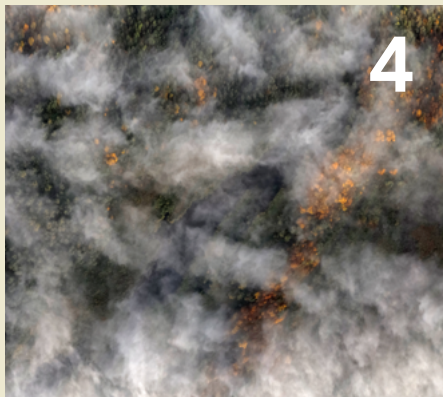


Vontobel

Investors' Outlook

Den Fokus justieren

Juni 2026



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Verschwommeneres Bild

6 Markt-Highlights

Wird KI der Wirtschaft mehr Bits und Bytes zumuten,
als sie verkraften kann?

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

19 Referenzen

Glossar und Quellen

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 2. Juli 2026)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

3. Juni 2026

Publikationsdatum

4. Juni 2026

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Den Fokus justieren



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Über weite Strecken des vergangenen Jahres schien der weitere Weg recht klar vorgezeichnet zu sein. Die Inflation kühlte sich ab, die Zentralbanken bewegten sich in Richtung weiterer Zinssenkungen, das Wirtschaftswachstum blieb robust und geopolitische Spannungen ebten ab, bevor sie die Risikobereitschaft ernsthaft beeinträchtigen konnten. Nach der zuletzt starken Entwicklung könnten die Märkte nun jedoch in eine Phase eintreten, in der es schwieriger wird, die Erwartungen zu übertreffen. Unseres Erachtens dürfte ein Grossteil der positiven Aspekte bereits eingepreist sein – gerade jetzt, da die Märkte in die traditionell ruhigeren Sommermonate übergehen. Die Anleger scheinen sich auch zunehmend der vielen weiterhin bestehenden ungelösten Probleme bewusst zu werden. Die Liste potenzieller Belastungsfaktoren, von Inflationsrisiken für den weiteren Zinspfad über die Strasse von Hormus bis hin zu Private Credit, ist nicht kürzer geworden, wenngleich sich die Märkte bislang relativ robust gezeigt haben.

Die Beziehungen zwischen den USA und dem Iran bleiben angespannt. Dabei wechseln sich Hoffnungen auf diplomatische Fortschritte mit Phasen verschärfter Rhetorik ab. Zwar ist eine erneute breitere Eskalation nicht auszuschliessen, doch gibt es zugleich Gründe für die Annahme, dass alle Seiten bemüht sind, den Konflikt nicht ausser Kontrolle geraten zu lassen, insbesondere da dieser Konflikt die Ölpreise abermals deutlich in die Höhe treiben könnte. US-Präsident Donald Trump, dessen Zustimmungswerte bereits auf den niedrigsten Stand seiner zweiten Amtszeit gefallen sind,¹ dürfte kaum daran interessiert sein, im Herbst mit Ölpreisen von über USD 100 in die Zwischenwahlen zu gehen.

Auch im Verhältnis zwischen den USA und China scheint sich ein ähnlicher Versuch abzuzeichnen, mit Differenzen umzugehen. Zwar brachte Trumps erster Besuch in Peking seit 2017, bei dem er mit dem chinesischen Präsidenten Xi Jinping zusammentraf, weder in Handels-

fragen noch im Hinblick auf die Strasse von Hormus einen Durchbruch. Der Tonfall hat sich jedoch etwas abgeschwächt, auch wenn die Unstimmigkeiten weiterhin spürbar blieben. Xi bezeichnete das Verhältnis als «konstruktive strategische Stabilität» und distanzierte sich damit teilweise vom Ansatz des «strategischen Wettbewerbs», den Trumps Vorgänger Joe Biden verfolgt hatte. Xi dürfte im Herbst die USA besuchen, und die jüngsten makroökonomischen Daten der beiden grössten Volkswirtschaften der Welt könnten beiden Seiten zusätzliche Gründe liefern, die Spannungen bis dahin nicht weiter eskalieren zu lassen. In den USA zog die Inflation im April leicht an, während das Lohnwachstum zurückblieb. Damit schwanden die ohnehin geringen Hoffnungen der Märkte auf eine weitere Zinssenkung durch die US-Notenbank Fed vor Jahresende nahezu vollständig.² In China verlangsamte sich das Wachstum, wodurch bekannte Fragen zur Binnennachfrage und zur Notwendigkeit zusätzlicher Konjunkturmassnahmen zur Stützung der Wirtschaft erneut in den Vordergrund rückten.

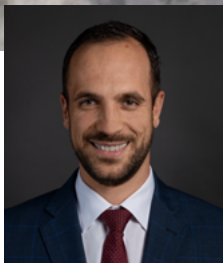
Das Investment Committee der Multi Asset Boutique hat beschlossen, europäische Aktien von Übergewichtet auf neutral zurückzustufen und Hochzinsanleihen³ von untergewichtet auf Übergewichtet hochzustufen. In dieser Ausgabe des Investors' Outlook erläutern wir diese Entscheidung, teilen unsere Einschätzung zum Ölmarkt und widmen uns ausführlich einem Thema, das viele Menschen verunsichert: den möglichen Auswirkungen der künstlichen Intelligenz auf die weltweite Erwerbsbevölkerung.

Die Märkte könnten vor einer Verschnaufpause stehen. Wir bleiben konstruktiv, treten jedoch einen Schritt zurück, um das Gesamtbild klarer zu erfassen.

→ Webcast

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

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 19



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

Verschwommeneres Bild

Während wir uns dem Ende der ersten Jahreshälfte nähern, wird immer deutlicher, dass der Irankrieg unser optimistisches konjunkturelles Basisszenario für 2026 eingetrübt hat. Höhere Ölpreise belasten das Wachstum, treiben die Energiekosten in die Höhe, schüren die Inflation und dämpfen das Reallohnwachstum, was die Konsumausgaben in den USA bremsen könnte. Entsprechend könnte die wirtschaftliche Dynamik in den kommenden Monaten an Schwung verlieren.

Dennoch gehen wir nicht davon aus, dass höhere Ölpreise allein ausreichen, um die Wirtschaft in eine Rezession zu kippen. Denn es bestehen weiterhin mehrere stützende Faktoren. Die US-Zollsätze haben nach dem Urteil des Obersten Gerichtshofs vermutlich ihren Höhepunkt erreicht und erste Zoll-Rückerstattungen sind bereits geflossen. Zudem zeichnen sich fiskalische Impulse ab. In Deutschland steht ein grosser Teil der geplanten Konjunkturmassnahmen noch aus, und auch Japans «Sanaenomics»⁴ befinden sich erst in der Anfangsphase.

Die Inflation in den USA ist im April so stark gestiegen wie seit drei Jahren nicht mehr. Dabei hat sich der Preisdruck auf Dienstleistungen und Lebensmittel ausgeweitet. Auch in der Eurozone war ein leichter Anstieg zu verzeichnen, ebenso wie in der Schweiz, wo sich die

Währungshüter normalerweise eher über eine zu geringe Inflation sorgen. Die Anleger haben ihre Erwartungen hinsichtlich geldpolitischer Lockerungen im weiteren Jahresverlauf entsprechend zurückgeschraubt. Tatsächlich haben einige Zentralbanken bereits wieder mit Zinserhöhungen begonnen oder werden voraussichtlich Massnahmen ergreifen, um der kriegsbedingten Inflation entgegenzuwirken. Die Märkte sehen⁵ derzeit eine Wahrscheinlichkeit von rund 50 % für eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte durch die Fed sowie von rund 90 % für einen ähnlichen Schritt⁶ durch die Europäische Zentralbank (EZB) bei ihrer Sitzung im Juni. Nach unserer Einschätzung dürfte die Fed unter der Führung von Kevin Warsh länger in einer abwartenden Haltung verbleiben als von den Märkten derzeit erwartet, zumal sie historisch sowohl auf Überhitzungen als auch auf Abschwächungen der Konjunktur eher verzögert reagiert hat.

Angesichts der schwächeren Wachstums- und Gewinnaussichten in Europa, der zunehmenden Unsicherheit im Hinblick auf die Inflation sowie des Risikos einer geldpolitischen Straffung durch die EZB haben wir beschlossen, europäische Aktien zurückzustufen. Im Gegenzug haben wir Hochzinsanleihen von untergewichtet auf übergewichtet hochgestuft. Die Details finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET ⁷		NEUTRAL ⁸	ÜBERGEWICHTET ⁹		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität						Wir haben unsere Liquiditätsposition von übergewichtet auf neutral reduziert und sind bereit, bei Chancen Anpassungen vorzunehmen.
2 Anleihen						Unsere leicht negative Einschätzung für Anleihen behalten wir bei. Gleichwohl haben wir Hochzinsanleihen von unter- auf übergewichtet hochgestuft. Die Gesamttrenditen liegen weiterhin über ihren 10-Jahres-Durchschnitten, und die geringere Duration des Segments macht es weniger anfällig für Inflation und Zinserhöhungen. Zudem entwickeln sich Hochzinsanleihen in einem nicht rezessiven Umfeld tendenziell relativ gut, und eine Rezession erwarten wir kurzfristig nicht. In anderen Bereichen des Anleihenmarkts bleiben wir vorsichtiger. Das makroökonomische Umfeld deutet zunehmend auf eine längere Phase höherer Zinsen hin. Anhaltende Inflationsunsicherheit und das hohe Emissionsvolumen mindern die Attraktivität längerer Durationen. Bei Schwellenländer-Hartwährungsanleihen bleiben wir neutral.
3 Aktien						Wir bleiben für Aktien optimistisch. Viele wichtige Indizes haben ihre durch den Konflikt bedingten Verluste vollständig wieder aufgeholt und notieren inzwischen auf Allzeithochs. Das makroökonomische Umfeld hat sich bislang als widerstandsfähig erwiesen. Eine starke Gewinndynamik, anhaltende fiskalische Unterstützung sowie weiter steigende Investitionen im Zusammenhang mit KI sind und bleiben die wichtigsten Triebfedern der Risikobereitschaft, wenngleich zuletzt wieder Inflations Sorgen aufgekommen sind. Die Schwellenländer profitieren nach wie vor von einem der stärksten Gewinnrevisions-Zyklen, der vor allem von Taiwan und Südkorea im Zuge der robusten Nachfrage nach Halbleitern getragen wird. Die Region weist weiterhin einen deutlichen Bewertungsabschlag gegenüber den Industrieländern auf, während die Anlegerpositionierung vergleichsweise niedrig bleibt. Dies lässt Spielraum für weiteres Aufholpotenzial, sofern das globale Wachstum anhält. Dennoch erscheint uns der Zeitpunkt gekommen, europäische Aktien zurückzustufen. Anlass sind die schwächeren Wachstums- und Gewinnaussichten der Region, die zunehmende Inflationsunsicherheit sowie das Risiko einer geldpolitischen Straffung durch die EZB.
4 Gold						Wir bleiben bei unserer neutralen Haltung gegenüber Gold, das im Mai durch die restriktivere Zentralbankrhetorik weiter unter Druck geriet. Höhere Zinsen belasten in der Regel Anlagen, die – wie Gold – keine Zinsen einbringen, insbesondere solche, die in US-Dollar denominated sind. Solange die Anleger mit einer strafferen Geldpolitik rechnen, wird Gold kaum wieder den Rückenwind des «billigen Geldes» erfahren, der die Entwicklung 2025 stützte.
5 Rohstoffe						Unsere neutrale Einschätzung für Rohstoffe bleibt unverändert. Der Krieg im Nahen Osten hat unseren zuvor optimistischen Konjunkturausblick belastet. Hoffnungen auf Zinssenkungen im Jahr 2026 sind faktisch vom Tisch, und die Märkte beginnen, Zinserhöhungen einzupreisen. Das Risiko einer konjunkturellen Abschwächung in Verbindung mit der «Higher for Longer»-Haltung der Zentralbanken schafft Gegenwind für bestimmte Rohstoffe. Im aktuellen Umfeld bevorzugen wir Energie sowie ausgewählte Industriemetalle, die von den gestörten Lieferketten im Nahen Osten betroffen sind.
6 Alternative Strategien						Unsere neutrale Einschätzung für alternative Fonds und Immobilien bleibt unverändert.

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist Mai 2026. Änderungen vorbehalten.

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

Wird KI der Wirtschaft mehr Bits und Bytes zumuten, als sie verkraften kann?

Im Februar 2026 sorgte eine von Citrini Research veröffentlichte Forschungsnotiz für Unruhe an den globalen Finanzmärkten. Das Papier, das als «Gedankenexperiment zur Finanzgeschichte aus Sicht der Zukunft» beschrieben wurde, entwarf das Bild einer Welt, in der künstliche Intelligenz (KI) nicht nur Arbeitnehmer unterstützt, sondern die Wirtschaft selbst aushöhlt.¹⁰





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



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

Der Bericht skizzierte ein hypothetisches Szenario: Unternehmen ersetzen Büroangestellte durch KI, um Kosten zu senken. Die nun arbeitslosen Fachkräfte reduzieren in der Folge ihren Konsum, was wiederum die Unternehmensumsätze drückt. Die Firmen reagieren darauf mit einer verstärkten Automatisierung, um ihre Margen zu schützen, was weitere Entlassungen nach sich zieht. Laut Citrini könnte die Arbeitslosigkeit in den USA bis 2028 auf über 10% steigen. Kernstück des Papiers war der Begriff des «Geister-BIP»: Damit ist Wirtschaftsleistung gemeint, die in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zwar ausgewiesen wird, die reale Wirtschaft jedoch nie erreicht, da KI-Agenten weder Lebensmittel kaufen noch Hypotheken bedienen oder Ferien buchen.

Obwohl die Studie Kritik auf sich zog – nicht nur aufgrund fehlender expliziter makroökonomischer Modellierung, sondern auch wegen nicht offengelegter potenzieller Interessenkonflikte –, traf sie dennoch einen Nerv. Aktien von KI exponierten Software-, Zahlungs- und Finanzdienstleistungsunternehmen gerieten unter starken Verkaufsdruck.¹¹

Angst vor technologiebedingter Massenarbeitslosigkeit ist allgegenwärtig

Skepsis gegenüber technologischen Innovationen ist nicht neu. Bereits in den 1980er Jahren warnte der Nobelpreisträger Wassily Leontief mit der Analogie von Pferden und Maultieren davor, dass fortschrittliche Technologien wie die Automatisierung menschliche Arbeit überflüssig machen könnten, so wie Traktoren und Automobile Tiere in der Landwirtschaft und im Verkehrswesen verdrängt hatten.

KI ist das neueste und vielleicht prägendste Kapitel dieser Debatte. Viele US-Konsumenten befürchten, im Zuge

des KI-Booms selbst zu Verlierern zu werden (Grafik 1). Diese Sorgen reichen jedoch weit über die privaten Haushalte hinaus. Der US-Senator Bernie Sanders, der sich als demokratischen Sozialist bezeichnet, hat gewarnt, dass KI und Automatisierung in den nächsten zehn Jahren fast 100 Millionen Arbeitsplätze vernichten könnten. Besonders betroffen seien dabei Fast Food-Beschäftigte, Buchhalter und Lastwagenfahrer.¹²

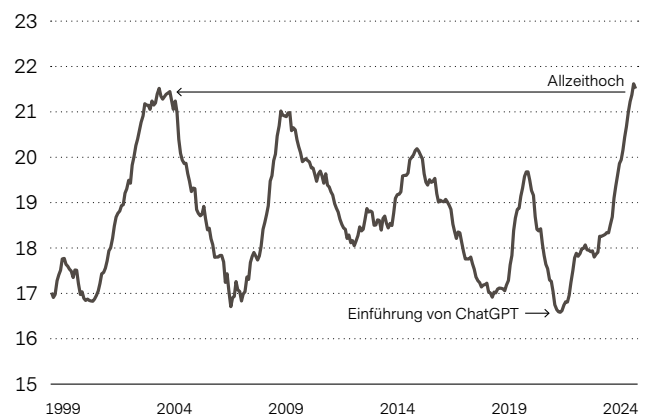
Sogar prominente Stimmen aus dem Technologiesektor schlagen Alarm. Alex Karp, CEO von Palantir, hat wiederholt argumentiert, dass KI zahlreiche Bürojobs eliminieren werde, insbesondere unter Arbeitnehmern ohne seltene, hochspezialisierte Fähigkeiten, darunter viele mit einem generalistischen geisteswissenschaftlichen Hintergrund. Sollten die USA nicht vorsichtig sein, könnte dieser Umbruch laut Karp den Hass auf «reiche Leute aus der Technologiebranche» schüren.¹³

Massenarbeitslosigkeit: Angst vs. Fakten

Wie schlecht ist es wirklich um den US-Arbeitsmarkt bestellt? Auf den ersten Blick wirken die Daten robust. Die Arbeitslosenquote ist rückläufig und erreichte im April mit 4,3% ein historisches Tief.¹⁴ Auch die Arbeitslosigkeit unter jüngeren Menschen (20- bis 24-Jährige, die oft als besonders anfällig für KI-bedingte Disruption

Grafik 1: Die Angst vor dem Arbeitsplatzverlust hat Rekordhöhen erreicht, wobei KI eine zentrale Rolle spielt

In %, 12-Monats-Durchschnitt



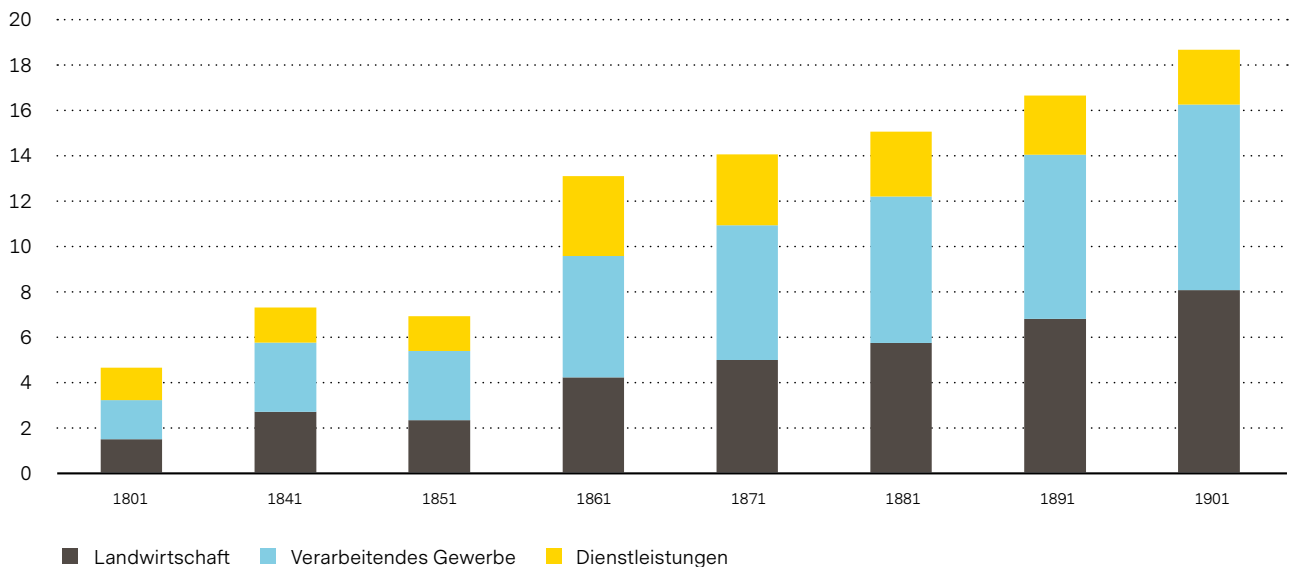
— Wahrscheinlichkeit, in den nächsten fünf Jahren in den USA den Arbeitsplatz zu verlieren

Quelle: University of Michigan, Vontobel. Daten per Februar 2026.

8 Markt-Highlights

Grafik 2: Die Geschichte spricht eine andere Sprache

Beschäftigung im Vereinigten Königreich nach Wirtschaftssektoren, in Mio. Personen



Quelle: Our World in Data, basierend auf Herrendorf et al., Vontobel. Daten per 31. Dezember 2014.

gelten) ist gesunken – von 9,2% im Oktober 2025 auf «nur» noch 7,6% im April 2026.

Allerdings wurden in bestimmten Sektoren zuletzt mehr Stellen abgebaut – ironischerweise besonders im Technologiesektor. KI-Tools automatisieren oder beschleunigen zunehmend Aufgaben wie einfache Programmierung, Testing und Kundensupport, sodass Unternehmen mit weniger Junior- oder Support-Mitarbeitenden auskommen. Wir sehen KI jedoch nicht als alleinige Triebfeder dieser Einschnitte. Aus unserer Sicht reduzieren viele Unternehmen ihre Belegschaft auch, um pandemiebedingte Überkapazitäten abzubauen oder, im Fall von Technologiefirmen, um Kapital für umfangreiche Investitionen in die KI-Infrastruktur freizusetzen.

Argumente gegen Massenarbeitslosigkeit

Auch wenn die vollständigen Auswirkungen der KI auf die Arbeitsmärkte noch nicht abzuschätzen sind, gibt es unseres Erachtens stichhaltige Argumente dafür, dass eine grossflächige Arbeitslosigkeit nicht das wahrscheinlichste Szenario darstellt. Warum?

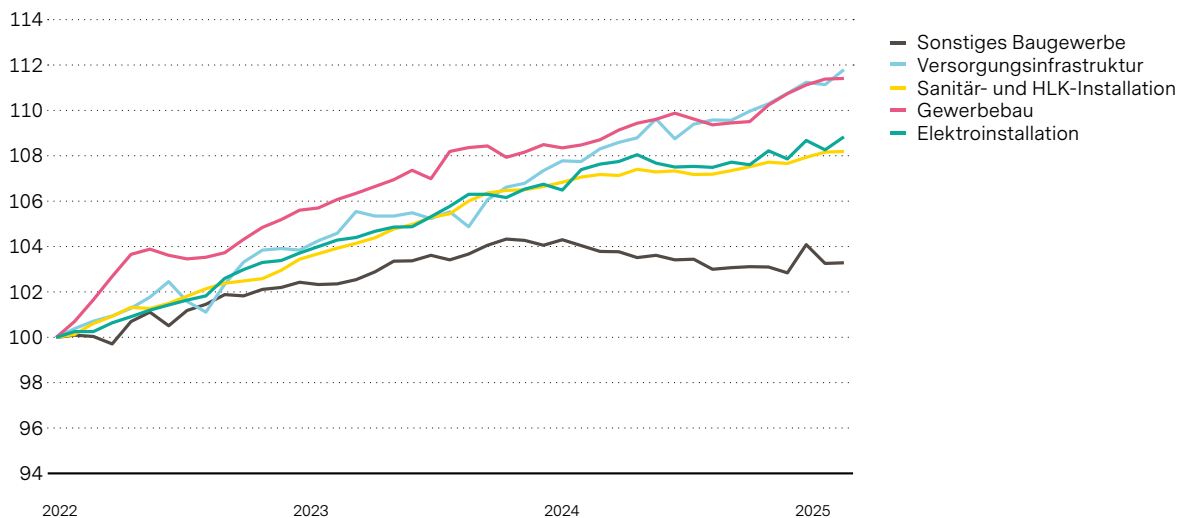
Erstens spricht die Geschichte eher dagegen. Ein geeigneter Referenzpunkt ist die Industrielle Revolution. Im späten 18. und frühen 19. Jahrhundert bewirkten rasche

technologische Fortschritte eine tiefgreifende Umwälzung traditioneller Beschäftigungsformen, vor allem in der Landwirtschaft und im Handwerk. Handwerker verloren durch die mechanisierte Textilproduktion ihre Lebensgrundlage, während Landarbeiter infolge von Produktivitätssteigerungen in der Landwirtschaft verdrängt wurden. Dieser Wandel führte zu Unsicherheit, drückte die Löhne bestimmter Gruppen und löste Phasen sozialer Unruhen aus. Hinweise auf eine anhaltende gesamtwirtschaftliche Arbeitslosigkeit in diesem Zeitraum gibt es jedoch kaum.

Mit der Zeit erhöhte die Industrialisierung die Nachfrage nach Arbeitskräften. Fabriken, Bergwerke, Verkehrsnetze und städtische Dienstleistungen nahmen Erwerbstätige aus der Landwirtschaft und dem traditionellen Handwerk auf. Durch Bevölkerungswachstum und steigende Investitionen entstanden zusätzliche Arbeitsplätze. Anstatt Arbeit zu vernichten, führte der technologische Fortschritt zu einer Verlagerung der Beschäftigten, zunächst von der Landwirtschaft in die Industrie und später in den Dienstleistungssektor (Grafik 2). Bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts wies Grossbritannien eine der höchsten Beschäftigungsquoten Europas auf, und die Reallöhne stiegen mit zunehmender Produktivität kontinuierlich an. Die Lehre daraus ist nicht, dass technologischer Wandel

Grafik 3: KI kann auch Arbeitsplätze schaffen

Anzahl der Arbeitsplätze nach Sektoren in den USA (indexiert bei 100 = Oktober 2022)



Hinweis: HLK = Heizung, Lüftung, Klimatisierung

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per März 2026.

schmerzfrei verläuft. Jedoch zeigt sich, dass Volkswirtschaften durch ihn letztlich ein höheres Beschäftigungsniveau und einen höheren Lebensstandard erreichen können, sofern sich die Arbeitskräfte anpassen und an den Produktivitätsgewinnen partizipieren können.

Diese historische Erfahrung stellt auch die Annahme infrage, dass technologischer Fortschritt zwangsläufig Nachfrage und Konsum dämpft. Wie das Jevons-Paradoxon nahelegt, führen Effizienzgewinne oft zu einem höheren statt geringeren Ressourceneinsatz. In seinem Werk «The Coal Question» von 1865 stellte William Stanley Jevons fest, dass Effizienzsteigerungen bei Dampfmaschinen – einer Schlüsseltechnologie der Industriellen Revolution – den Kohlekonsum nicht reduzierten. Vielmehr bewirkte die günstigere und effizientere Dampfkraft eine breitere Anwendung in Produktion, Bergbau und Transport und damit einen starken Anstieg des Kohleverbrauchs. Die weiterreichende Schlussfolgerung ist, dass Produktivitätsgewinne wirtschaftliche Aktivität ausweiten und Arbeitsplatzverluste durch höhere Produktion und stärkere Nachfrage teilweise kompensieren können.

Mit Blick auf 2026 sehen wir KI sowohl kurz- als auch langfristig als potenziellen Motor für die Schaffung von Arbeitsplätzen. Die kurzfristigen Effekte sind bereits

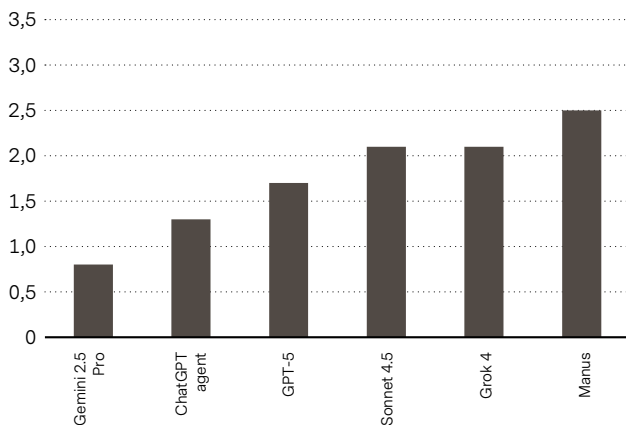
sichtbar: KI schafft Arbeitsplätze, insbesondere im Aufbau der KI-Infrastruktur (Grafik 3). Welche neuen Berufe langfristig entstehen werden, ist noch offen, doch die Geschichte zeigt, dass Überraschungen wahrscheinlich sind. Eine Studie von David Autor et al. legt nahe, dass 85% der neu geschaffenen Stellen in den vergangenen 85 Jahren auf völlig neue Berufsbilder zurückzuführen sind, die durch technologischen Fortschritt und sich wandelnde Konsumpräferenzen entstanden sind.¹⁵ Zu den Berufen, die aus technologischen Innovationen hervorgingen, zählen Flugzeugkonstrukteur (1950), Leiterplatten-Designer (1990), KI-Spezialist (2000), Windkrafttechniker (2010) und Cybersicherheitsanalyst (2018). Berufe, die auf veränderte Präferenzen zurückgehen, umfassen Akrobatik-Tänzer (1940), Tätowierer (1950), Psychotherapeut (1970), Hypnotherapeut (1980), Sommelier (2010) und Dramatherapeut (2018).¹⁶

Ferner gilt es zu berücksichtigen, dass KI politischen Beschränkungen, Adoptionshürden und Grenzen der Leistungsfähigkeit unterliegt. Auf politischer Ebene agieren Regierungen und Regulierungsbehörden inzwischen vorsichtiger, da die Bedenken hinsichtlich Datenschutz, geistigen Eigentums und Rechenschaftspflicht zunehmen. Firmen, die KI einsetzen, sehen sich mit wachsender Unsicherheit in Bezug auf Haftungsfragen konfrontiert,

10 Markt-Highlights

Grafik 4: Studien zeigen, dass eigenständige KI Menschen bei vollständigen Arbeitsprozessen selten übertrifft

Automatisierungsrate aktueller KI-Agenten nach Modell, in %

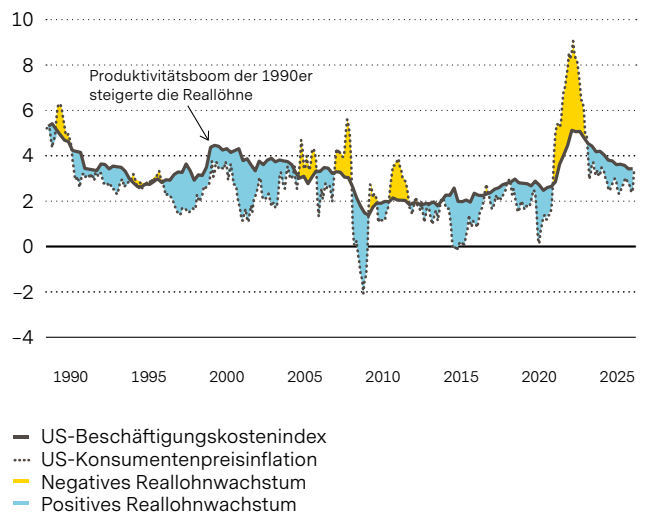


Anmerkung: Automatisierungsrate: Anteil der Projekte, bei denen das KI-Ergebnis von menschlichen Bewertern als mindestens ebenso gut wie das menschliche Ergebnis bewertet wird.

Quelle: Mantas Mazeika et al: «Remote Labor Index: Measuring AI Automation of Remote Work», Vontobel. Daten per 30. Oktober 2025.

Grafik 5: Der positive Produktivitätseffekt

Prozentuale Veränderung zum Vorjahr



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per März 2026.

vor allem in Branchen wie dem Finanz- oder Gesundheitswesen, während geopolitische Spannungen den Zugang zu kritischen Inputs wie fortschrittlichen Halbleitern erschweren.

Gleichzeitig darf die gesellschaftliche Dimension nicht ausser Acht gelassen werden. Die Skepsis der Öffentlichkeit gegenüber KI nimmt zu. Laut einer im März 2026 durchgeführten Umfrage der Quinnipiac University sind 55% der Amerikaner der Ansicht, dass KI in ihrem Alltag mehr Schaden als Nutzen bringen wird (gegenüber 44% im April 2025). Auf die Frage, wie oft sie den von KI generierten Informationen vertrauen, geben 76% der Amerikaner an, dass sie diesen entweder fast nie (27%) oder nur manchmal (49%) vertrauen. Lediglich 21% glauben, dass man ihnen meistens (18%) oder fast immer (3%) vertrauen kann. Bemerkenswerte 70% der Amerikaner gehen davon aus, dass Fortschritte im Bereich der KI die Beschäftigungsmöglichkeiten verringern werden, wobei die Generation Z (Geburtsjahrgänge 1997 bis 2008) mit 81% am stärksten besorgt ist.¹⁷ Wir sind der Meinung, dass Bestrebungen, den Menschen durch Maschinen zu ersetzen, letztlich zu stärkeren arbeitsmarktpolitischen Schutzmassnahmen führen werden – selbst in Ländern, die dafür traditionell nicht bekannt sind, wie etwa die USA.

Glaubt man einer im Januar 2026 durchgeführten Umfrage des Pew Research Center, regt sich in der Bevölkerung womöglich erster Widerstand gegen das Tempo des KI-Fortschritts. Die meisten Amerikaner lehnen gross angelegte KI-Infrastrukturprojekte in ihren Gemeinden ab. Deutlich mehr Befragte beurteilen Rechenzentren als eher schädlich als vorteilhaft für die Umwelt (39% gegenüber 4%), für die Energiekosten der Haushalte (38% gegenüber 6%) sowie für die Lebensqualität der Anwohner (30% gegenüber 6%).¹⁸

Selbst dort, wo politische Hürden überschaubar sind, verläuft die KI-Adoption uneinheitlich. Die Integration von KI in bestehende Organisationen ist weitaus komplexer als die blosse Einführung eines neuen Tools. Viele Unternehmen sind durch veraltete IT-Systeme, fragmentierte Daten und einen Mangel an Fachkräften mit dem erforderlichen Know-how für die effektive Implementierung und den Betrieb von KI-Lösungen eingeschränkt. Noch grundlegender ist, dass die Einführung häufig eine Neugestaltung von Arbeitsabläufen und Entscheidungsprozessen erfordert, was Zeit in Anspruch nimmt und mit Umsetzungsrisiken verbunden ist. Auch die ökonomische Logik ist nicht immer eindeutig: Zwar verspricht KI Effizienzgewinne, doch können die Vorlaufkosten (für Infrastruktur, Fachkräfte und Testphasen) erheblich sein, und

die Erträge sind kurzfristig oft unsicher. Daher könnte KI durchaus nur in einzelnen Bereichen zum Einsatz kommen, statt unternehmens- oder branchenweit ausgerollt zu werden.

Zudem bestehen weiterhin erhebliche Grenzen der Leistungsfähigkeit. KI kann zwar viele Aufgaben isoliert ausführen, bei End-to-End-Arbeitsprozessen, wie sie in der Praxis vorkommen, erreicht sie jedoch selten menschliches Niveau. KI-Systeme sind nach wie vor fehleranfällig, insbesondere bei komplexen oder unklar definierten Aufgaben. Sie können überzeugende, aber falsche Ergebnisse liefern. Selbst bei den fortschrittlichsten Modellen sind die Automatisierungsraten vollständiger Aufgaben derzeit noch gering (Grafik 4).

Ein weiterer Grund, warum wir Massenarbeitslosigkeit für unwahrscheinlich halten, liegt in der Art und Weise, wie Unternehmen auf technologische Entwicklungen reagieren. Unternehmen setzen KI in erster Linie ein, um Effizienz zu steigern, Kosten zu steuern und die Produktion auszuweiten, nicht jedoch, um wahllos Arbeitskräfte abzubauen. Höhere Produktivität führt oft zu niedrigeren Preisen für Waren und Dienstleistungen, was die realen (d. h. inflationsbereinigten) Einkommen erhöhen und den Konsum ankurbeln kann. Dieses Muster zeigte sich deutlich während des Produktivitätsbooms der 1990er Jahre (Grafik 5).

Verlierer wird es dennoch geben

Allerdings könnte KI einen bestehenden Trend weiter verstärken: die Entkopplung von Gewinnwachstum und Beschäftigungswachstum. In den letzten zehn Jahren sind die Unternehmensgewinne deutlich schneller gestiegen als die Beschäftigung, was auf kapitalarme Geschäftsmodelle, Automatisierung und eine höhere Skalierbarkeit zurückzuführen ist. KI könnte diesen Trend verschärfen und es Unternehmen ermöglichen, ihre Umsätze zu steigern, ohne die Zahl der Beschäftigten entsprechend zu erhöhen. Diese Dynamik schürt verständliche Bedenken, dass die Gewinne aus der KI unverhältnismässig stark den Kapitaleignern und hochqualifizierten Arbeitskräften zugutekommen, während andere mit stagnierenden Löhnen oder sinkender Arbeitsplatzsicherheit konfrontiert sind.

Daten von Goldman Sachs zeigen, dass es für durch Technologie verdrängte Arbeitnehmer bis zu einen Monat länger dauern kann, eine neue Stelle zu finden. Zudem erleiden sie tendenziell stärkere Einbussen (mehr als 3%) bei ihren inflationsbereinigten Einkommen im Vergleich zu anderen Arbeitnehmern, bei denen dieser Effekt vernachlässigbar ist. Zehn Jahre nach dem Arbeitsplatzverlust

liegen die Realeinkommen der durch Technologie verdrängten Arbeitnehmer rund 10 Prozentpunkte unter denen der nicht verdrängten Beschäftigten. Zudem verzeichnen sie eine langsamere Vermögensbildung sowie verzögerte Eigenheim- und Haushaltsgründungen.¹⁹ Das Risiko besteht daher weniger in Massenarbeitslosigkeit als vielmehr in zunehmender Unsicherheit und Polarisierung.

Letztlich dürfte entscheidend sein, wie schnell sich die Anpassung vollzieht. Technologische Revolutionen erzeugen Belastungen nicht deshalb, weil Arbeitsplätze über Nacht verschwinden, sondern weil sich Kompetenzen, Institutionen und Bildungssysteme langsamer anpassen als die Technologie selbst. Arbeitnehmer, die aus schrumpfenden Tätigkeitsfeldern verdrängt werden, könnten Schwierigkeiten haben, rasch in wachsende Bereiche zu wechseln, insbesondere ohne Umschulung oder geografische Mobilität. Wenn politische Massnahmen hinterherhinken – sei es im Bildungswesen, bei den sozialen Sicherungssystemen oder bei der Flexibilität des Arbeitsmarktes –, können die sozialen Kosten erheblich sein, selbst wenn die offizielle Arbeitslosenquote nicht hoch ist.

Zum Schluss noch etwas Optimismus

Unseres Erachtens gibt es gute Gründe für die Annahme, dass technologischer Wandel letztlich mehr schafft als zerstört. Um auf Wassily Leontief zurückzukommen: Er befürchtete nicht nur, dass Menschen das Schicksal von Pferden und Maultieren teilen könnten, sondern konnte sich auch kaum vorstellen, dass in grossem Umfang neue Arbeitsplätze entstehen würden. Wie er es formulierte: «Stellen Sie sich vor, was passieren würde, wenn alle arbeitslosen Stahl- und Automobilarbeiter für die Arbeit an Computern umgeschult würden... Es gibt nicht genug Computer für alle. Wir hätten ein noch grösseres Problem geschaffen.»²⁰

Im Rückblick wird deutlich, wie sehr diese Sichtweise sowohl den technologischen Fortschritt als auch die Anpassungsfähigkeit der Gesellschaft unterschätzt hat. Nicht nur gab es genug Computer für alle, sondern wir haben sogar ganze Industrien, Volkswirtschaften und Lebensweisen um sie herum aufgebaut. Heute spielt sich für viele von uns ein grosser Teil des Lebens vor ihnen ab.

Zinserwartungen im Wandel



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

Die Märkte fragen sich zunehmend, ob die Zentralbanken in einer Welt wiederkehrender Angebotsschocks und geopolitischen Inflationsdrucks tatsächlich restriktiv genug sind.

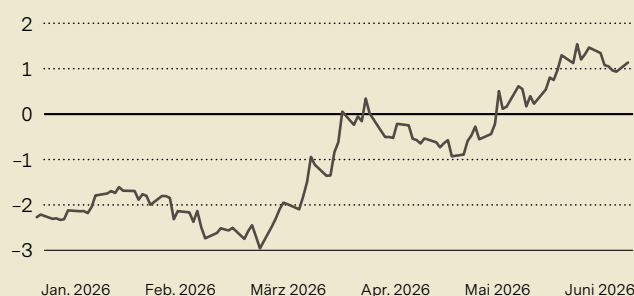
Das Marktnarrativ hat sich deutlich verändert. Was zunächst wie ein relativ klarer Weg zu sinkender Inflation und Zinssenkungen der US-Notenbank Fed aussah, ist durch den Krieg im Iran deutlich unsicherer geworden. Steigende Energiepreise und Inflationserwartungen rücken zunehmend Faktoren in den Fokus, auf die Zentralbanken nur begrenzten Einfluss haben. Höhere Ölpreise, Störungen im Schiffsverkehr und angebotsseitige Spannungen treiben Transport-, Produktions- und letztlich Konsumentenpreise nach oben. Inflationsswaps preisten zeitweise eine Gesamtinflation von bis zu 4% ein, was die wachsende Sorge widerspiegelt, dass sich diese Impulse stärker in der Wirtschaft ausbreiten könnten. Entsprechend haben die Märkte ihre Erwartungen an die Geldpolitik der Fed neu bewertet (Grafik 1). Der Fokus der Anleger hat sich dabei von der Frage, wann Zinssenkungen erfolgen könnten, hin zu der Frage verschoben, ob die aktuelle Geldpolitik überhaupt ausreichend restriktiv ist. An den Optionsmärkten für US-Staatsanleihen

steigt die Nachfrage nach Absicherungen gegen höhere Renditen. Hintergrund sind Sorgen über strukturell höhere Inflation, hohe Haushaltsdefizite und ein wachsendes Angebot an Staatsanleihen. Gleichzeitig liegen die aktuellen Renditen zunehmend am oberen Ende ihrer historischen Bewertungsspanne, zumal Ölschocks das Wachstum erfahrungsgemäss mit der Zeit belasten.

Was die Märkte der Unternehmensanleihen betrifft, die weiterhin von einer starken Nachfrage profitieren, bleiben die Renditeaufschläge vor dem vermehrt unsicheren makroökonomischen Hintergrund eng. Steigende Zinsen, erhöhte Volatilität und geopolitische Unsicherheiten beginnen jedoch den Markt herauszufordern, der zuvor von starkem Wachstum und reichlich Liquidität geprägt war. Eine wesentliche Triebfeder ist der sprunghafte Anstieg der Emissionen von KI-bezogenen Anleihen. Der Finanzierungsbedarf im Zusammenhang mit der KI-Infrastruktur führt zu einem erheblichen Angebot an langlaufenden Anleihen zu einem Zeitpunkt, an dem die Staatsverschuldung bereits auf einem historischen Höchststand liegt, was den Aufwärtsdruck auf die Renditen am langen Ende verstärkt (Grafik 2). Die Renditeaufschläge bleiben im Verhältnis zum aktuellen Volatilitätsniveau ungewöhnlich eng, trotz strafferer Finanzierungsbedingungen und steigender Refinanzierungsrisiken. Der Carry mag auf den ersten Blick noch attraktiv erscheinen, doch inzwischen stammt ein grösserer Teil davon aus der risikofreien Komponente und weniger aus den Renditeaufschlägen selbst. Mit anderen Worten: Anleger werden stärker für die Duration als für das mit den Renditeaufschlägen verbundene Risiko entschädigt, was die Bewertungen anfällig macht, sollte die Volatilität hoch bleiben oder sich das Wachstum weiter verlangsamen.

Grafik 1: Zinserhöhungen nicht mehr ausgeschlossen – die Märkte halten sie inzwischen für wahrscheinlicher

Erwartete Anzahl von Zinssenkungen bzw. Zinserhöhungen

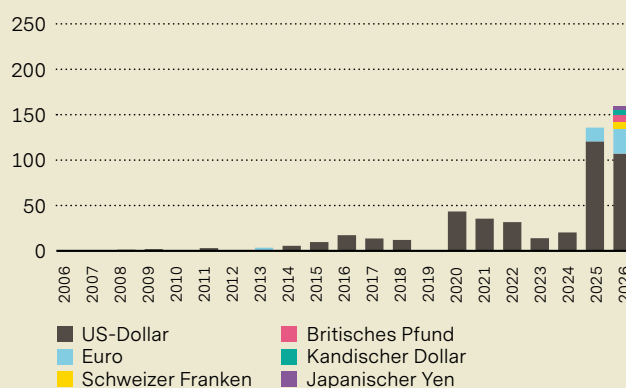


— Von den Märkten bis zur FOMC-Sitzung im Juni 2027 eingepreiste Fed-Zinssenkungen bzw. Zinserhöhungen

Quelle: LSEG, Bloomberg, Vontobel. Daten per 1. Juni 2026.

Grafik 2: KI-Finanzierungsboom weitet sich auf Märkte für Anleihen in anderen Währungen aus

IG²¹-Emissionen grosser Techunternehmen mit KI-Bezug*, in USD Mrd.



*Amazon, Google, Meta, Microsoft, Oracle, Beignet Investor LLC
Quelle: LSEG, Bloomberg, Vontobel. Daten per 22. Mai 2026. Nur zu Informationszwecken. Diese Inhalte stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten von Finanzinstrumenten dar.

Selektive Positionierung



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

Die Aktienmärkte der wichtigsten Regionen verzeichneten im Mai Kursgewinne, wobei die Zusammensetzung dieser Renditen aus unserer Sicht einer genaueren Betrachtung bedarf.

Die Berichtssaison im ersten Quartal gehörte in den USA zu den stärksten der vergangenen zwei Jahrzehnte. Sie führte zu einer Anhebung der Prognosen für das Gewinnwachstum je Aktie (EPS) sowie zu einer Beschleunigung der Gewinndynamik (Grafik 1). Zentrale Triebkraft sind nach wie vor die Investitionen im Bereich künstliche Intelligenz (KI), die sich bei den Unternehmen im Zentrum dieses Zyklus zunehmend in konkreten Umsatz- und Margenverbesserungen niederschlagen. Die breiteren Signale sind ermutigend: Auftragsbestände, Ausblicke und Investitionszusagen deuten insgesamt auf einen Zyklus hin, der noch weiteres Potenzial hat.

Die Aktienmarkterholung blieb jedoch auffallend eng begrenzt. Die Kursgewinne konzentrierten sich auf eine kleine Gruppe von Large-Cap-Technologiewerten, vor allem aus dem Halbleiterbereich. Und dieses Muster breitet sich inzwischen auch ausserhalb der USA aus. Genau diese Marktführerschaft hat wesentlich dazu beigetragen,

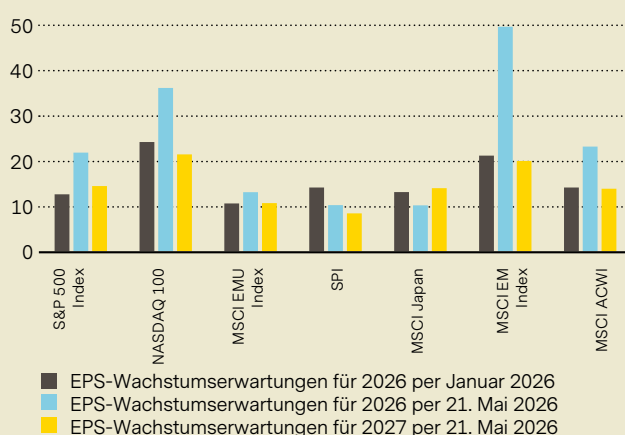
das ungünstigere Inflationsumfeld zu kompensieren, das sich aus den deutlich gestiegenen Energiepreisen im Zuge der ungelösten Pattsituation im Nahen Osten ergeben hat. Eine geringe Marktbreite mag die Indexrenditen auf den ersten Blick begünstigen, macht die Märkte jedoch gleichzeitig anfälliger bei Rückschlägen an der Spitze. Dieses Risiko erachten wir weiterhin als beobachtungswürdig.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere taktische Positionierung in Aktien der Eurozone selektiver ausgerichtet. Die Region sieht sich mit einem nachlassenden Wirtschaftswachstum sowie erhöhten Inflationsrisiken und der Aussicht auf eine weitere geldpolitische Straffung durch die Europäische Zentralbank konfrontiert. Die Schwellenländer bleiben hingegen ein Lichtblick. Die Region befindet sich in einem der stärksten Gewinnrevisions-Zyklen der vergangenen Jahre. Dieser wird von Taiwan und Südkorea getragen, wo der Rückenwind aus dem Halbleitersektor am stärksten ist – auch bedingt durch den KI-Investitionszyklus in den USA.

Doch was ist bereits in den Aktienkursen eingepreist? Trotz der Erholung seit Ende März scheinen die Bewertungen nicht durchgehend überzogen zu sein, insbesondere in den USA und noch weniger in den Schwellenländern. Dies zeigt sich anhand der Forward-KGVs²² im Verhältnis zu den Gewinnwachstumserwartungen für die Jahre 2026–2027 (Grafik 2). Diese Kombination dürfte weiteres Aufwärtspotenzial bieten, sofern das globale Wachstum auf Kurs bleibt. Deshalb bleiben wir insgesamt positiv gegenüber Aktien eingestellt, was sich in unserer Übergewichtung widerspiegelt.

Grafik 1: Deutliche Beschleunigung der Gewinnerwartungen für 2026 in den USA und den Schwellenländern

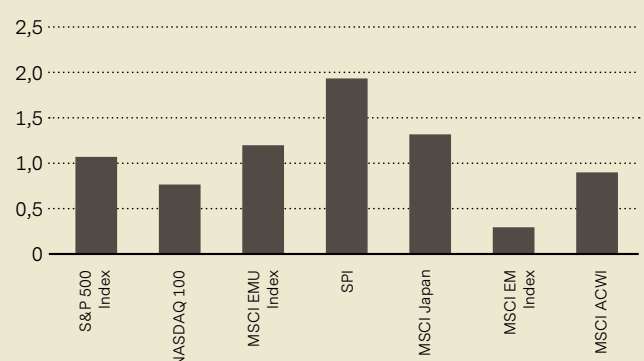
Wachstum ggü. dem Vorjahr in % und in Lokalwährungen



Quelle: FactSet, Vontobel. Daten per 21. Mai 2026. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für tatsächliche Ergebnisse und werden nicht garantiert.

Grafik 2: Forward-KGVs für 2027 im Vergleich zum erwarteten durchschnittlichen EPS-Wachstum 2026 – 2027

Verhältnis (x-fach)



Quelle: FactSet, Vontobel. Daten per 21. Mai 2026. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für tatsächliche Ergebnisse und werden nicht garantiert.

Was kommt nach dem Angebotsschock?



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

Schocks in der Energieversorgung stehen per Definition im Fokus der Schlagzeilen. Für Investoren ist jedoch die entscheidendere Frage, was geschieht, sobald diese Schlagzeilen in den Hintergrund treten.

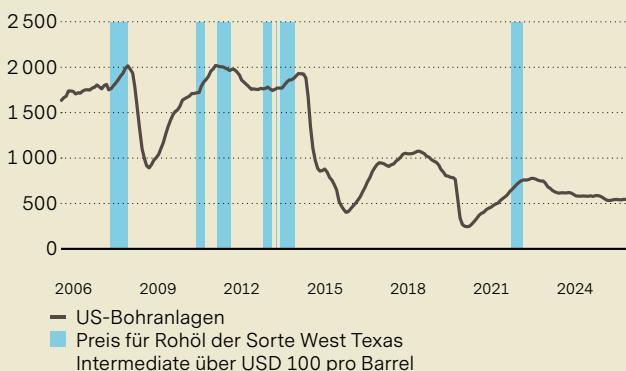
Historisch war Asien der Motor des globalen Nachfragerwachstums. Derzeit führt die Region jedoch die Abschwächung an, da hohe Preise und Versorgungsunsicherheiten Anpassungen erzwingen. Das zeigt sich nicht nur in der Industrie, sondern auch im Alltag: Pakistan, die Philippinen und Sri Lanka haben eine Vier-Tage-Woche eingeführt, um Pendelverkehr und Treibstoffverbrauch zu senken. Gleichzeitig dürfte der Angebotsschock den Ausbau erneuerbarer Energien beschleunigen, da Versorgungssicherheit zunehmend mit der heimischen Energiewende gleichgesetzt wird. Südkoreas Präsident Lee Jae Myung warnte kürzlich: «Unsere Zukunft ist ernsthaft gefährdet, wenn wir weiterhin von fossilen Brennstoffen abhängig bleiben.»²³ Während sich die Nachfrage abkühlt, versuchen die Ölproduzenten ausserhalb des Golfraums, auf der Angebotsseite gegenzusteuern. So stieg die US-Produktion in diesem Frühjahr auf nahezu 14 Millionen Barrel. Interessanterweise beruhen diese Zuwächse eher

auf operativen Effizienzsteigerungen bestehender Anlagen als auf einer Erhöhung der Neubohrungen (Grafik 1). Geprägt von früheren «Boom and Bust»-Zyklen scheinen die Produzenten den politischen Druck unter dem Motto «Drill, Baby, Drill» gegen die Erwartungen der Finanzmärkte an Kapitaldisziplin, Schuldenabbau und Aktionärsrenditen abzuwägen.

Mittel- bis längerfristig könnten die Ölpreise zudem durch den erodierenden Zusammenhalt innerhalb der OPEC²⁴ beeinflusst werden. Anfang Mai beendeten die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) ihre fast 60-jährige OPEC-Mitgliedschaft und verliessen damit auch die breitere OPEC+-Allianz. Hintergrund könnten Spannungen zwischen den VAE und Saudi Arabien sein. Die VAE investierten über USD 150 Milliarden, um ihre Produktionskapazität auf 5 Millionen Barrel pro Tag auszubauen, zeigen sich jedoch zunehmend frustriert über die restriktiven, von Saudi-Arabien dominierten Quoten, die teure Infrastruktur ungenutzt lassen. Anders als frühere Austritte, etwa von Angola, Katar oder Ecuador (Grafik 2), betrifft der Austritt der VAE den drittgrössten Produzenten der OPEC und hat damit deutlich grössere Auswirkungen auf den Ölmarkt. Durch ihren Austritt entfallen nun rund 13% der Fördermenge des Kartells sowie ein erheblicher Teil seiner globalen Reservekapazitäten. Dadurch dürfte Saudi-Arabien künftig eine grössere wirtschaftliche Last tragen, was weitere Förderkürzungen kostspieliger und zugleich weniger wirksam zur Preisstabilisierung machen könnte. Während sich Abu Dhabi darauf vorbereitet, seine bislang ungenutzten Kapazitäten auf den Markt zu bringen, erscheint uns die strukturelle Preisuntergrenze für Öl auf lange Sicht zunehmend fragil.

Grafik 1: US-Ölproduzenten scheinen nicht an nachhaltig hohe Ölpreise zu glauben

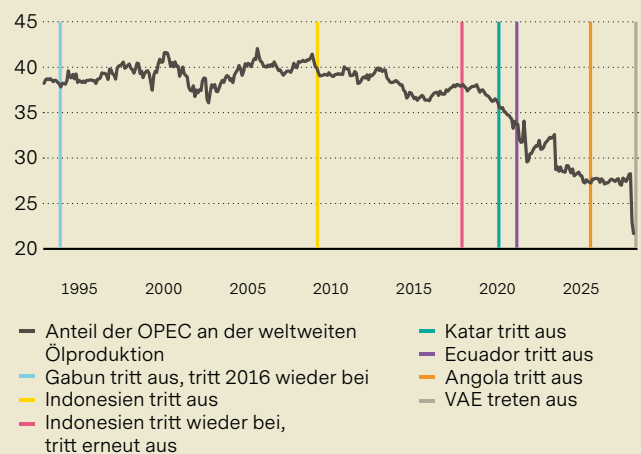
Anzahl der Bohranlagen



Quelle: Baker Hughes Incorporated, Vontobel. Daten per 3. Juni 2026. Der Baker Hughes Rig Count misst die Zahl aktiver US-Bohranlagen für Erdöl und Erdgas. Die von Baker Hughes veröffentlichten Daten erfassen aktive oder unmittelbar einsatzbereite Anlagen und gelten als Echtzeitindikator für die Aktivitäten im vorgelagerten Energiesektor.

Grafik 2: Geringere Kartellmacht, niedrigere Ölpreise?

Marktanteil, in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per April 2026.

Sicherheit vor strukturellen Themen?



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

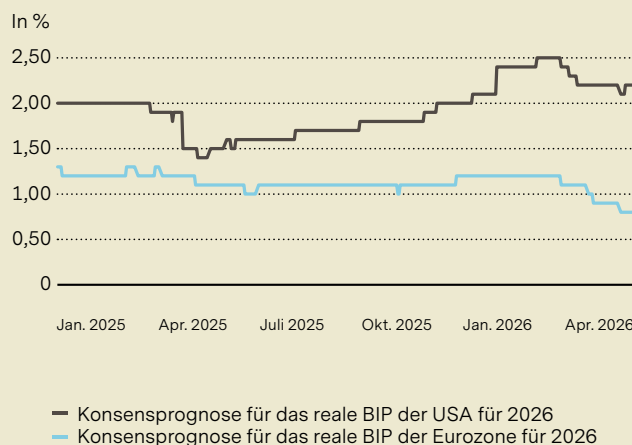
Die Devisenmärkte reagieren zunehmend auf Entwicklungen im Zusammenhang mit höheren Ölpreisen, geopolitischer Unsicherheit und sich verändernden Wachstumserwartungen, wodurch längerfristige strukturelle Themen vorübergehend in den Hintergrund treten.

Der US-Dollar gehörte zu den Hauptprofiteuren dieses Umfelds. Die Nachfrage nach sicheren Häfen, höhere US-Renditen sowie die relative Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft als Nettoenergieexporteur haben die Währung gestützt. Auch die relative Wachstumsdynamik spricht kurzfristig weiterhin für die USA, insbesondere im Vergleich zu energieabhängigeren Volkswirtschaften wie dem Euroraum (Grafik 1). Die Sorgen über die steigende US-Verschuldung, die hohen Haushaltsdefizite und den langfristigen politischen Ausblick in den USA sind zwar nicht verschwunden, stehen derzeit jedoch nicht im Fokus der Märkte. Das Setup bleibt daher stark binär. Sollten die Spannungen anhalten und die Ölpreise hoch bleiben, könnte sich der US-Dollar weiterhin gut behaupten. Lassen die geopolitischen Risiken hingegen deutlich nach, könnten die Märkte rasch zu einer eher pessimistischen mittelfristigen Einschätzung der Währung zurückkehren.

Angesichts höherer Ölpreise und einer schwächeren Risikostimmung hat sich der Euro widerstandsfähiger präsentiert als erwartet. Dies deutet einerseits darauf hin, dass die Anlegerpositionierung bereits vergleichsweise vorsichtig war. Andererseits zeigt sich, dass der Euro kein perfektes Umfeld benötigt, um sich zu stabilisieren (Grafik 2). Dennoch ist Europa den inflationären Auswirkungen höherer Energiepreise stärker ausgesetzt als die USA. Sollten die Ölpreise länger erhöht bleiben, dürfte dies die Inflation weiter nach oben treiben und das Wachstum belasten. Bislang sind die Erwartungen für die Region allerdings relativ robust geblieben und haben sich noch nicht wesentlich verschlechtert. Dies spricht dafür, dass die Märkte weiterhin davon ausgehen, dass Europa einen Teil des Schocks abfedern kann. Dies wäre insbesondere der Fall, wenn sich die Energiepreise stabilisieren und geopolitische Spannungen nachlassen. Für eine nachhaltigere Aufwertung des Euros wären jedoch im Zeitverlauf niedrigere Energiepreise sowie eine stärkere relative Wachstumsdynamik erforderlich.

Der Schweizer Franken gilt weithin unter den G10-Währungen als eine der klar defensivsten Währungen. Die Nachfrage nach sicheren Häfen, die niedrige Inflation, die solide Aussenbilanz und das relativ stabile makroökonomische Umfeld der Schweiz stützen den Franken weiterhin strukturell. Auch wenn die Schweizerische Nationalbank kurzfristig versuchen könnte, eine übermässige Aufwertung durch Interventionen oder verbale Äusserungen zu bremsen, dürfte das allgemeine Umfeld auf längere Sicht weiterhin strukturell stärkere Währungen wie den Franken, die norwegische Krone und die schwedische Krone begünstigen.

Grafik 1: Relative Wachstumsdynamik dürfte den US-Dollar weiterhin stützen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. Mai 2026.

Grafik 2: Der Euro geriet zunächst unter Druck, erholte sich aber mit der Hoffnung auf Deeskalation



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. Mai 2026.

Konjunktur und Finanzmärkte 2025 – 2027

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2025 sowie Konsensprognosen für 2026 und 2027 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation / Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

BIP (IN %)	2025¹	AKTUELL²	KONSENS 2026	KONSENS 2027	
Global (G20)	2,7	2,5	2,6	2,6	
Eurozone	1,4	0,8	0,8	1,3	
USA	2,1	2,7	2,2	2,0	
Japan	1,2	0,6	0,7	0,9	
Grossbritannien	1,4	1,1	0,8	1,2	
Schweiz	1,3	0,5	1,1	1,4	
Australien	2,0	2,6	2,0	1,9	
China	5,0	5,0	4,6	4,4	

INFLATION	2025³	AKTUELL⁴	KONSENS 2026	KONSENS 2027	VONTABEL-AUSBLICK IN 2026⁵
Eurozone	2,1	3,0	2,9	2,1	↓
USA	2,7	3,8	3,3	2,4	↓
Schweiz	0,2	0,6	0,6	0,7	↓

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	2,00	2,00	2,34	2,27	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	3,75	3,75	3,62	3,33	↑
CHF	–	–	0,02	0,05	→

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,86	3,10	2,98	2,96	→
USD	4,17	4,61	4,20	4,16	→
CHF	0,32	0,59	0,45	0,54	→

WECHSELKURSE	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,93	0,92	0,92	0,92	→
CHF je USD	0,79	0,79	0,78	0,78	↓
USD je EUR	1,17	1,16	1,18	1,19	↑

ROHSTOFFE	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	61	107	89	79	→
Gold, USD je Feinunze	4319	4505	4875	5000	→
Kupfer, USD je Tonne	12423	13656	12500	12000	→

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 21. Mai 2026. Die dargestellten Prognosen und Konsensschätzungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und Annahmen zum angegebenen Datum und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für tatsächliche Ergebnisse und werden nicht garantiert. Tatsächliche Ergebnisse können erheblich abweichen. Diese Informationen dienen ausschliesslich zu Illustrationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung dar. Weitere Einzelheiten finden Sie im vollständigen Haftungsausschluss auf Seite 17.

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

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument richtet sich an Privat- und / oder institutionelle (professionelle, qualifizierte) Anleger in den hierin genannten Jurisdiktionen. Es dient ausschliesslich Informationszwecken und berücksichtigt weder die individuellen Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger. Es ist nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen geeignet. Anleger sollten vor jeder Anlageentscheidung unabhängige professionelle Beratung einholen.

Verfügbarkeit für institutionelle (professionelle) Anleger: AT, AU, CH, DE, DK, ES, FI, FR, GB, HK, IE, IT, LI, LU, NL, NO, NZ, PT, SE, SG, US Offshore.

Verfügbarkeit für Privatanleger: AT, CH, DE, ES, FI, FR, GB, IE, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE.

Dieses Dokument stellt eine Marketing-Kommunikation dar. Es stellt weder Anlageberatung noch eine persönliche Empfehlung, Anlageresearch oder ein Angebot bzw. eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, zur Umsetzung einer Anlagestrategie oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Dieses Dokument wurde nicht in Übereinstimmung mit rechtlichen Anforderungen erstellt, die die Unabhängigkeit von Anlageresearch fördern sollen.

Die hierin enthaltenen Informationen, Analysen und Meinungen spiegeln die Einschätzung der herausgebenden Einheit zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung oder Überarbeitung der enthaltenen Informationen. Dieses Dokument kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, einschliesslich Prognosen, Schätzungen und Projektionen. Solche Aussagen unterliegen inhärenten Risiken und Unsicherheiten; die tatsächlichen Ergebnisse können wesentlich von den dargestellten oder implizierten Ergebnissen abweichen. Etwaige Aussagen zur Asset-Allokation, Marktpositionierung oder Anlagestrategien (z.B. Übergewichtung, Neutral, Untergewichtung) dienen ausschliesslich allgemeinen Informationszwecken und stellen keine Empfehlung oder Beratung dar.

Anlagen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können steigen oder fallen und sind nicht garantiert. Anleger können den investierten Betrag ganz oder teilweise verlieren. Anlagen unterliegen verschiedenen Risiken, einschliesslich, aber nicht beschränkt auf Markt-, Zins-, Inflations-, Währungs-, Kredit- und Liquiditätsrisiken. Aktienanlagen können erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Rentenanlagen unterliegen Zins- und Kreditrisiken. Anlagen in Fremdwährungen sind Wechselkurschwankungen ausgesetzt. Anlagen in weniger liquiden Vermögenswerten oder Märkten können schwerer veräusserbar sein und stärkeren Preisschwankungen unterliegen. Bestimmte Anlageklassen (z.B. Rohstoffe, Schwellenländer oder alternative Anlagen) können zusätzlichen Risiken unterliegen, einschliesslich geopolitischer, regulatorischer oder struktureller Risiken.

Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig erachtet werden. Es wird jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität übernommen. Dieses Dokument kann Daten von Drittanbietern enthalten (z.B. LSEG, Bloomberg, MSCI, Morningstar oder ähnliche). Diese Daten unterliegen den jeweiligen Nutzungsbedingungen und dürfen ohne deren Zustimmung nicht vervielfältigt oder weiterverbreitet werden.

Unternehmen der herausgebenden Gruppe sowie deren Verwaltungsräte, Geschäftsleitungen und Mitarbeitende können Positionen oder Interessen an den in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten oder Märkten halten. Sie können zudem Dienstleistungen für die genannten Emittenten erbracht haben oder künftig erbringen.

18 Rechtliche Hinweise

Soweit ökologische, soziale oder Governance-Faktoren (ESG) berücksichtigt werden, beruhen diese Bewertungen auf internen Methoden und / oder Drittanbieterdaten, die unvollständig, uneinheitlich oder Änderungen unterworfen sein können. Es existiert kein allgemein anerkannter Standard zur ESG-Bewertung. Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien kann, muss aber nicht in Anlageentscheidungen einfließen und bietet keine Garantie für finanzielle Performance oder Risikoreduzierung.

Soweit gesetzlich zulässig, haftet die herausgebende Einheit nicht für direkte oder indirekte Verluste, die aus der Nutzung oder dem Vertrauen auf die in diesem Dokument enthaltenen Informationen entstehen.

Der Vertrieb dieses Dokuments kann in bestimmten Jurisdiktionen eingeschränkt sein. Es darf nur dort verbreitet werden, wo dies rechtlich zulässig ist und die vertreibende Einheit über die erforderlichen Genehmigungen verfügt. Dieses Dokument richtet sich nicht an US-Personen und darf weder in den Vereinigten Staaten noch an US-Personen verteilt werden. Empfänger sind für die Einhaltung der jeweiligen lokalen Gesetze und Vorschriften verantwortlich.

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Eine vollständige oder teilweise Vervielfältigung, Verbreitung oder Veröffentlichung ist ohne vorherige schriftliche Zustimmung der herausgebenden Einheit nicht gestattet.

Informationen für deutsche Kunden: Diese von der Bank Vontobel AG erstellte Publikation wird von der Bank Vontobel Europe AG, München, vertrieben.

Glossar und Quellen

- ¹ Quelle: Artikel von The New York Times, veröffentlicht am 18. Mai 2026. www.nytimes.com/2026/05/18/us/politics/poll-trump-republicans-midterms-iran.html
 - ² Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 5. Mai 2026. www.bloomberg.com/news/articles/2026-05-05/traders-ramp-up-bets-warsh-s-fed-could-hike-rates-before-cutting
 - ³ Bezieht sich auf Anleihen, die von Unternehmen mit schwächerer Bonität und einem höheren Ausfallrisiko emittiert werden. Sie bieten höhere Zinssätze, um Anleger für das erhöhte Risiko zu entschädigen.
 - ⁴ Sanaeconomics ist eine wachstumsorientierte Wirtschaftsstrategie der japanischen Premierministerin Sanae Takaichi, die auf staatliche Ausgaben und strategische Investitionen setzt, um Japans Wirtschaftskraft und nationale Sicherheit zu stärken.
 - ⁵ Quelle: Reuters-Artikel, veröffentlicht am 15. Mai 2026. www.reuters.com/markets/us/markets-begin-eyeing-fed-rate-hike-around-turn-year-2026-05-15/
 - ⁶ Quelle: ECB Watch, Stand 30. Mai 2026. ecb-watch.eu/
 - ⁷ «Untergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine geringere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen weniger attraktiv ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, die Anlage vollständig zu meiden, sondern um den Hinweis auf eine reduzierte Gewichtung.
 - ⁸ «Neutral» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine niedrigere Präferenz für eine Anlage- oder Subanlageklasse hat. Dies spiegelt eine ausgewogene Sichtweise wider, bei der erwartet wird, dass sich die Anlageklasse im Einklang mit ihrer historischen oder marktüblichen Entwicklung verhält. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, aktiv zu werden, sondern um den Hinweis, die aktuelle Gewichtung beizubehalten.
 - ⁹ «Übergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine höhere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen attraktiver ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, stark zu investieren, sondern um den Hinweis auf eine erhöhte Gewichtung.
- Die Klassifizierungen «Untergewichtet», «Neutral» und «Übergewichtet» sind interne Einschätzungen des Investment Committees und sollten nicht als Empfehlungen für einzelne Anleger oder als Handlungsaufforderung verstanden werden. Sie spiegeln lediglich die Erwartungen von Vontobel hinsichtlich der Wertentwicklung einer bestimmten Anlageklasse wider. Diese Einschätzungen werden ausschließlich zu Informationszwecken an ein breiteres Publikum weitergegeben und sind nicht auf eine spezifische Kundengruppe zugeschnitten.
- ¹⁰ Quelle: Citirini Research, «The 2028 Global Intelligence Crisis—A Thought Exercise in Financial History, from the Future», veröffentlicht am 22. Februar 2026. www.citriniresearch.com/p/2028gic
 - ¹¹ Quelle: Artikel von Financial Times, veröffentlicht am 24. Februar 2026. www.ft.com/content/597ea81c-184f-45ab-a8c1-4306a3579ceb
 - ¹² Quelle: Pressemitteilung von Bernie Sanders, veröffentlicht am 6. Oktober 2025. www.sanders.senate.gov/press-releases/alex%20kes/news-sanders-releases-report-on-big-tech-oligarchs-war-against-workers-warns-ai-could-eliminate-nearly-100-million-u-s-jobs/
 - ¹³ Quelle: Artikel von Business Insider, veröffentlicht am 13. März 2026. www.businessinsider.com/alex-karp-ai-job-displacement-humanities-democratic-voters-2026-3
 - ¹⁴ Quelle: Pressemitteilung des US-Arbeitsministeriums, veröffentlicht am 8. Mai 2026. www.bls.gov/news.release/pdf/empsit.pdf
 - ¹⁵ Quelle: The Quarterly Journal of Economics, «New Frontiers: The Origins and Content of New Work, 1940–2018», David Autor, Caroline Chin, Anna Salomons, Bryan Seegmiller, veröffentlicht am 15. März 2024. academic.oup.com/qje/article-abstract/139/3/1399/7630187?redirectedFrom=fulltext
 - ¹⁶ Anmerkung: Basierend auf neuen Berufsbezeichnungen, die dem alphabetischen Berufsverzeichnis der Volkszählung nach Jahrgang (1940–2018) hinzugefügt wurden.
 - ¹⁷ Quelle: Umfrage der Quinnipiac University, veröffentlicht am 30. März 2026. poll.qu.edu/poll-release?releaseid=3955
 - ¹⁸ Quelle: Umfrage des Pew Research Center, durchgeführt im Januar 2026, Ergebnisse veröffentlicht am 12. März 2026. www.pewresearch.org/short-reads/2026/03/12/how-americans-view-data-centers-impact-in-key-areas-from-the-environment-to-jobs/
 - ¹⁹ Quelle: Artikel von CNN, unter Berufung auf einen Forschungsbericht von Goldman Sachs, veröffentlicht am 7. April 2026. edition.cnn.com/2026/04/07/economy/ai-job-losses-long-term-effects
 - ²⁰ www.nytimes.com/1983/02/08/arts/machines-vs-workers.html
 - ²¹ Bezieht sich auf Anleihen im Investment-Grade-Bereich (auch: Investment-Grade-Unternehmensanleihen). Diese werden von Emittenten mit hoher Bonität begeben und weisen entsprechend geringe Ausfallrisiken sowie niedrigere Renditen auf.
 - ²² Das Forward-KGV misst, wie teuer oder günstig eine Aktie auf Basis der erwarteten zukünftigen Gewinne ist.
 - ²³ Quelle: Artikel des Institute for Energy Economics and Financial Analysis, veröffentlicht am 9. April 2026. ieefa.org/resources/south-koreas-renewable-energy-pivot-can-mitigate-fossil-fuel-dependency-risks
 - ²⁴ Die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) ist ein Zusammenschluss bedeutender ölproduzierender Länder, die ihre Förderpolitik koordinieren, um das globale Ölangebot und die Ölpreise zu beeinflussen.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

