quellen zu Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 15. April 2025.