

Vontobel

Investors' Outlook

Risse flicken

Juni 2025

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Den Faden durchs Nadelöhr bringen

6 Markt-Highlights

Der Thron von König Dollar wackelt

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

19 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
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 3. Juli 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

4. Juni 2025

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Risse flicken

Geschätzte Leserschaft

Die Märkte haben viele überrascht, indem sie einem wirtschaftlichen Ausblick standgehalten haben, der zunehmend Risse zu zeigen schien. Ein politischer Flickversuch der USA und Chinas in Form einer 90-tägigen Pause im Handelskonflikt trug dazu bei, die unmittelbaren Spannungen zu entschärfen. Washington senkte vorübergehend seine Zölle auf chinesische Importe von 145% auf 30%, während Peking seinerseits die Zölle auf 10% reduzierte. Kurz darauf trat US-Präsident Donald Trump erneut ganz als Dealmaker auf und unterzeichnete bedeutende Vereinbarungen im Nahen Osten.

Dies übertraf die Erwartungen der Anleger und hob die Stimmung. Die Märkte zeigten sich optimistisch, dass der Grossteil des durch die Zölle verursachten Schadens nun ausgebessert werden könnte. Das wiederum stärkte die Hoffnung auf eine wieder an Fahrt gewinnende US-Wirtschaft, die – belastet durch steigende Importe vor Trumps «Liberation Day» – einen schwachen Jahresstart hatte. Von den Handelsgesprächen bis zum Krieg in der Ukraine: Die diplomatischen Bemühungen sind zwar positiv, bedeuten aber aus unserer Sicht noch keine Rückkehr zu Stabilität und bleiben anfällig für Spannungen. Insofern sind wir der Meinung, dass die Märkte die positiven Entwicklungen zu schnell eingepreist haben. Wenn Optimismus zum Konsens wird, ist das Potenzial für weitere Kursgewinne meist begrenzt.

Eine zentrale Frage ist, ob eine vorübergehende politische Entspannung das Vertrauen wiederherstellen kann, bevor grössere Risse im wirtschaftlichen Gewebe auftreten. In den USA sind die offenen Stellen und Konsumausgaben rückläufig, und der Arbeitsmarkt scheint sich an einem Wendepunkt zu befinden: Die Unternehmen stellen nicht mehr massiv ein, entlassen Personal aber auch noch nicht im grossen Stil.

Die US-Notenbank Fed zeigt sich ähnlich abwartend. Im Gegensatz zu früheren Zyklen, die Notfallmassnahmen der Fed auslösten, erreichten die Markturbulenzen nach dem «Liberation Day» indes nicht das dafür erforderliche



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

Ausmass. Die Fed hat auch keine Eile in Bezug auf Zinssenkungen signalisiert und will angesichts des Risikos einer höheren Inflation und Arbeitslosigkeit infolge von Trumps Zollpolitik lieber abwarten, bis die Datenlage klarer ist. Unseres Erachtens werden die Anleger bis zur nächsten Zinssenkung in den USA daher wohl noch etwas mehr Geduld an den Tag legen müssen. Derweil hat die jüngste Herabstufung der US-Kreditwürdigkeit durch die Ratingagentur Moody's den Fokus auch wieder auf andere Themen gelenkt, die Anlass zur Sorge geben, wie etwa das ausufernde US-Haushaltsdefizit, das teilweise durch die Aussicht auf nicht gegenfinanzierte Steuer-senkungen und die Auswirkungen von Trumps Ausgaben-gesetz angetrieben wird.

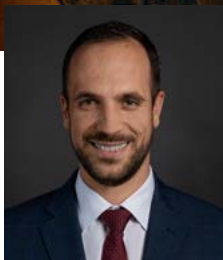
Die letzten Monate haben aus Anlegersicht gezeigt, wie wichtig es ist, über verschiedene Regionen und Anlageklassen hinweg zu diversifizieren. Und trotz US-Dollar-Schwäche und lauter werdender Rufe nach einer «Entdollarisierung» ist festzuhalten, dass nicht alle auf US-Dollar lautenden Anlagen gleichermassen gelitten haben. So stehen US-Staatsanleihen zwar unter Verkaufsdruck, doch US-Aktien und US-Unternehmensanleihen konnten sich recht gut behaupten.

Im aktuellen Investors' Outlook analysieren wir den US-Dollar und nehmen die Baisse der Währung genau unter die Lupe. Ausserdem beleuchten wir das makro-ökonomische Umfeld und teilen unsere Einschätzungen zu Anlageklassen.

Die weiteren Entwicklungen an den Finanzmärkten dürften kaum nahtlos verlaufen. Doch als aktive Manager ziehen wir nicht an jedem losen Faden.

→ Webcast

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



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

Den Faden durchs Nadelöhr bringen

Nachdem die handelsbezogenen Schlagzeilen im April das Marktvertrauen zerfasert und zu kräftigen Abverkäufen bei Aktien und Anleihen geführt hatten, konnte die Lage im Mai wieder etwas ausgebessert werden. Positivere Nachrichten und Fortschritte bei den US-Handelsabkommen unterstützten die Markterholung, während die Inflations- und Arbeitsmarktdaten zumindest vorerst stabil blieben.

Unserer Einschätzung nach dürfte die turbulenteste Phase des Handelskonflikts hinter uns liegen. Diese Erleichterung spiegelte sich rasch in den Umfragen wider. Die Global Fund Manager Survey der Bank of America¹ zeigt, dass die Erwartungen einer harten Landung² im Mai auf 26% gesunken sind – nach fast 50% im April. Dennoch fällt es Unternehmen und Konsumenten weiterhin schwer, das Ausmass der wirtschaftlichen Schäden durch die Handelsspannungen einzuschätzen. Eine weitere Verringerung der Unsicherheit ist entscheidend, um zu verhindern, dass sich die Schwäche der weichen Daten (z. B. Umfragen zur Konsumenten- und Unternehmensstimmung) auf die harten Daten (z. B. den US-Arbeitsmarkt) überträgt.

Die Monate April und Mai haben klar aufgezeigt, dass die politischen Massnahmen von Präsident Trump an ihre Grenzen stossen – nicht nur an der Wall Street, sondern

auch im Ausland. Im Mai deutete der japanische Finanzminister Katsunobu Kato an, dass die von Japan gehaltenen US-Staatsanleihen als «Trumpfkarte» in den Handelsgesprächen eingesetzt werden könnten. Zwar relativierte er diese Aussage später³, doch bereits die blosser Andeutung wurde von Anlegern als subtile, aber bedeutende Änderung im Ton der Kommunikation gewertet. Japan ist der grösste ausländische Gläubiger der Vereinigten Staaten.

Im weiteren Verlauf des Monats stufte Moody's die erstklassige Bonität der USA von «Aaa» auf «Aa1» herab und begründete diesen Schritt mit der wachsenden Staatsverschuldung und den steigenden Kosten für den Schuldendienst. Da Moody's nach S&P im Jahr 2011 und Fitch im Jahr 2023 als letzte der drei grossen Ratingagenturen diese Herabstufung vornahm, hatte die Entscheidung kaum Auswirkungen auf die Aktienmärkte, führte jedoch zu einem Anstieg der langfristigen US-Renditen.

Das Investment Committee der Multi Asset Boutique hat beschlossen, keine Änderungen an seiner Asset Allokation vorzunehmen. Einzelheiten finden Sie auf Seite 5.

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 19

	UNTERGEWICHTET ⁴		NEUTRAL ⁵	ÜBERGEWICHTET ⁶		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität				→		In Liquidität bleiben wir übergewichtet. Wir sind bereit, diese bei entsprechenden Gelegenheiten einzusetzen.
2 Anleihen		→				Für das Anleihen-Segment bleiben wir negativ. Das Umfeld für die US-Anleihenrenditen bleibt komplex, da Sorgen über Haushalts- und Schuldenlage der USA wieder in den Vordergrund treten. Infolgedessen zogen die Renditen der US-Staatsanleihen an, besonders bei längeren Laufzeiten. Auch wenn die Attraktivität von US-Staatsanleihen als «sicherer Hafen» Schaden genommen hat, gehen wir davon aus, dass diese Papiere aus fundamentaler Sicht ungebrochen Unterstützung erfahren werden (zumal es keine glaubhaften Alternativen für diesen tiefen und liquiden Markt an Staatsanleihen und die Rolle des US-Dollar als globale Reservewährung gibt). In Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) bleiben wir untergewichtet. Nach den positiven Handelsnachrichten verengten sich die Renditeaufschläge wieder. Angesichts höherer Risiken und Marktvolatilität bieten die aktuellen Renditen im Vergleich zu früheren Niveaus keine ausreichende Kompensation mehr. Gleiches gilt für Hochzinsanleihen, bei denen wir ebenfalls untergewichtet bleiben. Für Schwellenländeranleihen in Hartwährungen bleiben wir neutral.
3 Aktien				→		Wir sind leicht übergewichtet in Aktien und favorisieren Schwellenländeraktien. Die positiven Nachrichten zum Handel haben zu einer deutlichen Erholung der globalen Aktienmärkte beigetragen. Diese haben fast wieder die Höchststände vom Jahresbeginn erreicht. Europäische Aktien haben ebenfalls wieder an Dynamik gewonnen, zusätzlich beflügelt durch Erwartungen an fiskalpolitische Anreize und Hoffnungen auf einen Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine. Trotz nachlassender Rezessionsängste bleiben Risiken wie Zölle und das US-Defizit bestehen. Überzogene Bewertungen machen die Märkte anfällig für Rückschläge, und die geringe Prognosesicherheit spricht weiterhin für Vorsicht. Politische Unsicherheiten, hohe Bewertungen und die abwartende Haltung der Fed schwächen die Argumente für US-Aktien. Eine reduzierte US-Allokation in Verbindung mit einem schwächeren Dollar könnte Schwellenländeraktien Rückenwind geben.
4 Gold			→			Für Gold bleiben wir neutral. Nach dem Rekordhoch von USD 3500 im April fiel der Preis aufgrund nachlassender Risikoaversion zeitweise unter USD 3200. Strukturell bleibt Gold attraktiv – wegen hoher Staatsschulden, sinkendem Vertrauen in Papiergeld und Zentralbank-Diversifikation. Kurzfristig sind wir jedoch vorsichtiger geworden.
5 Rohstoffe			→			Für Rohstoffe bleiben wir neutral. Trotz ihres Diversifikationspotenzials könnten sie unter Druck geraten, falls das Wachstum nachlässt oder die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) das Angebot ausweiten. Entsprechende Spekulationen nahmen Ende Mai wieder zu.
6 Alternative Strategien			→			Gegenüber alternativen Fonds und Immobilien bleiben wir neutral eingestellt.

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist Mai 2025. Änderungen vorbehalten.



Der Thron von König Dollar wackelt

Warum die jüngste Schwäche des US-Dollars womöglich erst der Anfang ist – und was das für Anleger bedeutet



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



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



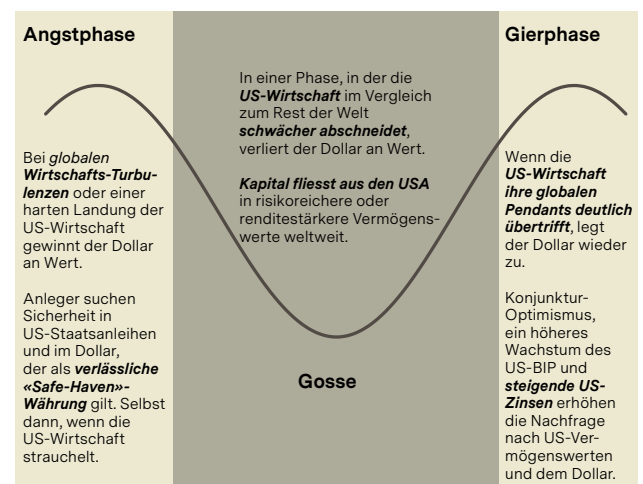
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Jeder Anleger, der sich mit Devisen auskennt, weiss: Der Dollar ist der König unter den Währungen. Seit Ende des Zweiten Weltkriegs fungiert der Greenback® als Weltreservewährung. Das bedeutet: Ausländische Institutionen (z.B. Regierungen und Zentralbanken) halten auf Dollar lautende Vermögenswerte wie US-Staatsanleihen, um den Wert ihrer eigenen Währung zu steuern. Sie leihen Geld in Dollar, um ihre Gläubiger gegen Wechselkursrisiken abzusichern, oder nutzen den Dollar für internationale Zahlungen und Handelsgeschäfte. Diese Dominanz verschafft den USA ein «exorbitantes Privileg⁹», denn «der Druck einer 100-Dollar-Note kostet das Bureau of Engraving and Printing nur wenige Cent, während andere Länder im Gegenzug für eine solche Note Güter im Wert von 100 Dollar liefern müssen¹⁰».

Die «Dollar-Smile»-Theorie

Doch selbst der König der Währungen ist in dem von vielen Volkswirtschaften genutzten System flexibler Wechselkurse¹¹ nicht immun gegen Schwankungen von Angebot und Nachfrage. An diesem Punkt kommt die sogenannte Dollar-Smile-Theorie ins Spiel. Sie wurde vor rund 20 Jahren vom Ökonomen Stephen Jen formuliert und beschreibt,

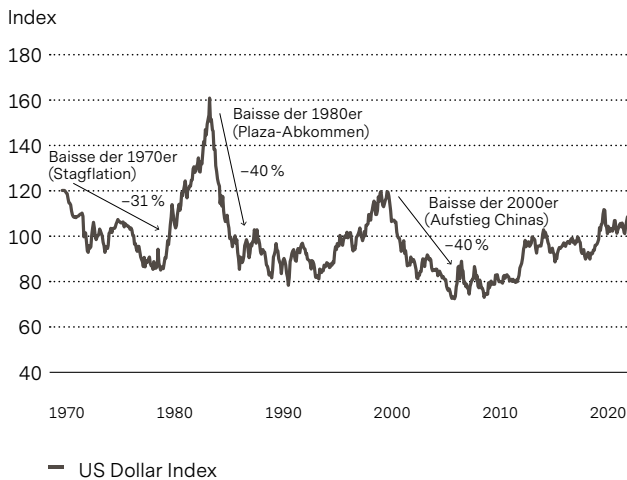
Grafik 1: Dollar-Smile-Theorie – vereinfachte Erklärung des Zusammenhangs zwischen Wirtschaftslage und USD-Wert



Quelle: Stephen Jen, vereinfacht dargestellt von Vontobel.

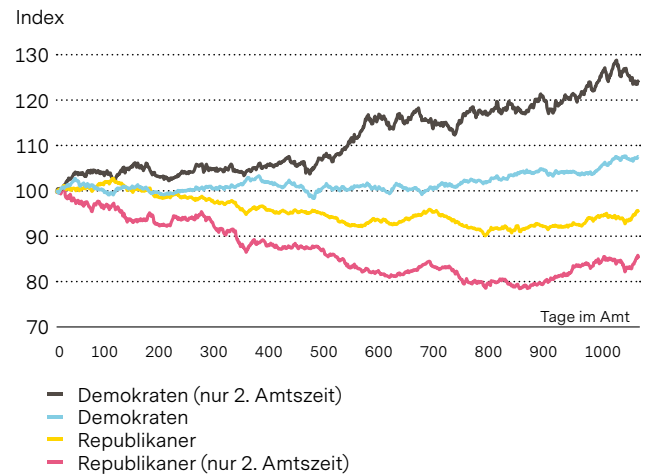
8 Markt-Highlights

Grafik 2: Nach Bretton Woods gab es drei grosse Dollar-Baisen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Mai 2025.

Grafik 3: Republikaner beeinflussen den US-Dollar eher negativ



Durchschnittliche Performance des USD-Index unter verschiedenen Präsidenten (indexiert auf 100 = Beginn der Amtszeit)

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Mai 2025. Daten gehen bis 1970 zurück.

wie sich der Dollar in Abhängigkeit vom Zustand der US-Wirtschaft typischerweise verhält. Grafisch als Lächeln dargestellt, besagt die Theorie, dass der Dollar tendenziell in zwei gegensätzlichen Szenarien an Wert gewinnt: in Phasen der Hochkonjunktur und in Zeiten globaler Wirtschaftskrisen. Die linke Seite des Lächelns steht für eine «Angstphase», in der eine weltweite Notlage Investoren veranlasst, in den Dollar als sicheren Hafen zu flüchten. Die rechte Seite symbolisiert die «Gierphase», in der eine starke US-Konjunktur Kapital anzieht und dem Dollar Auftrieb verleiht. In der Mitte des Lächelns – wenn die Weltwirtschaft stabil, die US-Wirtschaft jedoch nicht besonders stark ist – tendiert der Dollar hingegen zur Schwäche und befindet sich bildlich gesprochen «in der Gosse» (Grafik 1).

Das Phänomen der Dollar-Baisse und wie es entsteht

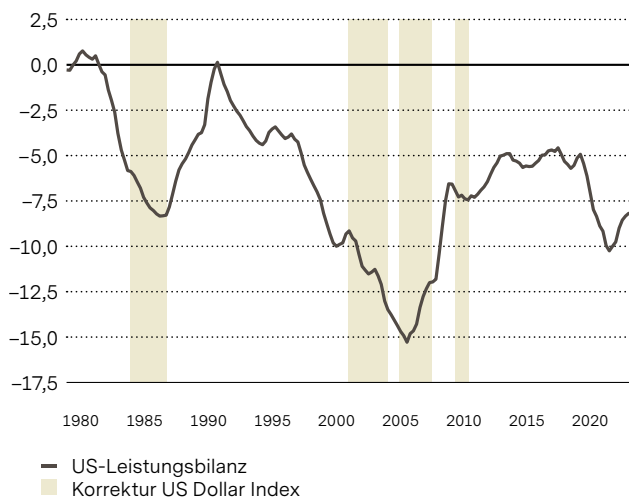
Verharrt der Dollar zu lange «in der Gosse», kann es zu einer Baisse kommen. In der jüngeren Geschichte gab es drei solcher Phasen (Grafik 2). Die erste wurde durch den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems ausgelöst. Auf der Bretton-Woods-Konferenz von 1944 einigten sich Vertreter von 44 alliierten Staaten darauf, den US-Dollar an Gold zu binden und andere Währungen wiederum an den Dollar zu koppeln. Anfangs funktionierte dieses System gut. Doch mit der Zeit gerieten die USA wirtschaftlich zunehmend unter Druck. Schuld daran waren u.a. die hohen Ausgaben für den Vietnamkrieg und die «Great Society»-

Programme¹² von Präsident Lyndon B. Johnson sowie die Inflation. Gleichzeitig erlebten Länder wie Deutschland und Japan ein rasantes Wirtschaftswachstum. In den 1960ern galt der Dollar als deutlich überbewertet. Aus Besorgnis über den hohen Dollarkurs und die wachsenden Defizite der USA forderten andere Länder immer mehr Gold als «Deckung¹³» für ihre Dollar-Vermögenswerte. Zu diesem Zeitpunkt überstieg die in Umlauf befindliche Dollarmenge die US-Goldreserven jedoch bei weitem. 1971 beendete Präsident Richard Nixon schliesslich die Konvertierbarkeit des Dollars in Gold (ein Schritt, der als «Nixon-Schock» in die Geschichte einging). Die anschließende Dollar-Baisse setzte sich bis in die frühen 1980er fort, als der damalige Vorsitzende der US-Notenbank, Paul Volcker, die Zinsen aggressiv anhob.

Die zweite grosse Dollar-Baisse erstreckte sich über die Jahre 1985 bis 1995. Volckers restriktive Geldpolitik und die expansive Fiskalpolitik von US-Präsident Ronald Reagan führten zunächst zu einer weiteren Aufwertung des Dollars. Gleichzeitig wiesen die USA ein hohes Handelsdefizit, wichtige Handelspartner wie Japan und Deutschland hingegen erhebliche Handelsüberschüsse¹⁴ auf. Der überbewertete US-Dollar machte US-Exporte teurer und Importe günstiger, was das Handelsungleichgewicht zusätzlich verschärfte. Um dieses Problem zu lösen, unterzeichneten die USA, Grossbritannien, Frankreich, Westdeutschland und Japan 1985 das sogenannte Plaza-

Graphik 4: Verschlechtert sich das US-Handelsdefizit, folgt oft ein schwacher US-Dollar

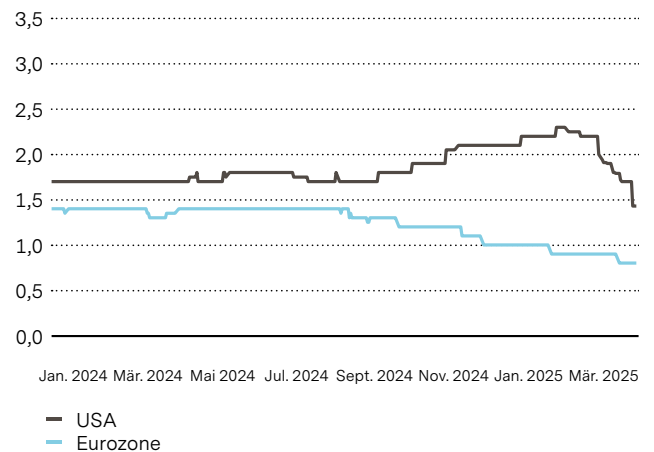
In % des Bruttoinlandsprodukts (BIP)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Mai 2025.

Graphik 5: Trumps neue Handels- und Fiskalpolitik beendet wohl den US-Wachstums-Exzeptionalismus

BIP-Prognose für 2025, in %



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 16. Mai 2025.

Abkommen. Diese Vereinbarung zielte darauf ab, den Dollar gegenüber dem japanischen Yen und der D-Mark abzuwerten.

Die dritte bedeutende Baisse dauerte von 2002 bis 2008. In diesem Zeitraum verzeichneten die USA nicht nur ein enormes Handelsdefizit, sie nahmen auch mehr Kredite auf, um Steuersenkungen und Militärausgaben zu finanzieren. Unterdessen wuchsen andere Volkswirtschaften, insbesondere China, schneller als die USA. Für Investoren war dies Anlass, sich in Märkten ausserhalb der USA nach höheren Renditen umzuschauen. Angesichts einer Reihe von Schocks – darunter die geplatzte Dotcom-Blase, die Anschläge vom 11. September und der Beginn der globalen Finanzkrise – senkte die US-Notenbank Fed die Zinsen, um die Wirtschaft zu stützen und das Vertrauen der Anleger in US-Vermögenswerte wiederherzustellen¹⁵.

Erkennen Sie ein Muster? Eine Dollar-Baisse tritt typischerweise dann auf, wenn eine oder mehrere der folgenden Bedingungen erfüllt sind: Der Dollar ist hoch bewertet, die Handels- und Haushaltsdefizite der USA sind ausgeprägt (und müssen abgebaut werden), das überdurchschnittliche Wachstum der US-Wirtschaft hat einen Höhepunkt erreicht, Investoren wenden sich verstärkt Vermögenswerten ausserhalb der USA zu, die Fed verfügt über mehr Spielraum für Zinssenkungen als andere Zentralbanken und/oder die geopolitischen Risiken erreichen

einen Höhepunkt. Interessanterweise fielen alle drei grossen Dollar-Baisen in die Amtszeiten republikanischer Präsidenten.

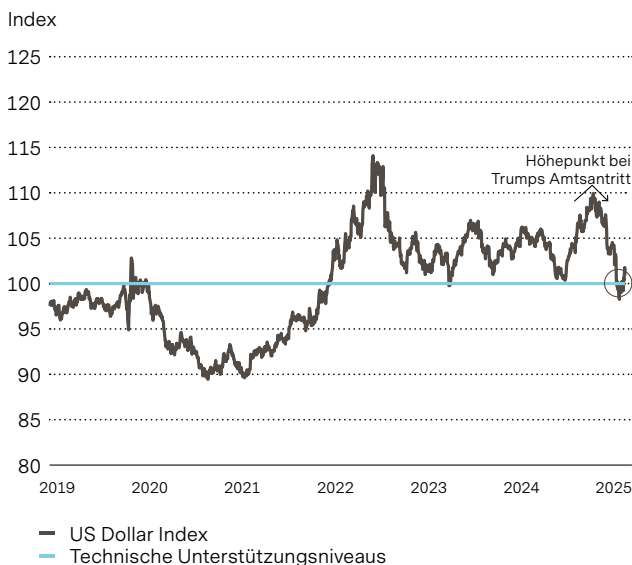
Warum wir glauben, dass wir bereits am Anfang einer weiteren Dollar-Baisse stehen

Betrachtet man die heutige Weltlage, dann drängt sich die Frage auf, ob wir auf eine weitere Baisse zusteuern. Wir glauben, die Antwort lautet ja. Zum einen sitzt erneut ein republikanischer Präsident im Weissen Haus, der sich zudem offen für einen schwächeren Greenback ausgesprochen hat¹⁶ (Graphik 3). Darüber hinaus erscheint der Dollar auch aus Sicht der Kaufkraftparität¹⁷ hoch bewertet – ein Umstand, der in der Vergangenheit oft ein Vorbote für eine Abwertung war.

Drittens ist die US-Wirtschaft mit erheblichen Handelsungleichgewichten konfrontiert. Dem US Bureau of Economic Analysis zufolge belief sich das Defizit des Landes bei Waren und Dienstleistungen im März 2025 auf USD 140,5 Milliarden. Ein schwächerer Greenback könnte helfen, den US-Handel wieder ins Gleichgewicht zu bringen, indem er US-Exporte für ausländische Käufer günstiger und Importe für US-Verbraucher teurer macht (Graphik 4). Viertens leben die USA erneut über ihre Verhältnisse. Das Congressional Budget Office schätzt, dass das Haushaltsdefizit des Bundes in den ersten sieben Monaten des Fiskaljahres 2025 insgesamt USD 1,1 Billionen betrug (USD

10 Markt-Highlights

Grafik 6: Anleger wenden sich gegen den Greenback

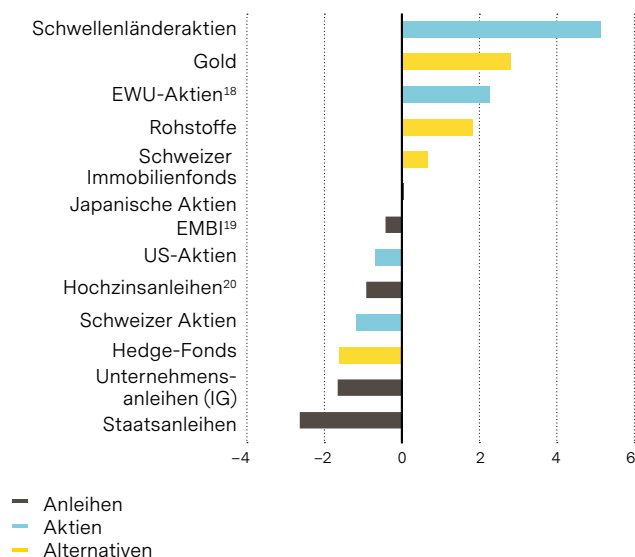


Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Mai 2025.

196 Milliarden mehr als im Vorjahreszeitraum). Mittlerweile geben die USA mehr für den Schuldendienst aus als für Verteidigung – eine Situation, die kaum tragbar ist. Fünftens mehren sich die Anzeichen, dass die Ära des Wachstums-Exzeptionalismus in den USA, an den man sich insbesondere nach der Covid-19-Pandemie gewöhnt hat, zu Ende gehen könnte. Dies ist zum Teil der Politik von Präsident Donald Trump geschuldet, die das Vertrauen der US-Verbraucher und -Unternehmen erschüttert hat, zum Teil aber auch anderen, länderspezifischen Faktoren – etwa der unerwarteten Reform der Schuldenbremse in Deutschland. Aus einer Bloomberg-Umfrage geht hervor, dass Ökonomen ihre Prognosen für das US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) deutlich gesenkt haben (Grafik 5). Ein geringeres Wachstum in den USA könnte es der Fed ermöglichen, die Zinsen stärker als andere Zentralbanken zu senken und damit den Renditevorteil des Dollars zu verringern. Schliesslich scheint auch die Stimmung der Anleger gegenüber den USA gekippt zu sein. Trumps «maximaler Druck» in der Handels- und Aussenpolitik hat Kapitalabflüsse aus US-Dollar-Vermögenswerten ausgelöst und den Dollar geschwächt (Grafik 6).

Grafik 7: Multi Asset – Was hat sich in Zeiten eines schwachen Dollars am besten bewährt?

Wert basierend auf der histor. Korrelation mit dem US-Dollar seit 2008



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Mai 2025.
Erträge können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Risiken für unsere pessimistische Einschätzung des Dollars

Auch wenn wir eine Dollar-Baisse für wahrscheinlich halten, gibt es Risiken, die diese Einschätzung zumindest vorübergehend infrage stellen könnten. Trotz eines gewissen Attraktivitätsverlusts als sicherer Hafen könnte der Dollar an Glanz zurückgewinnen – etwa dann, wenn die Fed einen restriktiven Kurs einschlägt oder es zu einer tiefen Rezession kommt.

Was bedeutet das für uns als Multi-Asset-Investoren? Ein Blick in die Vergangenheit zeigt klare Muster: In früheren Dollar-Baisen gab es einige – wenig überraschende – Gewinner und Verlierer. Zu den Gewinnern zählten Aktien aus Schwellenländern und Europa sowie Gold und Rohstoffe, während Staats- und Unternehmensanleihen zu den Verlierern gehörten (Grafik 7). Warum ist das für uns «wenig überraschend»? Erstens nehmen viele Schwellenländer Kredite in US-Dollar auf. Ein schwächerer Dollar senkt deren Schuldenlast, wodurch mehr Kapital für Wachstum und Investitionen frei wird. Zweitens werden durch einen schwächeren Dollar auch Waren und Dienstleistungen aus Schwellenländern für internationale Käufer günstiger. Dies stärkt die Exportwirtschaft und fördert das Wachstum in diesen Ländern. Drittens veranlasst ein schwächerer Dollar Anleger in der Regel dazu,

Grafik 8: Der Status des US-Dollars als Reservewährung ist bislang nicht ernsthaft herausgefordert worden

Eigenschaften von Leitwährungen und Alternativen

WÄHRUNGSMERKMALE	USD*	EUR*	CNY*	JPY*	GBP*	INR*	BTC*	GOLD
Wertspeicher	■	■	■	■	■	■	■	■
Tauschmittel	■	■	■	■	■	■	■	■
Rechnungseinheit	■	■	■	■	■	■	■	■
WIRTSCHAFTLICHE FAKTOREN								
Offene Kapitalbilanz	■	■	■	■	■	■	■	■
Politisch tragbares Leistungsbilanzdefizit	■	■	■	■	■	■	■	■
Bedeutende Volkswirtschaft	■	■	■	■	■	■	■	■
Anteil am Welthandel	■	■	■	■	■	■	■	■
Finanzmärkte: Grösse, Tiefe und Offenheit	■	■	■	■	■	■	■	■
Währung als Referenz/ Anker	■	■	■	■	■	■	■	■
Stabile Wirtschaft	■	■	■	■	■	■	■	■
GEOPOLITIK								
Starkes geopolitisches Bündnissystem	■	■	■	■	■	■	■	■
Dominanz im See-, Luft- und Cyberraum	■	■	■	■	■	■	■	■

■ Hoch ■ Mittel ■ Niedrig

*USD = US-Dollar, EUR = Euro, CNY = Chinesischer Yuan, JPY = Japanischer Yen, GBP = Britisches Pfund, INR = Indische Rupie, BTC = Bitcoin
Quelle: Atlantic Council's Dollar Dominance Monitor, Alpine Macro, Vontobel. Daten per Mai 2025.

in anderen Regionen (z.B. Europa oder Schwellenländern) nach höheren Renditen zu suchen. Viertens sind viele Schwellenländer stark von Rohstoffexporten abhängig. Da Rohstoffe üblicherweise in Dollar gehandelt werden, lässt ein schwächerer Greenback unter Umständen die Rohstoffpreise steigen – wovon diese Volkswirtschaften profitieren.

Der Thron ist umkämpft, aber nicht frei

Prognosen, wonach der Dollar seinen Status als Weltreservewährung verlieren könnte, sind keineswegs neu. Seit Jahren diskutieren die BRICS-Staaten²¹ über die Schaffung einer Alternative, die auf ihren eigenen Währungen basiert. Chinas «Belt and Road Initiative²²» im Jahr 2013 wurde ebenfalls weithin als Versuch gewertet, Chinas Abhängigkeit vom Dollar zu verringern und Handel sowie Investitionen in Yuan zu fördern. Zuletzt haben der Krieg zwischen Russland und der Ukraine und das Einfrieren der Devisenreserven der russischen Zentralbank durch westliche Staaten die Bestrebungen zur Entdollarisierung weiter angeheizt. Auf dem BRICS-Gipfel 2024 in Kasan, Russland, wurde die Idee einer gemeinsamen und möglicherweise durch Gold gedeckten Reservewährung mit dem Namen «Unit» erneut aufgegriffen. Russlands Präsident Wladimir Putin präsentierte dabei gar eine Art Prototyp einer BRICS-Banknote.

Wir rechnen zwar mit einem strukturell schwächeren Greenback, sehen seinen Status als Weltreservewährung derzeit jedoch nicht ernsthaft gefährdet. Denn jede Währung, die diese Rolle übernehmen möchte, muss mehrere zentrale Voraussetzungen erfüllen. Zunächst einmal muss sie alle drei grundlegenden Funktionen einer Leitwährung erfüllen – sie muss also als verlässlicher Wertspeicher, allgemein akzeptiertes Tauschmittel und als Rechnungseinheit dienen. Auch das Land, das diese Währung emittiert, sollte bestimmte Bedingungen erfüllen. Zwar gibt es keine verbindliche Checkliste, doch eine Analyse des US-Finanzministeriums liefert einen guten Ausgangspunkt: 1) Grösse der Binnenwirtschaft, 2) Bedeutung der Wirtschaft für den internationalen Handel, 3) Grösse, Tiefe und Offenheit der Finanzmärkte, 4) Konvertierbarkeit der Währung, 5) Rolle als Ankerwährung und 6) nationale makroökonomische Politik²³. Idealerweise sollte die Weltreservewährung auch mehreren «geopolitischen Kriterien» genügen: So sollte das ausgebende Land auf ein starkes geopolitisches Bündnissystem zurückgreifen können und sich als dominante See-, Luft- und Cybermacht auszeichnen. Ein Blick auf Grafik 8 zeigt: Obwohl es potenzielle Herausforderer gibt, ist der Dollar der Konkurrenz bei den genannten Schlüsselkriterien weiterhin klar überlegen²⁴.

Spannungen am Horizont



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

Die jüngste Herabstufung der Bonität der USA durch Moody's war eher eine Bestätigung als eine Überraschung. Sie verdeutlicht allerdings das wachsende Defizitproblem Washingtons, während sich die Anleger auf eine Flut neuer Staatsanleihen einstellen. Da es keinen wirklichen Ersatz für US-Staatsanleihen gibt, könnten die Renditen weiterhin volatil bleiben. Die Fundamentaldaten des Marktes scheinen aber solide zu sein. Derweil hält sich die US-Notenbank Fed zurück und signalisiert bis zum Herbst eine abwartende Haltung, während Händler nur noch mit zwei Zinssenkungen rechnen.

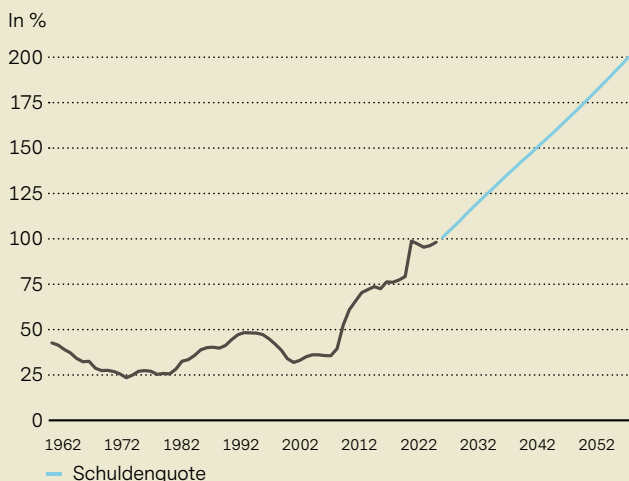
Moody's Entzug des letzten US-Top-Ratings hat eher symbolischen Wert als tatsächliche Marktfolgen. Als S&P 2011 diesen Schritt als erster machte, war der Schock gross. Als Fitch dann Jahre später gleichzog, sorgte die Herabstufung kaum noch für Schlagzeilen. Nun bestätigt Moody's in erster Linie das, was die Märkte bereits einpreisen: Die fiskalpolitische Entwicklung der USA ist besorgniserregend, und das politische System bietet wenig Anlass zur Zuversicht.

Eine wesentliche Frage lautet, ob dies der Auslöser sein wird, auf den man am Anleihenmarkt gewartet hat. Angesichts steigender Defizite und einer Flut an Neuemissionen,

welche die Renditen in die Höhe treiben, zeigen sich die Anleger nervös. Moody's allein bewegt die Märkte wohl kaum, lenkt aber den Blick auf Washingtons fehlenden Willen (oder Unvermögen), bei den Ausgaben mehr Disziplin an den Tag zu legen. So würden Vorschläge zur Verlängerung der Steuersenkungen, die ursprünglich aus der ersten Amtszeit von Trump stammen, das Defizit in den nächsten zehn Jahren um mehr als USD 3,5 Billionen erhöhen²⁵. Ihre dauerhafte Beibehaltung würde die Schuldenquote der USA innerhalb einer Generation auf 200% treiben²⁶ (Grafik 1), ein Niveau, das nur noch von Japan und Sudan übertroffen wird. Mangels ernsthafter Alternativen zum tiefen, liquiden Markt für US-Staatsanleihen, dürfte das zunehmende Haushaltsdefizit zwar für erhöhte Laufzeitprämien und eine starke Marktvolatilität sorgen, die allgemeine Unterstützung für US-Staatsanleihen aber bleibt intakt.

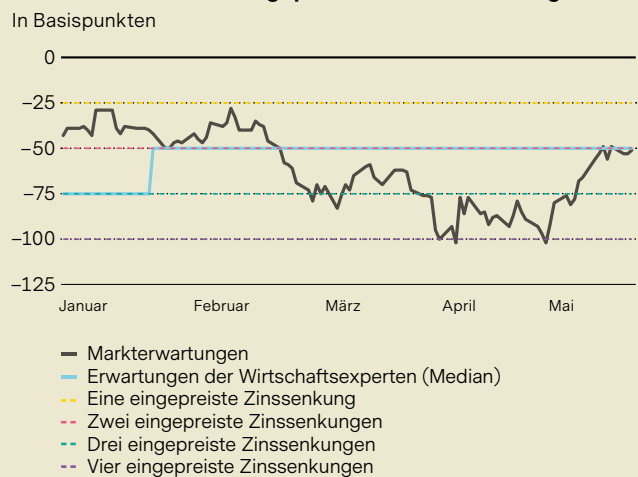
Die Händler rechnen weiter mit einer Lockerung der Fed-Geldpolitik bis Jahresende. Sollte sich die Abkühlung von Inflation, Wachstum und Arbeitsmarkt in den Daten bestätigen, dürfte die Fed zügig handeln. Die Währungshüter wiederholen mantraartig dieselbe Botschaft: Erst Geduld walten, dann Taten folgen lassen. Manche fordern mehr Daten vor Zinssenkungen und verweisen auf Handelsspannungen und ungleichmässige Wachstumsaussichten. Die Zinssenkungserwartungen der Händler haben sich binnen Wochen halbiert (Grafik 2). Vorerst ist die Haltung der Fed klar: Sie wartet ab, behält die Daten im Auge und wird im September eine Neueinschätzung der Lage vornehmen.

Grafik 1: Auswirkungen des US-Steuergesetzes vom Mai 2025 auf den Staatshaushalt



Quelle: LSEG, The Budget Lab at Yale, Vontobel. Daten per 21. Mai 2025.

Grafik 2: Wovon geht der Markt aus? Bis Dezember 2025 eingepreiste US-Zinssenkungen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Mai 2025.

Zurück zur Ausgangsmasche: Wie geht es nach der Erholung weiter?



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

Beim Thema Zölle gab es eine Kehrtwende, die Mitte Mai in einer Waffenruhe im Handelskonflikt zwischen den USA und China gipfelte. Dies ermöglichte es den Märkten, den Grossteil der zuvor eingefahrenen Verluste wieder wettzumachen, wobei die Aufholjagd zusätzlich durch eine solide Berichtssaison zum ersten Quartal gestützt wurde. Die Frage lautet nun: Welchem Impuls werden die Märkte als Nächstes folgen?

Seit dem Waffenstillstand im Handelskonflikt haben sich die Gesamtrenditen an den meisten Märkten robust entwickelt – insbesondere US-amerikanische Mega-Cap-Tech- und KI-bezogene Aktien haben dazu beigetragen (Grafik 1). Diese machen weiterhin über 40% der Marktkapitalisierung des S&P 500 Index aus und generieren mehr als ein Drittel seiner Gewinne, womit sie nach wie vor eine zentrale Rolle für die Entwicklung des US-Aktienmarkts spielen.

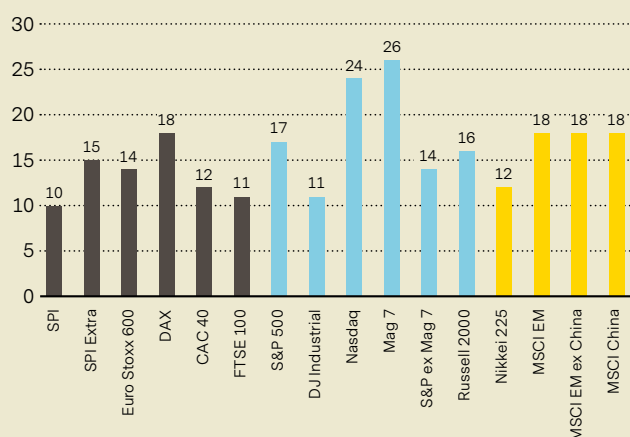
Die Gewinnprognosen für das Gesamtjahr sinken jedoch weiterhin für die meisten Aktienmärkte – mit Ausnahme der Schwellenländer. Nach der Erholung seit April haben die Bewertungen wieder das Niveau der Höchststände zu Jahresbeginn erreicht. Der S&P 500 wird derzeit mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)²⁷ für 2025 von über 20 ohne Technologieaktien/Magnificent Seven²⁸ und insgesamt von

rund 22 gehandelt – beide Werte liegen deutlich über dem Zehn-Jahres-Durchschnitt. Europa und die Schwellenländer zeigen ähnliche Muster, wenn auch weniger stark ausgeprägt (Grafik 2).

Ist das Zollrisiko bereits vollständig eingepreist? Unseres Erachtens nicht. Drei wesentliche Risiken bleiben bestehen: Erstens könnten die Handelsspannungen in diesem Sommer wieder aufflammen und eine ähnliche Volatilität wie nach dem Handelsfrieden von 2018 verursachen. Zweitens liegen die durchschnittlichen Zölle trotz einiger Rücknahmen mit 15% bis 18% weiterhin deutlich über den Jahresendständen von 2024. Sie betreffen mittlerweile Importe aus über 150 Ländern im Wert von USD 3 Billionen. Die Annahme, dass diese Zölle keine Auswirkungen auf das Wachstum haben werden, könnte daher allzu optimistisch sein. Drittens sind die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen kürzlich wieder auf über 4,5% gestiegen, was zum Teil auf zunehmende Inflationserwartungen zurückzuführen ist – ein historisch ungünstiges Umfeld für Aktien. Dennoch sind wir der Ansicht, dass die Inflation auswirkungen voraussichtlich begrenzt und nur von kurzer Dauer sein werden. Denn im Gegensatz zur Pandemie handelt es sich hierbei nicht um einen Angebotschock: Es gibt keine umfangreichen fiskalischen Impulse, und die Lagerbestände an langlebigen Gütern bleiben hoch. Sollte es sich um eine politikbedingte Konjunkturabkühlung handeln, gehen wir davon aus, dass diese nur kurz andauern wird. Niedrigere Gewinnschätzungen für 2025 könnten die Grundlage für eine starke Erholung im Jahr 2026 bilden, gestützt durch günstige Basiseffekte. Die US-Notenbank Fed dürfte zu Zinssenkungen übergehen, was eine Ausweitung der Bewertungskennzahlen zur Folge haben könnte. Allerdings setzt dies voraus, dass es zu keinen schweren Schocks kommt und die Inflation gedämpft bleibt.

Grafik 1: Was passierte an den Börsen nach Beginn des Waffenstillstands vom 9. April?

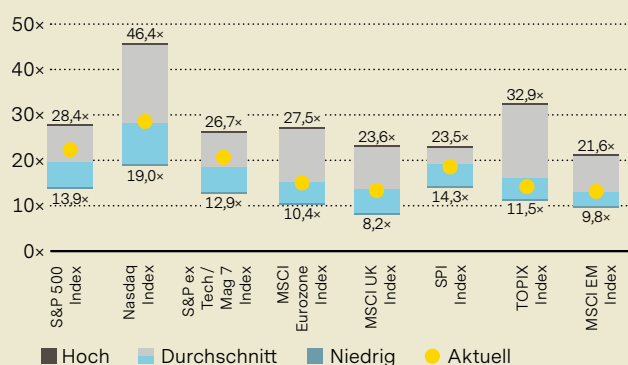
Gesamtrendite in Lokalwährungen, in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. Mai 2025.
Erträge können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Grafik 2: Vergleich des Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnisses* für das Jahr 2025 mit den letzten 10 Jahren

Forward-KGV für 2025



*Das Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist eine Bewertungskennzahl, mit der sich der relative Wert einer Aktie anhand ihres erwarteten zukünftigen Gewinnpotenzials beurteilen lässt.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. Mai 2025.

Rohölkurven wie gemalt



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

Seit Leonardo da Vinci vor mehr als 500 Jahren das geheimnisvolle Lächeln der Mona Lisa auf die Leinwand brachte, rätselt die Welt über dessen Bedeutung. Aktuell zeigt die Rohölkurve ebenfalls ein Lächeln. Aber anders als bei der Mona Lisa ist hier die Bedeutung weniger mysteriös²⁹.

Wer derzeit einen Blick auf die Futures-Kurve für Rohöl wirft, sieht ein freundliches Bild. Die Kurve scheint zu «lächeln», das heisst, sie ist am vorderen Ende nach unten gekrümmt («in Backwardation») und für weiter entfernte Kontrakte nach oben geneigt³⁰ («in Contango»). Diese seltene Struktur signalisiert eine kurzfristige Verknappung des Angebots, langfristig allerdings ein Überangebot.

Ein derartiger Fall trat beispielsweise 2014 ein, als Brent-Rohöl im Juni bei USD 115 pro Barrel handelte, ehe der Preis bis Ende des Jahres unter die Marke von USD 60 sank. Treiber des Preisrückgangs im Jahr 2014 waren ein Überangebot infolge des US-Ölschieferbooms, eine konjunkturbedingt schwächere Nachfrage aus Europa und China sowie die damalige Förderpolitik der Organisation erdölexportierender Länder und ihrer Verbündeten

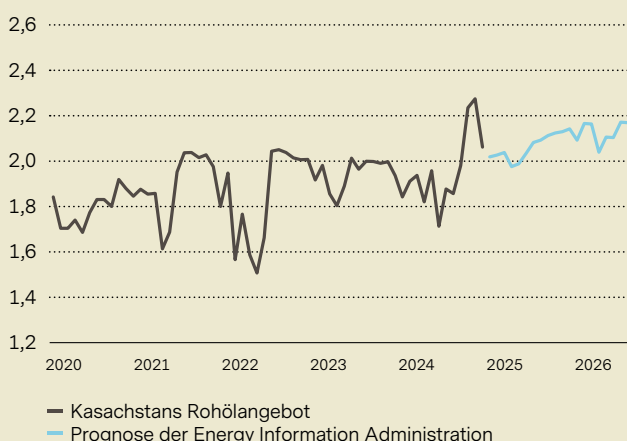
OPEC+, welche die eigene Ölförderung trotz Überangebot nicht drosseln wollten. Ähnliche Faktoren haben zum aktuellen «Lächeln» der Kurve geführt.

Während der Markt kurzfristig von saisonalen Effekten (US-Fahrsaison) profitieren dürfte, ist auf längere Sicht ein Überangebot wahrscheinlich. Der Handelsstreit sowie die damit einhergehenden Konjunktursorgen belasten die Ölnachfrage. Derweil versuchen die OPEC+ nicht länger, das Angebot künstlich niedrig zu halten: Sie haben für April, Mai und Juni unerwartet hohe Produktionsquoten angekündigt – fast eine Million Barrel pro Tag. Dafür gibt es mehrere mögliche Erklärungen – etwa der Wunsch, Präsident Donald Trump (der niedrigere Ölpreise gefordert hat) zu gefallen, oder der Versuch, Überproduzenten innerhalb der Gruppe (die selbst unter niedrigeren Preisen leiden) zu bestrafen. Was auch immer die Beweggründe sein mögen: OPEC+-Platzhirsch Saudi-Arabien scheint damit zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen zu haben. Erstens hat Kasachstan, bekannt für seine Überproduktionen, versprochen, weniger Öl zu fördern – zumindest vorerst (Grafik 1). Zweitens wurde auch den Ölproduzenten ausserhalb der OPEC+ ein Strich durch die Rechnung gemacht³¹ (Grafik 2).

Aufgrund der Kombination dieser Faktoren ist unser Ausblick für Öl strukturell pessimistisch – es sei denn, Trump nimmt erneut den Iran ins Visier, so wie in seiner ersten Amtszeit. Wir halten dies jedoch nicht für das wahrscheinlichste Szenario, da es dem Ziel Trumps, die Ölpreise bei oder unter USD 50 zu halten, zuwiderlaufen würde.

Grafik 1: Überproduzent Kasachstan hat Besserung gelobt

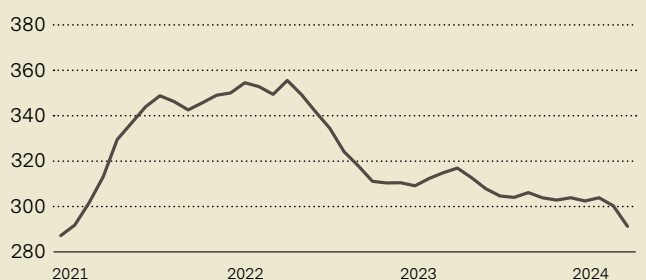
Millionen Barrel pro Tag



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per April 2025.

Grafik 2: Anzahl der Ölbohranlagen im Permischen Becken* geht weiter zurück

Anzahl Ölbohranlagen**



■ Anzahl der aktiven US-Ölbohranlagen im Permischen Becken*

*Das Permische Becken erstreckt sich vom östlichen New Mexico über den grössten Teil von West Texas. Es gilt als die grösste Ölproduktionsregion in den USA.

**Die Zählung der aktiven Ölbohranlagen fungiert als Frühindikator für die Nachfrage nach Produkten, die beim Bohren, Fördern und Verarbeiten von Kohlenwasserstoffen verwendet werden.

Quelle: Baker Hughes, Vontobel. Daten per 21. Mai 2025.

Währungsspannungen



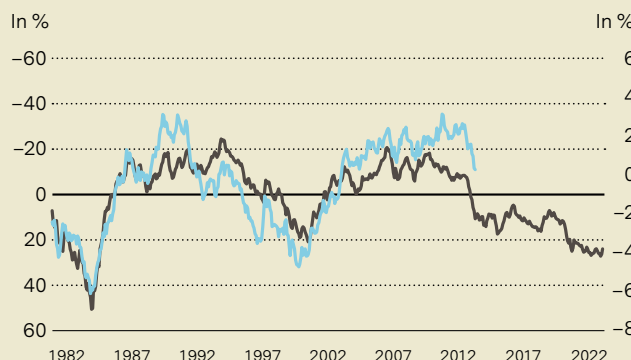
— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Es mehren sich Spekulationen, dass eine moderne Neuauflage des Plaza-Abkommens in Vorbereitung sein könnte. Anlass dazu gibt die deutliche Aufwertung asiatischer Währungen wie des Taiwan-Dollar und des koreanischen Won. Unabhängig davon, ob hinter den Kulissen tatsächlich koordinierte Massnahmen ergriffen werden, erscheint uns die Entwicklung des US-Dollars zunehmend als ein langfristiger Abwärtstrend, der unserer Ansicht nach durch strukturelle Ungleichgewichte bedingt ist.

Der US-Dollar spielt selbstverständlich nach wie vor eine zentrale Rolle im globalen Finanzsystem. Neu ist jedoch, dass das Vertrauen in diese Rolle zunehmend bröckelt. Die US-Währung hat bereits begonnen, sich von ihren Höchstständen zurückzuziehen, ist aber noch immer überbewertet (Grafik 1). Zudem bieten die steigenden langfristigen Renditen auf US-Staatsanleihen dem Dollar keine Unterstützung mehr, sondern sind vielmehr eine Begleiterscheinung der neuen Schwäche. Strukturelle Schwächen, wie die Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite, machen sich nun zunehmend bemerkbar.

Abseits der USA bewegt sich die Schweiz zunehmend in Richtung Deflation³², und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gehen die geldpolitischen Handlungsspielräume aus. Nachdem sie im März 2024 als erste Zentralbank der G10-Staaten eine Lockerung der Geldpolitik eingeleitet hat, sieht sie sich nun mit einer nahezu verschwindend geringen Inflation konfrontiert: Die Gesamtinflation liegt bei 0%, die Kerninflation bei 0,6%. Ohne den verzögerten Effekt steigender Mieten wäre das Preiswachstum wahrscheinlich bereits negativ. Diese stützende Wirkung lässt jedoch rasch nach: Sinkende Referenzzinssätze für Hypotheken dürften die Mietinflation in den kommenden Monaten weiter drücken. Es wird allgemein erwartet, dass die SNB im Juni erneut den Leitzins senkt, womit dieser dann bei 0% angelangt wäre. Damit dürfte der Lockerungszyklus jedoch noch nicht abgeschlossen sein. Bleibt die Inflation weiterhin schwach, sind weitere Zinssenkungen, auch in den negativen Bereich, möglich. Die Märkte preisen bereits eine weitere Senkung auf -0,25% ein (Grafik 2). Die Rückkehr zu Negativzinsen wäre ein letzter Ausweg – sie sind unpopulär und potenziell kontraproduktiv, da sie die Erträge der Banken schmälern und die Kreditvergabe kaum beleben dürften. Bestenfalls könnten sie den Schweizer Franken schwächen. Doch wenn die Europäische Zentralbank (EZB) ebenfalls die Zinsen senkt, könnten sich die Renditeabstände weiter zugunsten des Frankens verschieben. Sollte der Franken nicht auf Zinssenkungen reagieren, könnte die SNB zu direkten Devisenmarktinterventionen greifen. Die SNB steckt also in der Klemme: Die Inflation ist zu niedrig, die Zinsen nahe null und der Franken zu stark. Eine Senkung auf null scheint unmittelbar bevorzustehen. Danach werden die Entscheidungen zunehmend schwieriger.

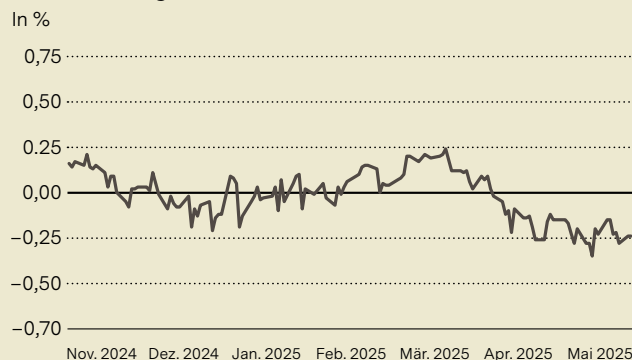
Grafik 1: Wenn die Überbewertung sich bemerkbar macht



- Abweichung des US Dollar Index von der Kaufkraftparität (invertiert, linke Skala)
- Anschließende annualisierte Rendite über 10 Jahre (rechte Skala)

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Mai 2025.
Erträge können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Grafik 2: Sinkende Untergrenze: Die Märkte senken die Erwartungen für den SNB-Endzinssatz weiter



- Marktimplizite «Untergrenze» der SNB

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Mai 2025.

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	1,5	2,2	2,3	
Eurozone	0,9	0,9	0,8	1,1	
USA	2,8	2,0	1,4	1,5	
Japan	0,1	1,7	0,8	0,8	
Grossbritannien	0,9	1,3	1,0	1,1	
Schweiz	1,3	1,6	1,1	1,4	
Australien	1,0	1,3	1,8	2,3	
China	5,0	5,4	4,3	4,0	

INFLATION	2024³	AKTUELL⁴	KONSENS 2025	KONSENS 2026	VONTOBEL-AUSBLICK IN 2025⁵
Eurozone	2,4	2,2	2,1	1,9	→
USA	3,0	2,3	3,1	2,8	→
Schweiz	1,1	0,0	0,4	0,7	↓

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	3,00	2,25	1,91	1,87	↓
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,50	4,30	3,60	↓
CHF	0,50	0,25	0,00	0,00	→

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,37	2,65	2,56	2,78	↓
USD	4,57	4,58	4,18	4,1	↓
CHF	0,33	0,40	0,43	0,56	↓

WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,94	0,93	0,94	0,95	↑
CHF je USD	0,91	0,83	0,83	0,82	↓
USD je EUR	1,04	1,13	1,14	1,16	↑

ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	75	64	67	69	↓
Gold, USD je Feinunze	2625	3312	3048	3103	→
Kupfer, USD je Tonne	8768	9534	9200	9605	↓

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist Mai 2025. Änderungen vorbehalten.

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.

Die Informationen, Analysen und Meinungen auf dieser Website wurden von Vontobel Asset Management erstellt. Vontobel Asset Management ist der Markenname für das Asset-Management-Geschäft der Vontobel Holding AG und ihrer weltweiten Tochtergesellschaften, einschliesslich Vontobel Asset Management, Inc.

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

Dieses Material kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die Unsicherheiten und Eventualitäten unterliegen, die ausserhalb der Kontrolle von Vontobel liegen. Empfänger sollten sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunftsgerichteten Aussagen verlassen. Es ist zu beachten, dass ein Risiko besteht, dass Prognosen, Vorhersagen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder angedeutet werden, sich als nicht korrekt erweisen könnten.

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.

Die Website von Vontobel Asset Management dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung hinsichtlich der Eignung einer bestimmten Investition dar. Ebenso wenig ist sie ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, zur Durchführung von Transaktionen oder zum Abschluss sonstiger Rechtsgeschäfte. Ob die bereitgestellten Informationen für Sie geeignet sind, sollte unter Berücksichtigung Ihrer Ziele, Ihrer finanziellen Situation und Ihrer Bedürfnisse bewertet werden. Die Nutzung der hier bereitgestellten Informationen erfolgt ausschliesslich auf eigenes Risiko des Lesers.

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.

Indizes dienen ausschliesslich Illustrationszwecken, sind nicht verwaltet und berücksichtigen weder Marktbedingungen noch mit Investitionen verbundene Kosten. Darüber hinaus kann die Strategie des Unternehmens Anlagetechniken und -instrumente einsetzen, die bei der Indexbildung nicht verwendet werden. Daher ist die Wertentwicklung des Unternehmens und der Indizes nicht direkt vergleichbar.

MSCI-Daten sind ausschliesslich für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen weder weiterverteilt noch im Zusammenhang mit dem Ausarbeiten oder Anbieten von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. MSCI und jegliche andere beim Zusammentragen, Berechnen oder Erstellen von MSCI-Daten beteiligte oder damit in Verbindung stehende Drittpartei (die «MSCI-Parteien») leisten bezüglich dieser Daten (oder der durch deren Verwendung erlangten Resultate) keinerlei Gewähr, weder ausdrücklich noch impliziert. Hiermit lehnen sämtliche MSCI-Parteien ausdrücklich jegliche Gewähr für die Echtheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Marktgängigkeit dieser Daten oder für deren Eignung zu einem bestimmten Zweck ab. Ohne Einschränkung des Vorangehenden haftet auch in keinem Fall irgendeine der MSCI-Parteien für direkte, indirekte, spezielle, Straf- oder Folgeschäden (einschliesslich Gewinnausfälle), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

18 Rechtliche Hinweise

«BLOOMBERG®» und die hierin aufgeführten Bloomberg-Indizes (die «Indizes») sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Verwalter der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden vom Verreiber dieses Dokuments (dem «Lizenznehmer») für die Verwendung zu bestimmten Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit dem Lizenznehmer verbunden und Bloomberg genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt die hier genannten Finanzprodukte (die «Produkte») nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen im Zusammenhang mit den Produkten.

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 Quelle: Bank of America, Global Fund Manager Survey, Mai 2025.
- ² Eine harte Landung liegt vor, wenn sich eine Wirtschaft nach einer Wachstumsphase stark abkühlt, was häufig in eine Rezession mündet.
- ³ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 4. Mai 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasuries-in-trade-negotiations](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasuries-in-trade-negotiations)
- ⁴ Untergewichtet bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- ⁵ Neutral bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- ⁶ Übergewichtet bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine höhere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- ⁷ Die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) und ihre Verbündeten (OPEC+) sind eine einflussreiche Gruppe von Ölexporturen wie Saudi-Arabien, Iran und Russland.
- ⁸ Spitzname für den US-Dollar, abgeleitet von der grünen Farbe der Rückseite der Banknoten.
- ⁹ Der Ausdruck «exorbitantes Privileg» (frz. privilège exorbitant) wurde in den 1960er-Jahren vom damaligen französischen Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing geprägt.
- ¹⁰ Quelle: Barry Eichengreen, «Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System» (2012).
- ¹¹ Bei einem flexiblen Wechselkursystem wird der Wert der Währung eines Landes nicht von der Regierung festgelegt, sondern schwankt in Abhängigkeit von der Nachfrage frei.
- ¹² Eine Reihe von Regierungsprogrammen, die in den 1960ern initiiert wurden, um Armut zu bekämpfen, das Bildungswesen und die Gesundheitsversorgung zu verbessern und die Bürgerrechte in den USA zu stärken.
- ¹³ Goldreserven, die dazu dienen, den Wert von auf US-Dollar lautenden Vermögenswerten ausländischer Regierungen zu garantieren oder zu stützen.
- ¹⁴ Das bedeutet, die USA importierten mehr Waren, Dienstleistungen und Kapital, als sie exportierten, während es sich in anderen Ländern umgekehrt verhielt.
- ¹⁵ Niedrigere US-Zinsen können die Renditen von US-Dollar-Vermögenswerten mindern.
- ¹⁶ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 18. Juli 2024. [bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities](https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities)
- ¹⁷ Vergleicht den Wert verschiedener Währungen anhand der Kosten eines Waren- und Dienstleistungskorbs und dient häufig dazu, zu beurteilen, ob eine Währung im Vergleich zu einer anderen unter- oder überbewertet ist.
- ¹⁸ EMU-Aktien bezieht sich auf Aktien von Unternehmen mit Sitz in Ländern, die Teil der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) der Europäischen Union sind.
- ¹⁹ EMBI steht für Emerging Market Bonds Index (Index für Schwellenländeranleihen).
- ²⁰ Hochzinsanleihen sind Anleihen, die aufgrund ihres höheren Kreditrisikos höhere Zinssätze (Renditen) bieten.
- ²¹ Zu den BRICS-Staaten gehörten ursprünglich Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika. Seit 2025 umfasst die Gruppe zehn Mitglieder: Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika, Ägypten, Äthiopien, Indonesien, Iran und die Vereinigten Arabischen Emirate.
- ²² Chinas Plan, weltweit in Strassen, Schienennetze, Häfen und andere Infrastrukturprojekte zu investieren. Damit wollte China den Handel fördern und seinen globalen Einfluss ausbauen.
- ²³ Quelle: US-Finanzministerium, «Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies» (2009). [home.treasury.gov/system/files/206/FXReportFINALOctober152009.pdf](https://www.treasury.gov/system/files/206/FXReportFINALOctober152009.pdf)
- ²⁴ Quelle: The Atlantic Council, Dollar Dominance Monitor (2025). www.atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/
- ²⁵ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 22. Mai 2025. www.reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-pre-dawn-votes-get-trump-tax-bill-over-finish-line-2025-05-22/
- ²⁶ Quelle: Artikel der Washington Post, veröffentlicht am 22. Mai 2025. www.washingtonpost.com/business/2025/05/22/trump-tax-bill-debt-investor-bonds/
- ²⁷ Das Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist eine Bewertungskennzahl, mit der sich der relative Wert einer Aktie anhand ihres erwarteten zukünftigen Gewinnpotenzials beurteilen lässt.
- ²⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms, Tesla.
- ²⁹ Die Rohölkurve, auch Futures-Kurve für Öl genannt, ist eine grafische Darstellung der Preise verschiedener Terminkontrakte für Rohöl. Sie zeigt den Ölpreis für verschiedene Liefertermine in der Zukunft an. Die Form der Kurve kann Auskunft darüber geben, welche Ölpreise der Markt künftig erwartet.
- ³⁰ Ein Markt in Backwardation bedeutet, dass der Forwardpreis eines Terminkontrakts unter dem aktuellen Spotpreis liegt. Befindet sich ein Markt dagegen in Contango, liegt der Forwardpreis über dem Spotpreis.
- ³¹ Die Nicht-OPEC+-Produzenten benötigen deutlich höhere Ölpreise als die OPEC+, um die Gewinnzone zu erreichen. Sind die Ölpreise zu niedrig, drosseln erstere oftmals ihre Produktion.
- ³² Quelle: Artikel im Wall Street Journal, veröffentlicht am 5. Mai 2025. www.wsj.com/finance/currencies/switzerland-nears-deflation-as-snb-mulls-rate-cuts-ad6ea1b7

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

