

The UniCredit Macro & Markets Weekly



Macro Research
Strategy Research

Nr. 359
29. April 2024

“ Vorsichtige Fed dürfte zu einem festen USD und rückläufigen Kursen bei USTs führen ”

Vergangene Woche zeigte die Vorabschätzung für das US-BIP für 1Q24 ein solides Wachstum von annualisierten 1,6%, während die PCE-Kerninflation stärker als erwartet auf annualisierte 3,7% anstieg. Der PMI Gesamtindex für die Eurozone vom April und der deutsche Ifo-Geschäftsklimaindex haben sich beide weiter verbessert, was unsere Erwartung einer moderaten Erholung der Wirtschaftstätigkeit in diesem Jahr unterstützt. EZB-Ratsmitglied Francois Villeroy de Galhau erklärte, die Unsicherheit beim Ölpreis werde die Zentralbank nicht davon abhalten, die Zinsen im Juni zu senken. An den Märkten für Staatsanleihen setzte sich der jüngste Abwärtstrend auf breiter Front fort, da die Erwartungen für eine Zinssenkung in den USA zurückgeschraubt wurden. Die Aktienmärkte waren nach den US-Daten volatil. Die Kreditspreads verengten sich, obwohl sich die Marktstimmung gegen Ende der Woche abschwächte. Am Devisenmarkt erholte sich der EUR-USD auf 1,07, während der USD-JPY über 156 stieg. Ein schwächerer USD unterstützte die CEE-Währungen, die EUR-CZK fiel auf 25,10.

- **Macro:** Am Mittwoch wird die Fed wahrscheinlich die Zinssätze unverändert lassen und ankündigen, dass sie das Tempo der quantitativen Straffung verlangsamen wird. Das BIP in der Eurozone ist in 1Q24 voraussichtlich leicht gestiegen (Dienstag). Die Gesamtinflation in der Eurozone hat sich im April vermutlich bei 2,4% stabilisiert, während die Kerninflation auf 2,6% zurückgegangen sein könnte (Dienstag). Die Zahl der Beschäftigten in den USA ist im April voraussichtlich um 230k gestiegen (Freitag).
- **FI:** Die EGBs dürften von widersprüchlichen Impulsen in Schach gehalten werden. Die unterstützende Rhetorik der EZB, die eindeutig auf eine erste Zinssenkung im Juni hindeutet, wird durch das Zurückdrängen der Zinssenkungserwartungen in den USA vollständig ausgeglichen.
- **FX:** Die geopolitischen Risiken haben teilweise nachgelassen, aber eine vorsichtige Fed dürfte für eine feste Tendenz beim USD sorgen, was die Erholungsversuche des EUR und des GBP bremst und zu neuen Tiefstständen beim JPY oberhalb von 156 führen könnte. Eine hawkische Verschiebung der CEE-Kurven mildert die Anfälligkeit der CEE-Währungen für die globale Risikoaversion, wobei die NBH und die CNB einen vorsichtigen Ton beibehalten dürften.
- **Credit:** Das Angebot an ESG-Anleihen von Banken blieb in 1Q24 hinter dem anderer Segmente zurück. Wir gehen davon aus, dass der Gegenwind für das Wachstum in nächster Zeit intakt bleibt und in 2H24 allmählich nachlässt, was im weiteren Verlauf des Jahres zu höheren Neuemissionen führen dürfte.

Märkte auf einen Blick

Equities	Current	Total return (%)					
	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
MSCI World (USD)	3,307	-2.9	3.4	21.8	21.4	5.0	-3.7
MSCI EM (USD)	1,029	-0.5	5.1	14.1	9.5	1.2	-1.2
S&P 500	5,048	-2.9	3.6	22.9	26.4	6.3	-3.9
Nasdaq Composite	15,612	-4.3	1.2	24.5	32.8	4.2	-4.7
Euro STOXX 50	4,974	-1.0	8.5	24.7	18.5	11.4	-1.4
DAX	18,059	-1.8	6.5	22.6	14.3	7.8	-2.3
MSCI Italy	88.0	-0.8	14.6	27.9	33.5	15.3	-1.0

Rates (government bonds)	Yield (%)	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
1-3Y US	4.99	-0.4	-0.2	2.1	2.2	-0.1	-0.4
7-10Y US	4.68	-3.1	-3.1	3.2	-5.4	-4.8	-3.4
1-3Y Germany	3.01	-0.1	-0.1	1.3	1.8	-0.4	-0.2
7-10Y Germany	2.60	-1.9	-2.2	2.6	0.5	-3.9	-2.4
1-3Y Italy	3.53	-0.2	-0.1	2.3	3.2	-0.1	-0.2
7-10Y Italy	3.97	-1.9	-0.4	8.3	6.6	-1.0	-1.9

Credit	OAS (bp)	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
iBoxx Non-Financials (EUR)	73	-0.8	-0.3	4.7	4.3	-1.1	-1.1
<i>iBoxx Non-Financials Sen (EUR)</i>	70	-0.8	-0.4	4.5	4.0	-1.2	-1.2
<i>iBoxx Non-Financials Sub (EUR)</i>	179	0.1	1.3	8.3	10.4	1.8	0.0
iBoxx Financials (EUR)	96	-0.5	0.3	5.3	6.6	0.0	-0.8
<i>iBoxx Financials Sen (EUR)</i>	86	-0.5	0.2	5.0	6.3	-0.1	-0.8
<i>iBoxx Financials Sub (EUR)</i>	157	-0.5	0.8	7.1	8.9	0.8	-0.7
iBoxx High Yield NFI (EUR)	270	0.0	0.5	7.5	10.5	1.0	-0.1
EM hard currency (USD)	260	-1.8	0.9	9.3	6.1	-0.5	-2.0

Commodities	Current	Price change (%)					
	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
Oil (Brent, USD bbl)	89.1	3.3	6.7	1.4	14.7	15.7	1.9
Gold (USD oz)	2,346.7	7.8	16.3	18.3	18.1	13.8	5.2
Bloomberg Commodity Index	103.3	4.7	4.6	-1.2	-0.1	4.8	3.9

Exchange rates	Current	Price change (%)					
	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
EUR-USD	1.07	-0.8	-1.0	2.0	-2.7	-2.7	-0.5
EUR-GBP	0.86	0.0	-0.3	1.4	3.3	1.1	-0.3
EUR-CHF	0.98	0.0	-4.2	-3.2	0.6	-5.1	-0.6
EUR-JPY	168.12	-2.4	-4.4	-5.8	-12.1	-7.4	-2.9
EUR-NOK	11.78	-1.1	-4.1	0.5	-0.3	-4.7	-0.7
EUR-SEK	11.67	-1.8	-2.8	1.0	-2.3	-4.6	-1.4
EUR TWI	97.20	1.0	3.0	2.1	0.2	0.4	0.0
EUR-PLN	4.32	-0.3	1.1	3.2	6.1	0.5	-0.7
EUR-HUF	392.87	0.7	-1.4	-2.6	-4.8	-2.4	0.2
EUR-CZK	25.15	0.6	-1.4	-2.0	-6.6	-1.8	0.3
EUR-RON	4.98	-0.1	0.0	-0.2	-0.7	-0.1	-0.2
EUR-TRY	35.03	-0.4	-6.2	-15.2	-38.8	-7.1	0.2
EUR-RUB	98.97	1.3	-1.4	-0.4	-8.4	1.3	1.2

Die Renditen sind in Landeswährung angegeben *Bloomberg Index
 Preise vom Freitag, 26. April 2024, um 11:00 Uhr MEZ

Quelle: S&P Global, Bloomberg, UniCredit Research

Wichtige Daten und wirtschaftliche Ereignisse in dieser Woche

	Current	Total return (%)					
Equities	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
MSCI World (USD)	3,307	-2.9	3.4	21.8	21.4	5.0	-3.7
MSCI EM (USD)	1,029	-0.5	5.1	14.1	9.5	1.2	-1.2
S&P 500	5,048	-2.9	3.6	22.9	26.4	6.3	-3.9
Nasdaq Composite	15,612	-4.3	1.2	24.5	32.8	4.2	-4.7
Euro STOXX 50	4,974	-1.0	8.5	24.7	18.5	11.4	-1.4
DAX	18,059	-1.8	6.5	22.6	14.3	7.8	-2.3
MSCI Italy	88.0	-0.8	14.6	27.9	33.5	15.3	-1.0

Rates (government bonds)	Yield (%)	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
1-3Y US	4.99	-0.4	-0.2	2.1	2.2	-0.1	-0.4
7-10Y US	4.68	-3.1	-3.1	3.2	-5.4	-4.8	-3.4
1-3Y Germany	3.01	-0.1	-0.1	1.3	1.8	-0.4	-0.2
7-10Y Germany	2.60	-1.9	-2.2	2.6	0.5	-3.9	-2.4
1-3Y Italy	3.53	-0.2	-0.1	2.3	3.2	-0.1	-0.2
7-10Y Italy	3.97	-1.9	-0.4	8.3	6.6	-1.0	-1.9

Credit	OAS (bp)	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
iBoxx Non-Financials (EUR)	73	-0.8	-0.3	4.7	4.3	-1.1	-1.1
<i>iBoxx Non-Financials Sen (EUR)</i>	70	-0.8	-0.4	4.5	4.0	-1.2	-1.2
<i>iBoxx Non-Financials Sub (EUR)</i>	179	0.1	1.3	8.3	10.4	1.8	0.0
iBoxx Financials (EUR)	96	-0.5	0.3	5.3	6.6	0.0	-0.8
<i>iBoxx Financials Sen (EUR)</i>	86	-0.5	0.2	5.0	6.3	-0.1	-0.8
<i>iBoxx Financials Sub (EUR)</i>	157	-0.5	0.8	7.1	8.9	0.8	-0.7
iBoxx High Yield NFI (EUR)	270	0.0	0.5	7.5	10.5	1.0	-0.1
EM hard currency (USD)	260	-1.8	0.9	9.3	6.1	-0.5	-2.0

	Current	Price change (%)					
Commodities	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
Oil (Brent, USD bbl)	89.1	3.3	6.7	1.4	14.7	15.7	1.9
Gold (USD oz)	2,346.7	7.8	16.3	18.3	18.1	13.8	5.2
Bloomberg Commodity Index	103.3	4.7	4.6	-1.2	-0.1	4.8	3.9

Exchange rates	Price	1M	3M	6M	12M	YTD	QTD
EUR-USD	1.07	-0.8	-1.0	2.0	-2.7	-2.7	-0.5
EUR-GBP	0.86	0.0	-0.3	1.4	3.3	1.1	-0.3
EUR-CHF	0.98	0.0	-4.2	-3.2	0.6	-5.1	-0.6
EUR-JPY	168.12	-2.4	-4.4	-5.8	-12.1	-7.4	-2.9
EUR-NOK	11.78	-1.1	-4.1	0.5	-0.3	-4.7	-0.7
EUR-SEK	11.67	-1.8	-2.8	1.0	-2.3	-4.6	-1.4
EUR TWI	97.20	1.0	3.0	2.1	0.2	0.4	0.0
EUR-PLN	4.32	-0.3	1.1	3.2	6.1	0.5	-0.7
EUR-HUF	392.87	0.7	-1.4	-2.6	-4.8	-2.4	0.2
EUR-CZK	25.15	0.6	-1.4	-2.0	-6.6	-1.8	0.3
EUR-RON	4.98	-0.1	0.0	-0.2	-0.7	-0.1	-0.2
EUR-TRY	35.03	-0.4	-6.2	-15.2	-38.8	-7.1	0.2
EUR-RUB	98.97	1.3	-1.4	-0.4	-8.4	1.3	1.2

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Macro overview

Fed-Vorschau: Die Fed dürfte länger abwarten

Daniel Vernazza, PhD,
Chief International Economist
(UniCredit Bank, London)
+44 207 826-7805
daniel.vernazza@unicredit.eu

- Die Fed wird die Zinssätze zum Abschluss ihrer zweitägigen Sitzung am 30. April und 1. Mai sehr wahrscheinlich unverändert lassen. Wir erwarten, dass sie ankündigen wird, das Tempo der quantitativen Straffung (QT) ab Juni zu verlangsamen.
- Der Vorsitzende Powell wird voraussichtlich bekräftigen, dass die Zentralbank keine Eile hat, die Zinsen zu senken. Wir erwarten in diesem Jahr Zinssenkungen in Höhe von insgesamt 75 Bp, beginnend im September.

Die Leitzinsen dürften unverändert bleiben

Wie allgemein erwartet, wird das FOMC am Ende seiner zweitägigen regulären Sitzung am 30. April und 1. Mai das Zielband für den Leitzins höchstwahrscheinlich bei 5,25-5,50% belassen. Die Finanzmärkte preisen die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung auf dieser Sitzung als vernachlässigbar gering ein.

Höhere Inflation, widerstandsfähige Aktivitäten

Die jüngsten Makrodaten haben der Fed nicht das "größere Vertrauen" gegeben, das sie braucht (dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung 2% bewegt), bevor sie die Zinsen senken kann. Die Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung sind ins Stocken geraten. Nach sieben Monaten mit niedrigen Inflationswerten von Juni bis Dezember 2023 ist die Inflation in den letzten drei Monaten höher als erwartet ausgefallen. Die VPI-Kerninflation stieg im März den dritten Monat in Folge um 0,4% im Vormonatsvergleich. Die PCE-Kerninflation (das von der Fed bevorzugte Maß für die Inflation) stieg in 1Q24 um annualisierte 3,7%, nachdem die Wachstumsrate in 4Q23 und 3Q23 auf 2,0% gesunken war. In der Zwischenzeit haben sich die Wirtschaftstätigkeit und die Beschäftigung stabilisiert. Das reale BIP wuchs in 1Q24 mit einer soliden Rate von annualisierten 1,6%, angetrieben von einem starken Wachstum des privaten Verbrauchs von 2,5%. Die Zahl der Beschäftigten stieg in 1Q24 im Durchschnitt um 276k, was eine Beschleunigung gegenüber dem Durchschnitt von 212k in 4Q23 bedeutet.

Die Aussagen der Fed-Vertreter...

Viele Fed-Vertreter, darunter auch die bisher eher dovishen FOMC-Mitglieder, haben angedeutet, dass es angesichts der Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft und der jüngsten positiven Überraschungen bei der Inflation keine Eile für eine Zinssenkung gibt. In einer Rede in Washington am 16. April sagte der Fed-Vorsitzende Powell: "Die jüngsten Daten haben uns eindeutig kein größeres Vertrauen gegeben und deuten stattdessen darauf hin, dass es wahrscheinlich länger als erwartet dauern wird, dieses Vertrauen zu erreichen".

Immer noch auf der Suche nach "größerem Vertrauen"

Auf dieser Sitzung wird es keine neue *Zusammenfassung der Wirtschaftsprojektionen (SEP)* geben, so dass den Anlegern nur die Erklärung nach der Sitzung und die Pressekonferenz als Anhaltspunkte für die Geldpolitik auf den kommenden Sitzungen zur Verfügung stehen werden. Wir gehen davon aus, dass sich die wirtschaftliche Einschätzung in der Erklärung nach der Sitzung kaum oder gar nicht ändern wird, da „die Wirtschaftstätigkeit weiterhin in einem soliden Tempo expandiert“ und „die Inflation im vergangenen Jahr nachgelassen hat, aber immer noch hoch ist“. Der Ausschuss wird in seinen Zinsempfehlungen voraussichtlich wiederholen, dass er "nicht davon ausgeht, dass es angemessen ist, das Zielband zu verringern, bis er größeres Vertrauen gewonnen hat, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung 2 Prozent bewegt". Der Vorsitzende Powell wird vermutlich gefragt werden, ob die *SEP vom März*, in dem drei Zinssenkungen in diesem Jahr prognostiziert wurden, weiterhin ein vernünftiger Richtwert ist. Wir erwarten, dass er darauf hinweisen wird, dass sich einige Punkte nach oben verschoben hätten, wenn die FOMC-Teilnehmer bei dieser Sitzung ihre Punkte aufgeschrieben hätten.

Eine Ankündigung zur Reduzierung des Tempos der quantitativen Straffung ist wahrscheinlich

Die Fed verringert derzeit den Umfang ihrer Bilanz, indem sie jeden Monat bis zu 60 Mrd. USD an Staatsanleihen und 35 Mrd. USD an hypothekarisch gesicherten Wertpapieren (MBS) fällig werden lässt. Der Fed-Vorsitzende Powell hat erklärt, dass die Zentralbank das Tempo der quantitativen Straffung wahrscheinlich "ziemlich bald" verlangsamen wird. Wir erwarten auf dieser Sitzung eine formelle Ankündigung, dass die monatliche Obergrenze für den Abbau von Staatsanleihen ab dem 1. Juni auf 30 Mrd. USD reduziert wird.

Die monatliche Obergrenze für MBS wird voraussichtlich unverändert bei 35 Mrd. USD bleiben (der tatsächliche Abbau von MBS lag bisher bei etwa 15-20 Mrd. USD pro Monat und damit deutlich unter der Obergrenze). Wir gehen davon aus, dass dieses reduzierte QT-Tempo mindestens bis zum Ende dieses Jahres andauern wird. Längerfristig strebt die Fed an, nur Staatsanleihen zu halten.

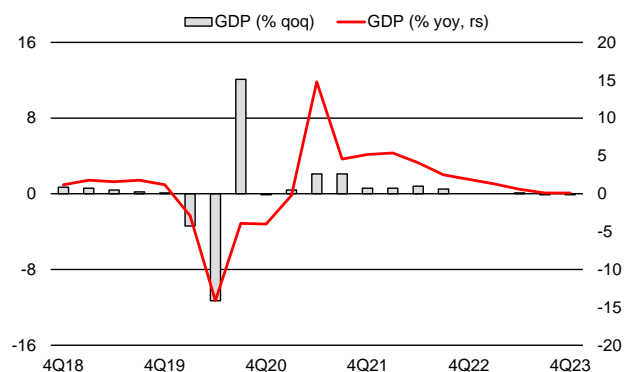
Wir rechnen mit Zinssenkungen von 75 Bp in diesem Jahr, beginnend im September

Letzte Woche haben wir unsere Erwartung für den Zeitpunkt der ersten Zinssenkung von Juni auf September verschoben. Wir gehen davon aus, dass die Zinssätze in diesem Jahr um insgesamt 75 Bp gesenkt werden. Dies ist im Vergleich zu den Markterwartungen sehr dovish, da wir mit einer Verlangsamung des BIP-Wachstums und einer erneuten Disinflation rechnen.

Wichtige Ereignisse und Datenveröffentlichungen der Woche

Eurozone

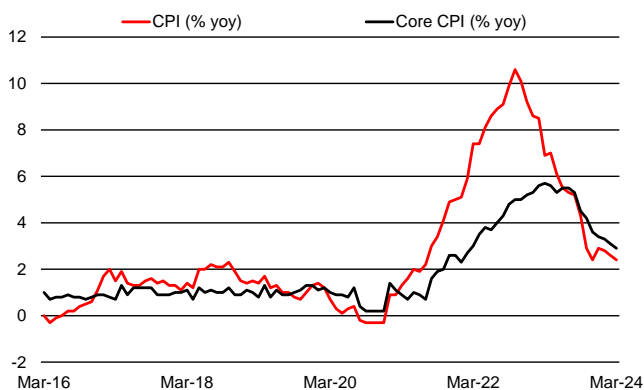
Expansion der wirtschaftlichen Aktivitäten dürfte wiederaufgenommen werden



Di, 30 Apr, 11:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
Reales BIP (% ggü. Vq.)	1Q	0.1	0.2	-0.1

- Wir prognostizieren für 1Q24 einen leichten Anstieg des BIP, nachdem es zwei Quartale in Folge leicht gesunken war.
- Hochfrequenzdaten deuten darauf hin, dass sich die Industrieproduktion im Großen und Ganzen stabilisiert hat, während die Bauproduktion angestiegen ist. Etwas enttäuschend ist, dass die Indikatoren für die Verbraucherausgaben - wie die Einzelhandelsumsätze und die Kfz-Zulassungen - schwach blieben.
- Sollte sich unsere Prognose für 1Q24 als richtig erweisen, würde das BIP seit anderthalb Jahren im Grunde stagnieren. Unternehmensumfragen deuten auf eine langsame Verbesserung hin, die mit einer schwachen Erholung der Wirtschaftstätigkeit einhergeht.

Die Gesamtinflation hat sich voraussichtlich stabilisiert



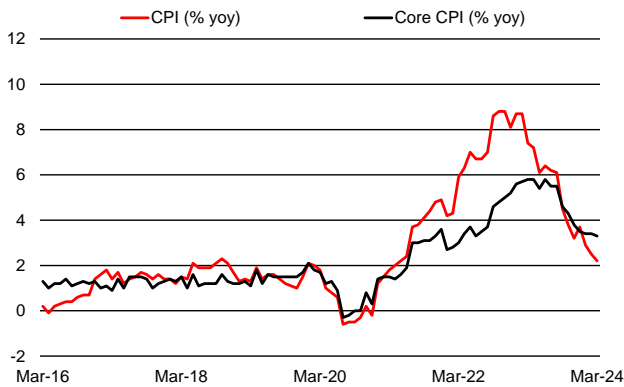
Di, 30 Apr, 11:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
VPI, (% ggü. Vj.)	Apr.	2.4	2.4	2.4
Kern-VPI, (% ggü. Vj.)	Apr.	2.6	2.7	2.9

- Die Gesamtinflation dürfte im April bei 2,4% ggü. Vj. geblieben sein, wobei der Abwärtsdruck auf die Kerninflation durch eine Beschleunigung der Energiepreise ausgeglichen worden sein dürfte.
- Das Auslaufen des Effekts vom frühen Osterfest könnte zu einer Verlangsamung der Dienstleistungsinflation geführt haben, während wir erwarten, dass die Bekleidungspreise einen Teil der im März verzeichneten ungewöhnlichen Schwäche wieder wettgemacht haben.
- Nach einem einjährigen Rückgang von einem Höchststand von 17,5% im Jahresvergleich auf 2% hat sich die Lebensmittelinflation im Großen und Ganzen voraussichtlich stabilisiert.
- Die Gesamtinflation dürfte sich bis Mitte des Jahres im Bereich von 2,5% bewegen, bevor sie sich in 2H24 auf etwa 2% abschwächen könnte.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Deutschland

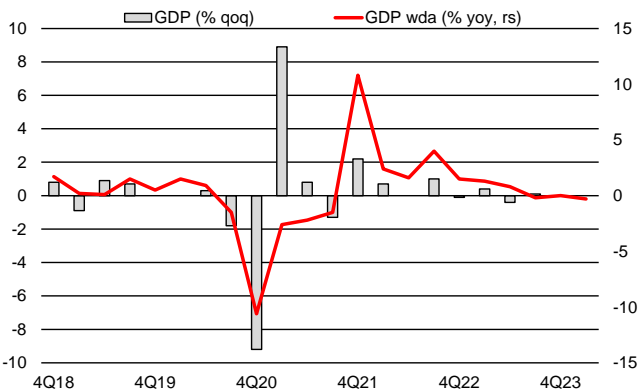
Inflation bleibt voraussichtlich unverändert



Mo, 29 Apr, 14:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
VPI (% ggü. Vj.)	Apr.	2.2	2.3	2.2

- Wir erwarten, dass die Gesamtinflation im April unverändert bei 2,2% im Jahresvergleich liegen wird, da die steigenden Kraftstoffpreise voraussichtlich einen Rückgang verhindert haben.
- Die Kernrate dürfte auf 2,8% ggü. Vj. zurückgehen, nach 3,2% im März. Ein Auslöser ist der im Vergleich zum letzten Jahr frühere Zeitpunkt der Osterferien, der einen Anstieg der Pauschalreisepreise im April verhindert haben dürfte.

BIP dürfte leicht steigen



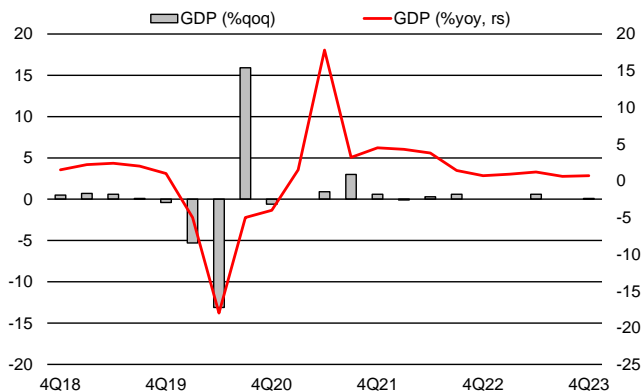
Di, 30 Apr, 10:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
Reales BIP (% ggü. Vq.)	1Q	0.1	0.1	-0.3

- Wir erwarten einen leichten Anstieg des BIP um 0,1% ggü. Vq. in 1Q24 nach einem Rückgang von 0,3% im Vorquartal (3Q23: unverändert). Die Prognoserisiken sind nach oben geneigt.
- Die moderate Erholung dürfte sowohl auf eine grundlegende Verbesserung als auch auf besondere Umstände zurückzuführen sein. Unserer Ansicht nach haben sich die Fundamentaldaten des verarbeitenden Gewerbes aufgrund des stärkeren Welthandels zu verbessern begonnen. Der starke Anstieg im Bausektor war dagegen auf das ungewöhnlich milde Winterwetter zurückzuführen.
- Die privaten Konsumausgaben blieben wahrscheinlich schwach, wie ein weiterer Rückgang der Einzelhandelsumsätze zeigt.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Frankreich

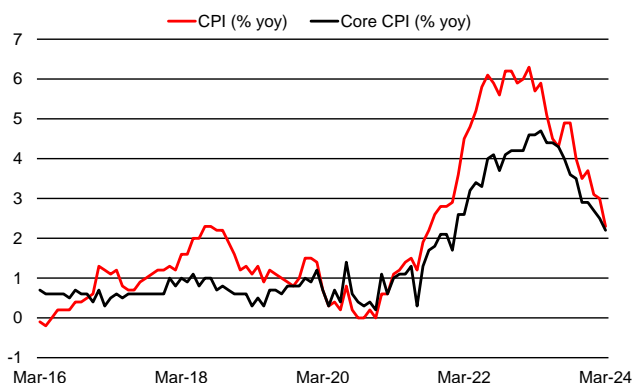
Das BIP-Wachstum hat sich voraussichtlich beschleunigt



Di, 30 Apr, 07:30 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt
Reales BIP (% ggü. Vq.)	1Q	0.2	0.1

- Das BIP dürfte in 1Q24 um 0,2% ggü. Vq. gewachsen sein, nachdem es Ende letzten Jahres um 0,1% ggü. Vq. gestiegen war.
- Wir erwarten, dass die marktbestimmten Dienstleistungen den größten Beitrag zum BIP-Wachstum geleistet haben. Der Beitrag des verarbeitenden Gewerbes war wahrscheinlich gleich null, während der des Baugewerbes leicht negativ blieb.
- Auf der Nachfrageseite dürfte sich die Inlandsnachfrage im Zuge einer moderaten Erholung des privaten Verbrauchs beschleunigt haben, während der Beitrag der Nettoexporte voraussichtlich gleich Null war.

Die Inflation hat sich voraussichtlich weiter abgeschwächt



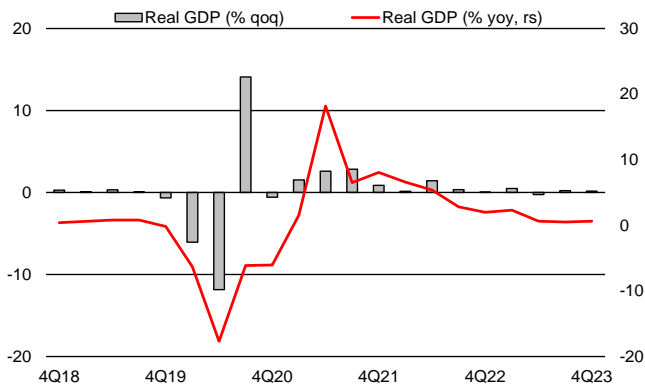
Di, 30 Apr, 08:45 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt
VPI (% ggü. Vj.)	Apr.	2.2	2.0

- Die Verbraucherinflation ist im April voraussichtlich um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2% zurückgegangen. Dies wäre der niedrigste Stand seit September 2021.
- Die nachlassende Preisinflation bei Lebensmitteln und im Hotel- und Gaststättengewerbe wird den Anstieg der Energiepreise vermutlich ausgleichen.
- Wir gehen davon aus, dass sich die Inflation in den kommenden Monaten wieder leicht beschleunigen wird, bevor sie gegen Jahresende unter 2,0% sinken könnte.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Italien

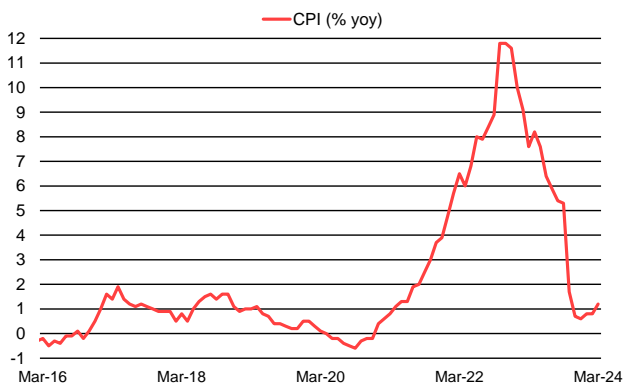
Schwaches BIP-Ergebnis im ersten Quartal



Di, 30 Apr, 10:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
Reales BIP (% ggü. Vq.)	1Q	0.1	0.4	0.2

- Wir erwarten, dass sich das BIP-Wachstum in 1Q24 abschwächen und um etwa 0,1% ggü. Vq. zulegen wird. Zum Ende des 4Q23 stieg das BIP um 0,2% ggü. Vq., vor allem dank einer starken Beschleunigung der Bautätigkeit.
- Das BIP-Wachstum in 1Q24 dürfte durch die anhaltende Expansion des Baugewerbes und die Erholung des Dienstleistungssektors gestützt worden sein, während die Industrie (ohne das Baugewerbe) eine Bremse darstellte.
- Auf der Nachfrageseite erwarten wir eine Erholung der Inlandsnachfrage dank der Verbesserung des privaten Verbrauchs, während wir eine Verlangsamung der Anlageinvestitionen prognostizieren. Die Nettoexporte dürften einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum geleistet haben, da die Importe voraussichtlich zurückgegangen sind.

Inflation dürfte wieder auf fast 1% sinken



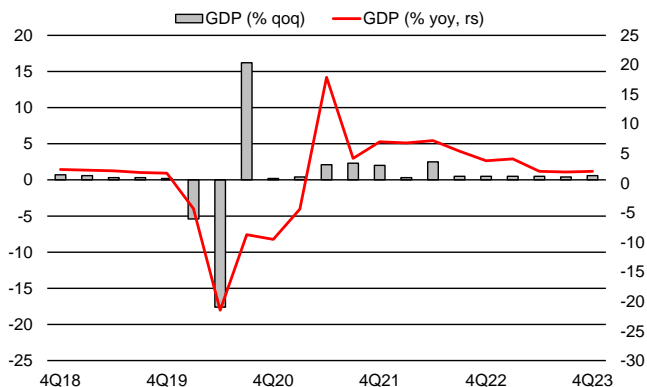
Di, 30 Apr, 11:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
VPI (% ggü. Vj.)	Apr.	1.0	1.1	1.2

- Wir erwarten, dass die VPI-Inflation im April von 1,2% auf 1,0% zurückgehen wird. Der Rückgang dürfte hauptsächlich auf einen Basiseffekt zurückzuführen sein, wobei die Möglichkeit eines leichten Anstiegs der Preise im Vormonatsvergleich besteht.
- Einerseits werden die Energiepreise wahrscheinlich auf monatlicher Basis sinken, da die Strompreise auf dem regulierten Markt erheblich gesunken sind. Dies dürfte den seit Oktober zu beobachtenden Rückgang der jährlichen Energiepreise abschwächen.
- Andererseits erwarten wir einen moderaten Anstieg der Transportpreise (auch aufgrund eines Anstiegs der Kraftstoffpreise und der Flugtarife) sowie der Dienstleistungspreise im Hotel-, Café- und Gaststättengewerbe, auch aufgrund der günstigen Lage der Feiertage in diesem Monat.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Spanien

BIP-Wachstum dürfte sich moderat abgeschwächt haben

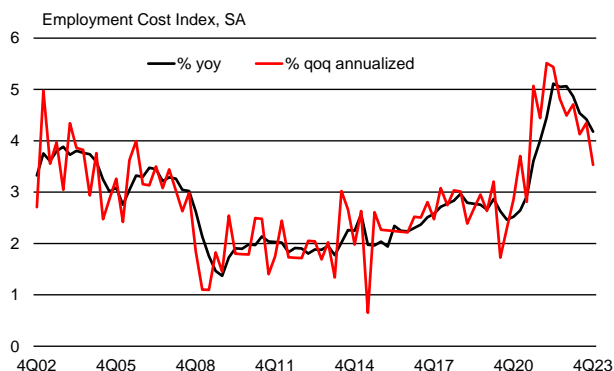


Di, 30 Apr, 09:00 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
Reales BIP (% ggü. Vq.)	1Q	0.3	0.5	0.6

- Das BIP dürfte in 1Q24 um 0,3% ggü. Vq. gewachsen sein, nach einem Anstieg um 0,6% ggü. Vq. in 4Q23.
- Die harten Daten waren uneinheitlich. Die Industrieproduktion hat sich im Januar-Februar stark beschleunigt, was auf einen gesunden Beitrag des Sektors zum BIP-Wachstum hindeutet. Auf der Verbraucherseite blieb der Durchschnitt der Einzelhandelsumsätze im gleichen Zeitraum gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert, was auf einen geringeren Beitrag der Warenausgaben zum Wachstum im Vergleich zum 4Q23 hindeutet.
- Die Nettoexporte dürften in geringem Maße zum BIP-Wachstum beigetragen haben.

USA

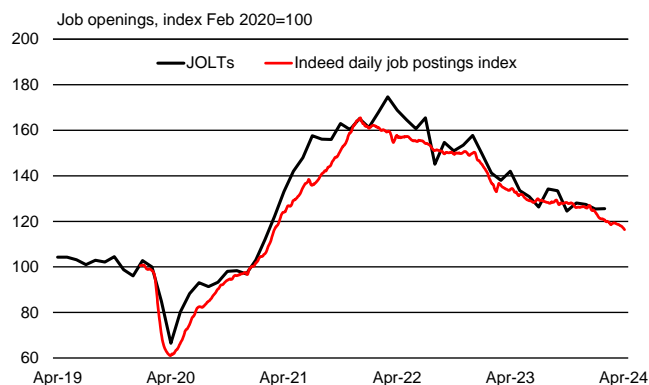
Beschäftigungskostenindex dürfte einen nachlassenden Lohndruck signalisieren



Di, 30 Apr, 14:30 CET	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
Beschäftigungskostenindex (% ggü. Vq.)	1Q	0.9	1.0	0.9

- Wir erwarten, dass der Beschäftigungskostenindex (ECI) in 1Q24 auf nicht annualisierter Basis um 0,9% ggü. Vq. gestiegen ist, wobei Aufwärtsrisiken bestehen. Dies entspräche einer annualisierten Rate von 3,6% und liegt damit knapp über der Spanne von 3-3,5%, die nach Ansicht der meisten Fed-Vertreter mit der Erreichung des Inflationsziels von 2% auf lange Sicht vereinbar ist.
- Der ECI ist das von der Fed bevorzugte Maß für den Lohndruck und wird um Beschäftigungsverschiebungen zwischen Berufen und Branchen bereinigt. Der Atlanta Fed Wage Growth Tracker, der das Lohnwachstum für die gleiche Gruppe von Personen misst, hat sich in 1Q24 abgeschwächt, liegt aber immer noch über seinem Durchschnitt vor der Pandemie.

Anzahl der offenen Stellen gemäß dem JOLTS-Bericht dürfte weiter graduell gesunken sein



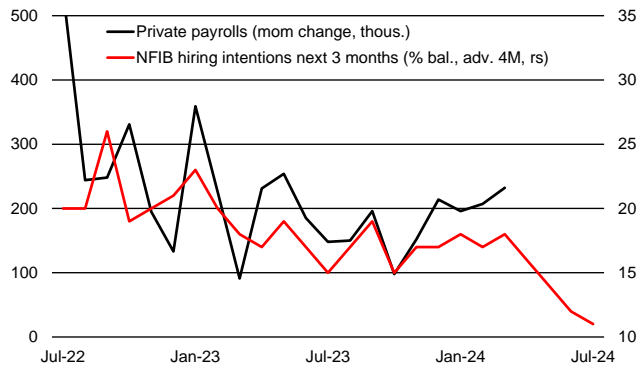
Mi, 01. Mai, 16:00 MEZ	UniCredit	Konsens	Zuletzt	
JOLTS Offene Stellen (Tausende)	März	8550	8725	8756

- Wir gehen davon aus, dass die Zahl der offenen Stellen gemäß dem JOLTS-Bericht im März auf 8550k gefallen ist, verglichen mit 8756k im Februar. Ein solcher Rückgang würde mit dem von Indeed erstellten Index der täglichen Stellenausschreibungen übereinstimmen (siehe Grafik).
- Das Verhältnis von JOLTS-Stellenangeboten zur Zahl der Arbeitslosen (ein vielbeachtetes Maß für die Anspannung des Arbeitsmarktes) würde im März auf 1,33 sinken, gegenüber 1,36 im Vormonat. Es läge damit immer noch leicht über dem Wert von 1,2 vor der Pandemie, aber deutlich unter dem Höchststand von 2,0 im März 2022.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

USA (Fortsetzung)

Anstieg der neu geschaffenen Stellen hat sich vermutlich abgeschwächt



Fr, 03. Mai, 14:30 MEZ	UniCredit	Konsens	Zuletzt
Anzahl der neu geschaffenen Stellen außerhalb der Landwirtschaft (Veränd. '000 ggü. Vm.)	Apr. 230	250	303
Arbeitslosenquote (%)	Apr. 3.9	3.8	3.8
Durchschnittliche Stundenlöhne (% ggü. Vm.)	Apr. 0.3	0.3	0.3

- Die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft dürfte im April um 230k gestiegen sein, weniger als der Durchschnitt von 276k in 1Q24. Die NFIB-Umfrage unter Kleinunternehmen deutet auf eine Verlangsamung der Neueinstellungen im Privatsektor hin.
- Wir erwarten, dass die Arbeitslosenquote von 3,8% auf 3,9% angestiegen ist. Die Anspannung auf dem Arbeitsmarkt lässt weiter nach, was teilweise auf ein verbessertes Arbeitskräfteangebot zurückzuführen ist.
- Die durchschnittlichen Stundenlöhne dürften um weitere 0,3% ggü. Vm. gestiegen sein, so dass die Jahresrate von 4,1% leicht auf 4,0% zurückging.

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Tullia Bucco, Economist (UniCredit Bank, Milan)
Dr. Loredana Federico, Chief Italian Economist (UniCredit Bank, Milan)
Dr. Andreas Rees, Chief German Economist (UniCredit Bank, Frankfurt)
Marco Valli, Head of Macro Research, Chief European Economist (UniCredit Bank, Milan)
Daniel Vernazza, PhD, Chief International Economist (UniCredit Bank, London)

FI Strategy

EGBs für mindestens eine weitere Woche wie gelähmt

Michael Rottmann,
Head of FI Strategy, FI Strategist
(UniCredit Bank, Munich)
+49 89 378-15121
michael.rottman1@unicredit.de

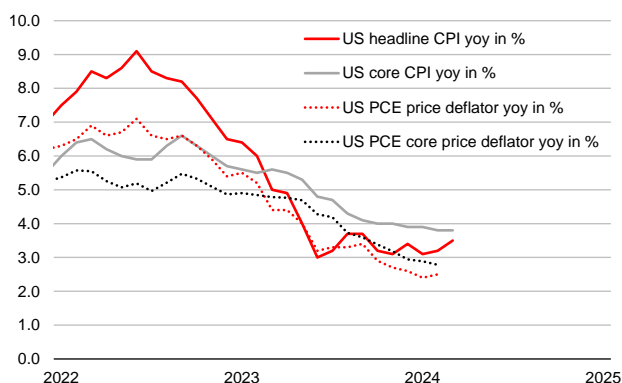
- Eine weniger dovische FOMC-Sitzung und solide Arbeitsmarktdaten dürften den jüngsten Abwärtstrend bei USTs nicht umkehren.
- EGBs werden von widersprüchlichen Impulsen gelähmt. Die unterstützende Rhetorik der EZB, die eindeutig auf eine erste Zinssenkung im Juni hindeutet, wird durch das Zurückdrängen der Zinssenkungserwartungen in den USA vollständig ausgeglichen.

Vor den wichtigen Datenveröffentlichungen in dieser Woche und der FOMC-Sitzung setzte sich die bearische Stimmung an den Anleihemärkten fort. Während sich die Stimmung der Unternehmen im Euroraum deutlich verbesserte, war es der starke Anstieg des Kernpreisdeflators in den USA, der zusätzlichen Druck auf die Staatsanleihen ausübte. Im Vergleich zur Vorwoche stieg die 10J-UST-Rendite um 6 Bp auf 4,68%, die 10J-Bund-Rendite um 11 Bp auf 2,61% und die 10J-BTP-Rendite um 4 Bp auf 3,97%.

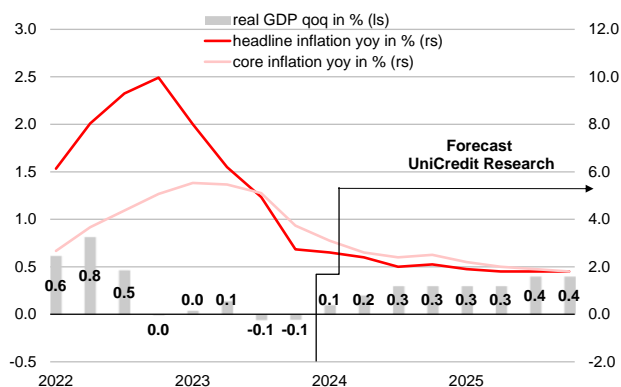
Eine Umkehr des jüngsten Abwärtstrends bei USTs ist unwahrscheinlich

In dieser Woche dürfte die Intraday-Volatilität angesichts der vielen verschiedenen Höhepunkte zunehmen. In den USA könnte der Fed-Vorsitzende Powell darauf hinweisen, dass die drei Zinssenkungen im Jahr 2024 gemäß dem letzten „Dot-Plot“ von der März-Sitzung überholt scheinen. Die Veröffentlichung des Arbeitskostenindex, der voraussichtlich leicht über dem oberen Ende der Komfortzone der Fed liegen wird, sowie die anhaltend soliden Arbeitsmarktdaten deuten nicht darauf hin, dass sich der kurzfristige Abwärtstrend bei USTs in dieser Woche umkehren wird (Grafik 1). Dies könnte sich im Laufe des Jahres ändern, wenn sich der Blick ausschließlich auf das Jahr 2025 richtet, für das wir ein unter dem Trend liegendes Wachstum und eine Inflation erwarten, die sogar unter dem 2%-Ziel liegt, aber derzeit scheint das Mantra der Märkte zu lauten: "Higher for longer".

GRAFIK 1: DIE INFLATION GEHT ZU LANGSAM ZURÜCK, UM DER FED EIN BERUHIGENDES GEFÜHL ZU GEBEN, UND DAS KÖNNT SICH ERST ENDE 2024 ÄNDERN



GRAFIK 2: DIE ZUKUNFT IST WEDER ZU HEIß NOCH ZU KALT - EIN GOLDILOCK-SZENARIO IN DER EUROZONE



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

EGBs bewegen sich seitwärts, getrieben von widersprüchlichen Impulsen

In der Eurozone wird die Veröffentlichung der Inflationsdaten die meiste Aufmerksamkeit auf sich ziehen. Unserer Prognose zufolge (siehe UniCredit Euro Inflation Update) wird der Disinflationstrend bei der Gesamtinflation in 2Q24 zum Stillstand kommen, sich aber bei der Kerninflation fortsetzen. Die Märkte könnten von der Verlangsamung der Disinflation leicht enttäuscht sein, doch dürfte dies die Aussichten für die Geldpolitik in der Eurozone nicht ernsthaft beeinträchtigen.

Im Gegensatz dazu dürfte die Veröffentlichung des BIP für 1Q24, die ebenfalls diese Woche ansteht, die Gründe für eine weniger restriktive Geldpolitik untermauern. Obwohl die in der vergangenen Woche veröffentlichten Daten zum Geschäftsklima auf eine Verbesserung hindeuten, gehen wir davon aus, dass die Erholung nur langsam voranschreiten wird. Unser gesamter makroökonomischer Ausblick sieht ein Goldilock-Szenario am Horizont (Grafik 2). Da sich sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation um das EZB-Ziel von 2% bewegen und das BIP-Wachstum über weite Strecken des Jahres 2025 mit dem Potenzialwachstum übereinstimmen dürfte, können sich die Leitzinsen allmählich wieder einem neutralen Niveau annähern, das unserer Einschätzung nach bei etwa 2% liegt (und unserer Prognose zufolge Anfang 2026 erreicht wird). Vorerst befinden sich die EGBs jedoch in einem widersprüchlichen Umfeld, in dem die unterstützende Rhetorik der EZB durch die Verschiebung der erwarteten US-Zinssenkungen ausgeglichen wird.

FX Strategy

Der USD dürfte angesichts einer immer noch vorsichtigen Fed fest bleiben

Roberto Mialich, FX Strategist –
Global (UniCredit Bank, Milan)
+392 88 62-0658
roberto.mialich@unicredit.eu

Eszter Gárgyán, CFA,
FX Strategist – CEE
(UniCredit Bank, Munich)
+49 89 378 20469
eszter.gargyan@unicredit.de

Die geopolitischen Spannungen haben etwas nachgelassen und der USD hat sich teilweise von seinen Höchstständen zurückgezogen

Ein vorsichtiges Ergebnis der FOMC-Sitzung in Bezug auf Zinssenkungen könnte den Euro und das Pfund Sterling wieder auf einen schwächeren Pfad bringen

Der USD-JPY hat 155 überschritten und könnte nun neue Mehrjahreshochs in Richtung 160 erreichen

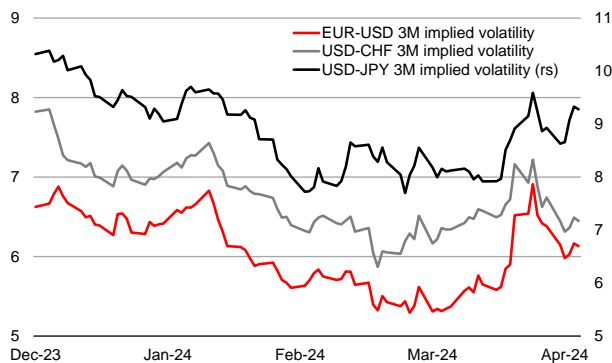
- Die geopolitischen Risiken haben sich teilweise abgeschwächt und verhalten den Hauptwährungen zu einer Verschnaufpause gegenüber dem USD. Ein vorsichtiges Ergebnis der FOMC-Sitzung spricht für einen weiter recht festen USD, was Erholungsversuche des EUR und des GBP verhindern dürfte und zu einer Abschwächung des JPY auf neue Tiefstände führen könnte.
- Eine Aufwärtsverschiebung der CEE-Kurven federte den größten Teil des Schocks im globalen Risikoumfeld ab und milderte den Druck auf die Währungen. Wir erwarten, dass die CNB in dieser Woche die Leitzinsen um 50 Bp senkt und eine Forward Guidance mit einer hawkishen Grundrichtung geben wird, was unsere Einschätzung einer stabilen CZK unterstützen würde.

Die geopolitischen Risiken haben sich etwas abgeschwächt, was den wichtigsten Devisenmärkten zu einer Verschnaufpause gegenüber dem USD verhalf. Auch die impliziten Volatilitäten aller drei wichtigen Safe-Haven-Einheiten sind von ihren anfänglichen Höchstständen zurückgegangen, wie Grafik 1 zeigt, in der wir die impliziten Volatilitäten von EUR-USD, USD-JPY und USD-CHF darstellen. Der US-Dollar-Index (DXY) ist auf 105,50 gesunken, nachdem er in der vorvergangenen Woche einen Höchststand von über 106,50 erreicht hatte. Die Markterwartungen bleiben jedoch vorsichtig, was den Spielraum für Zinssenkungen durch die Fed in diesem Jahr angeht. Die US-Terminsätze deuten jetzt auf eine Lockerung um weniger als 40 Bp für das gesamte Jahr hin. Dies bleibt unter unserer Prognose eines Rückgangs um 75 Bp, was dazu führen würde, dass der USD mittelfristig an Boden verliert.

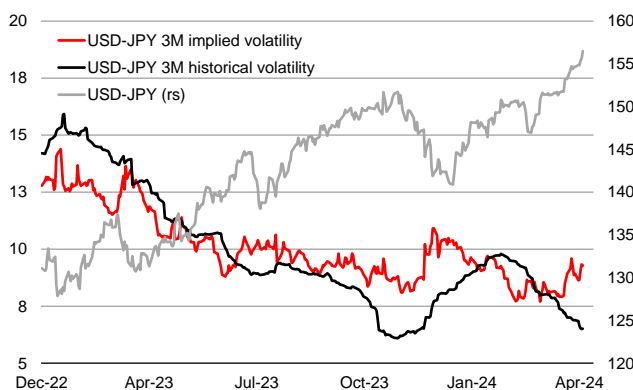
Auch auf der FOMC-Sitzung am 1. Mai dürfte sich eine vorsichtige Haltung der Fed in Bezug auf eine Lockerung abzeichnen. Der Vorsitzende Jerome Powell wird wahrscheinlich wiederholen, dass starke US-Daten und insbesondere die hohe Inflation eine Zinssenkung bis zum Ende des Jahres hinauszögern könnten. Dies würde den Euro und das Pfund Sterling wieder nach unten ziehen, nachdem der EUR-USD die Marke von 1,07 durchbrochen und GBP-USD die Marke von 1,25 getestet hat, da sowohl die US-BIP-Wachstumsdaten für 1Q24 als auch die US-Einkaufsmanagerindizes für April enttäuschten. Trotz dieser Erholungsversuche sind die Aussichten für diese beiden Währungen zumindest auf kurze Sicht alles andere als rosig. EZB-Rats-Mitglied Villeroy de Galhau erklärte, dass die EZB die Zinssätze nach Juni weiterhin in einem "pragmatischen Tempo" senken wird, und die Märkte gehen weiterhin von drei Zinssenkungen um 25 Bp in diesem Jahr aus (was auch unseren Erwartungen entspricht). BoE MPC-Mitglied Ramsden sagte, dass der Saldo der Inflationsrisiken nun nach unten tendiert und dass die britischen VPI-Daten für April wahrscheinlich eine Konvergenz mit der EU zeigen werden. Seine Äußerungen trieben GBP-USD Anfang vergangener Woche in Richtung 1,23.

Der USD-JPY durchbrach die 155er-Marke - die vermeintliche "Linie im Sand" für die japanischen Behörden - und kletterte sogar über die 156,50er-Marke, wobei die japanischen Behörden bisher nicht reagierten. Die implizite Volatilität für dieses Währungspaar stieg erneut an, während die historische Volatilität niedrig ist, was eine Reaktion der japanischen Entscheidungsträger weiter verzögern könnte (siehe Grafik 2).

GRAFIK 1: DIE GEOPOLITISCHEN RISIKEN SIND NICHT WEITER GESTIEGEN, ABER DIE IMPLIZITEN VOLATILITÄTEN HABEN WIEDER ZUGENOMMEN



GRAFIK 2: DIE IMPLIZITE USD-JPY-VOLATILITÄT STIEG, ALS 155 DURCHBROCHEN WURDE, WÄHREND DIE HISTORISCHE VOLATILITÄT NIEDRIG BLEIBT



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Dies könnte die Anleger dazu veranlassen, den USD-JPY auf neue Höchststände in Richtung 160,20 zu treiben, dem Höchststand, den er in 1Q90 erreicht hatte. Die BoJ ließ ihre Geldpolitik auf ihrer letzten Sitzung unverändert und gab keine konkreten Hinweise zu den JGB-Käufen. Gouverneur Ueda wiederholte, dass die BoJ die Zinssätze anheben werde, wenn die Preisentwicklung ansteige, fügte aber hinzu, dass die Geldpolitik nicht auf die Kontrolle der Währung abziele, auch wenn der Vorstand die Devisenmärkte und ihre Auswirkungen weiterhin genau beobachten werde.

EWU-BIP- und CPI-Zahlen könnten den EUR belasten, aber US-Arbeitsmarktdaten federn den Abwärtstrend voraussichtlich ab

Neben der FOMC-Sitzung steht in den kommenden Tagen eine Fülle von Wirtschaftsdaten auf der Tagesordnung: Die BIP-Zahlen für 1Q24 für die einzelnen Länder der Eurozone und auf aggregierter Ebene werden wahrscheinlich weiterhin schleppend ausfallen, während der EWU-VPI-Bericht für April voraussichtlich eine stabile Gesamtinflation und einen Rückgang der Kerninflation ausweisen wird. Nur falls der am Freitag zur Veröffentlichung anstehende Anstieg der im April neu geschaffenen Stellen deutlich niedriger als die allgemein erwarteten 230.000 ausfällt, würde dies dem EUR-USD helfen, sich um die Marke von 1,07 zu halten. In den USA werden die Umfrage des Conference Board zum Verbrauchervertrauen, der Beschäftigungskostenindex sowie die ISM-Indizes für das verarbeitende und das nicht-verarbeitende Gewerbe ebenfalls die Aufmerksamkeit der Märkte auf sich ziehen.

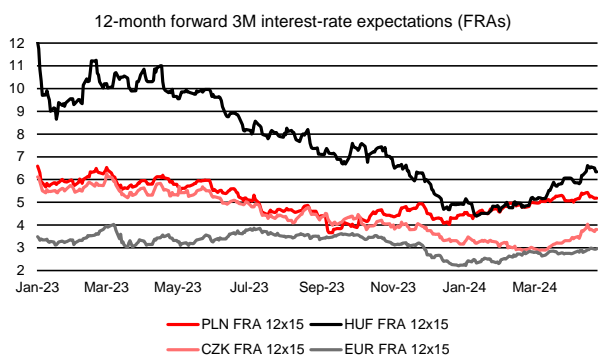
Weitere Zinssenkungen der NBH hängen in hohem Maße von der Entwicklung des HUF ab

Die sich annähernden Zinssenkungserwartungen haben die Auswirkungen des hawkishen Richtungswechsels der Fed auf die CEE-Währungen gedämpft. Die Geldmärkte haben die Zinssenkungserwartungen für die nächsten 12 Monate seit Anfang März in Ungarn um etwa 150 Bp und in Tschechien um 100 Bp zurückgeschraubt (Grafik 3). Unserer Meinung nach wird die NBH die Zentralbank in der CEE-Region sein, die am schnellsten auf Veränderungen im externen Risikoumfeld reagiert. Während die aktuellen HUF-Zinserwartungen mit unserer Einschätzung und den Prognosen der NBH übereinstimmen, lässt die NBH in ihrer Mitteilung die Option offen, das Tempo der Zinssenkungen auf 25 Bp zu verlangsamen oder vor Juni eine Pause einzulegen, und zwar in einem Risikoszenario, in dem die Märkte Zinssenkungen der Fed in diesem Jahr auspreisen. Da wir bis zum Jahresende einen Anstieg der Inflation auf 5,5 bis 6,0% erwarten und die NBH mitgeteilt hat, dass sie beabsichtigt, die Realsätze im positiven Bereich zu halten, mit einem gewissen Aufschlag gegenüber der CEE-Region, sehen wir Aufwärtsrisiken für den Terminzinssatz von 6,5%, der derzeit für Dezember 2024 eingepreist ist. Sollten sich die HUF-Zinsen nach oben bewegen, könnte dies den HUF vor externem Abwertungsdruck schützen.

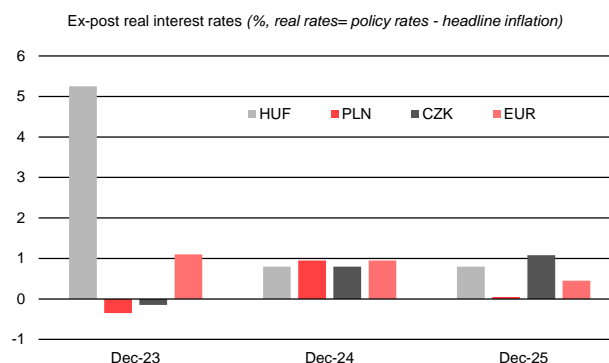
Die aktualisierten makroökonomischen Prognosen könnten dem Ausblick für die Leitzinsen der CNB eine hawkische Grundrichtung geben und die Stabilität der CZK unterstützen

Obwohl die Inflationsdynamik in Tschechien im Vergleich zu anderen CEE-Volkswirtschaften deutlich geringer ist, klangen die jüngsten Äußerungen der Mitglieder des CNB-Vorstands zunehmend vorsichtiger. Selbst der frühere dovische Abweichler Tomas Holub, der im Februar und März für Zinssenkungen um 75 Bp gestimmt hatte, signalisierte auf der Zinssitzung am 2. Mai seine Präferenz für eine Senkung um 50 Bp. Obwohl der Einfluss des Wechselkurses auf den Verbraucherpreisindex in Tschechien weniger relevant ist als in Ungarn, haben die Mitglieder des CNB-Vorstands erwähnt, dass sie sich auf die Wechselkursentwicklung konzentrieren und eine straffe Geldpolitik bevorzugen. Wir erwarten, dass die CNB in dieser Woche an einer weiteren Zinssenkung um 50 Bp festhalten wird, allerdings dürfte sich die Forward Guidance auf der Grundlage der aktualisierten Stabsprognosen und der Risikobewertung in eine hawkische Richtung bewegen, so dass die Tür für eine Verlangsamung des Zinssenkungsrhythmus möglicherweise schon im Juni offen bleibt. Dies stützt unsere Einschätzung eines stabilen EUR-CZK-Kurses in 2Q24 und einer gewissen Aufwertung der CZK, wenn die EZB ab Juni mit Zinssenkungen beginnt.

GRAFIK 3: DIE MÄRKTE HABEN DIE ZINSENKUNGSERWARTUNGEN IN UNGARN UND TSCHECHIEN DEUTLICH ZURÜCKGESCHRAUBT



GRAFIK 4: INFLATIONSAUSSICHTEN BEGRENZEN SPIELRAUM FÜR ZINSENKUNGEN, WENN DIE ZENTRALBANKEN POSITIVE REALSÄTZE ANSTREBEN



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

ESG Credit Strategy

Nach einer langsamen Entwicklung in 1Q24 dürfte sich das Angebot von ESG-Bankanleihen in 2H24 verbessern

Jonathan Schroer, CFA,
Credit Strategist - ESG
(UniCredit Bank, Munich)
+49 89 378-13212
jonathan.schroer@unicredit.de

- Im Gegensatz zum positiven Wachstum des Gesamtangebots an ESG-Anleihen in 1Q24 war das Angebot an vorrangigen ESG-Anleihen von Banken im Jahresvergleich rückläufig. Der Trend bei gedeckten Schuldverschreibungen ist jedoch positiver ausgefallen.
- Die derzeit hohen Zinssätze im Jahr 2024 und die geopolitische Unsicherheit belasten die Nachfrage nach neuen Projektfinanzierungen. Wir erwarten, dass sich diese Dynamik in 2H24 verbessern wird.

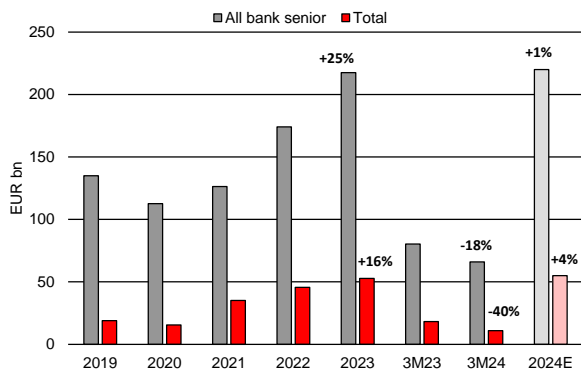
Obwohl die Emission von ESG-Anleihen in 1Q24 zunahm, blieb das Angebot an neuen vorrangigen Bankanleihen zurück

Die Emission von ESG-Anleihen ist insgesamt gut in das Jahr 2024 gestartet, wobei das Angebot an auf EUR lautenden Anleihen in 1Q24 um 4,2% gestiegen ist. Der Finanzsektor war jedoch eine der Ausnahmen von diesem Trend mit einem Rückgang der Emissionen von vorrangigen ESG-Bankanleihen um 40% in 1Q24 (Grafik 1). Ein Grund für diese Entwicklung ist der Rückgang der vorrangigen Bankanleihen insgesamt, die in 1Q24 um 18% ggü. Vj. gesunken sind. Das Ausmaß des Rückgangs bei den Emissionen von ESG-Bankanleihen ist jedoch eindeutig größer als der bei den Standardanleihen. So sank der Anteil der vorrangigen ESG-Bankanleihen von 24% im Jahr 2023 auf 17% in 1Q24. Unsere Prognose für neue Bankemissionen sieht für 2024 ein Bruttoangebot an vorrangigen Anleihen in Höhe von 220 Mrd. EUR vor (2023: 231 Mrd. EUR) und einen leichten Anstieg der ESG-Emissionen auf 55 Mrd. EUR gegenüber 53 Mrd. EUR im Jahr 2023. Obwohl wir davon ausgehen, dass das Angebot an neuen ESG-Anleihen in 2H24 zunehmen wird, müsste es sich deutlich beschleunigen, um den langsamen Start im Jahr 2024 auszugleichen.

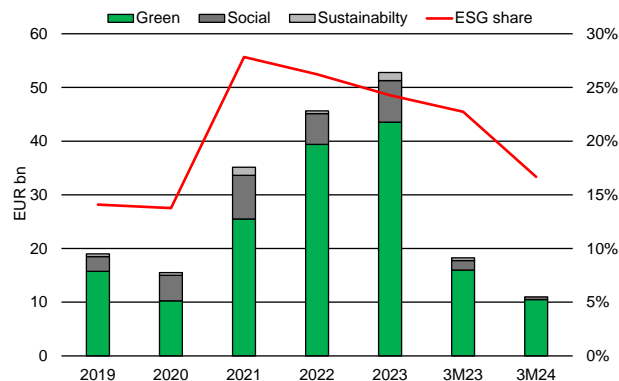
Die Emissionen von vorrangigen ESG-Bankanleihen wurden durch die geringere Finanzierung von grünen Immobilien und Projekten negativ beeinflusst

Ein Hauptgrund für den Rückgang der ESG-Bankemissionen ist die insgesamt geringere Emissionstätigkeit in den meisten Bankkategorien. Die Emission von vorrangigen Schuldtiteln der Banken ist geringer, da die Banken die Anforderungen erfüllen mussten, um bis Anfang 2024 über ausreichend bail-in-fähige vorrangige Schuldtitel (TLAC/MREL) zu verfügen, und anschließend nur noch fällig werdende vorrangige Schuldtitel refinanzieren müssen, da das Kreditwachstum weiterhin schwach ist. In einem kürzlich erschienenen Artikel in unserer [Publikation Macro & Markets](#) haben wir die Ursachen für die geringere Emission von gedeckten Schuldverschreibungen erörtert, zu denen auch die geringeren TLTRO-Fälligkeiten gehören. Wir sind der Meinung, dass der Rückgang der Emissionen von vorrangigen ESG-Bankanleihen eine größere Vorsicht bei der Finanzierung neuer grüner Projekte widerspiegelt und insbesondere durch die langsamere Finanzierung von Gewerbeimmobilien und Projekten belastet wurde. Wir erwarten, dass das Interesse an der Finanzierung neuer Investitionen in energieeffiziente Projekte weiterhin hoch ist, dass sich die Projekte jedoch angesichts der Erwartung niedrigerer Zinssätze in 2H24 verzögern. Obwohl wir einen Rückgang der Neuemissionen von gedeckten Schuldverschreibungen von 195 Mrd. EUR im Jahr 2023 auf 180 Mrd. EUR im Jahr 2024 und eine Stagnation der Emissionen von vorrangigen Anleihen von rund 220 Mrd. EUR prognostizieren, erwarten wir eine etwas bessere Entwicklung bei der Emission von ESG-Bankanleihen und prognostizieren einen leichten Anstieg des Volumens in beiden Segmenten im Jahr 2024. Diese Prognose impliziert einen Anstieg des Anteils von ESG-Anleihen am Gesamtangebot im Jahr 2024 im Vergleich zu 2023 und somit eine Beschleunigung des neuen ESG-Angebots im weiteren Verlauf dieses Jahres.

GRAFIK 1: TRENDS UND PROGNOSEN BEI DER EMISSION VORRANGIGER BANKANLEIHEN



GRAFIK 2: EMISSION VORRANGIGER ESG-ANLEIHEN VON BANKEN UND ANTEIL AM GESAMTANGEBOT



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

Gedekte ESG-Anleihen haben im Gegensatz zu vorrangigen Bankanleihen ein Wachstum beim Angebot gezeigt

Im Gegensatz zu vorrangigen Bankanleihen waren gedeckte ESG-Anleihen nicht demselben Druck ausgesetzt. Das Emissionsvolumen von gedeckten Anleihen stieg in 1Q24 um 13%, wobei der ESG-Anteil von 9% im Vorjahr auf 12% zunahm (Grafik 3). Da gedeckte Anleihen in der Regel weniger riskante Immobilienfinanzierungen unterstützen, bei denen der Beleihungsauslauf unter 60% liegt, scheint der Gegenwind in diesem Segment nicht so stark gewesen zu sein wie im Sektor der vorrangigen Bankanleihen. Wir gehen außerdem davon aus, dass dieses Segment weiter wachsen wird, wenn sich die Aussicht auf ein niedrigeres Zinsumfeld in den kommenden Monaten konkretisiert. Derzeit erwarten wir, dass sich der Markt für Wohnungsbaudarlehen in den kommenden Monaten auf niedrigem Niveau stabilisieren wird (Grafik 4), aber wir glauben, dass sich die Aktivitäten in 2H24 allmählich beleben werden.

Die Emission von sozialen und nachhaltigen Anleihen wurde ebenfalls negativ beeinflusst

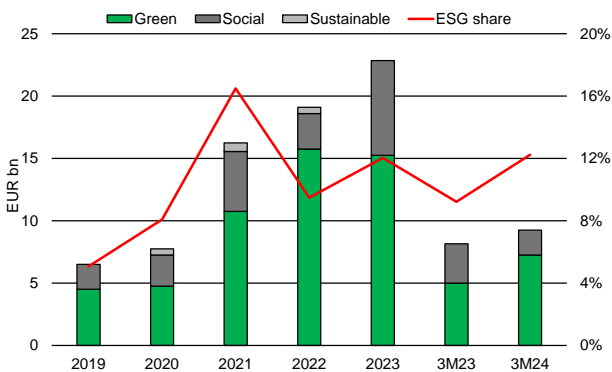
Obwohl grüne Anleihen die wichtigste Kategorie für die Emission von ESG-Bankanleihen sind, sind die Trends bei der Emission von Sozialanleihen für das Gesamtangebot ebenfalls relevant. Im Jahr 2023 waren 82% aller emittierten ESG-Bankanleihen grün, 15% sozial und 3% nachhaltig. Bei den gedeckten Schuldverschreibungen waren 67% grün und 33% sozial, und es wurden im Laufe des Jahres keine nachhaltigen Schuldverschreibungen begeben. Die Neuemissionen sozialer und nachhaltiger Anleihen (wobei letztere soziale und grüne Elemente mischen) sind sogar noch stärker zurückgegangen als die grünen Emissionen und beliefen sich bis zum 1Q24 auf nur 0,5 Mrd. EUR, verglichen mit 2,3 Mrd. EUR in 1Q23 für vorrangige ESG-Bankanleihen, und gingen bei ESG-Pfandbriefen von 3,2 Mrd. EUR auf 2 Mrd. EUR zurück. Wie bei Energieeffizienz-Projekten sind auch bei sozialen Projekten (z.B. Finanzierung von erschwinglichem Wohnraum, Verbesserung des Zugangs zu Gesundheitsversorgung und Bildung, KMU-Kredite zur Förderung der Schaffung von Arbeitsplätzen) die Hürden höher und es kommt zu Verzögerungen aufgrund des schwierigen makroökonomischen und geopolitischen Klimas.

Primärmarktdaten zeigen starke Nachfrage nach ESG-Bankanleihen

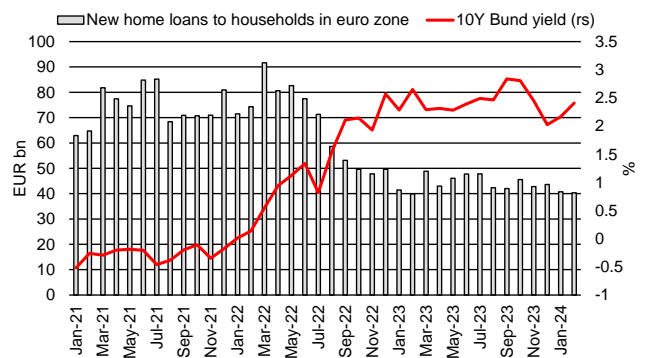
Die Nachfrage nach vorrangigen und gedeckten ESG-Bankanleihen scheint sogar noch stärker zu sein als die nach Standardanleihen. In 1Q24 lag die Überzeichnungquote für vorrangige ESG-Bankanleihen bei 4,5x gegenüber 2,9x für Standardanleihen. Der Neuemissionsaufschlag war mit 3,9 Bp für ESG-Anleihen und 3,4 Bp für Standardanleihen ähnlich. Bei gedeckten Anleihen zeigen die Daten zur Primärnachfrage eine Überzeichnung von 4,1x für ESG-Anleihen gegenüber 3,3x für Standardanleihen und einen Neuemissionsaufschlag von nur 1 Basispunkt für ESG-Anleihen gegenüber 5 Bp für Standardanleihen. Wir sind daher der Ansicht, dass die schwache Angebotsdynamik bei vorrangigen

ESG-Bankanleihen in 1Q24 ausschließlich auf die geringere Nachfrage nach neuen Finanzierungen von Unternehmen angesichts des nach wie vor schwierigen makroökonomischen Umfelds zurückzuführen ist und nicht auf die veränderte Unterstützung der Anleger für ESG-Anleihen als Anlageklasse. Eine Verbesserung des makroökonomischen Bildes im weiteren Verlauf des Jahres sollte daher zu einer allmählichen Verbesserung der Angebotsdynamik führen.

GRAFIK 3: EMISSION VON GEDECKTEN ESG-ANLEIHEN UND ANTEIL AM GESAMTANGEBOT



GRAFIK 4: NEUE WOHNUNGSBAUKREDITE DER BANKEN IM VERGLEICH ZUM TREND BEI 10J-BUNDS



Quelle: Unternehmensdaten, Bloomberg, UniCredit Research

UniCredit economic forecasts

	Real GDP (% yoy)			Consumer prices (% yoy)			Budget balance (% of GDP)			
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
Industrialized countries										
US	2.5	2.4	1.2	4.1	3.1	1.9	-8.2	-7.4	-7.4	
Euro Area	0.5	0.5	1.2	5.4	2.3	1.8	-3.6	-3.3	-2.9	
Germany	-0.3*	0.4*	1.3*	5.9	2.4	1.7	-2.1	-2.0	-2.0	
France	0.9	0.8	1.1	4.9	2.3	1.5	-5.5	-4.6	-3.9	
Italy	1.0	0.6	1.1	5.7	1.7	1.9	-7.2	-4.8	-4.1	
Spain	2.5	1.5	1.5	3.4	3.2	2.3	-3.6	-3.3	-3.0	
Austria	-0.8	0.3	1.5	7.8	3.6	2.3	-2.7	-2.5	-2.5	
Greece	2.0	1.3	1.7	3.5	2.0	1.6	-1.6	-1.3	-1.0	
Portugal	2.3	1.2	1.4	4.3	2.2	1.7	1.2	0.0	0.1	
UK	0.1	-0.1	0.8	7.3	2.3	1.9	-4.2	-4.5	-3.5	
Switzerland	0.8	1.2	1.6	2.1	1.1	0.6	-0.4	0.0	0.3	
Sweden	0.0	0.3	1.6	6.0	2.0	1.5	-0.1	-0.6	-0.2	
Norway **	1.1	0.6	1.0	5.5	3.5	2.0	15.1	14.4	13.1	
Japan	1.9	0.7	1.0	3.3	2.3	1.6	-5.2	-4.3	-3.5	
Developing countries										
Central & Eastern Europe										
Russia	3.6	2.8	1.3	7.4	5.0	4.0	-1.9	-2.6	-0.9	
Poland	0.2	3.5	3.5	6.2	4.8	4.2	-5.1	-5.3	-4.6	
Czechia	-0.2	1.5	2.5	6.9	3.1	2.3	-3.3	-2.8	-3.0	
Hungary	-0.9	2.0	3.2	5.5	5.7	3.2	-6.6	-5.7	-5.0	
Turkey	4.5	3.2	4.0	64.8	47.0	28.0	-6.4	-6.0	-4.6	
Emerging Asia										
China	5.2	4.5	4.3	0.2	1.4	1.6	-7.1	-6.9	-6.8	
Real GDP (% qoq sa)										
	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
US (non-annualized)	1.2	0.8	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Euro Area	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Germany	0.0	-0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
France	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Italy	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Spain	0.4	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Austria	-0.3	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
UK	-0.1	-0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Switzerland	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Sweden	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
Norway (mainland)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Russia (%yoy)	4.6	4.2	3.2	2.6	1.8	1.4	0.3	0.7	1.6	2.6
Poland (%yoy)	0.8	1.5	2.5	3.0	3.6	4.7	3.9	3.8	3.0	3.5
Czechia	-0.8	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Hungary (%yoy)	-0.4	0.0	0.7	3.5	1.7	1.9	2.8	3.7	3.6	2.7
Turkey (%yoy)	6.1	4.0	5.9	2.2	2.8	2.4	2.0	4.0	4.7	4.9
Consumer prices (% yoy)***										
	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
US	3.5	3.2	3.2	3.4	3.0	2.8	2.3	1.8	1.7	1.9
Core rate (ex food & energy)	4.4	4.0	3.8	3.5	3.4	3.1	2.5	2.2	2.1	2.2
Euro Area	5.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7	1.8
Core rate (ex food & energy)	5.1	3.7	3.1	2.5	2.4	2.5	2.1	2.0	1.9	1.9
Germany	5.6	3.6	2.5	2.2	2.2	2.7	2.4	1.7	1.4	1.2
France	4.7	3.7	2.8	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	1.5	1.4
Italy	5.6	1.0	1.0	1.5	1.8	2.2	2.2	2.1	1.7	1.7
Spain	2.6	3.3	3.4	3.5	2.6	3.5	2.8	2.5	1.8	2.0
Austria	6.8	5.4	4.3	3.9	3.3	2.8	2.6	2.3	2.2	2.2
UK	6.7	4.2	3.5	1.5	2.0	2.1	1.9	2.0	1.7	1.8
Switzerland	1.6	1.6	1.2	1.0	1.1	1.2	0.8	0.7	0.6	0.5
Sweden	5.0	3.3	2.7	2.0	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
Norway	4.5	4.5	4.4	3.8	3.3	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
Russia, eop	6.0	7.4	7.7	7.3	6.1	5.0	4.5	4.3	4.2	4.0
Poland, eop	8.2	6.2	2.0	3.1	4.7	4.8	4.9	4.0	4.3	4.2
Czechia, eop	6.9	6.9	2.0	2.2	2.5	3.1	2.3	2.5	2.2	2.3
Hungary, eop	12.2	5.5	3.6	4.8	4.2	5.7	5.2	4.5	3.5	3.2
Turkey, eop	61.5	64.8	68.5	73.4	50.3	47.0	39.5	34.9	30.2	28.0

*Non-wda figures. Adjusted for working days: -0.1% (2023), 0.4% (2024) and 1.4% (2025)

**Mainland economy figures. Overall GDP: 0.8% (2023), 0.7% (2024), 1.2% (2025)

****CEE CPI figures are end-of-period.

Source: UniCredit Research

UniCredit FI forecasts

INTEREST RATE AND YIELD FORECASTS (%)

	Current	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
EMU								
Refi rate	4.50	4.25	3.65	3.40	3.15	2.90	2.65	2.40
Depo rate	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25
3M Euribor	3.86	3.70	3.45	3.20	2.95	2.70	2.45	2.20
<i>Euribor future</i>		3.69	3.47	3.27	3.10	2.97	2.86	2.78
2Y Schatz	3.01	2.75	2.50	2.30	2.15	2.00	1.95	1.90
<i>fwd</i>		2.91	2.74	2.59	2.46	2.40	2.36	2.32
5Y Obl	2.62	2.40	2.35	2.20	2.10	2.05	2.00	2.00
10Y Bund	2.61	2.40	2.40	2.40	2.35	2.30	2.30	2.30
<i>fwd</i>		2.59	2.57	2.56	2.56	2.56	2.57	2.58
30Y Bund	2.74	2.60	2.70	2.70	2.75	2.75	2.75	2.75
2/10	-41	-35	-10	10	20	30	35	40
2/5/10	-38	-35	-20	-30	-30	-20	-25	-20
10/30	13	20	30	30	40	45	45	45
2Y EUR swap	3.39	3.10	2.85	2.65	2.50	2.35	2.30	2.25
5Y EUR swap	2.98	2.80	2.70	2.55	2.45	2.40	2.35	2.35
10Y EUR swap	2.90	2.70	2.70	2.70	2.65	2.60	2.60	2.60
10Y BTP	3.97	4.05	4.05	4.00	3.95	3.85	3.85	3.80
US								
Fed fund	5.50	5.50	5.25	4.75	4.25	4.00	3.75	3.50
3M OIS SOFR	5.32	5.35	4.95	4.45	4.15	3.90	3.65	3.35
<i>fwd</i>		5.31	5.24	5.15	4.90	4.57	4.56	4.54
2Y UST	4.99	4.85	4.65	4.40	4.10	3.80	3.60	3.40
<i>fwd</i>		4.90	4.79	4.72	4.66	4.62	4.58	4.54
5Y UST	4.70	4.60	4.50	4.40	4.20	4.05	3.90	3.80
10Y UST	4.68	4.60	4.50	4.40	4.30	4.20	4.10	4.00
<i>fwd</i>		4.68	4.66	4.66	4.67	4.67	4.68	4.69
30Y UST	4.79	4.70	4.65	4.55	4.50	4.40	4.35	4.30
2/10	-31	-25	-15	0	20	40	50	60
2/5/10	-27	-25	-15	0	0	10	10	20
10/30	11	10	15	15	20	20	25	30
2Y USD swap	4.92	4.80	4.60	4.35	4.05	3.75	3.55	3.35
10Y USD swap	4.34	4.40	4.30	4.20	4.10	4.00	3.90	3.80
UK								
Key rate	5.25	5.25	5.00	4.50	4.00	3.50	3.00	2.75
Spreads								
10Y UST-Bund	208	220	210	200	195	190	180	170
10Y BTP-Bund	136	165	165	160	160	155	155	150
10Y EUR swap-Bund	29	30	30	30	30	30	30	30
10Y USD swap-UST	-34	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20

Forecasts are end of period.

Source: Bloomberg, UniCredit Research

UniCredit FX forecasts

EUR	Current	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	3M	6M	12M
G10											
EUR-USD	1.07	1.07	1.08	1.09	1.10	1.11	1.11	1.12	1.07	1.08	1.10
EUR-CHF	0.98	0.98	0.99	1.00	1.00	1.01	1.01	1.02	0.98	0.99	1.00
EUR-GBP	0.86	0.86	0.86	0.86	0.87	0.89	0.90	0.92	0.86	0.86	0.88
EUR-JPY	168	164	163	162	162	161	160	160	164	163	162
EUR-NOK	11.79	11.60	11.55	11.50	11.45	11.45	11.40	11.40	11.58	11.53	11.45
EUR-SEK	11.68	11.60	11.55	11.55	11.50	11.45	11.45	11.40	11.58	11.55	11.48
EUR-AUD	1.64	1.65	1.64	1.63	1.62	1.61	1.59	1.60	1.65	1.64	1.62
EUR-NZD	1.80	1.78	1.77	1.76	1.75	1.73	1.71	1.72	1.78	1.77	1.74
EUR-CAD	1.47	1.47	1.47	1.47	1.47	1.48	1.47	1.46	1.47	1.47	1.47
EUR TWI	97.2	97.5	97.8	98.1	98.3	98.6	98.9	99.2	97.6	97.9	98.4
CEEMEA & CHINA											
EUR-PLN	4.32	4.27	4.30	4.40	4.42	4.47	4.48	4.50	4.28	4.33	4.44
EUR-HUF	393	395	393	402	411	411	415	420	394	396	411
EUR-CZK	25.15	25.20	25.10	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.17	25.07	25.00
EUR-TRY	35.03	39.06	39.96	43.60	46.75	49.40	49.95	53.20	39.36	41.17	47.63
EUR-RUB	99.23	101	104	107	111	114	118	121	102	105	112
EUR-CNY	7.78	7.73	7.78	7.83	7.87	7.88	7.83	7.84	7.75	7.80	7.87
USD											
G10											
EUR-USD	1.07	1.07	1.08	1.09	1.10	1.11	1.11	1.12	1.07	1.08	1.10
USD-CHF	0.91	0.92	0.92	0.92	0.91	0.91	0.91	0.91	0.92	0.92	0.91
GBP-USD	1.25	1.25	1.26	1.27	1.26	1.25	1.24	1.22	1.25	1.26	1.26
USD-JPY	157	153	151	149	147	145	144	143	152	150	146
USD-NOK	10.97	10.84	10.69	10.55	10.41	10.32	10.27	10.18	10.79	10.64	10.38
USD-SEK	10.87	10.84	10.69	10.60	10.45	10.32	10.32	10.18	10.79	10.66	10.41
AUD-USD	0.65	0.65	0.66	0.67	0.68	0.69	0.70	0.70	0.65	0.66	0.68
NZD-USD	0.60	0.60	0.61	0.62	0.63	0.64	0.65	0.65	0.60	0.61	0.63
USD-CAD	1.36	1.37	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.30	1.37	1.36	1.34
USTW\$	90.8	99.2	98.4	97.5	96.7	96.0	95.7	95.1	98.9	98.1	96.5
DXY	105.5	105.8	104.8	103.8	103.0	102.2	102.1	101.5	105.5	104.5	102.7
CEEMEA & CHINA											
USD-PLN	4.02	3.99	3.98	4.04	4.02	4.03	4.04	4.02	3.99	4.00	4.02
USD-HUF	366	369	364	369	374	370	374	375	367	366	373
USD-CZK	23.40	23.60	23.20	22.90	22.70	22.50	22.50	22.30	23.40	23.10	22.70
USD-TRY	32.58	36.50	37.00	40.00	42.50	44.50	45.00	47.50	36.67	38.00	43.17
USD-RUB	92.32	94.50	96.50	98.50	101.00	103.00	106.00	108.00	95.17	97.17	101.67
USD-CNY	7.25	7.22	7.20	7.18	7.15	7.10	7.05	7.00	7.21	7.19	7.13

Forecasts are end of period.

Source: Bloomberg, UniCredit Research

UniCredit risky assets forecasts

COMMODITY, EQUITY AND CREDIT FORECASTS

	Current	Mid-2024	End-2024
Oil			
Brent. USD/bbl.	89.1	85	83
Equities			
Euro STOXX 50	4974	4450	4700
STOXX Europe 600	505	470	500
DAX	18059	16300	17300
MSCI Italy	88.0	78	82
S&P 500	5048	4700	5000
Nasdaq 100	17431	16500	18000
Credit			
iBoxx Non-Financials Senior	73	80	70
iBoxx Banks Senior	86	95	90
iBoxx High Yield NFI	270	300	370

Source: Bloomberg, S&P Global, UniCredit Research

EQUITY SECTOR ALLOCATION WESTERN EUROPE

STOXX Europe 600 Sector	Portfolio weight over/underweight – (% points)	Portfolio position (%)	Strength of over/underweight in % of sector weight
Automobiles & Parts	-0.5	2.1	-19
Banks	0	10.0	0
Basic Resources	0.5	2.9	21
Chemicals	0.5	3.0	20
Construction & Materials	-0.5	3.6	-12
Consumer Products & Services	1	8.0	14
Energy	-1	3.9	-20
Financial Services	0	4.0	0
Food, Beverage & Tobacco	0	6.1	0
Health Care	0.5	16.6	3
Industrial Goods & Services	0	14.8	0
Insurance	1	6.7	18
Media	0	1.7	0
Personal Care, Drug & Grocery Stores	0.5	2.7	23
Real Estate	-0.5	0.9	-36
Retail	0.5	1.3	62
Technology	0	6.2	0
Telecommunications	-0.5	2.0	-20
Travel & Leisure	-0.5	0.7	-40
Utilities	-1	2.8	-26

Source: STOXX Ltd., UniCredit Research

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfangreiches Glossar zu vielen in dem Bericht verwendeten Fachbegriffen finden Sie auf unserer Website: <https://www.unicreditresearch.eu/glossary>

Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen beruhen auf Informationen, die öffentlich zugänglichen Informationsquellen entnommen sind oder auf ihnen basieren. Diese Informationsquellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Sofern nicht anders angegeben, handelt es sich bei allen Informationen, Schätzungen, Meinungen, Vorhersagen und Prognosen in diesem Bericht um die unabhängigen Einschätzungen der Analysten zum Publikationstermin. Wir behalten uns das Recht vor, unsere Einschätzungen jederzeit und ohne gesonderte Bekanntmachung zu ändern bzw. die in diesem Report enthaltenen Informationen nicht zu aktualisieren bzw. entsprechende Informationen überhaupt nicht mehr zu veröffentlichen. Dieser Report kann Links zu Webseiten Dritter enthalten, deren Inhalte nicht von der UniCredit Bank kontrolliert werden. Daher wird für derartige Inhalte keine Haftung übernommen.

Dieser Bericht wurde nur zu Informationszwecken erstellt und (i) ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren; (ii) ist weder als derartiges Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder als Bestandteil eines solchen Angebots noch als Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren zu verstehen und (iii) ist Werbematerial im Sinne des geltenden Prospektrechts. Die in diesem Report behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Darüber hinaus lassen die Kurs- oder Wertentwicklungen aus der Vergangenheit nicht ohne weiteres einen Schluss auf die zukünftigen Ergebnisse zu. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt.

Für die in diesem Report enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Haftung. Dieser Report ist kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Investoren müssen selbst auf Basis der hier dargestellten Chancen und Risiken, ihrer eigenen Anlagestrategie und ihrer finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Situation berücksichtigen, ob eine Anlage in die hier dargestellten Finanzinstrumente für sie sinnvoll ist. Da dieses Dokument keine unmittelbare Anlageempfehlung darstellt, sollten dieses Dokument oder Teile dieses Dokuments auch nicht als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden. Investoren werden aufgefordert, den Anlageberater ihrer Bank für eine individuelle Anlageberatung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren.

Weder die UniCredit Bank GmbH, UniCredit Bank GmbH London Branch, UniCredit Bank GmbH Milan Branch, UniCredit S.p.a. Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank GmbH New York Branch, noch einer ihrer Vorstands-, Aufsichtsrats- oder Verwaltungsratsmitglieder, Angestellten oder sonstige Personen übernehmen die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen.

Dieser Bericht wird per E-Mail und per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieses Reports treffen. Dieser Report darf nicht – ganz oder teilweise und gleich zu welchem Zweck – weiterverteilt, reproduziert oder veröffentlicht werden.

Dieser Report wurde am 29. April 2024 um 11:33 Uhr fertiggestellt und erstmalig weitergegeben.

Die Verantwortung für diese Publikation übernimmt:

Die UniCredit Group und ihre Tochtergesellschaften unterliegen der Regulierung durch die Europäische Zentralbank.

a) Die UniCredit Bank GmbH (UniCredit Bank, Munich oder Frankfurt), Arabellastraße 12, 81925 München, Deutschland (ebenfalls verantwortlich für die Verteilung nach §85 WpHG). Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108 53117 Bonn, Deutschland (Bankenaufsicht) und Marie-Curie-Str. 24-28 60439 Frankfurt a.M., Deutschland (Wertpapieraufsicht)

b) Die UniCredit Bank GmbH London Branch (UniCredit Bank, London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, Vereinigtes Königreich. Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108 53117 Bonn, Deutschland (Bankenaufsicht) und Marie-Curie-Str. 24-28 60439 Frankfurt a.M., Deutschland (Wertpapieraufsicht) sowie in begrenztem Umfang die Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN, Vereinigtes Königreich und Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, London, EC2R 6DA, Vereinigtes Königreich. Einzelheiten hinsichtlich unseres regulatorischen Status sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

c) Die UniCredit Bank GmbH Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), Piazza Gae Aulenti, 4 - Torre C, 20154 Mailand, Italien, zur Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen durch die Bank of Italy ordnungsgemäß ermächtigt. Aufsichtsbehörde: „Bank of Italy“, Via Nazionale 91, 00184 Rom, Italien und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108 53117 Bonn, Deutschland (Bankenaufsicht) und Marie-Curie-Str. 24-28 60439 Frankfurt a.M., Deutschland (Wertpapieraufsicht).

d) UniCredit S.p.a. Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), Rothschildplatz 1, 1020 Wien, Österreich. Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien, Österreich sowie in begrenztem Umfang die „BaFin“ – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108 53117 Bonn, Deutschland (Bankenaufsicht) und Marie-Curie-Str. 24-28 60439 Frankfurt a.M., Deutschland (Wertpapieraufsicht). Einzelheiten zum Umfang der diesbezüglichen Aufsicht der BaFin sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

e) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Rothschildplatz 1, 1020 Wien, Österreich. Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien, Österreich

f) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgarien. Aufsichtsbehörde: Financial Supervision Commission (FSC), 16 Budapeshta str., 1000 Sofia, Bulgarien

g) Zagrebačka banka d.d., Trg bana Josipa Jelačića 10, HR-10000 Zagreb, Kroatien. Aufsichtsbehörde: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb, Kroatien.

h) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Želetavská 1525/1, 140 92 Prag 4, Tschechische Republik. Aufsichtsbehörde: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Prag 1, Tschechische Republik

i) ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), Prechistsenskaya nab. 9, RF-119034 Moskau, Russland. Aufsichtsbehörde: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moskau 119991, Russland

j) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Slovakia Branch, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slowakei. Aufsichtsbehörde: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Prag 1, Tschechische Republik sowie in begrenztem Umfang die National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slowakei. Aufsichtsbehörde: National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slowakei

k) UniCredit Bank Romania, Bucharest 1F Expozitiei Boulevard, 012101 Bukarest 1, Rumänien. Aufsichtsbehörde: National Bank of Romania, 25 Lipsescani Street, 030031, 3rd District, Bukarest, Rumänien

l) UniCredit Bank GmbH New York Branch (UniCredit Bank, New York), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017. Aufsichtsbehörde: „BaFin“ – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108 53117 Bonn, Deutschland (Bankenaufsicht) und Marie-Curie-Str. 24-28 60439 Frankfurt a.M., Deutschland (Wertpapieraufsicht) und New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511

Weitere Details zu unserem regulatorischen Status erhalten Sie auf Anfrage.

Die Vergütung des Analysten steht weder in der Vergangenheit noch der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Ansichten, die in dieser Studie geäußert werden, in Zusammenhang.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

Alle Ansichten geben präzise die Sichtweisen des Analysten wider, die nicht von Überlegungen zu Geschäfts- oder Kundenbeziehungen der UniCredit Bank beeinflusst werden.

UniCredit Research*

Macro & Strategy Research



Marco Valli
Global Head of Research,
Chief European Economist
+39 02 8862-0537
marco.valli@unicredit.eu



Dr. Ingo Heimig
Head of Research Operations
& Regulatory Controls
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicredit.de

Head of Macro Research

Heads of Strategy Research



Marco Valli
Global Head of Research,
Chief European Economist
+39 02 8862-0537
marco.valli@unicredit.eu



Dr. Luca Cazzulani
Head of Strategy Research
FI Strategist
+39 02 8862-0640
luca.cazzulani@unicredit.eu



Elia Lattuga
Cross Asset Strategist
Deputy Head of Strategy Research
+39 02 8862-0851
elia.lattuga@unicredit.eu

European Economics Research

Dr. Andreas Rees
Chief German Economist
+49 69 2717-2074
andreas.rees@unicredit.de

Dr. Loredana Federico
Chief Italian Economist
+39 02 8862-0534
loredanamaria.federico@unicredit.eu

Stefan Bruckbauer
Chief Austrian Economist
+43 50505-41951
stefan.bruckbauer@unicreditgroup.at

Tullia Bucco
Economist
+39 02 8862-0532
tullia.bucco@unicredit.eu

Walter Pudschedl
Economist
+43 50505-41957
walter.pudschedl@unicreditgroup.at

Chiara Silvestre
Economist
chiara.silvestre@unicredit.eu

International Economics Research

Daniel Vernazza, Ph.D.
Chief International Economist
+44 207 826-1805
daniel.vernazza@unicredit.eu

Edoardo Campanella
International and Energy Economist
+39 02 8862-0522
edoardo.campanella@unicredit.eu

Roberto Mialich
FX Strategist - Global
+39 02 8862-0658
roberto.mialich@unicredit.eu

Eszter Gárgyán, CFA
FX Strategist - CEE
+49 89 378-20469
eszter.gargyan@unicredit.de

FI Strategy Research

Michael Rottmann
Head
FI Strategist
+49 89 378-15121
michael.rottman1@unicredit.de

Dr. Luca Cazzulani
Head of Strategy Research
FI Strategist
+39 02 8862-0640
luca.cazzulani@unicredit.eu

Francesco Maria Di Bella
FI Strategist
+39 02 8862-0850
francescomaria.dibella@unicredit.eu

Credit & Equity Sector Strategy Research

Christian Stocker, CEFA
Lead Equity Strategist
+49 89 378-18603
christian.stocker@unicredit.de

Dr. Stefan Kolek
Credit Strategist - Non-financials
+49 89 378-12495
stefan.kolek@unicredit.de

Dr. Michael Teig
Credit Strategist - Financials
+49 89 378-12429
michael.teig@unicredit.de

Jonathan Schroer, CFA
Credit Strategist - ESG
+49 89 378-13212
jonathan.schroer@unicredit.de

Cross Asset Strategy Research

Elia Lattuga
Cross Asset Strategist
Deputy Head of Strategy Research
+39 02 8862-0851
elia.lattuga@unicredit.eu

UniCredit Research, UniCredit Bank GmbH, Arabellastraße 12, D-81925 Munich, globalresearch@unicredit.de
Bloomberg: UCGR, Internet: www.unicreditresearch.eu

M/S 24/1

*UniCredit Research is the joint research department of UniCredit Bank GmbH (UniCredit Bank, Munich or Frankfurt), UniCredit Bank GmbH London Branch (UniCredit Bank, London), UniCredit Bank GmbH Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), UniCredit S.p.a. Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), UniCredit Bank Romania.