

## Cross Asset Research

# Cross Asset Special



Economics & FI/FX Research  
Credit Research  
Equity Research  
**Cross Asset Research**

5. Oktober 2016

## “ Was passiert wenn – Trump gewinnt? ”

### Der Markt preist das Event-Risiko nicht ausreichend ein

- Die Märkte haben das Event-Risiko eines Wahlsiegs von Donald Trump unseres Erachtens nicht ausreichend eingepreist. Obwohl Hillary Clinton dank eines Vorsprungs in den hart umkämpften, wahlentscheidenden Bundesstaaten (sogenannte „swing states“) als Favoritin für die Präsidentenwahl am 8. November gilt, bleibt Donald Trump in Schlagdistanz.
- Donald Trumps (wirtschafts)politische Agenda belastet, insgesamt gesehen, die US-Wachstumsperspektiven spürbar. Die konjunkturellen Bremswirkungen seiner Einwanderungs- und Handelspolitik übersteigen dabei die Impulse seiner geplanten Steuersenkungen bzw. Deregulierungsmaßnahmen bei Weitem. Es ist zwar ungewiss, welche Maßnahmen eines Präsidenten Trump der Kongress letztlich verabschieden würde, dennoch dürfte seine letztlich wachstumsfeindliche Agenda im Verbund mit der massiven Unsicherheit die Märkte erst einmal erschrecken.
- Deshalb rechnen wir damit, dass die Investoren bei einem Sieg Donald Trumps rasch ihre Risikofreude verlieren. Ein Ausverkauf von Aktien und einer Ausweitung der Credit Spreads wäre die unmittelbare Folge. Staatsanleihen hingegen dürften gefragt, ihre Renditen entsprechend rückläufig sein. Der US-Dollar, schließlich, sollte gegenüber Währungen mit niedrigen Zinsen nachgeben, gegenüber den meisten Schwellenländerwährungen hingegen zulegen können.

Autoren:  
Dr. Harm Bandholz, CFA, Chief US Economist (UniCredit Bank New York)  
Dr. Philip Gisdakis, Head of Credit & Cross Asset Strategy (UniCredit Bank)  
Dr. Vasileios Gkionakis, Global Head of FX Strategy (UniCredit Bank London)  
Dr. Tammo Greetfeld, Equity Strategist (UniCredit Bank)  
Michael Rottmann, Head of FI Strategy (UniCredit Bank)

Editor:  
Erik F. Nielsen, Global Head of CIB Research  
(UniCredit Bank London)

## Inhalt

### 3 Das politische Umfeld

- 3 Das Rennen um das Weiße Haus ist noch nicht entschieden
- 4 Donald Trumps Agenda
- 6 Unsicherheit, Unsicherheit, Unsicherheit

### 9 Wie die Märkte reagieren

- 9 Risikoaversion dürfte zunehmen
- 10 US-Aktien: Unter Druck, negative Auswirkungen auch für den Euroraum
- 13 Währungen: USD-JPY mit herben Verlusten, Schwellenländerwährungen gingen wohl auf Talfahrt
- 15 Fixed Income Märkte: Anfängliche Risikoaversion – danach wieder stärker datengetrieben (wenngleich anfällig)
- 19 Unternehmensanleihen: EZB-Käufe dürften Spreadausweitung begrenzen



## Das politische Umfeld

### Das Rennen um das Weiße Haus ist noch nicht entschieden

#### Schwere Zeiten

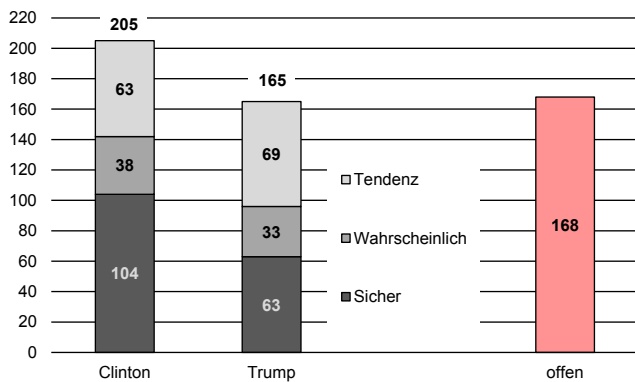
Am 8. November, wird in den USA gewählt. Hillary Clinton und Donald Trump wollen die Nachfolge Barack Obamas antreten und zum 45. Präsident der USA gewählt werden. In den meisten Meinungsumfragen hat die Demokratin die Nase vorn. Obwohl sie demnach derzeit mit 48,1% zu 44,3% in der Wählergunst („popular vote“) in Front liegt, dürfen wir nicht vergessen, dass der US-Präsident von Wahlmännern gewählt wird. Es ist also unabdingbar, ganze Bundesstaaten für sich zu gewinnen. Einige Bundesstaaten wählen immer den Kandidaten der einen oder der anderen Partei. New York und Kalifornien stimmen zum Beispiel stets für die Demokraten, die Südstaaten hingegen für die Republikaner. Die gesamte Wahlkampagne konzentriert sich daher auf die so genannten Swing States, die einmal demokratisch und einmal republikanisch wählen und damit letztlich den neuen Präsidenten bestimmen. Derzeit ist Hillary Clinton in den Wechselstaaten etwas besser positioniert als Donald Trump (siehe Grafiken 1 und 2).

#### Es geht nur um einige Swing States

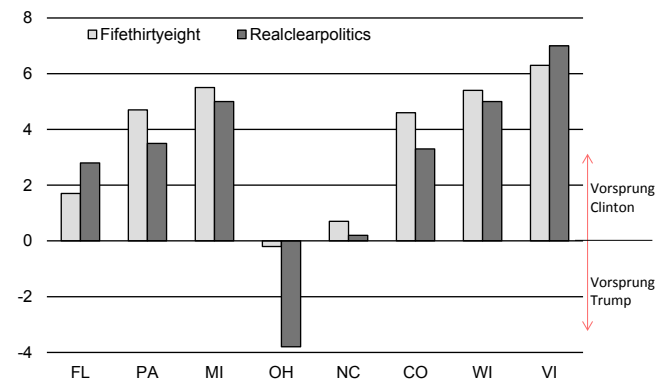
Sollten die Umfragen richtig sein, könnte Hillary Clinton 322 Wahlmännerstimmen bestimmen, das heißt mehr als die 270, die für einen Wahlsieg erforderlich sind. Aus diesem Grund beruht unser Basisszenario auf der Annahme, dass Hillary Clinton ins Weiße Haus einzieht. Sie würde Barack Obamas Politik fortsetzen und Anfang 2017 für einen relativ glatten Übergang sorgen. Die Finanzmärkte würden die Stabilität und die Gewissheit schätzen.

#### DIE SCHLACHT UM DAS WEISSE HAUS

**Grafik 1:** Wahlprognose (270 Stimmen sind für den Sieg nötig)



**Grafik 2:** Umfragen in den größten Swing States, erwartete Siegesmarge in Prozentpunkten



Quelle: Realclearpolitics.com, Fiftyeight.com, UniCredit Research

#### Donald Trump holt auf

Es gibt allerdings durchaus die Möglichkeit, dass Donald Trump es letzten Endes doch noch schafft. Obwohl er derzeit in den Umfragen hinterherhinkt, gelang es ihm in den letzten Wochen nicht zuletzt aufgrund des Gesundheitszustands seiner Rivalin deutlich aufzuholen. Die erste TV-Debatte hat Hillary Clinton zwar eindeutig für sich entschieden, doch könnten die nächsten Duelle die Karten neu mischen (siehe Tabelle 1).

**TABELLE 1: DIE FERNESEHDEBATTEN**

Erste Debatte der US-Präsidentschaftskandidaten	Montag, 26. September
Debatte der Vizepräsidenten	Dienstag, 4. Oktober
Zweite Debatte der US-Präsidentschaftskandidaten	Sonntag, 9. Oktober
Dritte Debatte der US-Präsidentschaftskandidaten	Mittwoch, 19. Oktober

Quelle: Election Central, UniCredit Research

**Donald Trumps Wahlsieg hat höhere Wettquoten als das Brexit-Votum**

Die jüngsten Wettquoten (PredictWise.com) implizieren allerdings nur eine Wahrscheinlichkeit von 24 Prozent, dass Trump Anfang November als Sieger hervorgeht. Die Quoten sind derzeit aber nicht nur höher als die 19 Prozent Mitte August, sondern liegen in etwa gleichauf mit der Brexit-Wahrscheinlichkeit in den Monaten vor dem Votum (25%-30%). Das FifeThirtyEight-Projekt von Nate Silver geht sogar von einer Wahrscheinlichkeit von 28 Prozent aus, dass Donald Trump die Wahl gewinnt. Es gibt also viele Gründe, warum die Auswirkungen eines möglichen Siegs des republikanischen Kandidaten auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte beleuchtet werden sollten

**Donald Trumps Agenda**

**Was Donald Trump (angeblich) anstrebt**

Sehen wir uns zunächst Donald Trumps politische Agenda an. Laut der [Homepage](#) des republikanischen Kandidaten fußt seine Kampagne auf acht Schwerpunkten.<sup>1</sup> Sie stehen hier in der Reihenfolge, in der sie auch auf der Website aufscheinen. Die erklärenden Bemerkungen wurden ebenfalls dem Internetauftritt entnommen.

- Reform der Kinderbetreuung (Unterstützung der Familien bei der Kinderbetreuung, sechs Wochen bezahlter Mutterschaftsurlaub)
- Wirtschaftsvision: Sieg im globalen Wettkampf
  - Steuerreform
  - Deregulierung
  - Handelsreform
  - Energiereform
- Für die Mauer zahlen (Mexiko zwingen, 5 bis 10 Mrd. USD für die Mauer an der Grenze zwischen zu Mexiko zu zahlen)
- Gesundheitsreform (Abschaffung von Obamacare und marktwirtschaftliche Reform des Gesundheitswesens zur Kostensenkung)
- Handelsreform USA-China (den Interessen der amerikanischen Arbeitskräfte dienen, nicht den Wall Street-Insidern, die Produktion und Investitionen ins Ausland verlagern wollen)
- Reform der Veteranenadministration (sicherstellen, dass Kriegsveteranen Zugang zur besten medizinischen Versorgung haben)
- Second Amendment-Rechte (das Recht der Amerikaner, Waffen zu tragen, darf nicht beschränkt werden)
- Reform der Einwanderungspolitik („amerikanische Arbeitskräfte haben Vorrang“)

**Einschätzung der Vorschläge**

Die wichtigsten Punkte für Wirtschaft und Finanzmärkte sind Donald Trumps Einstellungen zu Steuern, Einwanderung sowie Außenhandel. Der Kandidat stellt naturgemäß die Vorteile seiner Vorschläge heraus. So teilte er dem Economic Club of New York Mitte September mit, dass er in den kommenden zehn Jahren 25 Millionen Arbeitsplätze schaffen würde.

Externe Studien zeichnen allerdings ein deutlich negativeres Bild: Das „Peterson Institute“ ist z.B. der Ansicht, dass die geplanten Zölle auf Importe aus China (45%) bzw. Mexiko (35%) einen regelrechten Handelskrieg auslösen würden. Die dann unumgängliche Rezession würde bis zu 4,6 Millionen Arbeitsplätze kosten.<sup>2</sup> Und das American Action Forum hat berechnet, dass die Abschiebung aller illegalen Einwanderer die Produktion im Privatsektor, je nach Annahmen, um 382 bis 623 Mrd. USD verringern würde.

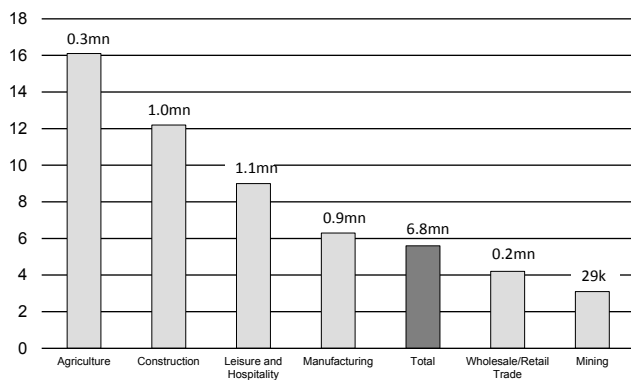
<sup>1</sup> Zuvor waren es sieben Schwerpunkte. Die Reform der Kinderbetreuung wurde erst kürzlich hinzugefügt, weil Donald Trump Frauen und unabhängige Wähler anziehen wollte.

<sup>2</sup> Noland, M., G. Hufbauer, S. Robinson und T. Moran (2016), Assessing Trade Agendas in the Presidential Campaign, *PIIE Briefing* 16-6.

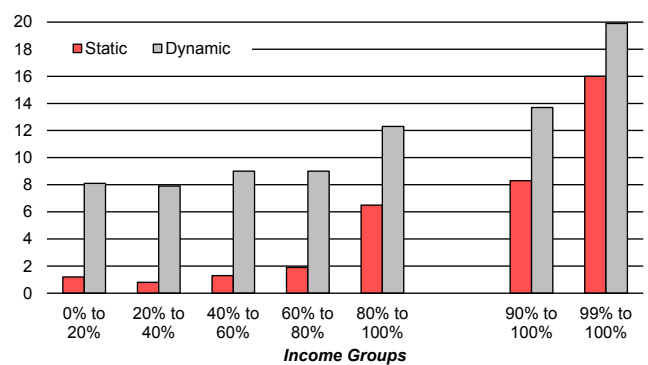
Die Branchen Landwirtschaft, Bau sowie Freizeit & Hotellerie würden am meisten darunter leiden (siehe Grafik 3).<sup>3</sup> Last but not least zeigt eine Analyse der Tax Foundation, dass Donald Trumps Steuerprogramm, wenn vollständig umgesetzt, die Einnahmen im nächsten Jahrzehnt auf statischer Basis um 4,4 bis 5,0 Bio. USD senken würde. Selbst unter Berücksichtigung eines möglichen Wachstumsimpulses durch niedrigere Steuern (vor allem Unternehmen; dynamische Variante), würden die Einnahmen immer noch um 2,6 bis 3,0 Bio. USD zurückgehen. Dabei würde das nach-Steuer Einkommen der vermögendsten Steuerzahlender am deutlichsten zunehmen (siehe Grafik 4).<sup>4</sup>

**AUSWIRKUNGEN DES EINWANDERUNGS- UND STEUERPROGRAMMS DONALD TRUMPS AUF DIE US-WIRTSCHAFT**

**Grafik 3:** Beschäftigung illegaler Einwanderer nach Wirtschaftszweigen, in % der Beschäftigung (Stand 2012)



**Grafik 4:** Entwicklung des Einkommens nach Steuern als Folge des Steuerprogramms von Donald Trump, in %



Quelle: American Action Forum, Tax Foundation. UniCredit Research

**Das Unvorhersehbare vorhersehen**

Die endgültigen Auswirkungen dieser Vorschläge auf das Wirtschaftswachstum sind sehr schwierig zu prognostizieren. Sollte Donald Trump auf seinen aktuellen Positionen bestehen und sollten alle seine Vorschläge auch vom Kongress verabschiedet werden (zwei Voraussetzungen also, die nicht gesichert sind), würde die Wirtschaft 2017 infolge des spürbaren fiskalpolitischen Stimulus anfangs wohl zusätzlich an Fahrt aufnehmen, dann jedoch in eine ausgeprägte Rezession abrutschen. Traditionellen Prognosemodellen zufolge könnte die Kombination aus höheren Zöllen, abnehmender Zuwanderung und steigenden Schulden die Wirtschaft in den kommenden fünf Jahren mehr als 1 Bio. USD kosten.<sup>5</sup> Anders ausgedrückt würde Trumps Programm das Wachstum der US-Wirtschaft pro Jahr um 1 bis 1¼ Prozentpunkte verringern.

**Protektionismus und Unsicherheit sind eine tödliche Kombination für das Wirtschaftswachstum**

In der Realität aber werden die Auswirkungen wohl nicht so gravierend sein, da Donald Trump vom Kongress kaum alles erhalten dürfte, was er fordert. Zudem könnte er selber von seinen Standpunkten abrücken, wie er es bereits getan hat. Vor allem das riesige Steuerpaket dürfte kaum Unterstützung finden, weil viele republikanische Abgeordnete das Haushaltsdefizit nicht steigen lassen wollen. Und den Demokraten gefällt sicher nicht, dass die Steuersenkungen vor allem den Reichen zugutekommen. Der Kongress dürfte auch kaum für höhere Zölle stimmen (allerdings verfügt der Präsident bei Fragen der Außenwirtschaft über eine gewisse Macht, siehe unten). Aber Donald Trump könnte ganz einfach die aktuellen Gesetze durchsetzen und in den kommenden Jahren viele Migranten ohne Papiere ausweisen.

<sup>3</sup> Gitis, B. and J. Varas (2016), The Labor and Output Declines from Removing all Undocumented Immigrants, American Action Forum, 5. Mai.

<sup>4</sup> Cole, A. (2016), Details and Analysis of the Donald Trump Tax Reform Plan, 19. September.

<sup>5</sup> Diese Zahlen beruhen auf Schätzungen von Oxford Economics, denen zufolge die Vorschläge Donalds Trumps das Bruttoinlandprodukt 2021 um 5 Prozent senken könnte. Moody's Analytics prognostizieren sogar einen Sturz um 6,5 Prozent.

Unterm Strich dürfte Donald Trump im Weißen Haus die Wachstumsperspektiven für 2017 nicht wesentlich verändern (da die positiven Effekte einer möglichen Steuersenkung die negativen Folgen der Unsicherheit bezüglich Protektionismus und Beschränkung der Einwanderung aufwiegen würden). Allerdings dürfte seine Politik die Abwärtsrisiken für 2018 und 2019 deutlich akzentuieren. Obwohl das genaue Ausmaß der Bremswirkungen auf die Wirtschaft schwer zu ermitteln ist, muss doch davon ausgegangen werden, dass seine Politikvorschläge die US-Wirtschaft letztlich isolieren und damit auch das ohnehin dürftige Potenzialwachstum weiter schmälern. Das Gespenst des Protektionismus und die wachsende Unsicherheit würden in den nächsten Wochen und Monaten die Debatten und wohl auch die Märkte beherrschen.

**TABELLE 2: DIE AGENDA DER KANDIDATEN**

	<b>Hillary Clinton</b>	<b>Donald Trump</b>
<b>Steuern</b>	Beibehaltung d. Einkommenssteuersätze (Spitzensteuersatz: 39,6%) 4% Steuerzuschlag auf Einkommen über 5 Mio. USD „Buffet Rule“: mindestens 30% auf Einkommen über 1 Mio. USD Beschränkung Abzugsmöglichkeiten, höhere Kapitalertragssteuern auf Vermögenswerte, die weniger als zwei Jahre gehalten wurden <u>Ergebnis:</u> Steuereinnahmen steigen in 10 Jahren um 500 Mrd. auf 1,25 Bio. USD. Belastet fast ausschließlich Höchstverdiener	Nur mehr drei & niedrigere Einkommenssteuersätze: 12%, 25%, 33% Senkung des Körperschaftssteuersatzes auf 15% Abschaffung der alternativen Minimalsteuer <u>Ergebnis:</u> Steuereinnahmen sinken um 4,4 Bio. auf 5,9 Bio. USD (um 2,6 Bio. auf 3,9 Bio. USD auf dynamischer Basis) –die Hälfte des zunächst von ihm vorgeschlagenen Umfangs. Kommt vor allem Höchstverdienern zugute.
<b>Ausgaben</b>	Mehrausgaben von 1,5 Bio. USD für Bildung, Infrastruktur, Gesundheitswesen und Kinderbetreuung	950 Mrd. USD mehr für Verteidigung und Kriegsveteranen Keine wesentlichen Kürzungen der verpflichtenden Sozialleistungen Per saldo 700-800 Mrd. USD Mindereinnahmen infolge wg. 25% Kürzung der diskretionären Ausgaben (ohne Verteidigung)
<b>Handel</b>	Schwerpunktverlagerung auf protektionistische Maßnahmen TPP-Handelsabkommen (mit Asien) neu aushandeln	Strafzölle auf Importe aus China (45%) und Mexiko (35%) NAFTA neu aushandeln oder Rückzug Rückzug aus TPP; TTIP höchst unwahrscheinlich
<b>Einwanderung</b>	Mögliche Einbürgerung der illegalen Einwanderer	Abschiebung aller illegalen Einwanderer (6,8 der insgesamt 11 Mio. illegalen Einwanderer sind beschäftigt)
<b>Mindestlohn</b>	Allmähliche Erhöhung von 7,25 auf 12 oder 15 USD pro Stunde	Kein Vorschlag

Quelle: Websites der Kandidaten, Committee for a Responsible Federal Budget, Tax Foundation, UniCredit Research

## Unsicherheit, Unsicherheit, Unsicherheit

### Unsicherheit nimmt massiv zu

Da ungewiss ist, wie Donald Trump als Präsident agieren würde oder könnte, würde die Unsicherheit gerade in den ersten Wochen, wahrscheinlich sogar Monaten sehr hoch sein. Sie dürfte verschiedene Facetten haben:

- Abrupten Meinungsänderungen Donald Trumps (wie schon im Wahlkampf)
- Die Kompromissfähigkeit von Donald Trump und dem Kongress
- Der Umfang von Durchführungsverordnungen (“executive orders“)
- Donald Trumps Offenheit bzw. Unverblümtheit

### Was steht Donald Trump wirklich zu wichtigen Themen?

#### ■ Politische Kehrtwenden

Donald Trump sieht sich als geschickter Geschäftsmann. Seine politische Strategie beruht zum Teil auf extremen Stellungnahmen am Anfang einer Debatte, die er nicht selten ändert oder sogar völlig aufgibt. Zum Beispiel hat er

- seine Einstellung zum bundesweiten Mindestlohn im letzten Jahr geändert
- seine Meinung zur Zinspolitik mehrmals revidiert (siehe unten)
- sein Steuerprogramm im August deutlich modifiziert (die Grenzsteuersätze angepasst)
- seine Vorschläge zur Einwanderungspolitik Ende August entschärft

Obwohl Kompromissbereitschaft eigentlich positiv zu werten ist, sprechen Trumps häufige Meinungsänderungen für eine deutlich steigende Unsicherheit, sollte er Präsident werden.

Was wird vom Kongress akzeptiert?

### ■ Kontrolle durch den Kongress

Ungeachtet des Ausgangs der Präsidentschaftswahlen rechnen wir damit, dass die Republikaner ihre solide Mehrheit im Repräsentantenhaus behalten werden. Im Senat ist der Wahlausgang weniger eindeutig vorhersagbar. Die Republikaner verfügen derzeit über eine Mehrheit von 54 gegenüber 46 Sitzen. Bei den kommenden (Teil)Wahlen müssen sie 24 Sitze verteidigen, während bei den Demokraten nur 10 Sitze neu zu vergeben sind.<sup>6</sup> Die Demokraten könnten durchaus einige der Sitze, die sie 2010 verloren haben, zurückgewinnen. Und selbst wenn die Republikaner ihre Mehrheit knapp verteidigen könnten, ist es dennoch unwahrscheinlich, dass sie die 60 Sitze gewinnen, die der Präsident braucht, um seine Gesetzesvorschläge durchzubringen. Darüber hinaus dürften sich einige republikanische Trump-Gegner bei bestimmten Abstimmungen eher den Demokraten als der Präsidentenmeinung anschließen. Kurz gesagt ist kaum damit zu rechnen, dass Donald Trump seine extremen Ideen ungeschoren durch den Kongress bringt, da der Senat sie ablehnen würde. Dann würde wieder alles von der Kompromissbereitschaft des Präsidenten und des Kongresses abhängen. Da es aber schwer möglich ist, den Ausgang der Verhandlungen hinreichend zu antizipieren, sorgt dies für zusätzliche Unsicherheit.

Ist er bereit, es allein durchzuziehen?

### ■ Durchführungsverordnungen („executive orders“)

Ein US-Präsident kann allerdings auch Durchführungsverordnungen erlassen („executive orders“). Auch wenn viele seiner Hauptforderungen nicht durch den Kongress kämen, hätte Donald Trump immer noch die Möglichkeit zu agieren. Das gilt insbesondere für auswärtige Angelegenheiten. Eigentlich dürfen US-Präsidenten ohne den Kongress weder Zölle erhöhen, noch Mauern bauen oder Kriege erklären. Aber es gibt einen Graubereich, in dem diese Regeln zumindest vorübergehend umgangen werden können. Das aber würde schon reichen, großen Schaden anzurichten.

Rechtlich darf nur der Kongress Zölle festlegen. Aber der Trade Act von 1974 verleiht dem Präsidenten das Recht, angesichts „hoher und ernstzunehmender Handelsbilanzdefizite“ 150 Tage lang Zölle bis zu 15% einzuführen, bis er sie dem Kongress vorlegt. Da die Handelsbilanz mit China einen beträchtlichen Fehlbetrag aufweist, könnte Donald Trump versucht sein, die ihm eingeräumten Rechte zu nutzen. Obwohl es sehr unwahrscheinlich ist, dass er Güter aus China mit einem Satz von 45% belegt, ist das Gespenst eines Zolls von 15% doch sehr beunruhigend und erhöht die Unsicherheit.

Als Oberbefehlshaber könnte Donald Trump sogar die Armee ohne die Zustimmung des Kongresses abkommandieren. Selbstverständlich darf nur der Kongress einen Krieg erklären, aber es gibt auch Notfälle, in denen der Präsident Truppen schicken kann. 1973 (nach Vietnam) wurde versucht, diese Sonderrechte des US-Präsidenten zu beschneiden. So muss er den Kongress heute binnen 48 Stunden benachrichtigen und die Streitkräfte dürfen ohne Zustimmung des Kongresses nicht länger als 60 Tage im Ausland bleiben. Dazu kommt noch eine Rückzugsperiode von 30 Tagen. Das lässt dem Präsidenten aber immer noch 90 Tage für einen Militärschlag, der nicht vom Kongress gebilligt wurde – vorausgesetzt, dass eine nationale Notlage ihn rechtfertigt.

Worte sind wichtig – insbesondere Worte eines Präsidenten

### ■ Trumps Unverblümtheit

Am meisten Unsicherheit generiert vielleicht die Tatsache, dass Donald Trump in aller Regel kein Blatt vor den Mund nimmt. Als Präsident hätte er eine noch größere Zuhörerschaft und würde noch dazu die Stimme der größten Weltmacht sein. Dies und die Sonderrechte im Notfall könnten zu besorgniserregenden geopolitischen Spannungen führen.

<sup>6</sup> Die Amtszeit eines Senators dauert sechs Jahre. Alle zwei Jahre wird ein Drittel des Senats neu gewählt.

Auch die ständigen Angriffe auf Janet Yellen, Präsidentin der US-Notenbank, beunruhigen die Finanzmärkte. Mitte September kritisierte Donald Trump Janet Yellen, weil sie angeblich Präsident Obama geholfen hätte: „Sie hält sie [die Zinsen] künstlich niedrig, damit sich Obama zurückziehen kann. Passen Sie auf, was danach passiert. Das Problem ist sehr ernst. Und meiner Ansicht nach sehr politisch. Ich glaube, sie ist sehr politisch und sollte sich meines Erachtens schämen. Aber eigentlich ist es nicht so vorgesehen.“ Es handelt sich um eine weitere Trendwende in Bezug auf ein wichtiges Thema, da er Mitte Mai noch niedrige Zinsen befürwortete: „Ich bin für niedrige Zinsen, sofern die Inflation sich nicht aufbäumt, was zu einem gewissen Zeitpunkt vorkommen kann.“<sup>7</sup> Die Querschüsse gegen die Fed-Chefin dürften in den kommenden Monaten weiter steigen, zumal Janet Yellens Amtszeit im Januar 2018 endet.

**Kurz gesagt:  
kein konstruktives Umfeld**

Donald Trump als Präsident würde also mehr Protektionismus, höhere geopolitische Risiken und ganz allgemein eine steigende und hohe Unsicherheit bedeuten – nicht gerade ein konstruktives Umfeld für die Finanzmärkte. Wie würden sie bei einem Wahlsieg Trumps wohl reagieren, eine Frage, die wir auf den nächsten Seiten beantworten wollen.

---

<sup>7</sup> Siehe: „Donald Trump’s Shifting Words on Interest Rates and Janet Yellen“, *Wall Street Journal* vom 12. September 2016.



## Wie die Märkte reagieren

### Risikoaversion dürfte zunehmen

#### Risikoaversion drückt Aktien und Unternehmensanleihen

Sollte Donald Trump die Wahl gewinnen, dürfte die Bereitschaft der Investoren, Risiken zu nehmen, deutlich abnehmen – so unsere Grundthese. Risikoreiche Papiere, das heißt Aktien und Unternehmensanleihen, würden also auf Talfahrt gehen. Die wichtigsten Fragen aber lauten: Wie tief können die Kurse sinken und wie lang dauert wohl der Ausverkauf?

Aktien dürften bei einem Wahlsieg von Donald Trump zunächst mit einem Kurssturz von grob 10% reagieren. Dabei hängt das genaue Ausmaß davon ab, wie stark der Wahlausgang bereits eingepreist war. In den darauffolgenden Monaten sollten die Aktienmärkte schwach bleiben. Unternehmensanleihen würden den Anteilsscheinen folgen: Die Preise sollten nachgeben, die (Kreditrisiko)Spreads sich ausweiten. Die Minuskorrekturen könnten aber niedriger ausfallen, denn das Kreditrisiko steht aus der Sicht der Anleger wohl weniger im Mittelpunkt. Zudem sind die Bewertungen, insbesondere die Bewertungen der US-Unternehmensanleihen, nicht so stark überzogen wie die von US-Aktien. Mehr noch, Wirtschaftszweige wie etwa der Kohlenbergbau, bei dem die Ausfallrisiken besonders hoch waren, könnten von einem Präsidenten Trump sogar profitieren.

#### Ausgleichende Faktoren an den Anleihen- und Devisenmärkten

Bei Staatsanleihen und Währungen sind die kursbestimmenden Faktoren dagegen vielschichtiger, eine Richtungsvorhersage daher schwieriger. Führt eine steigende Aversion bei riskanten Anlagen zu Zuflüssen in US-Staatspapiere oder fließt aus Sorge um die Zukunft der US-Wirtschaft Kapital aus den USA generell ab? Das hängt wohl stärker von ausländischen Anlegern ab, die in aller Regel „langsamer reagieren“ als Inländer. Die Erstreaktion an den Anleihenmärkten ist daher wohl eine Flucht in sichere Häfen, die den US-Staatsanleihen zugutekommen, deren Renditen dementsprechend sinken lassen). Am Devisenmarkt sollte der USD gegenüber Währungen mit niedrigen Zinsen bzw. Renditen abwerten, gegenüber den meisten Schwellenländerwährungen sich jedoch befestigen.

#### Steigende Volatilität

Was aber mit großer Sicherheit zu erwarten ist: Die (implizite) Volatilität dürfte in allen Anlageklassen in die Höhe schnellen, da der mit einem Präsidenten Donald Trump einhergehende Anstieg der Unsicherheit wahrscheinlich zu Preisverzerrungen an den Märkten führt. Für Investoren, die sich vor dieser Überraschung schützen wollen, könnte die implizite Volatilität als Anlage Sinn machen. Auf den Folgeseiten wollen wir detaillierter auf die mögliche Reaktion der einzelnen Anlageklassen eingehen.

## US-Aktien: Unter Druck, negative Auswirkungen auch für den Euroraum

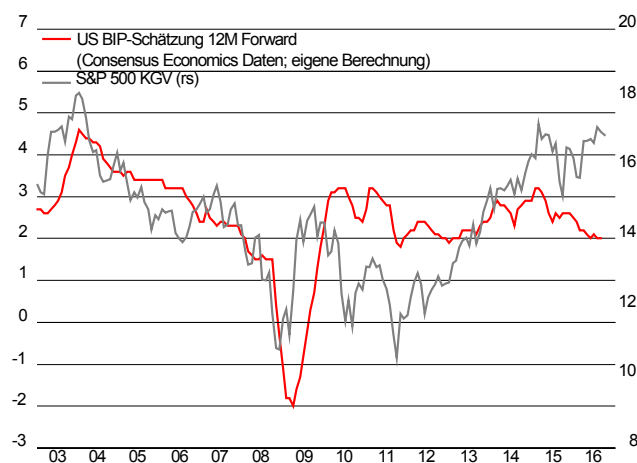
- Die steigenden Unsicherheiten in allen politischen und wirtschaftlichen Bereichen würden die US-Aktien belasten – insbesondere vor dem Hintergrund der aktuell hohen Bewertung. Wahrscheinlich ist ein Rückgang des S&P 500 in den nächsten Monaten in Richtung der des unteren Endes der Spanne, in der sich der Index seit 2014 bewegt (um 1.830 Punkte).
- Donald Trumps politische Agenda ist wachstumsfeindlich und ist daher schlecht für Aktien. Die Auswirkungen auf die Aktienmarktentwicklung hängt letztlich von den (möglichen) Impulsen im Jahr 2017 in Relation zu den ökonomischen Belastungen ab, denen sich die US-Wirtschaft ab 2018 gegenübersehen. Je negativer der Effekt auf den Wachstumsausblick 2018 und danach ist, desto negativer sind die Folgen für US-Aktien.

**Der US-Aktienmarkt bewegt sich seit 2014 in einer breiten Seitwärtsrange**

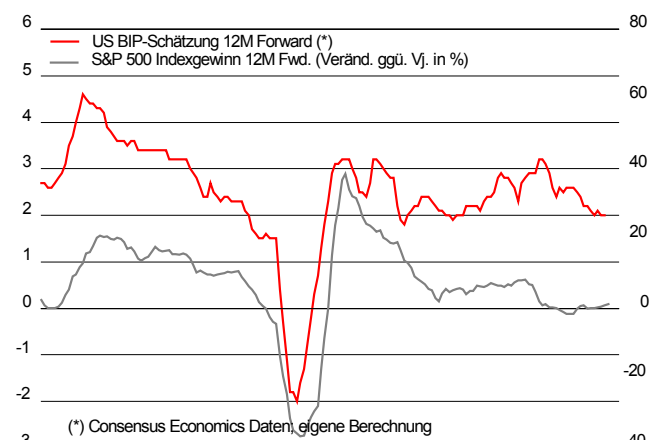
Fundamental gesehen notieren US-Aktien derzeit im Spannungsfeld aus einer hohen Bewertung, mangelnder Perspektive auf eine kurzfristige nachhaltige Beschleunigung des Wirtschaftswachstums und einem nur verhaltenem Wachstum der Unternehmensgewinne. Nach einer lang anhaltenden Hausse bewegt sich der S&P 500 nun seit 2014 in einer breiten Spanne seitwärts. Im Sommer markierte der Index ein neues Allzeithoch, das allerdings weniger als 3% über dem Hoch von 2015 lag. Dies ist die Ausgangslage in der nun der Markt die Nachrichten zu den US-Wahlen verarbeitet. Aufgrund der hohen Bewertungen reagieren die Marktteilnehmer empfindlich auf negative Nachrichten zum künftigen Aktienmarktumfeld. Gewinnt Trump die Wahl, sollte die steigende Unsicherheit in allen wichtigen Bereichen zunächst zu einem Kursrückgang bei US-Aktien führen. Das Ausmaß der Erstreaktion hängt selbstverständlich davon ab, wie weit der Index vor dem Wahltag möglicherweise bereits gesunken ist, in Antizipation des Wahlausgangs (siehe Grafik 8). Eine anfängliche technische Unterstützung besteht bei rund 2.000 Punkten (Tief nach dem Brexit-Votum). In den Monaten nach einem Sieg Donalds Trumps ist ein Rückgang des S&P 500 in Richtung des unteren Endes der Spanne, in der sich der Index seit 2014 bewegt (um 1.830 Zähler), wahrscheinlich. Die Schlüsselfrage lautet dabei, wie der Ausgang der Wahl die Gewinne der US-Unternehmen und die Aktienmarktbewertungen beeinflusst. Die kursbestimmenden Faktoren sind Veränderungen der Wachstumserwartungen, Veränderung der Unsicherheit, Zinsänderungen und US-Dollar-Kursschwankungen.

### SINKENDE WACHSTUMSERWARTUNGEN WÜRDEN GEWINNWACHSTUM UND BEWERTUNGEN BELASTEN

**Grafik 5: S&P 500 – KGV und US-Wachstumserwartungen**



**Grafik 6: US-Wachstumserwartungen und Gewinnwachstum**



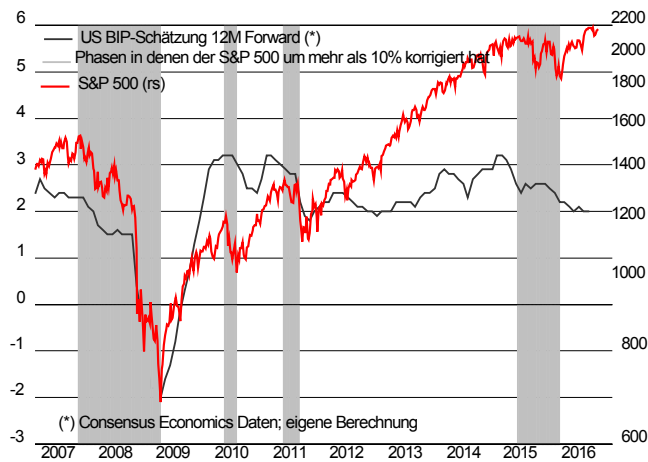
Quelle: Thomson Datastream, UniCredit Research

**Niedrigere Wachstumserwartungen ab 2018**

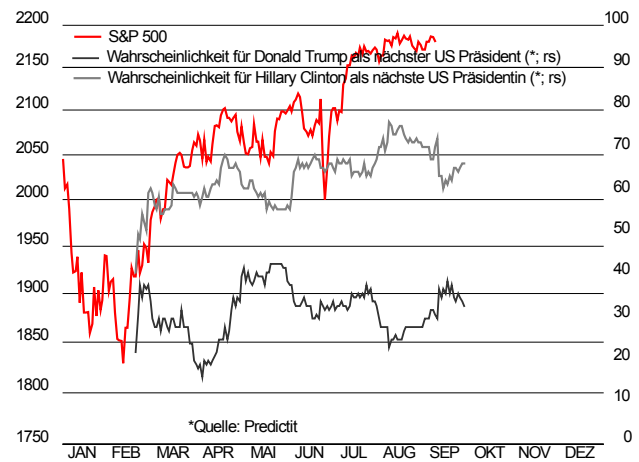
Die US-Aktien würden bei einem Wahlsieg von Donald Trump unter sinkenden Wachstumserwartungen leiden. Wie im ersten Kapitel dargelegt wurde, würde seine Agenda, wenn so umgesetzt, das Wirtschaftswachstum massiv einbremsen (abgesehen von anfänglichen Impulsen 2017). Allerdings dürfte Donald Trump, wie ebenfalls erwähnt, nur eine verwässerte Form seiner Programme durchsetzen können (kein Präsident kann sein gesamtes Wahlprogramm umsetzen). Trotzdem sollte das BIP-Wachstum 2018 deutlich unter dem projektiertem Wachstum von 2017 liegen. Die Wahl findet am 8. November statt, aber der Präsident übernimmt erst am 20. Januar sein neues Amt. In dieser Hinsicht ist es wichtig, auf welche Inhalte des Wahlprogramms sich der Markt in den ersten beiden Monaten nach der Wahl konzentriert (die temporären Impulse 2017 oder die Belastungen ab 2018, viel hängt von der Wahrnehmung der Anleger ab). Je negativer der Effekt auf den Wachstumsausblick 2018 ist, desto negativer sind die Folgen für US-Aktien. Ein deutlicher Rückgang der Wachstumsprognosen führt meistens auch zu einem Rückgang der Aktienkurse.

**DIE KOMBINATION AUS HOHEN BEWERTUNGEN UND STEIGENDER UNSICHERHEIT WÜRDTE US-AKTIEN BELASTEN**

**Grafik 7: S&P 500 und US-Wachstumserwartungen**



**Grafik 8: S&P 500 im Jahr 2016 und US-Wahlen**



Quelle: Thomson Datastream, Predictit, UniCredit Research

**Gewinnprognosen wohl unter Druck**

Ein Rückgang der Konjunkturprognosen für 2018 würde zu negativen Gewinnrevisionen führen (vor allem natürlich für 2018) und das erwartete Gewinnwachstum nach unten ziehen. In erster Linie würden die Gewinne unter der rückläufigen Kapazitätsauslastung und den Friktionen der Handelsbeziehungen leiden. Gleichzeitig ist allerdings auch mit positiven Auswirkungen der geplanten Senkung der Körperschaftssteuer zu rechnen (je nach Ausgestaltung, z.B. die Abschaffung von Ausnahmen). Jedoch ist es derzeit unmöglich, die Folgen hinreichend genau abzuschätzen. Zudem hat eine rückläufige Kapazitätsauslastung meist gravierendere Auswirkungen. Entlastend würde auch die zu erwartende Schwäche des US-Dollar wirken und so etwas Abwärtsdruck von den Gewinnen nehmen. Insgesamt aber sollte die Auswirkung der rückläufigen Wachstumserwartungen negativ sein, in dem Sinne, dass das verhaltene Gewinnwachstum wohl länger anhalten würde. Vor diesem Hintergrund ist nämlich zu berücksichtigen, dass der BIP-Rückgang in erster Linie nicht zyklisch (mit Aussichten auf eine schnelle Erholung), sondern aufgrund der Handels- und Migrationspolitik strukturell getrieben wäre. Die Grafik 6 (oben rechts) verdeutlicht den Zusammenhang zwischen geänderten Wachstumserwartungen und der Entwicklung des erwarteten Gewinnwachstums in der Vergangenheit. Dabei könnten allerdings einige Sektoren von einem Präsidenten Donald Trump profitieren. Profitieren heißt, dass es positive Gegengewichte zu den negativen Auswirkungen gibt.

Den Bauunternehmen würden die Infrastrukturprojekte zugutekommen, die steigenden Rüstungsausgaben würden Anbietern von entsprechenden Gütern und Dienstleistungen begünstigen. Und der Energiesektor würde von weniger Regulierung in den Segmenten Erdöl, Erdgas und Kohle profitieren (und von weniger Unterstützung für Maßnahmen um den Klimawandel zu begrenzen).

#### Die Bewertungen dürften zurückgehen

Der S&P 500 weist ein sehr hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf. Es bewegt sich am oberen Ende der Bewertungsspanne seit 2003 (siehe Grafik 5 oben, das gilt auch für das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)). Aufgrund der hohen Bewertungen dürfte der S&P500 empfindlich auf negative Nachrichten zum künftigen Aktienmarktumfeld reagieren. Sollte Donald Trump gewinnen, würde die Unsicherheit steigen. Das würde die Bewertungen belasten und zu einem Kursrutsch führen. In den Folgemonaten wäre ein Rückgang des S&P 500 bis an das untere Ende der Spanne wahrscheinlich, in der sich der Index seit 2014 bewegt (um 1.830 Zähler). Dort würde der Index auf Grundlage der aktuellen Gewinne wohl ein KGV von 14,3 aufweisen. Die angenommene Änderung der Anleihenrenditen ist für die Bewertung weniger wichtig. Eine Korrektur von bis zu 10% ist auch ohne fundamentalen Treiber immer möglich. Ein Rückgang von 20% und mehr geht normalerweise mit stark gesunkenen Wachstumserwartungen Hand in Hand. Die Grafik 7 (oben) zeigt den S&P 500 und die Konsenserwartungen für das BIP-Wachstum. Die grauen Balken zeigen die Perioden, in denen der Markt um mehr als 10 Prozent korrigierte. Sollten die USA im 2018 gar in eine Rezession abrutschen (Worst-Case-Szenario), würde der US-Aktienmarkt den Boden der Spanne, in der sich der Index seit 2014 bewegt, sogar unterschreiten.

#### Auswirkungen auf den Euroraum

Der US-Aktienmarkt ist der weltweit führende Aktienmarkt. Sein Anteil am MSCI World Index beläuft sich derzeit bei 59% (und ca. 53% beim MSCI AC World Index). Die Erfahrung zeigt, dass der europäische Markt sich auf der positiven Seite abkoppeln kann, wenn der US-Markt steigt oder zumindest stabil ist. Je stärker aber der Rückgang am US-Markt ausfällt, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Rückgang an den europäischen Märkten sogar noch deutlicher ausfällt als die Korrektur am US-Markt. Die Tabelle 3 unten verdeutlicht das. Der Markt im Euroraum weist derzeit allerdings ein signifikant höheres KGV auf als der US-Markt, was die negativen Folgen etwas dämpfen könnte (aber das ist nicht sicher). Sollte Donald Trump Präsident werden, könnten die europäischen Aktienmärkte, die seit einigen Monaten seitwärts tendieren, noch geraume Zeit in dieser Bandbreite gefangen bleiben. Sollte die US-Wirtschaft tatsächlich in eine Rezession abrutschen (Worst-Case-Szenario), würde dies auch die Wirtschaft und die Aktienmärkte im Euroraum stärker mit nach unten ziehen.

**TABELLE 3: S&P: KORREKTUREN SEIT 1990 (IN ABSTEIGENDER REIHENFOLGE) UND PERFORMANCE IM EURORAUM**

Beginn	Korrekturen des S&P 500			Performance der Aktienmärkte im Euroraum (%)				
	Ende	Performance	Dauer (Tage)	Euro STOXX 50	MSCI France	MSCI Germany	MSCI Italy	MSCI Spain
9. Okt. 2007	9. März 2009	-56,8	517	-59,3	-56,3	-57,8	-68,2	-55,0
24. März 2000	9. Okt. 2002	-49,1	929	-60,0	-55,7	-68,3	-50,0	-53,0
17. Juli 1998	31. Aug. 1998	-19,34	45	-18,6	-16,1	-20,5	-19,1	-25,6
16. Juli 1990	17. Okt. 1990	-19,02	93	-21,4	-20,8	-25,4	-25,0	-28,9
29. April 2011	8. Aug. 2011	-17,9	101	-24,1	-23,4	-23,0	-29,6	-22,2
23. April 2010	2. Juli 2010	-16,0	70	-13,6	-14,4	-9,2	-16,1	-14,6
21. Mai 2015	11. Feb. 2016	-14,2	266	-27,3	-23,3	-26,2	-33,8	-33,4
16. Juli 1999	15. Okt. 1999	-12,08	91	-7,9	-2,2	-7,9	-9,6	-7,1
7. Okt. 1997	27. Okt. 1997	-10,80	20	-9,8	-10,1	-9,5	-2,5	-11,0
9. Okt. 1989	30. Jan. 1990	-10,23	113	1,2	-4,3	11,5	-4,2	-15,0

Quelle: UniCredit Research

## Währungen: USD-JPY mit herben Verlusten, Schwellenländerwährungen gingen wohl auf Talfahrt

- Der Schock für die Finanzmärkte bei einem Wahlsieg von Donald Trump würde die Volatilität an den Währungsmärkten steigen lassen. Risikosensible Währungen dürften unter Druck kommen.
- Der japanische Yen (JPY) und der Euro sollten gegenüber dem USD aufwerten, während Devisen mit hohem Beta (hohe Schwankungsanfälligkeit) wie der australische (AUD) und der neuseeländische Dollar (NZD) dann wohl nachgeben werden. In den Schwellenländern könnte vor allem Lateinamerika Opfer einer Verkaufswelle werden. Die türkische Lira (TRY) und der südafrikanische Rand (ZAR) dürften sogar ins Trudeln geraten.

Der Yen würde aufwerten und das Pfund seine Talfahrt beschleunigen ...

Unsere Beta-Analyse 2016 (siehe Tabelle 4) zeigt, dass die Flucht in sichere Häfen zu einer deutlichen Stärkung des JPY und zu höherem Abwärtsdruck auf das britische Pfund (GBP) führt. Das heißt, dass der USD gegenüber dem JPY nachgeben, aber gegenüber dem GBP merklich aufwerten würde, wenn die Aktienkurse nachgeben und/oder die Anleihenrenditen sinken. Aus diesem Grund würden die von uns für das Jahresende prognostizierten Wechselkurse USD-JPY (0,95) und GBP-USD (1,20) hohen Abwärtsrisiken unterliegen, sollte Donald Trump zum US-Präsidenten gewählt werden.

... während EUR-USD zulegen könnte

Gleichzeitig rechnen wir damit, dass EUR-USD steigen würde. Obwohl das Beta des Währungspaares EUR-USD gegenüber Aktienrenditen in jüngster Zeit positiv ausfiel (siehe Spalte 3 von Tabelle 4), ist die statistische Evidenz nicht überzeugend genug, dass höhere Risikoprämien mit einem schwächeren EUR-USD einhergehen. Da die Märkte im Falle eines Wahlsiegs von Trump beginnen, eine noch langsamere Zinserhöhung durch die US-Notenbank einzupreisen (weil die Turbulenzen an den Finanzmärkten über den Vermögenseffekt die Kaufkraft der US-Konsumenten mindert), würde das Ergebnis für den Euro letztlich positiv sein. Der Schweizer Franken sollte demgegenüber nicht sonderlich tangiert werden: Die empirischen Belege sind nicht eindeutig. Zudem hat die Währung schon vor einiger Zeit ihr Image als sicherer Hafen verloren.

Währungen mit hohem Beta wie der AUD und der NZD würden unter Druck kommen

Andererseits rechnen wir damit, dass der USD gegenüber den G10-Währungen mit hohem Beta aufwertet, insbesondere gegenüber dem AUD und dem NZD. Obwohl der Einfluss der niedrigeren US-Zinssätze für sich genommen für beide Währungen günstig ist, dürfte dieser Effekt durch die zunehmende globale Risikoaversion zunichtegemacht werden. Die Turbulenzen an den weltweiten Finanzmärkten könnte auch als Auslöser für Lockerungsmaßnahmen der australischen und der neuseeländischen Notenbanken ausgelegt werden, die noch nicht von den Märkten eingepreist wurden.

**TABELLE 4: GESCHÄTZTES BETA FÜR INDUSTRIESTAATENWÄHRUNGEN**

	Geschätzte Auswirkung eines hypothetischen Rückgangs des S&P500 um 10%		Geschätzte Auswirkung eines hypothetischen Rückgangs der US-Renditen (10J) um 25 Basispunkte	
	Jan. – 20. Sept. 2016	23. Juni – 20. Sept. (90-Tage-Fenster)	Jan. – 20. Sept. 2016	23. Juni – 20. Sept. (90-Tage-Fenster)
	USD-JPY	-3,8 %	-4,3%	-3,1%
EUR-USD	-0,2%	-2,9%	0,5%	-0,6%
AUD-USD	-4,6%	-5,7%	-0,3%	-0,6%
NZD-USD	-3,2%	-4,8%	0,7%	-0,1%
USD-NOK	2,9%	5,4%	0,0%	0,5%
USD-SEK	1,6%	5,0%	-0,1%	1,0%
USD-CAD	4,0%	3,7%	0,3%	0,1%
USD-CHF	-0,3%	1,8%	-0,9%	-0,6%
GBP-USD	-4,1%	-9,8%	-2,0%	-4,2%

Fett gedruckte Zahlen implizieren statistische Signifikanz (1%); kursiv gedruckte Zahlen implizieren keine statistische Signifikanz

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

**Schwellenländerwährungen  
gingen wohl auf Talfahrt**

Angesichts der steigenden Unsicherheit bei einem Wahlsieg von Donald Trump ist wohl mit einem generellen Verkauf der Schwellenländerwährungen zu rechnen. Unsere Sensitivitätsanalyse (siehe Tabelle 5) impliziert, dass Lateinamerika wohl am stärksten in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Hauptopfer sind wohl der brasilianische Real (BRL) und der mexikanische Peso (MXN). In Mittelosteuropa sollte die türkische Lira (TRY) – hauptsächlich aufgrund der politischen und wirtschaftlichen Entwicklung in der Türkei – recht heftig auf einen Kursrutsch an den Aktienmärkten reagieren, insbesondere seit der Herabstufung der türkischen Staatsanleihen durch die Ratingagentur Moody's auf Ba1, d.h. unter Investment-Grade.

Obwohl die südafrikanische Währung negativ mit US-Renditeänderungen korreliert ist, sind wir der Ansicht, dass ein Sieg Donald Trumps ZAR extrem unter Druck setzen würde. Der Rand profitierte dieses Jahr von der allgemeinen Verbesserung der Anlegerstimmung in Bezug auf das Schwellenländerrisiko. Eher nachgebende US-Renditen haben die „Jagd nach Rendite“ begünstigt. Zudem hat die Liquiditätsausweitung (im Vergleich zu Schwellenländerwährungen) war ebenfalls geholfen. Der Trend dürfte sich bei einem Präsidenten Trump aber umkehren, und zwar ziemlich brutal, wenn die Risikofreude der Investoren rasch sinkt.

**Die mittel- bis langfristige  
Auswirkungen sind schwer zu  
prognostizieren**

Derzeit ist es sehr schwierig, eine umfassende mittel- bis langfristige Analyse vorzulegen. Die Unbekannten sind zahlreich, sollte Donald Trump zum Präsidenten gewählt werden. Einige Beobachter konstatieren ein Abwärtsrisiko für den USD, andere sehen den Greenback stärker. So könnten ausländische Investoren nach einer Alternative zum USD als sicheren Hafen Ausschau halten, was die US-Währung drückt. Demgegenüber könnte der Vorschlag Donald Trumps, Unternehmen, die Gewinne aus dem Ausland repatriieren, Steuervergünstigungen anzubieten, zu einem umfassenden Rückfluss von US-Kapital führen, das derzeit nur aus Steuergründen im Ausland gehalten wird.

Sollte Donald Trump seine extremen Einstellungen ändern, insbesondere in Bezug auf den Außenhandel und die Einwanderung, dann könnte sich die Lage an den Märkten nach den Erstreaktionen zu normalisieren beginnen und der USD seine allgemeine Abwertung fortsetzen – bis er die Lücke zum Realzinsdifferenzial geschlossen hat. Wenn jedoch die angekündigten Maßnahmen wirklich umgesetzt werden, dann dürften der Protektionismus, die höheren geopolitischen Gefahren und die steigende Unsicherheit das Risiko erhöhen und nichts Gutes für die Schwellenländerwährungen und die Devisen mit hohem Beta verheißen.

**TABELLE 5: GESCHÄTZTES BETA FÜR SCHWELLENLÄNDERWÄHRUNGEN**

	Geschätzte Auswirkung eines hypothetischen Rückgangs des S&P500 um 10%		Geschätzte Auswirkung eines hypothetischen Rückgangs der US-Renditen (10J) um 25 Basispunkte	
	Jan. – 20. Sept. 2016	23. Juni – 20. Sept. (90-Tage-Fenster)	Jan. – 20. Sept. 2016	23. Juni – 20. Sept. (90-Tage-Fenster)
USD-BRL	<b>5,5%</b>	<b>7,0%</b>	0,6%	0,2%
USD-MXN	<b>6,9%</b>	<b>8,8%</b>	1,7%	2,2%
USD-CLP	<b>3,6%</b>	<b>4,9%</b>	0,8%	0,6%
NUSD-CNH	<b>0,6%</b>	<b>1,2%</b>	-0,2%	0,1%
USD-KRW	<b>1,2%</b>	<b>2,8%</b>	0,9%	1,8%
USD-INR	<b>1,0%</b>	<b>1,3%</b>	0,3%	0,5%
USD-RUB	<b>7,7%</b>	<b>6,4%</b>	1,8%	1,6%
USD-TRY	<b>3,3%</b>	<b>4,9%</b>	0,4%	1,3%
USD-ZAR	<b>3,1%</b>	<b>0,8%</b>	-1,8%	-3,1%

**Fett** gedruckte Zahlen implizieren statistische Signifikanz (1%);  
*kursiv* gedruckte Zahlen implizieren keine statistische Signifikanz

Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

## Fixed Income Märkte: Anfängliche Risikoaversion – danach wieder stärker datengetrieben (wengleich anfällig)

- Sollte Donald Trump nächster US-Präsident werden, dürften sich die Märkte nach der Wahl verstärkter Risikoaversion gegenübersehen. Den großen Staatsanleihemärkten käme das zugute; ihre Kurse würden steigen, die Renditen fallen. So gab in der Vergangenheit die Rendite 10jähriger US-Treasuries beim Eintreten unwahrscheinlicher Ereignisse innerhalb einer Woche um durchschnittlich 25 Basispunkte (Bp) nach. Diese Erfahrungswerte implizierten dann eine Rückkehr der richtungweisenden US-Rendite in die Nähe ihres Jahrestiefs von 1,35%. Bei 10jährigen Bundesanleihen dürften die Auswirkungen weniger deutlich ausfallen, wobei allerdings auch hier die Tiefstwerte von 2016 bei -0,20% getestet werden könnten. Der 10jährige BTP-Bund-Spread dürfte sich dabei ausweiten – wengleich weniger stark als nach dem Brexit-Votum.
- Schon bald nach der Wahl würde die Panik zwar wieder abklingen, doch die Erstreaktion dürfte die US-Notenbank davon abhalten, am 14. Dezember den Leitzins zu erhöhen. Ob die zu erwartende Renditenormalisierung 2017 tatsächlich stattfindet, hinge von der konkreten politischen Agenda Trumps ab. Die wahrscheinliche Abkühlung des Wachstums 2018 spräche allerdings dafür, dass die Zinsen am langen Ende der Kurve nur sehr moderat ansteigen sollten. Der Zielwert in unserem Basisszenario von 1,85% für 10jährige US-Treasuries im ersten Quartal 2017 ist für diesen Fall aller Voraussicht nach zu hoch angesetzt.

Ein Wahlsieg Trumps dürfte  
Flucht in Qualitätswerte  
auslösen ...

Bisher hatte der US-Wahlkampf erstaunlich geringe Auswirkungen auf die internationalen Bondmärkte. Sollte Trump die Wahl tatsächlich für sich entscheiden, dürften die Märkte zunächst die typische Reaktion auf eine Zunahme der wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten zeigen: die großen Anleihenmärkte profitieren von der Flucht der Anleger in qualitativ hochwertige bzw. als sicher geltende Werte. Zur Quantifizierung der möglichen Auswirkungen betrachten wir vier unterschiedliche Ereignisse: **1.** Das Brexit-Referendum am 23. Juni 2016, **2.** der Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15. September 2008, **3.** die tragischen Ereignisse am 11. September 2001 und **4.** die LTCM-Krise am 23. September 1998.

...bedingt durch die deutliche  
Zunahme der wirtschaftlichen  
und geopolitischen Ungewiss-  
heit

Natürlich lassen sich die US-Wahlen nicht direkt mit einem dieser Ereignisse vergleichen. Ein Wahlsieg von Donald Trump hätte aller Voraussicht nach langfristige und weitreichende Folgen, wie sie beispielsweise Lawrence Summers vor dem Brexit-Referendum in seinem Artikel „[Trump is a much worse threat than Brexit](#)“ in der *Washington Post* so treffend beschrieben hat. Die genannten Ereignisse liefern jedoch Anhaltspunkte für die Reaktion der Märkte auf unwahrscheinliche Entwicklungen, beispielsweise katastrophale Ereignisse (9/11), unerwartete Entwicklungen (Brexit-Referendum, Lehman-Kollaps) oder schwer abschätzbare Schäden (LTCM-Kollaps). Generell führten all diese überraschenden Ereignisse zu einem sprunghaften Anstieg der Unsicherheit.

Erneuter Test des Jahrestiefs  
der 10jährigen Treasury-  
Renditen von 1,35% erscheint  
realistisch

Die Grafik 9 (nächste Seite) zeigt die Veränderung der Rendite 10jähriger US-Treasuries nach den jeweiligen Ereignissen, die rechte Grafik die Ausstrahleffekte auf deutsche (Bunds) und italienische Staatsanleihen (BTPs) im 10jährigen Segment. Im Durchschnitt sanken die Renditen 10jähriger US-Treasuries unmittelbar nach jedem Ereignis um 20-25 Basispunkte. Konkret hätte dies zur Folge, dass sich die Rendite 10jähriger US-Treasuries wieder ihrem bisherigen Jahrestief bei ca. 1,35% annähern könnte. Und da die Märkte ihre Erwartung einer Fed-Zinserhöhung ebenfalls zurückschrauben dürften, wäre die logische Folge eine Parallelverschiebung, möglicherweise auch eine Verflachung der Zinskurve („bull-flattening“).

Ob US-Treasuries bereits vor oder erst nach den Wahlen auf eine verstärkte Risikoaversion der Anleger reagieren, dürfte von den Umfragewerten für Trump sowie von den jeweiligen Wettmärkten bzw. Prognosemodellen abhängen. Und so könnten die Anleiherenditen durchaus schon vor den Wahlen zu sinken beginnen, sollte Trump in den Umfragen weiter zulegen. Ansonsten halten wir eine abrupte Reaktion am Tag nach der Wahl für wahrscheinlich (wie nach dem Brexit-Referendum).

**10jährige Bundesanleihen dürften sich erneut ihrem Tief bei -20 Basispunkte annähern...**

**...wobei die Spreads zwischen Peripherie und Kernländern nur moderat reagieren dürften**

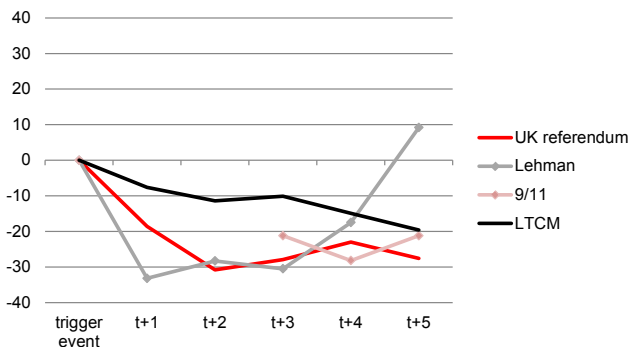
Man muss zudem davon ausgehen, dass die Entwicklung in den USA auch auf die Bondmärkte im Euroraum übergreifen würde. Auch wenn der Rückgang der Rendite 10jähriger Bundrenditen weniger deutlich ausfallen dürfte als bei US-Treasuries – wir erwarten eine Einengung der Renditedifferenz zwischen 10jährigen Bundesanleihen und 10jährigen US-Treasuries Richtung 150–160 Basispunkte –, könnte ein Wahlsieg Trumps die deutschen Rendite allerdings wieder in die Nähe des bisherigen Jahrestiefs von -20 Basispunkten drücken. Da wir am vorderen Ende der Kurve nur begrenztes Potenzial nach unten sehen, halten wir eine Verflachung am hinteren Ende der Zinsstrukturkurve (im 2-10jährigen Segment) für wahrscheinlich.

Die Spreads zwischen den Peripherie- und Kernländern dürften sich gleichzeitig nur moderat ausweiten. Eine solche Entwicklung entspräche dem normale“ Muster bei einer Flucht der Anleger in Sicherheit. Die Reaktion dürfte jedoch weniger heftig ausfallen als z.B. unmittelbar nach dem Brexit-Referendum, als die Renditedifferenz zu Bundesanleihen gleich zu Beginn des Handelstages um ca. 60 Basispunkte answoll und den Tag mit einem Plus von 30 Basispunkten beendete. Am Ende der Folgeweche ging er allerdings auf gut 5 Basispunkte zurück.

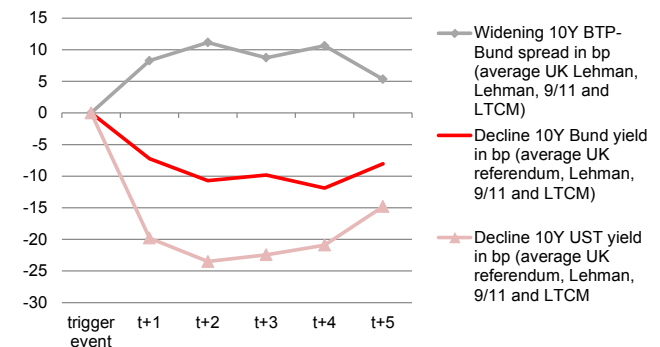
Abgesehen von den Auswirkungen der US-Wahl USA dürften sich die Marktteilnehmer im Spätherbst auch mit den anstehenden Entscheidungen der EZB beschäftigen. Wie wir jüngst in unserem Beitrag „Exploring ECB options for QE extension“ in *Economics Thinking* darlegten, dürften die Nuancen in der Wahrnehmung der Anleger hinsichtlich der Verlängerung des Quantitative-Easing-Programms der EZB über März 2017 hinaus direkte Auswirkungen auf die Verschiebung der Zinskurve an den europäischen Anleihenmärkten sowie auf die Entwicklung der Spreads zwischen den einzelnen Ländern haben. Im Zusammenhang mit dem BTP-Bund-Spread zum Zeitpunkt der US-Wahlen dürfte der Fokus zudem auf dem Referendum in Italien am 4. Dezember liegen (siehe auch „Italy’s referendum news: 4 December is the key date“).

**DIE REAKTIONEN DER ANLEIHENMÄRKTE AUF UNERWARTETE EREIGNISSE IN DEN LETZTEN 20 JAHREN**

**Grafik 9:** Marktreaktion Rendite 10jährige US-Treasuries in den ersten 5 Tagen nach dem Ereignis



**Grafik 10:** Marktreaktion 10jährige US-Treasuries, 10jährige Bundesanleihen und Spread



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

**Wir erwarten im kommenden Jahr eine Verflachung der UST-Kurve relativ zu unserem Basisszenario**

Nach der Flucht in „Sichere Hafen“-Werte unmittelbar nach der Wahl dürften die Rentenmärkte dann wieder verstärkt von den fundamentalen Daten geprägt werden. Dabei dürften die Marktteilnehmer wohl verstärkt Vorsicht walten lassen und die konkreten Auswirkungen von Trumps Politik abwarten. Während die (anfänglichen) Verwerfungen an den Finanzmärkten sogar die US-Notenbank davon abbringen könnten, am 14. Dezember die Zinsen (wie vielfach erwartet) anzuheben, dürfte der Fortgang der US-Geldpolitik danach von der Datenlage, den politischen Entscheidungen sowie davon abhängen, inwieweit die Finanzmärkte zu einer (wenngleich fragilen) Stabilität zurückkehren.



Obwohl die Entwicklung in diesem Kontext alles andere als sicher ist, rechnen wir insgesamt mit einer eher defensiven Stimmung an den großen Rentenmärkten. Unsere Prognose von 1,85% für 10jährige US-Treasuries im ersten Quartal 2017 in unserem Basisszenario (Wahlsieg Clintons) wäre dann vermutlich zu hoch gegriffen, eine Verflachung der US-Kurve unter Donald Trump wahrscheinlicher. Schließlich sind sich die meisten Beobachter darin einig, dass Trumps politisches Programm das Risiko einer deutlichen Abkühlung der US-Konjunktur für 2018 birgt.

**Wir bezweifeln Gegenargumente, ein „Streik ausländischer Käufer“ oder eine Ausweitung des Haushaltsdefizits könnten unmittelbar nach den Wahlen deutlich höhere Zinsen bewirken**

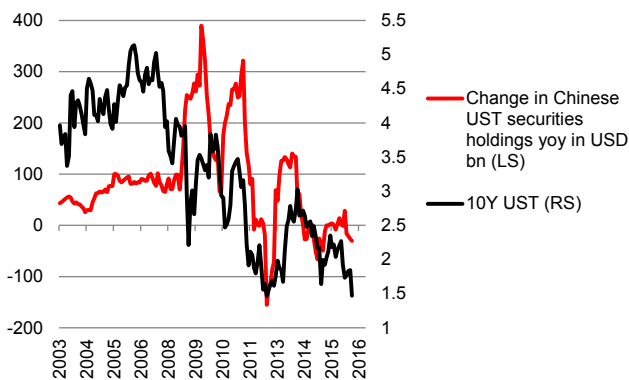
Was aber ist mit den Gegenargumenten, nämlich **1.** eines „Käuferstreiks“ bei ausländischen Investoren und/oder **2.** der Schwächung des Anlegervertrauens infolge anschwellender Haushaltsdefizite bzw. eines raschen Anstiegs der Risikoprämie infolge eines starken Anstiegs der Verschuldungsquote?

Unseres Erachtens würde keiner dieser Faktoren die anfängliche Flucht in Qualitätswerte verhindern. Ein möglicher Boykott ausländischer Investoren wurde immer wieder diskutiert, zuletzt bei der einmaligen Neubewertung des USD-CNY-Wechselkurses im Spätsommer 2015. Damals prognostizierten einige Beobachter einen verstärkten Aufwärtsdruck auf die Treasury-Renditen – ausgelöst durch Verkäufe von USD-Assets bei asiatischen Banken und staatlichen Investmentfonds. Den offiziellen Daten zufolge halten die Chinesen nun weniger US-Treasuries, doch parallel dazu ist die US-Rendite gefallen (Grafik 11). Dies könnte auf eine solide Nachfrage durch ausländische Investoren außerhalb Asiens bzw. durch US-Investoren zurückzuführen sein. Zudem verdeutlicht es die außerordentlich wichtige Rolle der nationalen Geldpolitik vor dem Hintergrund einer anhaltenden moderaten Konjunkturerholung bzw. den Einfluss zweier Phasen gestiegener Unsicherheit an den Finanzmärkten im Frühjahr 2016 sowie vor und unmittelbar nach dem Brexit-Referendum. Doch selbst wenn die Boykottthese zuträfe und die ausländische Kapitalflucht die Finanzmarktbedingungen in den USA über steigende Laufzeitprämien so stark beeinträchtigt, dass die US-Wirtschaft darunter leiden würde, hätte die Federal Reserve ausreichende Mittel an der Hand, um die Situation zu beruhigen.

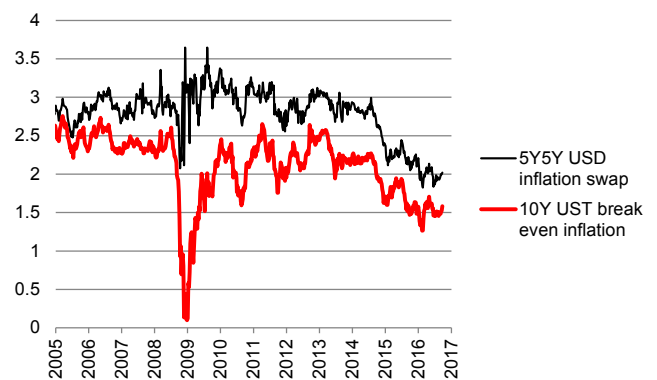
Im Hinblick auf das zweite Argument hat sich gezeigt, dass sich die Pessimisten an den Anleihemärkten, die in den USA das „nächste Griechenland“ sahen, mit ihrer Einschätzung über acht Jahre hinweg falsch lagen. Und derzeit spricht nicht viel dafür, dass es diesmal anders kommen wird.

**INFLATIONSSCHUTZ ERSCHEINT VIELVERSPRECHEND**

**Grafik 11:** Veränderung der chinesische Bestände von US-Treasuries und US-Rendite



**Grafik 12:** Die Kosten für US-Inflationsschutz



Quelle: Bloomberg, UniCredit Research

**Inflationsschutz ist schon vor  
den Wahlen eine attraktive  
Option**

Ein weiteres, häufig genanntes Argument für steigende US-Renditen ist, dass Trumps ursprüngliche politische Pläne für Schutzzölle und die Ausweisung illegaler Immigranten über die Verteuerung von Importen bzw. höhere Löhne für heimische Arbeitskräfte die Inflation anheizen würden. Die Vertreter dieser Auffassung argumentieren, dass dies **1.** einen Anstieg der Inflationsprämie bewirken und **2.** die Federal Reserve dazu zwingen könnte, die Leitzinsen deutlich schneller und letztlich stärker anzuheben, als die Fed-Projektionen („the dots“) und die Forward-Märkte dies derzeit erwarten lassen.

Während wir einen massiven Anstieg der Inflation für unwahrscheinlich halten (siehe Konjunkturteil), ist dieses Argument aus Anlegersicht dennoch interessant. Die aktuell günstigen Bewertungen für einen Inflationsschutz (10jährige TIPS-Breakeven rentieren bei 1,56%, 10jährige USD Zero-Kupon-Inflationsswap bei 1,84%, 5J/5J-Inflationsswaps bei 2,00%), bieten hier durchaus Investitionsmöglichkeiten – egal, ob der Wahlsieger am Ende Trump oder Clinton heißt. Die aktuellen Kosten beim Inflationsausgleich liegen deutlich unterhalb unserer Inflationsprognose im Basisszenario bzw. dem zuvor beschriebenen Risikoszenario. Eine ausführliche Analyse (einschließlich einer möglichen Clinton-Präsidentschaft) lässt jedoch einen stetigen Anstieg der Inflation auf Werte über 2% in der näheren Zukunft erwarten. Obwohl also die kurzfristige Entwicklung der nominalen US-Zinsen und Swapsätze vom tatsächlichen Wahlergebnis abhängen dürfte, erscheinen die Optionen zum Inflationsschutz im historischen Vergleich vielversprechend – unabhängig vom Wahlausgang.

## Unternehmensanleihen: EZB-Käufe dürften Spreadausweitung begrenzen

- Die Kreditmärkte könnten angesichts der allgemeinen Risikoaversion bei einem Trumpf-Sieg zunächst einknicken, die Kreditrisikospreads also ansteigen lassen.
- Die langfristigen Effekte sind abhängig von den dauerhaften wirtschaftlichen Auswirkungen von Trumps wirtschaftspolitischen Maßnahmen.

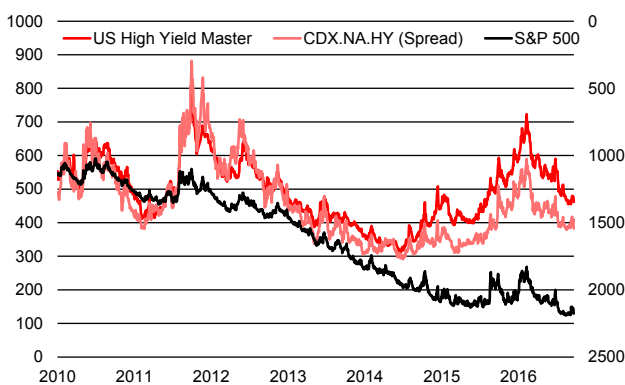
### EZB-Käufe von Unternehmensanleihen dürfte Auswirkungen auf europäisches Investment-Grade-Segment abschwächen

Nachfolgend konzentrieren wir unsere Analyse auf die riskanteren Bereiche des Kreditsektors, das High-Yield-Segment, weil das Investment-Grade-Anleiheuniversum nämlich vom Unternehmensanleihenkaufprogramm der EZB (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) beeinflusst wird. Und das verhindert eine deutliche Ausweitung der Spreads. Sollte die US-Konjunktur einbrechen, dürften analog zu den Aktienmärkten auch die Kreditmärkte generell in einen Anti-Risiko-Modus schalten. Er wäre allerdings weniger ausgeprägt, da Unternehmensanleihen weniger sensibel auf moderate Veränderungen der makroökonomischen Rahmenbedingungen reagieren als Aktien.

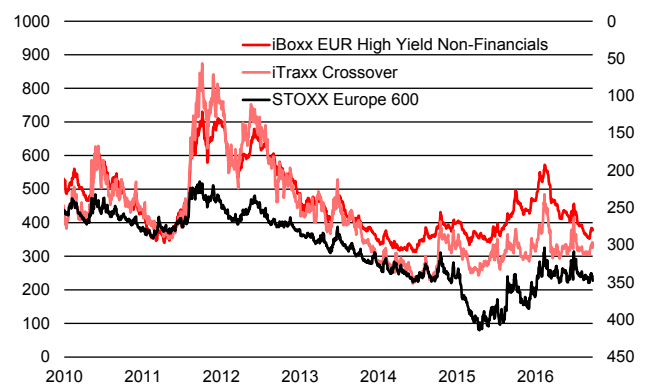
Wir nehmen die Reaktion auf das unerwartete Brexit-Votum als Maßstab für eine mögliche Erstreaktion der Kreditmärkte. Das macht allerdings nur für die High-Yield-Märkte Sinn, wurden doch die Auswirkungen des Brexit-Votums auf Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating größtenteils durch das EZB-Kaufprogramm CSPP weitestgehend abgedeckt. Wenn man auf die Phase nach dem Brexit-Referendum Bezug nimmt, muss man allerdings berücksichtigen, dass die Reaktion der Marktteilnehmer dadurch abgeschwächt wurde, dass das Referendum selbst keine direkten und harten wirtschaftlichen Auswirkungen hatte (abgesehen von der politischen Unsicherheit in Großbritannien nach dem Rücktritt von Premierminister Cameron). Auch drei Monate nach dem Brexit-Votum steht noch nicht fest, wann genau die britische Regierung den Antrag zum Austritt aus der EU stellen wird. Hier liegt ein deutlicher Unterschied zu den bevorstehenden Wahlen in den USA, wo doch der Wahlsieger relativ rasch feststehen dürfte.

### SPREADS VON HIGH-YIELD-UNTERNEHMENSANLEIHEN (CASH UND SYNTHETISCH) VS. AKTIEN

Grafik 13: USA



Grafik 14: Europa



Quelle: Merrill Lynch, iBoxx, Bloomberg, UniCredit Research

### Auswirkungen des Brexit-Votums auf europäische High-Yield-Anleihen

Die Spreads auf europäische High-Yield-Anleihen erlebten in den ersten Wochen nach dem Brexit-Votum (ausgehend von zunächst 400 Basispunkten) eine Ausweitung um ca. 50 Basispunkte – dies entspricht einem Anstieg von knapp über 10%. Dieser Wert scheint eine realistische Annahme im Hinblick auf eine erste Ausweitung der High-Yield Spreads in Europa zu sein. In den USA dürfte die Reaktion indes heftiger ausfallen als in Europa, jedoch weniger heftig als im US-Aktiensegment.

Der Grund hierfür ist, dass die Bewertungen im US-Unternehmensanleihensegment als weniger überzogen erscheinen als bei US-Aktien (siehe auch den Vergleich zwischen High-Yield-Spreads [Cash und synthetisch] und Aktien in den Grafiken 13 und 14, mit invertierter Skala zum leichteren Abgleich). Die Situation im US-amerikanischen High-Yield-Segment erhält dadurch eine zusätzliche Komplexität, dass Öl- und Gasunternehmen sowie der Bergbausektor maßgeblich zum deutlichen Anstieg der Ausfallquoten in den letzten Jahren beigetragen haben. Diese Sektoren könnten tendenziell von Trumps politischen Plänen profitieren.

**Bewertungslücke zwischen europäischen Unternehmensanleihen und Aktien weniger stark ausgeprägt als in den USA**

In Europa ist die Bewertungslücke zwischen Unternehmensanleihen und Aktien weniger ausgeprägt (siehe Grafik 14). In Kombination mit der schützenden Wirkung des EZB-Kaufprogramms CSPP sehen wir daher im Hinblick auf die Ausweitung der Spreads ein eher moderates Risiko.

## Rechtliche Hinweise

### Glossar

Ein umfangreiches Glossar zu vielen in dem Bericht verwendeten Fachbegriffen finden Sie auf unserer Website: [Link](#)

### 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. 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. Sämtliche in diesem Report enthaltenen Schätzungen und Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Reports. 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 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 keine Werbung für ein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung. 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, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, oder UniCredit Bank Romania, 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 Report wird per E-Mail und per Post an 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.

#### Die Verantwortung für diese Publikation übernimmt:

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

- Die UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), Am Tucherpark 16, 80538 München, Deutschland (ebenfalls verantwortlich für die Verteilung nach § 34b WpHG). Die Gesellschaft ist Mitglied der UniCredit Gruppe. Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.
- Die UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, Vereinigtes Königreich. Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Deutschland sowie in begrenztem Umfang die Financial Conduct Authority, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, Vereinigtes Königreich und Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, London, EC2R 6DA, Vereinigtes Königreich. Einzelheiten hinsichtlich unseres regulatorischen Status sind auf Anfrage bei uns erhältlich.
- Die UniCredit Bank AG 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, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Deutschland.
- UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgarien. Aufsichtsbehörde: Financial Supervision Commission (FSC), 33 Shar Planina str., 1303 Sofia, Bulgarien
- Zagrebačka banka d.d., Trg bana Jelačića 10, HR-10000 Zagreb, Kroatien. Aufsichtsbehörde: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Miramarska 24B, 10000 Zagreb, Kroatien.
- UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Na Příkopě 858/20, CZ-11211 Prag, Tschechische Republik. Aufsichtsbehörde: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Prag 1, Tschechische Republik
- Bank Pekao, ul. Grzybowska 53/57, PL-00-950 Warschau, Polen. Aufsichtsbehörde: Polish Financial Supervision Authority, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warschau, Polen
- ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Bank Russia), Prechistskaya emb. 9, RF-19034 Moskau, Russland. Aufsichtsbehörde: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moskau 119991, Russland
- 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
- UniCredit Bank Romania, Bucharest 1F Expozitiei Boulevard, RO-012101 Bukarest 1, Rumänien. Aufsichtsbehörde: National Bank of Romania, 25 Lipsicani Street, RO-030031, 3rd District, Bukarest, Rumänien
- UniCredit Bank AG Hong Kong Branch (UniCredit Bank Hong Kong), 25/F Man Yee Building, 68 Des Voeux Road Central, Hongkong. Aufsichtsbehörde: Hong Kong Monetary Authority, 55<sup>th</sup> Floor, Two International Financial Centre, 8 Finance Street, Central, Hongkong
- UniCredit Bank AG Singapore Branch (UniCredit Bank Singapore), Prudential Tower, 30 Cecil Street, #25-01, Singapur 049712. Aufsichtsbehörde: Monetary Authority of Singapore, 10 Shenton Way MAS Building, Singapur 079117
- UniCredit Bank AG Tokyo Branch (UniCredit Tokyo), Otemachi 1st Square East Tower 18/F, 1-5-1 Otemachi, Chiyoda-ku, 100-0004 Tokio, Japan. Aufsichtsbehörde: Financial Services Agency, The Japanese Government, 3-2-1 Kasumigaseki Chiyoda-ku Tokio, 100-8967 Japan, The Central Common Government Offices No. 7.
- UniCredit Bank New York (UniCredit Bank NY), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017. Aufsichtsbehörde: „BaFin“ – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Deutschland und New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511

#### POTENZIELLE INTERESSENKONFLIKTE

Die UniCredit Bank AG ist als Spezialist oder Primärhändler an der Emission von Staatsschuldverschreibungen beteiligt, die vom italienischen, portugiesischen oder griechischen Finanzministerium begeben werden. Die wesentliche Aufgabe des Spezialisten besteht darin, kontinuierlich und effizient an Auktionen für Staatswertpapiere teilzunehmen, durch Market-Making und Preisstellungsanforderungen die Effizienz des Sekundärmarkts zu fördern und an der Verwaltung öffentlicher Schuldtitel und Entscheidungen zur Schuldverschreibungsemissionspolitik mitzuwirken, auch durch Beratungs- und Research-Tätigkeiten.

#### ERKLÄRUNG DES ANALYSTEN

Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.

**ORGANISATORISCHE UND ADMINISTRATIVE VORKEHRUNGEN, UM INTERESSENKONFLIKTE ZU VERHINDERN UND ZU VERMEIDEN**

Zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten haben die UniCredit Bank, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, UniCredit Bank Romania die gesetzlich und aufsichtsrechtlich erforderlichen organisatorischen Einrichtungen geschaffen, deren Einhaltung durch ihre Compliance-Organisation überwacht wird. Interessenskonflikte werden durch rechtliche, physische und nicht-physische Informationsschranken (sogenannte „Chinese Walls“) gehandhabt, die den Zweck haben, den Informationsfluss zwischen einer Abteilung/Arbeitsbereich der UniCredit Bank, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, UniCredit Bank Romania zu beschränken. Insbesondere die Bereiche Investment Banking, einschließlich der Aktivitäten Corporate Finance, Kapitalmarkt, Finanzberatung- und sonstige Kapitalbeschaffung sind durch physische und nicht-physische Informationsschranken von der Markets- als auch von der Research-Abteilung getrennt.

Bei der Ausführung von Geschäften in Aktien durch die UniCredit Bank AG Milan Branch wird kein Eigenhandel betrieben, mit Ausnahme von Geschäften im Kundenauftrag oder Delta-Hedge-Geschäften von OTC-Werten und börsennotierten Derivaten. Die Offenlegung von öffentlich verfügbaren Interessenskonflikten und anderen wesentlichen Interessen erfolgt im Research. Die Analysten werden von ihren direkten Vorgesetzten, welche keine Verantwortung für Investment-Banking-Aktivitäten (einschließlich Corporate Finance) oder andere Aktivitäten (mit Ausnahme des Verkaufs von Wertpapieren an Kunden) haben, täglich geführt und überwacht.

**Zusätzliche Hinweise nach den einschlägigen Bestimmungen ausländischer Rechtsordnungen**

Eine Übersicht über weitere zusätzliche Hinweise nach den einschlägigen Bestimmungen ausländischer Rechtsordnungen finden Sie auf unserer Website [www.cib-unicredit.com/research-disclaimer](http://www.cib-unicredit.com/research-disclaimer).

**Hinweis für Anleger in Bosnien und Herzegowina:** Dieser Bericht richtet sich nur an Kunden von UniCredit in Bosnien und Herzegowina, die im Sinne von Art. 2 *Law on Securities Market* der Föderation Bosnien und Herzegowina bzw. von Art. 2 *Law on Securities Market* der Republik Srpska institutionelle Investoren (Institucionalni investitori) sind, und darf nicht anderen Personen zugänglich gemacht oder übermittelt werden. Das vorliegende Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung dar, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen, und bildet auch keinen Teil eines solchen Angebots oder einer solchen Einladung. Weder dieses Dokument noch sein Inhalt dürfen als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art dienen.

**Hinweis für brasilianische Anleger:** Die einzelnen Analysten, die diesen Bericht verfasst haben, erklären: (a) dass die hier enthaltenen Empfehlungen nur die persönlichen Ansichten der Analysten widerspiegeln und dass sie in völliger Unabhängigkeit erstellt wurden, auch unabhängig von der UniCredit Group, und (b) dass, abgesehen von den im vorstehenden Abschnitt „Potenzielle Interessenkonflikte“ aufgeführten Interessenkonflikte, die Analysten sich nicht in einer Lage befinden, welche die Objektivität dieses Berichts beeinflussen oder zu einem Interessenkonflikt u. a. in Bezug auf das Nachstehende führen könnte: (i) Die Analysten unterhalten keinerlei Beziehungen zu einer Person, die für eine der in diesem Bericht behandelten Unternehmen arbeiten; (ii) die Analysten und ihre Ehegatten oder Partner halten weder direkt noch indirekt in ihrem eigenen Namen oder im Namen Dritter Wertpapiere, die von einem der in diesem Bericht behandelten Unternehmen emittiert wurden; (iii) die Analysten und ihre Ehegatten oder Partner sind weder direkt noch indirekt an Kauf, Verkauf und/oder Handel von Wertpapieren beteiligt, die von einem in diesem Bericht behandelten Unternehmen emittiert wurden; (iv) die Analysten und ihre Ehegatten oder Partner sind finanziell nicht an den Unternehmen beteiligt, die Gegenstand dieses Berichts sind, und (v) die Vergütung der Analysten hängt weder direkt noch indirekt von den Erträgen ab, die UniCredit mit ihrem Geschäft und ihren Finanztransaktionen erzielt. UniCredit erklärt dass, abgesehen von den potenziellen Interessenkonflikten, die im vorstehenden Abschnitt „Potenzielle Interessenkonflikte“ aufgeführt sind, UniCredit, ihre kontrollierten Unternehmen, die sie kontrollierenden Unternehmen und die Unternehmen unter gemeinsamer Kontrolle (die „UniCredit Group“) sich nicht in einer Lage befinden, welche die Objektivität dieses Berichts beeinflussen oder zu einem Interessenkonflikt in Bezug u. a. auf das Nachstehende führen könnte: (i) Die UniCredit Group hält keine wesentlichen Beteiligungen am Eigenkapital der Unternehmen, die Gegenstand dieses Berichts sind; (ii) die Unternehmen, die Gegenstand dieses Berichts sind, halten keine wesentliche Beteiligung am Eigenkapital der UniCredit Group; (iii) die UniCredit Group ist an den Unternehmen oder den Titeln, die Gegenstand dieses Berichts sind, weder finanziell noch kommerziell wesentlich beteiligt; (iv) die UniCredit Group ist nicht am Kauf, Verkauf und/oder Handel der Wertpapiere, die Gegenstand dieses Berichts sind, beteiligt; und (v) die UniCredit Group wird nicht für Dienstleistungen vergütet, die sie für die in diesem Bericht behandelten oder mit den behandelten Unternehmen verbundenen Unternehmen erbracht hat.

**Hinweis für Anleger der Elfenbeinküste:** Die in dem vorliegenden Bericht enthaltenen Informationen wurden von der UniCredit Bank AG aus als glaubwürdig erachteten Quellen zusammengetragen. Es werden jedoch keinerlei ausdrückliche oder implizite Zusagen oder Garantien von der UniCredit Bank AG oder anderen Dritten zur Vollständigkeit oder Genauigkeit dieser Informationen gegeben. Sämtliche im vorliegenden Bericht geäußerten Meinungen und Schätzungen stellen eine Einschätzung der UniCredit Bank AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Berichts dar und können sich ohne Vorankündigung ändern. Sie werden nach Treu und Glauben zur Verfügung gestellt, ohne eine rechtliche Haftung zu übernehmen. Dieser Bericht stellt kein Angebot zum Verkauf oder eine Aufforderung zum Angebot eines Kaufs oder einer Anlage in Wertpapiere dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung, und künftige Erträge können nicht garantiert werden. Zudem besteht das Risiko eines Verlusts des ursprünglich investierten Kapitals. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen ohne die vorherige Genehmigung der UniCredit Bank AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden.

**Hinweise an Anleger in Hongkong:** Dieser Bericht ist nur für den Vertrieb an „professionelle Anleger“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Kapitel 571, Hongkonger Gesetze) und der darunter erlassenen Regelungen vorgesehen und darf weder als Ganzes noch in Teilen für irgendeinen Zweck vervielfältigt, genutzt oder an andere Personen weitergegeben werden. Dieser Bericht stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar und darf weder als Ganzes noch in Teilen als Grundlage für Entscheidungen in Verbindung mit Verträgen oder sonstigen Verpflichtungen dienen. Indem der Empfänger diesen Bericht akzeptiert, sichert er zu und garantiert, dass er berechtigt ist, derartige Berichte entsprechend und auf Grundlage der in diesem Abschnitt „Disclaimer“ festgelegten Beschränkungen zu erhalten und diese Beschränkungen als verbindlich anzuerkennen.

**Hinweis für kanadische Anleger:** Diese Kommunikation wurde von der UniCredit Bank AG erstellt. Die UniCredit Bank AG verfügt nicht über eine eingetragene Unternehmenspräsenz in Kanada. Diese Kommunikation beinhaltet lediglich eine allgemeine Diskussion der Chancen und Risiken eines Wertpapiers bzw. von Wertpapieren, und ist in keiner Weise auf die Bedürfnisse und Verhältnisse des Empfängers zugeschnitten. Die Inhalte dieser Kommunikation dienen lediglich zu Informationszwecken. Dies stellt daher keine Beratung in Bezug auf Wertpapiere, kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar.

**Hinweis für neuseeländische Anleger:** Dieser Bericht ist nur für den Vertrieb an Wholesale-Kunden im Sinne des Financial Advisers Act 2008 („FAA“) vorgesehen. Durch Entgegennahme dieses Berichts stimmen Sie zu und erklären, dass (i) Sie ein Wholesale-Kunde gemäß FAA sind und (ii) Sie diesen Bericht nicht an irgendeine andere Person weitergeben, einschließlich (insbesondere) jener Personen, die keine Wholesale-Kunden gemäß FAA sind. Der vorliegende Bericht stellt in Bezug auf die darin erwähnten Wertpapiere und Produkte (i) kein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf von Wertpapieren gemäß dem Securities Act 1978 bzw. (ii) kein Angebot für Finanzprodukte der Emission oder zum Verkauf gemäß dem Financial Markets Conduct Act 2013 dar und bildet keinen Bestandteil solcher Angebote.

**Hinweis für österreichische Anleger:** Diese Analyse richtet sich nur an professionelle Kunden im Sinne von § 58 *Securities Supervision Act*.

**Hinweis für Anleger von Oman:** Diese Kommunikation wurde von der UniCredit Bank AG erstellt. Die UniCredit Bank AG verfügt nicht über eine eingetragene Unternehmenspräsenz in Oman und führt dort keine Bankgeschäfte durch. Des Weiteren erbringt sie keine Finanzdienstleistungen und keine Beratung in Bezug auf Wertpapiere, Produkte oder Finanzdienstleistungen in Oman, noch bietet sie diese in Oman zur Zeichnung an. Die Inhalte dieser Kommunikation richten sich an anspruchsvolle Kunden, die sich der Risiken bewusst sind, die mit Anlagen in ausländischen Wertpapieren verbunden sind. Die Inhalte stellen weder ein Angebot von Wertpapieren gemäß dem Companies Law of Oman (Royal Decree/Königlicher Erlass 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree/Königlicher Erlass 80/98) in Oman dar noch ein Angebot für den Verkauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von nicht-omanischen Wertpapieren in Oman, gemäß Artikel 139 des Executive Regulations to the Capital Market Law (vide Beschluss der Capital Market Authority von 1/2009). Diese Kommunikation wurde nicht durch die Zentralbank oder die Capital Market Authority (CMA) von Oman bewilligt und die UniCredit Bank AG unterliegt nicht deren Aufsicht.

**Hinweis für pakistanische Anleger:** Die Informationen, Kommentare und Empfehlungen bezüglich Anlagen in diesem Bericht sind keine Beratungsaktivitäten im Sinne von Unterabschnitt 1, Abschnitt 2, des pakistanischen *Securities and Exchange Ordinance*, 1969. Anlageberatung wird im Rahmen eines Anlageberatungsvertrags erteilt, der mit einem Brokerhaus, einer Vermögensverwaltungsfirma oder einer *Nicht-Depositbank* und dem Kunden abgeschlossen wird. Dieser Bericht dient ausschließlich Informationszwecken, richtet sich nur an professionelle Investoren und die in ihm enthaltenen Informationen und Einschätzungen dürfen weder in ihrer Gesamtheit noch einzeln als Grundlage für einen Vertragsabschluss, das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung oder als eine Einladung dazu betrachtet werden.

**Hinweis für polnische Anleger:** Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden im Sinne von Art. 3.39b *Trading in Financial Instruments Act* vom 29. Juli 2005 (in der jeweils gültigen Fassung). Das Unternehmen, das dieses Dokument veröffentlicht und verteilt, erklärt, dass es bei der Erstellung die erforderliche Sorgfalt walten ließ, haftet jedoch weder für dessen Vollständigkeit noch dessen Richtigkeit. Dieses Dokument ist kein Werbematerial und ist nicht als Entscheidungsgrundlage geeignet und kann eine unabhängige Beurteilung nicht ersetzen.

**Hinweis für serbische Anleger:** Diese Analyse richtet sich nur an professionelle Kunden (*profesionalni klijenti*) im Sinne von Art. 172 des *Law on Capital Markets*.

**Hinweis für Anleger im Vereinigten Königreich:** Diese Mitteilung richtet sich nur an Kunden der UniCredit Bank, die (i) Berufserfahrung auf dem Gebiet von Anlagen besitzen, oder (ii) an Personen im Sinne von Art. 49(2)(a) bis (d) („*high net worth companies, unincorporated associations, etc.*“) des *United Kingdom Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* oder (iii) an Personen, denen sie laut Gesetz übermittelt werden darf (alle diese Personen werden kollektiv als „relevante Personen“ bezeichnet). Diese Mitteilung darf Personen, die keine relevanten Personen sind, keinesfalls als Grundlage für Entscheidungen dienen. Anlagen oder Anlageaktivitäten, auf die sich diese Mitteilung bezieht, stehen nur relevante Personen zur Verfügung und werden nur mit relevanten Personen ausgeführt.

**Hinweis für zypriotische Anleger:** Dieses Dokument richtet sich nur an Kunden der UniCredit Bank im Sinne des Zweiten Anhangs (Abschnitt 2, Professionelle Kunden) zum Gesetz über die *Provision of Investment Services, the Exercise of Investment Activities, the Operation of Regulated Markets and other Related Matters* 144(I)/2007, sowie an Personen, denen es nach dem Gesetz übermittelt werden darf, weil sie die Erfahrung, das Wissen und die Sachkenntnis besitzen, um ihre eigenen Anlageentscheidungen zu treffen und die Risiken angemessen einzuschätzen, die sie eingehen (alle diese Personen werden kollektiv als „relevante Personen“ bezeichnet). Dieses Dokument darf Personen, die keine relevanten Personen sind, oder relevante Personen, die als Retail-Kunden behandelt werden wollen, in keiner Weise als Grundlage für Entscheidungen dienen. Anlagen oder Anlageaktivitäten, auf die sich diese Mitteilung bezieht, stehen nur relevante Personen zur Verfügung und werden nur mit relevanten Personen ausgeführt. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung für Personen dar, die ein solches Angebot oder eine solche Einladung nicht erhalten dürfen.

ENP d 11

## UniCredit Research\*

Erik F. Nielsen  
Group Chief Economist  
Global Head of CIB Research  
+44 207 826-1765  
erik.nielsen@unicredit.eu

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

### Cross Asset Research

#### Economics & FI/FX Research

##### European Economics

Marco Valli, Chief Eurozone Economist  
+39 02 8862-0537  
marco.valli@unicredit.eu

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

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

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

Edoardo Campanella, Economist  
+39 02 8862-0522  
edoardo.campanella@unicredit.eu

Dr. Loredana Federico, Lead Italy Economist  
+39 02 8862-0534  
loredanamaria.federico@unicredit.eu

Dr. Tobias Rühl, Economist  
+49 89 378-12560  
tobias.ruehl@unicredit.de

Chiara Silvestre, Economist  
chiara.silvestre@unicredit.eu

Dr. Thomas Strobel, Economist  
+49 89 378-13013  
thomas.strobel@unicredit.de

Daniel Vernazza, Ph.D., Lead UK Economist  
+44 207 826-7805  
daniel.vernazza@unicredit.eu

##### US Economics

Dr. Harm Bandholz, CFA, Chief US Economist  
+1 212 672-5957  
harm.bandholz@unicredit.eu

##### EEMEA Economics & FI/FX Strategy

Lubomir Mitov, Chief CEE Economist  
+44 207 826-1772  
lubomir.mitov@unicredit.eu

Dan Bucşa, Lead CEE Economist  
+44 207 826-7954  
dan.bucsa@unicredit.eu

Dumitru Vicol, Economist  
+44 207 826-6081  
dumitru.vicol@unicredit.eu

#### Global FI Strategy

Michael Rottmann, Head, FI Strategy  
+49 89 378-15121  
michael.rottmann1@unicredit.eu

Dr. Luca Cazzulani, Deputy Head, FI Strategy  
+39 02 8862-0640  
luca.cazzulani@unicredit.eu

Chiara Cremonesi, FI Strategy  
+44 207 826-1771  
chiara.cremonesi@unicredit.eu

Alessandro Giongo, FI Strategy  
+39 02 8862-0538  
alessandro.giongo@unicredit.eu

Elia Lattuga, FI Strategy  
+44 207 826-1642  
elia.lattuga@unicredit.eu

Kornelius Purps, FI Strategy  
+49 89 378-12753  
kornelius.purps@unicredit.eu

Herbert Stocker, Technical Analysis  
+49 89 378-14305  
herbert.stocker@unicredit.eu

#### Global FX Strategy

Dr. Vasileios Gkionakis, Global Head, FX Strategy  
+44 207 826-7951  
vasileios.gkionakis@unicredit.eu

Kathrin Goretzki, CFA, FX Strategy  
+44 207 826-6076  
kathrin.goretzki@unicredit.eu

Kiran Kowshik, EM FX Strategy  
+44 207 826-6080  
kiran.kowshik@unicredit.eu

Roberto Mialich, FX Strategy  
+39 02 8862-0658  
roberto.mialich@unicredit.eu

#### Cross Asset Strategy

Dr. Philip Gisdakis, Head  
+49 89 378-13228  
philip.gisdakis@unicredit.de

Marino Bucher, Technical Analysis  
+49 89 378-18148  
marino.bucher@unicredit.de

Dr. Tammo Greetfeld, Equity Strategy  
+49 89 378-18361  
tammo.greetfeld@unicredit.de

Jochen Hitzfeld, Commodity Strategy  
+49 89 378-18709  
jochen.hitzfeld@unicredit.de

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

#### Credit Strategy & Structured Credit Research

Dr. Philip Gisdakis, Head  
Credit Strategy  
+49 89 378-13228  
philip.gisdakis@unicredit.de

Dr. Christian Weber, CFA, Deputy Head  
Credit Strategy  
+49 89 378-12250  
christian.weber@unicredit.de

Dr. Tim Brunne  
Quantitative Credit Strategy  
+49 89 378-13521  
tim.brunne@unicredit.de

Holger Kapitza  
Credit Strategy & Structured Credit  
+49 89 378-28745  
holger.kapitza@unicredit.de

Dr. Stefan Kolek  
EEMEA Corporate Credits & Strategy  
+49 89 378-12495  
stefan.kolek@unicredit.de

Manuel Trojovský  
Credit Strategy & Structured Credit  
+49 89 378-14145  
manuel.trojovsky@unicredit.de

### Publication Address

**UniCredit Research**  
Corporate & Investment Banking  
UniCredit Bank AG  
Arabellastrasse 12  
D-81925 Munich  
globalresearch@unicredit.de

**Bloomberg**  
UCGR

**Internet**  
www.research.unicredit.eu

\*UniCredit Research is the joint research department of UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank London), UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank Milan), UniCredit Bank New York (UniCredit Bank NY), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), UniCredit Bank Romania. XA 31