

Vontobel

Investors' Outlook

Geschüttelt, nicht gerührt

April 2025

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Lizenz zum Ankurbeln

6 Markt-Highlights

Im Angesicht des Waffenstillstands

10 Anlageklassen im Fokus

14 Prognosen

17 Referenzen

Glossar und Quellen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autoren

Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Clémence Rusek,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 8. Mai 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

3. April 2025

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 15

Geschüttelt, nicht gerührt



—
Dan Scott
 Head Multi Asset,
 Chief Investment Officer,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Am 2. April erschütterte US-Präsident Donald Trump die Märkte mit einem überraschend hohen Zollpaket, darunter Zölle von 10% auf Waren von allen Handelspartnern und 25% auf ausländische Autos – eine deutliche Ausweitung seiner Handelsoffensive. Die lang erwarteten Details brachten kaum Beruhigung. Angesichts möglicher Verhandlungen und Gegenmassnahmen dürften die Märkte weiterhin von Volatilität geprägt bleiben.

Bereits im Vorfeld von Trumps angekündigtem «Liberation Day» sahen sich Investoren mit einer Phase der Unsicherheit konfrontiert. Der S&P 500 Index rutschte Mitte März in den Korrekturbereich und vernichtete Billionen an Marktwert, während Rezessionsängste zurückkehrten und Marktteilnehmer spekulierten, wie sich Trumps Zölle auf die Realwirtschaft, das Wirtschaftswachstum, die Inflationserwartungen und die Unternehmensgewinne auswirken könnten. Die OECD¹ hat bereits das Wachstum des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) nach unten korrigiert und dabei Handelskriege als grosse Belastung angeführt. Ohne Klarheit hinsichtlich der Zölle erteilen die Unternehmen Aufträge nur zögerlich. Der Optimismus in der Wirtschaft und insbesondere bei kleinen Unternehmen (der durch die Wahl von Donald Trump zunächst Auftrieb erhalten hatte) ist geschwunden.

Die Märkte haben ausserdem eine «grosse Rotation» in europäische und asiatische Vermögenswerte erlebt, da die Anleger nach Chancen ausserhalb der USA suchen. Die europäischen Märkte haben durch neuen Enthusiasmus, ausgelöst durch Regierungspläne zur Steigerung der Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur, Auftrieb erhalten. Allerdings wird hier aus unserer Sicht das langfristige Wachstum durch strukturelle Probleme gebremst.

Konjunkturaneize wirken zwar kurzfristig unterstützend, aber für langfristiges Wachstumspotenzial braucht es grundlegendere Reformen auf der Angebotsseite (z.B. bei den Arbeitskosten) anstelle von schuldenfinanzierten Ausgaben. Auch China unternimmt konzertierte Anstrengungen zur Belebung des Konsums im Detailhandel und zur Stabilisierung seines Wohnungsmarktes, wo schätzungsweise rund 60% der Haushaltsvermögen in Immobilien gebunden sind². Eine Erholung des Wohnungsmarktes ist unserer Ansicht nach folglich eine Voraussetzung dafür, dass die Konsumentenausgaben nennenswert ansteigen.

Die Volatilität dürfte dieses Jahr wohl kaum nachlassen. Es ist zu erwarten, dass die Märkte hypersensibel bleiben und auf jede Veränderung der Wirtschaftsdaten oder der politischen Formulierungen nervös reagieren werden. Auch wenn wir die angekündigten Zölle als Teil einer Verhandlungstaktik sehen, hat das Investment Committee der Multi Asset Boutique angesichts der unklaren Lage beschlossen, US-Aktien neutral zu gewichten und vermehrt Liquidität zu halten – in Erwartung von mindestens zwei Quartalen wirtschaftlicher Orientierungssuche.

In diesem Investors' Outlook beleuchten wir mögliche Szenarien eines Waffenstillstands zwischen Russland und der Ukraine, schauen uns den Goldpreis an und entschlüsseln Markttrends.

Durchgeschüttelt? Ja. Aber wir sind der Meinung, dass für diejenigen, die sich anpassen, aktiv diversifizieren und längerfristig denken, kein Grund besteht, in Aufruhr zu geraten.

→ Webcast

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Lizenz zum Ankurbeln







Donald Trumps Handelspolitik hat für Unruhe unter Unternehmen und Konsumenten in den USA gesorgt. Sein Konfrontationskurs gegenüber Europa, deutlich sichtbar in seinem Umgang mit der «Ukraine-Frage», war ein Weckruf für die europäischen Entscheidungsträger. Diese haben historische Konjunkturmassnahmen eingeleitet, welche die Finanzmärkte aufhorchen liessen und Anleger in den letzten Wochen veranlassten, in alternative Aktienregionen auszuweichen.

Aus makroökonomischer Sicht hat sich die Lage seit Februar verschlechtert. Die Aussichten für das US-Wachstum trüben sich ein, die wachsende Unsicherheit setzt sowohl den Industrie- als auch den Konsumsektor unter Druck. Trotzdem sind wir der Ansicht, dass die Rezessionsängste möglicherweise übertrieben sind. Die Fundamentaldaten – wie der robuste US-Arbeitsmarkt und -Konsum oder die solide Finanzlage der privaten Haushalte – sind nach wie vor stabil, und viele der neu verhängten Zölle dürften nur vorübergehend sein.

Ausserhalb der USA profitieren mehrere Länder von einer neuen Welle geld- und fiskalpolitischer Impulse – teils bereits wirksam, teils angekündigt. Deutschland, einst das

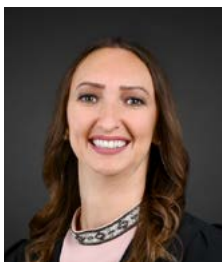
fiskalische Sorgenkind Europas, hat eine Reform seiner verfassungsrechtlichen Schuldenbremse verabschiedet und ebnet damit den Weg für eine milliarden schwere Ausgabenoffensive. Und China, die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, hat ebenfalls weitreichende Konjunkturmassnahmen für die Zukunft angekündigt. Dennoch gilt: Je länger die Unsicherheit über die Handelspolitik anhält, desto grösser das Risiko wirtschaftlicher Schäden – nicht nur für die USA, sondern weltweit. Vor diesem Hintergrund ist die abwartende Haltung der Zentralbanken zwar teilweise verständlich, allerdings wächst das Risiko – insbesondere für die US-Notenbank Fed –, durch eine verspätete Reaktion «hinter die Kurve» zu geraten. Wir teilen die Erwartung des Marktes, dass die Fed über die Inflationsängste hinwegsehen und 2025 mindestens zwei Zinssenkungen umsetzen wird – zumal die zollbedingten Wachstumsorgen zunehmen.

Unser Investment Committee bevorzugt weiterhin Aktien gegenüber Anleihen, hat jedoch die Übergewichtung in US-Aktien geschlossen. Die Details finden Sie auf Seite 5.

| | UNTERGEWICHTET | | NEUTRAL | ÜBERGEWICHTET | | |
|---|----------------|---|---|---|-------|--|
| | stark | leicht | | leicht | stark | |
| 1 Liquidität | | | |  | | Angesichts der politischen Unsicherheit haben wir unsere Liquiditätsposition erhöht und sind bereit, diese bei sich bietenden Chancen einzusetzen. |
| 2 Anleihen | |  | | | | Unsere insgesamt negative Einschätzung von Anleihen bleibt unverändert. In Hochzinsanleihen sind wir weiterhin untergewichtet, da uns die Bewertungen relativ hoch erscheinen und die aktuellen Renditeaufschläge aus unserer Sicht keine adäquate Risikoeinschätzung bieten. Unsere sonstigen Einschätzungen zu Anleihen lauten wie folgt: Wir bekräftigen unsere neutrale Haltung gegenüber Staats- und Schwellenländeranleihen und unsere negative Beurteilung von Investment-Grade-Anleihen aufgrund der unattraktiven Renditeaufschläge. |
| 3 Aktien | | | |  | | Wir halten an unserer allgemeinen Übergewichtung in Aktien fest, haben jedoch die Übergewichtung in US-Aktien geschlossen. Donald Trumps Politik des «maximalen Drucks» bei Zöllen hat bislang vor allem die US-Wirtschaft getroffen. Zudem litten hoch bewertete Technologiewerte am stärksten – trotz stabiler Gewinnerwartungen. Auch wenn viele Bewertungen auf ein tieferes Niveau zurückgekommen sind, bleiben sie erhöht und anfällig für weitere politische und wirtschaftliche Unsicherheiten. Unsere Übergewichtung in Schwellenländeraktien behalten wir hingegen bei. Die Bewertungen sind unseres Erachtens im Vergleich attraktiver. Sie profitieren von einem schwächeren US-Dollar, und die Stimmung gegenüber China hat sich nach dem «Deepseek-Moment» verbessert. Für Schweizer, japanische und europäische Aktien bleiben wir neutral. |
| 4 Gold | | |  | | | Gold bewegte sich über weite Strecken des Jahres 2024 im Einklang mit risikoreicheren Anlagen wie US-Aktien. Dann kam 2025. Mitte März durchbrach der Goldpreis die wichtige Marke von USD 3000 pro Unze. Ein Grossteil dieser Bewegung dürfte durch die unsichere (geo)politische Lage und die Befürchtung eines Handelskriegs ausgelöst worden sein. Der schwächere US-Dollar könnte ebenfalls eine Rolle gespielt haben, obwohl der Zusammenhang zwischen Gold und traditionellen makroökonomischen Faktoren zunehmend schwerer vorherzusagen ist. Eine zentrale Frage ist, ob die Zentralbanken nach ihrer Goldkauf-Offensive im Jahr 2024 auch weiterhin Gold kaufen werden. Aktuell deuten die jüngsten verfügbaren Daten noch auf eine positive Nachfrage der Zentralbanken hin, obwohl einige von ihnen offenbar etwas weniger kaufen. Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung. |
| 5 Rohstoffe | | |  | | | Die globale Industrieproduktion expandierte im vergangenen Monat weiter, führende Volkswirtschaften kündigten neue Konjunkturpakete an, und der US-Dollar schwächte sich ab. Zusammen mit den zollbedingten Liefersorgen ergibt sich daraus ein recht vielversprechendes Umfeld für diese zyklische Anlageklasse. Der Aufwärtstrend der Rohstoffmärkte kann aber nur andauern, wenn die reale Nachfrage mit der Sorge um das Angebot mithält. Das heisst, die Wirtschaft muss weiter wachsen, und die Politik der Trump-Regierung darf nicht zu einer Rezession führen. Wir bleiben gegenüber Rohstoffen neutral eingestellt. |
| 6 Alternative Strategien | | |  | | | Für alternative Fonds und Immobilien halten wir an unserer neutralen Einschätzung fest. |

Im Angesicht des Waffenstillstands

Der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine dauert nun schon drei Jahre. Mit der Rückkehr von Donald Trump ins Weisse Haus rückt ein möglicher Waffenstillstand zunehmend in den Fokus. Die europäischen Aktienmärkte haben positiv reagiert und begonnen, einen optimistischeren Ausblick einzupreisen. Aber was würde ein Waffenstillstand für Europa bedeuten? Wir untersuchen die möglichen Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft und die Aktienmärkte der Region.



—
Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

«Ich werde den dritten Weltkrieg verhindern, und zwar ganz einfach [...] Den katastrophalen Krieg zwischen Russland und der Ukraine werde ich beenden. Und dafür werde ich nicht mehr als einen Tag brauchen.»⁴ Im Wahlkampf versprach Donald Trump mehrfach, er könne den Krieg zwischen Russland und der Ukraine innerhalb von 24 Stunden beenden. Seitdem hat er allerdings eingestanden, dass eine Lösung dieses Konflikts womöglich komplizierter ist als ursprünglich angenommen. Der Zeitplan bleibt unklar, unseres Erachtens wird es aber letztlich zu einem Waffenstillstand kommen.

Um die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen zu beurteilen, muss man zwischen einem Waffenstillstand und einem Friedensabkommen unterscheiden. Ein Waffenstillstand ist keine abschliessende Lösung, sondern vielmehr ein erster Schritt zur Unterbrechung der Kampfhandlungen, der eine Gelegenheit für Friedensverhandlungen schafft. Derzeit konzentrieren sich die diplomatischen Bemühungen auf diesen ersten Schritt.

Ein Waffenstillstand würde eine teilweise Lösung des Konflikts ermöglichen, einige Unsicherheiten blieben jedoch bestehen. Im optimistischsten Szenario würde ein

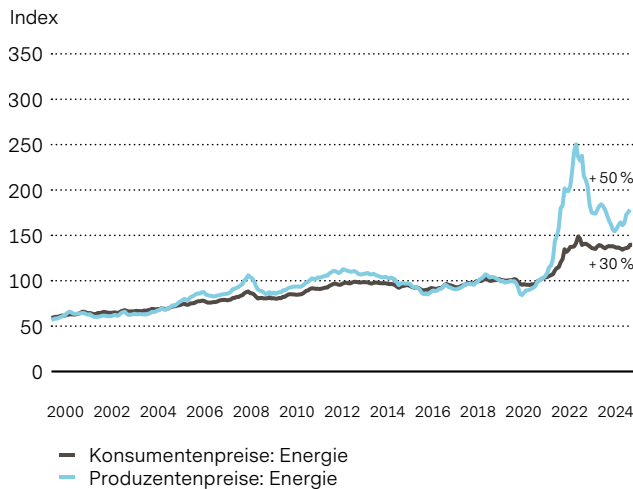
umfassender Friedensvertrag unterzeichnet, der langfristig für Stabilität sorgt. Das wäre mit grösseren Vorteilen für Europas Wirtschaft verbunden. Bis eines solches Abkommen unterzeichnungsreif ist, könnte es allerdings dauern.

Warum sind wir zuversichtlich, dass es in den kommenden Monaten zu einem Waffenstillstand kommt? Alle involvierten Parteien sind nicht nur kriegsmüde, sondern haben jeweils ihre eigenen Motive für eine Wiederherstellung des Friedens in der Region. Für die USA könnten geringere Militärhilfen an die Ukraine eine gewisse Entlastung des Haushalts bedeuten und Ressourcen für andere Prioritäten freisetzen. Aus politischer Sicht könnte sich Donald Trump mit einem Waffenstillstand als Friedensbringer positionieren und möglicherweise seine Beliebtheit im eigenen Land steigern. Ausserdem könnte eine Wiederaufnahme der Rohstofflieferungen, insbesondere von Energie, zu Preissenkungen beitragen – eines der erklärten Ziele der Regierung Trump.

In Europa hat die Unterstützung für die Ukraine in der Öffentlichkeit nachgelassen⁵. Gleichzeitig steigt der Druck, militärische Ressourcen anderweitig einzusetzen. Die europäischen Staaten bleiben aus strategischen Gründen an der Seite der Ukraine. Doch viele halten eine Deeskalation für notwendig, um interne politische und wirtschaftliche Herausforderungen zu bewältigen.

Für Russland könnte die Lage etwas komplizierter sein. Der jüngste Ansatz von Präsident Putin lässt vermuten, dass Russland versuchen könnte, die Verhandlungen in die Länge zu ziehen, um sich weitere Gebiete und Zugeständnisse von den USA und der Ukraine zu sichern⁶. Allerdings spielen auch innere Faktoren eine Rolle. Der Krieg wird in Russland immer unpopulärer⁷. Nach einem anfänglichen Wirtschaftsboom durch den Krieg kämpft Russland nun mit einer hohen Teuerungsrate und Zinssätzen von mehr als 20%. Ein Waffenstillstand könnte die finanziellen Ressourcen schonen, während Putin das Ergebnis als strategischen Sieg feiern könnte.

Grafik 1: Die Preise in Europa sind gesunken, liegen aber weiter über Vorkriegsniveau



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. März 2025.

Wir haben fünf zentrale Wirtschaftskanäle identifiziert, über die sich eine Lösung des Konflikts auf Europa auswirken könnte:

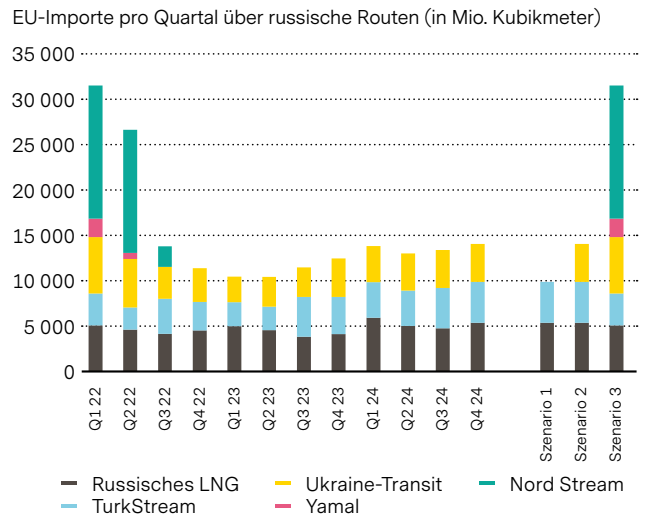
1. Tiefere Energiepreise

Niedrigere Energiepreise sind sicherlich der wichtigste wirtschaftliche Vorteil, der aus einem Waffenstillstand resultieren könnte. Nach dem Einmarsch Russlands legten die Energiepreise in Europa aufgrund von Angebotsstörungen und einer steigenden geopolitischen Risikoprämie kräftig zu. Zwar haben sich die Preise seither stabilisiert, doch liegen sie sowohl auf Konsumenten- als auch auf Produzentenseite immer noch deutlich über dem Durchschnitt vor der Invasion (Grafik 1).

Ein Rückgang der Energiepreise, möglicherweise gestützt durch die Wiederaufnahme direkter Lieferungen aus Russland nach Europa, könnte die Konsumausgaben und das Wirtschaftswachstum ankurbeln. Das Ausmass der Preissenkungen hängt allerdings von der Angebotsentwicklung ab, womit sich eine entscheidende Frage stellt: Inwieweit könnten die direkten Lieferungen aus Russland wieder aufgenommen werden und wie stark könnten die Preise fallen?

Die Exporteure von russischem Rohöl konnten ihre Tanker bereits an Raffinerien in asiatischen Ländern umleiten, welche die westlichen Sanktionen nicht anerkennen. Folglich ist der geopolitische Risikoaufschlag im Zusammenhang mit dem Russland-Ukraine-Krieg bei den Rohölpreisen bereits zurückgegangen. Zwar belegte die Europäische Union russisches Rohöl mit Sanktionen, sah jedoch von ähnlichen Blockaden für russisches Gas ab. Stattdessen hat Europa erhebliche Schritte unternommen, um seine Abhängigkeit von russischem Gas zu reduzieren. Von den fünf Pipelinerouten, die Europa vormals versorgten, ist heute nur noch die Route über die Türkei in Betrieb. Um dies zu kompensieren, schwenkte Europa auf Flüssigerdgas (LNG) von Lieferanten wie den USA, Norwegen und Katar um. Allerdings kauften die

Grafik 2: Wie könnte die Energiebeziehung zwischen Russland und der EU künftig aussehen?



Quelle: Entsog, GIE, Bloomberg, Bruegel, Vontobel. Daten per 4. Quartal 2024.

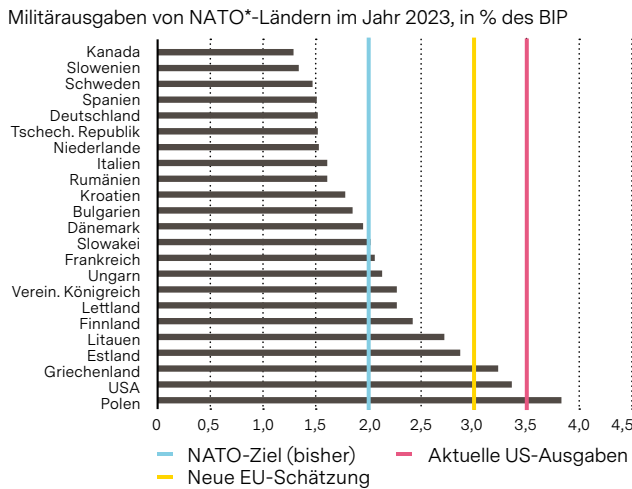
Europäer auch weiter russisches LNG, und das zu einem deutlich höheren Aufschlag⁸.

Es ist verlockend, eine Wiederaufnahme der Pipelinelieferungen einzupreisen. Aus politischer und wirtschaftlicher Sicht wäre das unseres Erachtens jedoch gewagt. Einige Pipelines wurden beschädigt und die meisten europäischen Regierungschefs wollen eine erneute Abhängigkeit von russischem Pipelinegas vermeiden. Wenn es nach Trump geht, sollen die Europäer mehr LNG aus den USA kaufen. Dies könnte er als Hebel in künftigen Handelsgesprächen nutzen. Auch Russland könnte LNG den Pipelines aus wirtschaftlichen Gründen vorziehen, denn damit lassen sich höhere Erträge erzielen.

Wir umreissen drei Szenarien für die künftigen Lieferungen von russischem Gas nach Europa (Grafik 2). Im ersten Szenario wird der Status quo mit einem unveränderten Niveau der Gaslieferungen beibehalten. Das zweite Szenario beinhaltet eine teilweise Wiederaufnahme, sodass die Pipelinelieferungen durch die Ukraine wieder das Niveau von 2024 erreichen. Das dritte Szenario stellt das optimistischste Ergebnis dar: eine vollständige Wiederaufnahme der Gaslieferungen. Hierbei würde der Gastransport durch die Ukraine wieder aufgenommen und beschädigte Infrastruktur wie die Pipelines Nord Stream 1 und Yamal repariert werden.

Nur das dritte Szenario hätte vermutlich genug Einfluss auf die europäischen Gaspreise, um sie wieder auf Vorkriegsniveau zu drücken. Doch wer würde am meisten von sinkenden Gaspreisen profitieren? Den grössten Nutzen hätten Konsumenten und zyklische Sektoren sowie Länder wie Deutschland und Frankreich. Defensive Märkte wie die Schweiz und Energieproduzenten würden hingegen weniger stark profitieren. Angesichts der aktuellen Lage ist es aus unserer Sicht jedoch fraglich, ob die europäischen Politiker in naher Zukunft bereit wären, zu einem Vorkriegsszenario zurückzukehren.

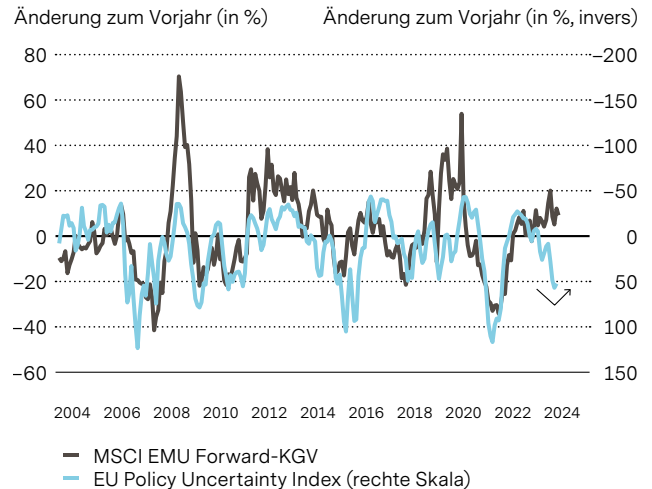
Grafk 3: Europa erhöht seine Verteidigungsausgaben



*North Atlantic Treaty Organization. Militärbündnis, gegründet im Jahr 1949, bestehend aus Ländern aus Nordamerika und Europa, mit dem Ziel der kollektiven Verteidigung.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 31. Dezember 2023.

Grafk 4: Nachlassende politische Unsicherheit in Europa könnte Bewertungen von EWU-Aktien beflügeln



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. März 2025.

2. Investitionen in den Wiederaufbau der Ukraine

Nach dem Energiebereich ist der Wiederaufbau der Ukraine ein zentraler Schwerpunkt. Für die Wiederherstellung der vom Krieg betroffenen Gebiete bedarf es erheblicher Investitionen, die auf USD 155 Milliarden⁹ bis USD 486 Milliarden¹⁰ über 10 Jahre geschätzt werden. Die endgültigen Kosten werden davon abhängen, welche Gebiete die Ukraine letztlich behält, schliesslich ist ein Grossteil der von Russland besetzten Regionen zerstört. Darüber hinaus werden viele Industriezweige möglicherweise nie wieder die Kapazität der Vorkriegszeit erreichen. Somit schätzen die meisten Analysten die jährlichen Kosten für den Wiederaufbau eher auf USD 10 bis 20 Milliarden¹¹. Das entspricht lediglich etwa 0,5 bis 1% der aktuellen jährlichen EU-Ausgaben für Bauprojekte. Entscheidend ist auch, ob eine künftige Vereinbarung den freien Transit durch die Schwarzmeerhäfen der Ukraine garantiert. Das Fehlen eines unbeschränkten Zugangs zu dieser wichtigen Handelsroute könnte die Europäer von Investitionen abschrecken.

3. Verlagerung der europäischen Militärausgaben

Der Rüstungssektor ist ein weiterer Bereich, der zunehmend die Aufmerksamkeit auf sich zieht. Der jüngste Rückzug der USA aus der europäischen Militärlandschaft hat die europäischen Regierungschefs dazu bewogen, ihre eigenen Rüstungsbudgets aufzustocken. Anfang März schlug die EU einen Plan zur Lockerung der Haushaltsregeln vor und präsentierte ein EUR 800 Milliarden schweres Programm zur Stärkung der militärischen Fähigkeiten. Kurz darauf kündigte Deutschland an, zusätzlich EUR 500 Milliarden in Infrastruktur und Militär investieren zu wollen. Unter der Annahme einer schrittweisen Umsetzung dieser Massnahmen könnten sich die europäischen Verteidigungsausgaben in den nächsten zwei bis drei Jahren der Marke von 3% des BIP nähern (Grafk 3). Falls diese militärbezogenen Investitionen auf die inländische Rüstungsproduktion ausgerichtet werden, könnte diese

Ausgabensteigerung die Konjunktur in Europa ankurbeln. Das gilt besonders für Länder mit geringeren Haushaltsdefiziten wie Deutschland. Unterm Strich könnten die geopolitischen Veränderungen den Beginn einer weitreichenderen europäischen Integration markieren.

4. Vertrauen – Stimmung hellt sich auf

Der Kriegsausbruch im Jahr 2022 bewirkte einen Einbruch des Konsumentenvertrauens in Europa. Dazu kamen eine erhöhte geopolitische Unsicherheit sowie der steigende Inflationsdruck. Seitdem haben sich das Vertrauen und der Geopolitical Risk Index im Zusammenhang mit der Ukraine zwar erholt, doch verharren beide Faktoren unter ihrem Vorkriegsniveau. Das schlägt sich nieder in erhöhten Sparquoten. Somit liesse sich vermuten, dass ein Waffenstillstand zu einem leichten Anstieg des Vertrauens führen würde, was wiederum die Konsumausgaben stützen könnte (Grafk 4).

5. Rückkehr ukrainischer Flüchtlinge

Per Januar 2025 wurde rund 4,3 Millionen ukrainischen Flüchtlingen unter dem entsprechenden EU-Programm vorübergehender Schutz gewährt. Der Grossteil von ihnen war in Deutschland und Polen registriert¹². Studien zufolge erhöhte sich dadurch das Angebot an Arbeitskräften und die potenzielle Wirtschaftsleistung in der EU bislang um 0,2 bis 0,3%. Gleichzeitig stiegen aufgrund dessen aber auch die Ausgaben der öffentlichen Hand¹³. Mit einer Rückkehr von Flüchtlingen in die Ukraine könnte sich dieser Trend umkehren. Allerdings dürften die künftigen Migrationsmuster sowohl von den Bedingungen als auch der Wahrnehmung eines etwaigen Friedensvertrags abhängen. Darüber hinaus haben sich viele Ukrainer in ihren Gastländern eine neue Existenz aufgebaut. Laut Umfragen sind etwa 11% der Flüchtlinge bereits zurückgekehrt und 35% planen eine Rückkehr, wenn der Krieg zu Ende ist¹⁴.



Die potenzielle Auswirkung auf europäische Aktien

Werfen wir einen Blick auf die möglichen Auswirkungen für die Märkte und für europäische Aktien. Schaut man sich die Korrelation zwischen einzelnen Marktsegmenten und der Wahrscheinlichkeit eines Waffenstillstands¹⁵ an, dann weisen das Baugewerbe und der Materialsektor die stärkste positive Beziehung auf. Daneben sind auch zyklische Sektoren wie Fluggesellschaften und der Finanzsektor positiv korreliert, während defensive Bereiche wie Gesundheitswesen und Telekommunikation eher eine negative Korrelation aufweisen. Der Rüstungssektor korreliert historisch gesehen zwar negativ mit steigenden Wahrscheinlichkeiten für einen Waffenstillstand, doch sollte diese Branche auch künftig von den jüngsten Entwicklungen bei den europäischen Rüstungsausgaben profitieren.

Die Bewertungen von Aktien der Europäischen Währungsunion (EWU) sind deutlich gestiegen und ihre Kurs-Gewinn-Verhältnisse liegen nun über dem Vorkriegsniveau. Im Vergleich zu US-Aktien werden sie indes immer noch zu einem Abschlag gehandelt, auch wenn sich diese Bewertungslücke seit Jahresbeginn deutlich verringert hat. Analysiert man die Kursentwicklung im bisherigen Jahresverlauf, ist die Hausse nicht nur besseren Fundamentaldaten wie den steigenden Einkaufsmanagerindizes (PMI)¹⁶ für die EU und die Welt oder einer starken Berichtssaison für das 4. Quartal geschuldet. Ein Grossteil der Gewinne lässt sich scheinbar dem gestiegenen Optimismus in Bezug auf das Wachstum in Europa zuschreiben. Dieser stützt sich auf höhere Militärausgaben, Haushaltsinitiativen und die Hoffnungen auf einen Waffenstillstand.

Unseres Erachtens ist der Optimismus im Zusammenhang mit einem Waffenstillstand bei europäischen Aktien bereits überwiegend eingepreist. Das gilt vor allem für Sektoren, die am stärksten mit der Wahrscheinlichkeit

eines Waffenstillstands korreliert sind. Der erwartete Effekt eines möglichen Friedensvertrags auf die Gesamtgewinne – zumindest für das Jahr 2025 – dürfte unseres Erachtens nach wie vor relativ gering sein.

Potenzielle Impulse für eine anhaltende Outperformance europäischer Aktien dürften eher von einer Neubewertung und einer optimistischeren Stimmung als von einer kräftigen Gewinnentwicklung ausgehen. Wie in Grafik 5 zu sehen ist, besteht noch mehr Spielraum für ein Nachlassen der wirtschaftspolitischen Unsicherheit in Europa. In der Vergangenheit sorgte dies ebenfalls für höhere Bewertungen. Die Unsicherheit rund um die US-Handelspolitik bleibt indes hoch und könnte auch die Vermögenswerte in Europa beeinflussen.

Fazit: Ein Waffenstillstand könnte der europäischen Wirtschaft leichten Auftrieb verleihen, doch nur ein umfassender Friedensvertrag würde unserer Ansicht nach eine solide Grundlage für Investitionen schaffen. Ein dauerhaftes Abkommen würde vermutlich die Investitionen ankurbeln, Handelsrouten wieder aufleben lassen, das Energieangebot normalisieren und letztlich das Wirtschaftswachstum antreiben. Der Gesamteffekt wird in erster Linie von den konkreten Bedingungen des Abkommens abhängen. Sekundäreffekte, wie eine bessere Stimmung und ein nachlassendes Gefühl der Unsicherheit, sind unter Umständen von grösserer Bedeutung für eine positive Kursentwicklung europäischer Aktien. Höhere Staatsausgaben dürften dem Wachstum in Europa künftig ebenfalls zuträglich sein. Allerdings gilt es, die weitere Entwicklung der US-Zollpläne genau im Auge zu behalten.

Skyfall: schwindende Zuversicht



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Die Zölle sind derzeit hauptverantwortlich für die wirtschaftliche Unsicherheit, wobei rekordhohe Handelsbedenken sowohl die Unternehmensstimmung als auch das Konsumentenvertrauen belasten. Im Gegensatz zu 2017 stehen nun Zölle im Vordergrund, während Unklarheit über künftige politische Veränderungen herrscht. Die Marktteilnehmer gehen von einem geringeren Wachstum und von mehreren Zinssenkungen der US-Notenbank Fed aus. Der Endzinssatz dürfte bei knapp unter 3,75% liegen (Grafik 1).

Vorerst bleiben Zölle die grösste Unbekannte. Die wichtigsten Fragen lauten: Wie weitreichend und wie hoch werden sie ausfallen? Die Situation wird mit jedem Tag komplexer und verstärkt die Unsicherheit in einem schon jetzt instabilen wirtschaftlichen Umfeld. Der Trade Policy Uncertainty Index, der die Erwähnungen in den Nachrichten verfolgt, weist auf sehr viel Verunsicherung hin. Die aktuellen Indexstände übertreffen diejenigen aus der ersten Amtszeit von Trump¹⁷. So ist die allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit viermal höher als gewöhnlich der Fall, die handelsbezogene Unsicherheit sogar 25-mal höher. Leider deutet kaum etwas darauf hin, dass bald Klarheit herrschen wird. Der Handelskrieg scheint sich zu verschärfen und hinzuziehen, was sowohl die Unternehmens-

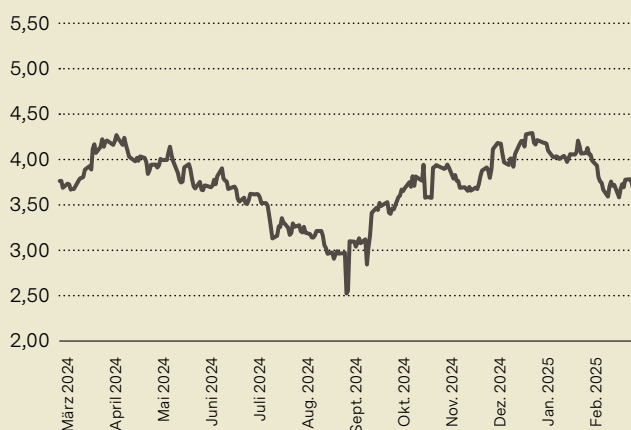
stimmung als auch das Konsumentenvertrauen weiter schwächen wird. In einem solchen Klima könnten Unternehmen ihre Investitionen aufschieben und die Konsumenten sparsamer werden, was den Gegenwind für das Wachstum weiter verstärken würde.

Abgesehen von den direkten Auswirkungen der Zölle droht die anhaltende Unsicherheit, die US-Wirtschaft in stürmische Gewässer zu führen. Verstärkt wird dieser Eindruck dadurch, dass der sich ändernde Ton der Trump-Regierung eine grössere Toleranz für kurzfristige wirtschaftliche Verwerfungen vermuten lässt, um langfristige politische Ziele zu verfolgen. Im Gegensatz zu 2017, als Deregulierung und Steuersenkungen wichtiger waren als Zölle, kehrt die aktuelle Strategie den Spieß um: Zölle zuerst, während zukünftige Reformen ungewiss bleiben.

Trotz der zunehmenden Aktienmarktvolatilität und der politischen Unsicherheit bleiben die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Unternehmensanleihen bemerkenswert eng, und zwar nahe historischen Tiefstständen (Grafik 2). Dies widerspricht der Theorie von Merton¹⁸, wonach mehr Volatilität zu grösseren Renditeaufschlägen führen sollte. Gemäss seinem strukturellen Kreditrisikoframework kann eine Unternehmensanleihe als Staatsanleihe plus eine Short-Put-Option auf die Assets des Emittenten erachtet werden. Theoretisch bedeutet dies, dass eine zunehmende Volatilität den Wert dieser Put-Option steigern, den Preis der Anleihe senken und die Renditeaufschläge entsprechend dem höheren Ausfallrisiko ausweiten sollte. In Zeiten von Marktstress setzen fallende Aktienkurse und eine deutlich höhere Volatilität die Unternehmensanleihen gewöhnlich unter Druck. Bislang haben sich die Renditeaufschläge aber kaum bewegt.

Grafik 1: Markterwartungen in Bezug auf Endzinssatz der Fed sind zurückgegangen

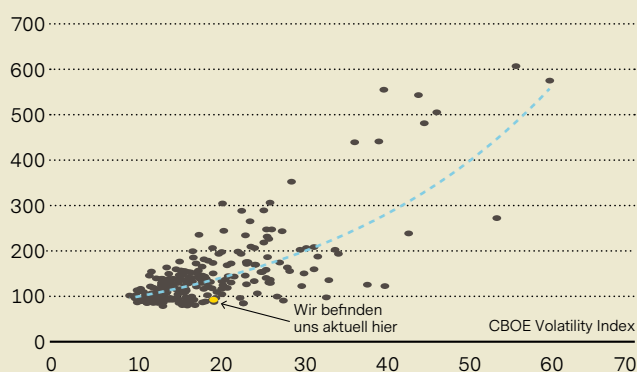
In Bp.



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. März 2025.

Grafik 2: Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen sind unerwartet eng

Renditeaufschlag US-Investment-Grade-Anleihen, bereinigt (in Bp.)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. März 2025.

US-Exzeptionalismus auf Pause



—
Mario Montagnani
 Senior Investment Strategist,
 Multi Asset Boutique, Vontobel

Nur 10 Wochen nach Amtsantritt wachsen an den Märkten die Sorgen über Donald Trumps Politik. Die Zölle vom 2. April fielen höher und umfassender aus als erwartet. Zwar wurden einige Effekte bereits seit Februar eingepreist, doch Unsicherheiten über Dauer, Gegenzölle und gesamtwirtschaftliche Folgen bleiben bestehen. Angesichts erwarteter mittelfristiger Volatilität stufen wir US-Aktien von übergewichtet auf neutral herab.

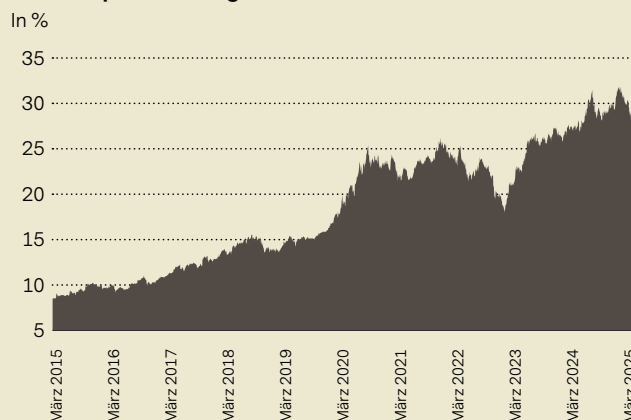
Im März öffnete sich die Schere zwischen US- und globalen Aktienmärkten weiter – bedingt durch drei wesentliche Einflussfaktoren. Erstens: Nach anfänglichem Optimismus rücken mögliche Risiken der Trump-Politik, vor allem Zölle, in den Fokus. Sorgen gelten sinkendem Konsumvertrauen, höherer Inflation (weniger Spielraum für Zinssenkungen der US-Notenbank Fed) und Investitionszurückhaltung – mit potenziellen Rezessions- oder Stagflationsfolgen. Am 2. April eskalierten die Ängste: Die vorgeschlagenen Zölle könnten den gewichteten Durchschnittssatz auf US-Importe von 2,5% (Ende 2024) auf 24% anheben – ein Niveau wie zuletzt in den 1920er Jahren.

Zweitens schwächeln Aktien in den Bereichen Technologie und künstliche Intelligenz (KI) – bislang tragende Säulen der US-Märkte (Grafik 1). Chinesische KI-Fortschritte haben das Vertrauen in die US-Dominanz, vor allem bei der Monetarisierung von Investitionen, erschüttert (Grafik 2). Zusammen mit schwächeren Gewinnprognosen und hohen Bewertungen führt das zu Bewertungsdruck. Drittens fördern Europas Verteidigungsausgaben und Chinas Konjunkturmassnahmen eine regionale Umschichtung zugunsten europäischer und chinesischer Aktien.

Ist der US-Exzeptionalismus vorbei? Wir glauben nicht, aber diese Unsicherheiten setzen ihn vorerst aus. Die Gewinnprognosen für 2025 sind seit November kaum angepasst – da gibt es Spielraum. Der Fokus liegt auf Margendruck und Preissetzungsmacht. Das belastet die Bewertungen, die trotz März-Korrektur noch über dem Schnitt liegen. Ein neuer Impuls ist nötig – bei stabilen Fundamentaldaten.

Trotz Vorsicht bei US-Aktien halten wir sie fundamental für solide. Wenn Klarheit bei den Zöllen einkehrt, könnte die Dynamik zurückkehren. Wir bevorzugen jedoch Schwellenländer, besonders China: ein schwächerer Dollar, politische Impulse und attraktive Bewertungen dürften unserer Meinung nach chinesische Aktien stützen. Erholungssignale zeigen sich bei Immobilien, Konsum und Industrie.

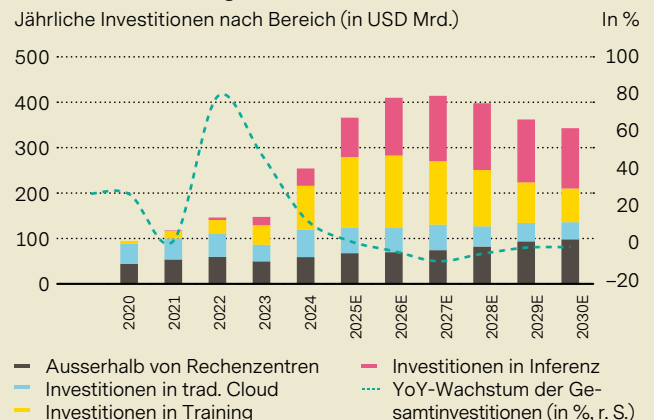
Grafik 1: Anteil der Magnificent 7* an der Gesamtmärktkapitalisierung des S&P 500



*Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Tesla, Alphabet and Meta.

Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 21. März 2025.

Grafik 2: Investitionen der führenden globalen Hyper-scaler*: Fokus verlagert sich auf Inferenz-Rechenzentren**



*Microsoft, Meta, Alphabet, Amazon, Oracle, Apple, Alibaba, Tencent

**Inferenz-Rechenzentren konzentrieren sich auf die Verarbeitung und Bereitstellung von Echtzeitprognosen auf Basis trainierter Modelle, während sich Trainings-Rechenzentren der rechenintensiven Aufgabe widmen, diese Modelle zu erstellen und zu aktualisieren.

Quelle: Vontobel, Bloomberg. Daten per 21. März 2025.

Dr. Nachfrage



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Im vergangenen Monat stieg die globale Produktion weiter an, bedeutende Volkswirtschaften kündigten Konjunkturpakete an, und der US-Dollar gab nach. Fügt man die Bedenken hinsichtlich der Angebotssituation im Zusammenhang mit Zöllen hinzu, ergibt sich ein Umfeld, das vielversprechend für eine zyklische Anlageklasse wie Rohstoffe scheint – richtig?

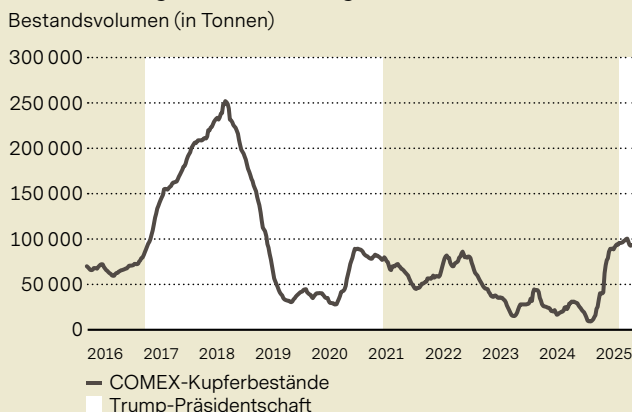
Tatsächlich entwickelten sich die Rohstoffpreise uneinheitlich. Der Rohölpreis fiel um weitere 5%, nachdem die Organisation der Erdöl exportierenden Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) angekündigt hatten, ab April einen Teil ihrer freiwilligen Produktionskürzungen auslaufen zu lassen. Die Aussicht auf ein höheres Angebot traf auf Befürchtungen, dass die Nachfrage in diesem Jahr schwächer ausfallen könnte als erwartet, insbesondere aufgrund der negativen Auswirkungen des Handelskriegs auf das globale Wachstum. Mit steigenden Fördermengen der OPEC+ und Nachfragerisiken dürften die Ölpreise in einer Spanne von etwa USD 65 bis 72 pro Barrel bleiben. Das grösste Aufwärtsrisiko bleibt Trumps Iran-Strategie. Nachdem es ihm gelungen ist, «die Ölpreise runterzubringen», besteht die Gefahr, dass er (ähnlich wie 2018) zu einer aggressiveren Politik gegenüber dem Iran zurückkehrt. Eine totale Konfrontation halten wir

jedoch nicht für das wahrscheinlichste Szenario, da dies seinem Ziel, die Ölpreise bei oder unter USD 50 pro Barrel zu halten, zuwiderlaufen würde.

Industrie- und Edelmetalle haben sich sehr gut entwickelt. Der Aufschwung bei den Industriemetallen war jedoch eher auf die verhängten oder angedrohten Zölle (z. B. auf Stahl, Aluminium und Kupfer) als auf eine starke Konsumentennachfrage zurückzuführen. Dies führte zu einer Entkopplung vieler Märkte, da die Händler sich beeilten, die Metalle in die US-Lagerhäuser zu transportieren (Grafik 1). China kündigte neue Konjunkturpakete an, setzte den Fokus dabei jedoch hauptsächlich auf die Stimulierung des privaten Konsums und weniger auf den für die Metallnachfrage wichtigen Wohnungsmarkt. Die in Europa geplanten Massnahmen (z. B. bei Infrastruktur und Verteidigung) könnten die Metallnachfrage ankurbeln, dürften sich jedoch wahrscheinlich über mehrere Jahre hinweg entfalten.

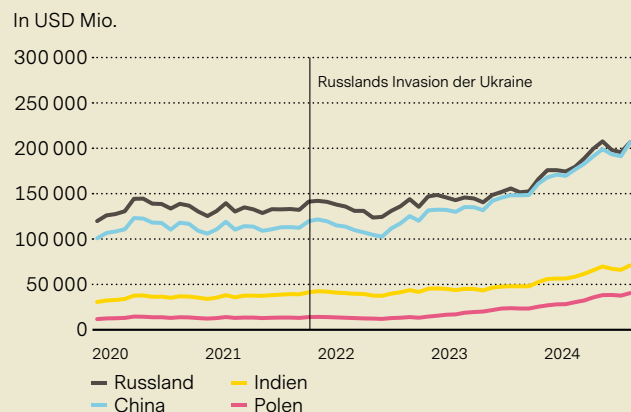
Gold hat besonders geblüht. Mitte März durchbrach es die psychologisch wichtige Marke von USD 3000 pro Feinunze, angetrieben von (geo)politischen und handelspolitischen Unsicherheiten sowie einem schwächeren US-Dollar. Während viele unserer Annahmen (schwächerer Dollar, reale Renditen und eine US-Notenbank, die die Zinsen möglicherweise stärker senken muss als derzeit eingepreist) für einen weiteren Aufwärtstrend sprechen, ist die richtige Beantwortung der «Zentralbankfrage» entscheidend. Es bleibt abzuwarten, ob die Zentralbanken an Gold festhalten werden, nachdem sie bereits 2024 eine Kaufwelle ausgelöst haben. Derzeit deuten die jüngsten verfügbaren Daten auf eine weiterhin positive Nachfrage hin (Grafik 2).

Grafik 1: Das grosse Hamstern: Handelskriegssorgen lassen US-Lagerbestände steigen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per März 2025.

Grafik 2: Zentralbanknachfrage nach Gold bleibt vorerst intakt



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Januar 2025.

Der Dollar ist nicht genug



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Vierzig Jahre nach dem Plaza-Abkommen wird über ein neues «Mar-a-Lago-Abkommen» zur Schwächung des Dollars diskutiert – mit dem Ziel, die US-Produktion zu beleben und fiskalische Probleme zu beheben. Kritiker warnen jedoch, dass ein solcher Schritt die globalen Märkte destabilisieren, das Vertrauen in US-Staatsanleihen untergraben und internationale Bündnisse gefährden könnte. Wäre eine verantwortungsvolle Finanzreform nicht die sicherere Alternative?

Das Plaza-Abkommen von 1985, geschlossen im New Yorker Plaza Hotel, markierte einen Wendepunkt in der wirtschaftlichen Zusammenarbeit. Die führenden Volkswirtschaften einigten sich darauf, den Dollar zu schwächen, um die Wettbewerbsfähigkeit der USA zu stärken. Nun kursieren Gerüchte über ein mögliches Mar-a-Lago-Abkommen kursieren – einen ähnlichen Plan zur Abwertung des Dollars, um die US-Produktion zu unterstützen. Der vorgeschlagene Plan sieht vor, dass die USA ihre Partner dazu drängen, den Dollar zu schwächen, indem sie Dollar und US-Staatsanleihen verkaufen und die verbleibenden Bestände in langfristige Anleihen umschichten, möglicherweise sogar in hundertjährige Anleihen. Die USA würden ihre Zölle senken, könnten jedoch bei Nichteinhaltung mit einer Kürzung der militärischen Unterstützung drohen.

Aber: Können die USA ihre Industrieproduktion ohne wirtschaftliche Verwerfungen wiederbeleben? Wird die Abkehr von der Globalisierung die Inflation anheizen? Und könnte der Druck auf andere Länder dazu führen, dass diese ihre Wirtschaftsbeziehungen mit den USA reduzieren – und damit letztlich die Tragfähigkeit des Abkommens untergraben? Kritiker betonen, dass ein starker US-Dollar auch Vorteile haben kann: Er senkt die Finanzierungskosten und stärkt das internationale Ansehen der USA. Handelsdefizite können helfen, eine Überhitzung der Wirtschaft zu vermeiden. Eine anhaltende Schwächung des Dollars würde weitreichende wirtschaftspolitische Kurswechsel erfordern. Ein Mar-a-Lago-Abkommen könnte den Dollar und die US-Staatsanleihen destabilisieren, was für eine Finanzreform als stabilere Alternative zu einer aggressiven Handelspolitik sprechen könnte.

Der Euro/US-Dollar-Kurs hatte eine Zeit lang an Schwung verloren, doch das Blatt wendet sich. Eine Abschwächung der US-Wirtschaft hat den Euro seit seinen Tiefständen zu Jahresbeginn um 6% aufwerten lassen (Grafik 1). Gleichzeitig stellt Europa seine Fiskalpolitik um, um das Wachstum anzukurbeln und dem Euro den nötigen Impuls zu verleihen. Diese Massnahmen stärken seine langfristige Attraktivität. In Kombination mit einer schwächeren US-Wirtschaft verändert sich der Ausblick für den Euro/US-Dollar-Kurs. All dies stützt den Euro und belastet den Dollar (Grafik 2), was dem Schweizer Franken zugutekommt. Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) ergibt sich daraus eine neue Ausgangslage: Während ein starker Franken bislang half, die Inflation durch günstigere Importe zu dämpfen, könnte die SNB ihre Strategie nun überdenken – insbesondere angesichts einer stabilisierten Teuerung.

Grafik 1: Der Euro hat seit seinem Tiefstand im Januar über 6% an Wert gewonnen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. März 2025.

Grafik 2: Der US-Dollar hat seit seinem Höchststand im Januar nahezu 6% an Wert eingebüsst



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. März 2025.

14 Prognosen

Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2024 sowie Konsensprognosen für 2025 und 2026 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

| BIP (IN %) | 2024¹ | AKTUELL² | KONSENS 2025 | KONSENS 2026 | |
|-------------------|-------------------------|----------------------------|---------------------|---------------------|--|
| Global (G20) | 3,0 | 2,9 | 2,6 | 2,6 | |
| Eurozone | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 1,2 | |
| USA | 2,8 | 2,5 | 2,2 | 2,0 | |
| Japan | 0,1 | 1,1 | 1,2 | 0,9 | |
| Grossbritannien | 0,9 | 1,4 | 1,0 | 1,4 | |
| Schweiz | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 1,5 | |
| Australien | 1,0 | 1,3 | 1,9 | 2,4 | |
| China | 5,0 | 5,4 | 4,5 | 4,2 | |

| INFLATION | 2024³ | AKTUELL⁴ | KONSENS 2025 | KONSENS 2026 | VONTOBEL-AUSBLICK IN 2025⁵ |
|------------------|-------------------------|----------------------------|---------------------|---------------------|--|
| Eurozone | 2,4 | 2,3 | 2,2 | 1,9 | ↓ |
| USA | 3,0 | 2,8 | 2,9 | 2,6 | ↓ |
| Schweiz | 1,1 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | → |

| NOTENBANKZINSEN (IN %) | 2024 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE | VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵ |
|----------------------------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| EUR (Einlagenzins) | 3,00 | 2,50 | 1,97 | 1,88 | → |
| USD (Fed-Leitzins, obere Grenze) | 4,50 | 4,50 | 4,40 | 3,90 | ↓ |
| CHF | 0,50 | 0,25 | 0,20 | 0,20 | → |

| RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %) | 2024 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE | VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵ |
|---|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| EUR (Deutschland) | 2,37 | 2,79 | 2,67 | 2,75 | ↑ |
| USD | 4,57 | 4,23 | 4,37 | 4,31 | ↓ |
| CHF | 0,33 | 0,72 | 0,52 | 0,56 | → |

| WECHSELKURSE | 2024 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE | VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵ |
|---------------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| CHF je EUR | 0,94 | 0,96 | 0,95 | 0,97 | ↑ |
| CHF je USD | 0,91 | 0,88 | 0,89 | 0,89 | ↓ |
| USD je EUR | 1,04 | 1,08 | 1,06 | 1,10 | ↑ |

| ROHSTOFFE | 2024 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE | VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵ |
|----------------------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| Brent-Rohöl, USD je Barrel | 75 | 72 | 73 | 72 | ↓ |
| Gold, USD je Feinunze | 2625 | 3042 | 2800 | 2710 | ↑ |
| Kupfer, USD je Tonne | 8768 | 9988 | 9400 | 9700 | ↓ |

¹ Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)

² Letztverfügbares Quartal

³ Vorbehaltlich von Überarbeitungen

⁴ Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich

⁵ ↑ über Konsens, → im Einklang mit dem Konsens, ↓ unter Konsens

Offenlegungen und Disclaimer

1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

16 Rechtliche Hinweise

2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossar und Quellen

- ¹ Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), eine zwischenstaatliche Organisation, die durch Forschung, Zusammenarbeit und wirtschaftspolitische Empfehlungen die Verbesserung des wirtschaftlichen und sozialen Wohlstands in ihren 38 Mitgliedstaaten fördert.
- ² Quelle: Artikel des Weltwirtschaftsforums, veröffentlicht am 14. September 2023. www.weforum.org/stories/2023/09/china-real-estate-slump/
- ³ Untergewichten bedeutet, dass das Vontobel Investment Committee eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse hat.
- ⁴ Quelle: Äusserungen von Donald Trump im US-Bundesstaat Maryland am 4. März 2023, aufgezeichnet und teilweise transkribiert von Reuters: reuters.screenocean.com/record/1714188
- ⁵ Quelle: Artikel des Guardian, veröffentlicht am 26. Dezember 2024. www.theguardian.com/world/2024/dec/26/support-for-ukraine-russia-war-yougov-poll-survey
- ⁶ Quelle: Artikel von Chatham House, veröffentlicht am 19. März 2025. www.chathamhouse.org/2025/03/putins-negotiation-strategy-predictable-move-slowly-keep-trump-interested-and-reset
- ⁷ Quelle: Artikel des Atlantic Council, veröffentlicht am 9. Januar 2025. www.atlanticcouncil.org/blogs/ukrainealert/how-strong-is-russian-public-support-for-the-invasion-of-ukraine-2/
- ⁸ Quelle: Eurostat, per Februar 2025. ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=EU_trade_with_Russia_-_latest_developments#:~:text=The%20value%20of%20EU%20imports,fluctuated%20from%20quarter%20to%20quarter.
- ⁹ Quelle: Kyiv School of Economics, 12. Februar 2024. kse.ua/about-the-school/news/155-billion-the-total-amount-of-damages-caused-to-ukraine-s-infrastructure-due-to-the-war-as-of-january-2024/
- ¹⁰ Quelle: World Bank, 15. Februar 2024. www.worldbank.org/en/news/press-release/2024/02/15/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released
- ¹¹ Quelle: Schätzungen von Goldman Sachs. publishing.gs.com/content/research/en/reports/2025/02/13/ee6a5151-45a7-478d-9075-7f373d1befb6.html (Anmeldung erforderlich)
- ¹² Quelle: Eurostat, per März 2025. ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Temporary_protection_for_persons_fleeing_Ukraine_-_monthly_statistics
- ¹³ Quelle: The Centre for Economic Policy Research (CEPR), veröffentlicht am 14. Oktober 2024. cepr.org/voxeu/columns/macroeconomic-implications-recent-surge-immigration-eu
- ¹⁴ Quelle: ifo Institut, 18. Oktober 2024. www.ifo.de/en/press-release/2024-10-18/quarter-ukrainian-refugees-want-settle-abroad-permanently
- ¹⁵ Quelle: Research von Goldman Sachs. publishing.gs.com/content/research/en/reports/2025/02/13/ee6a5151-45a7-478d-9075-7f373d1befb6.html (Anmeldung erforderlich)
- ¹⁶ PMIs sind Konjunkturindikatoren, die auf Basis von Unternehmensumfragen die Lage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor messen. Ein PMI über 50 zeigt an, dass die Wirtschaft expandiert, ein Wert unter 50 signalisiert eine Kontraktion.
- ¹⁷ Quelle: Artikel von Morningstar, veröffentlicht am 26. März 2025. www.morningstar.com/news/marketwatch/20250326113/these-currencies-stand-to-lose-the-most-from-trumps-tariff-threats-and-other-countries-countermove
- ¹⁸ Robert Merton war ein US-Wirtschaftswissenschaftler, der für seine Arbeit in der Finanzökonomie, insbesondere in den Bereichen Optionsbewertung und Kreditrisikomodellierung, bekannt ist.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

