



Vontobel

Investors' Outlook

Von Punkt zu Punkt

September 2026



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Ein harter Sommer

6 Markt-Highlights

In Liebe, Kevin

14 Anlageklassen im Fokus

18 Prognosen

21 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
Clémence Rusek,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Erscheinungsweise
Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 1. Oktober 2026)

Konzept
MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation
Vontobel

Bilder
Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss
2. September 2026

Publikationsdatum
3. September 2026

Bemerkungen
Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 19

Von Punkt zu Punkt



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Nach der Sommerpause gilt es in dieser Ausgabe viele Punkte zu verbinden. Sie führen jedoch nicht alle zur gleichen Schlussfolgerung. Nehmen wir zum Beispiel die Wirtschaft. Dr. Copper¹ legt nahe, dass sie boomt – getragen von der Nachfrage nach Rechenzentren, Stromnetzen und KI-Infrastruktur. Der Konsumentenstimmungsindex der University of Michigan hingegen signalisiert seit Jahren das Gegenteil und kündigt immer wieder eine Rezession an, die bislang ausgeblieben ist. Die Konsumausgaben haben sich gut gehalten, und die K-förmige² Konjunktur hilft zu erklären, warum: Während wohlhabendere Haushalte weiterhin Geld ausgeben,³ geraten Haushalte mit niedrigeren Einkommen deutlich stärker unter Druck.

Einige andere Sorgen der Anleger haben sich vorerst gelegt. Private Credit dürfte unseres Erachtens kaum der Dominostein sein, der das Ganze zum Einsturz bringt. Der Markt bleibt wachsam, während der Sektor einige notleidende Kredite verarbeitet und sich die Nachfrage der Kreditnehmer wieder in Richtung Banken und Kapitalmärkte verlagert. Der Schiffsverkehr durch die Strasse von Hormus hat etwas zugenommen, was die Sorgen um das Wachstum etwas gemildert hat. Und die immer wiederkehrende Frage, wie lange der Boom bei den KI-Investitionen anhalten kann, wurde bisher durch die Unternehmensgewinne beantwortet. Die Bedenken über eine Zinserhöhung der US-Notenbank Fed bei ihrer bevorstehenden Sitzung im September hatten sich angesichts schwächerer Arbeitsmarktdaten und einer tiefer als erwartet ausfallenden Inflation zerstreut. Die restriktiveren Äusserungen von Fed-Chef Kevin Warsh beim Jackson-Hole-Symposium rückten eine Zinserhöhung an den Märkten jedoch wieder in den Fokus.

Darüber hinaus sehen wir einige Wolken am Horizont. Die US-Detailhandelsumsätze sind zwei Monate in Folge hinter den Erwartungen zurückgeblieben, und auch wenn zwei Datenpunkte noch keinen Abschwung bedeuten,

sind sie für uns ein weiterer Grund, den Konsum im Auge zu behalten. Ein weiteres Signal, das uns zur Vorsicht mahnt, kommt vom Anleihenmarkt. Die langfristigen Renditen sind auf Mehrjahreshochs gestiegen, und US-Finanzminister Scott Bessent versucht, dem entgegenzuwirken, indem er das Volumen der geplanten Rückkäufe länger laufender Anleihen verdoppelt, um den Druck etwas zu mindern. Dennoch verlangen die Anleger angesichts der Sorgen über hohe Defizite und Inflation eine höhere Risikoprämie für das Halten länger laufender Anleihen. Der daraus resultierende Anstieg der Laufzeitprämie⁴ ist einer der Gründe für das derzeitige Bear Steepening⁵ der Zinskurve, das historisch gesehen kein besonders positives Zeichen für Aktien ist.

Vorerst halten wir an unserer Übergewichtung in Aktien fest und werden beobachten, inwieweit diese noch zu einer Steigerung der Renditen beitragen können. Wir halten es jedoch für sinnvoll, nach weiteren potenziellen defensiven Anlagen Ausschau zu halten, um die Risiken in den Portfolios auszugleichen. Deshalb haben wir Gold hochgestuft, da das Edelmetall von dem von uns erwarteten schwächeren US-Dollar profitieren dürfte und zudem eine Absicherung gegen geopolitische Risiken bietet. In diesem Investors' Outlook werfen wir einen genaueren Blick darauf, wie sich die Fed unter Warsh verändern könnte (er würde wohl gerne auf eine bestimmte Gruppe von Punkten verzichten), erläutern die Entwicklungen an den Anleihenmärkten und teilen unsere Einschätzung zu Gold.

Die einzelnen Punkte fügen sich vielleicht nicht nahtlos zusammen, aber wir werden sie weiterhin miteinander verknüpfen, um unseren Kunden dabei zu helfen, die möglichen nächsten Entwicklungen besser einzuordnen.

→ Webcast

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

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 21



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



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

Ein harter Sommer

Der Sommer bot kaum eine Atempause, weder bei den Temperaturen noch an den Märkten. Die Spannungen zwischen den USA und dem Iran flammten erneut auf und liessen die Ölpreise steigen, während Zweifel an den hohen Investitionen rund um KI die Technologieaktien belasteten. Starke Unternehmensgewinne und die Nachfrage nach KI-Infrastruktur trugen später zur Erholung der Aktienkurse bei. Am Anleihenmarkt war die Entwicklung weniger erfreulich: Die Staatsverschuldung der USA überschritt USD 40 Billionen, und Sorgen über das hohe Emissionsvolumen trieben die langfristigen Renditen in die Höhe.

Die Weltwirtschaft und insbesondere die US-Wirtschaft haben sich robust entwickelt. Wir gehen davon aus, dass das Wachstum künftig etwas an Schwung verlieren wird, da die Zentralbanken weniger Unterstützung bieten als noch zu Jahresbeginn, der Spielraum für weitere Fiskalimpulse begrenzt erscheint und die geopolitischen Risiken fortbestehen. Wir erwarten jedoch nicht, dass die Konjunkturabschwächung in eine Rezession mündet.

Die Inflation dürfte unseres Erachtens trotz des Aufwärtsdrucks durch die im Sommer hohen Energiepreise allmählich nachlassen. Wir rechnen damit, dass sich die Teuerung von Waren in den USA, die durch Zölle vorüber-

gehend angestiegen ist, weiter abschwächen wird. Auch die Auswirkungen des Ölschocks dürften abklingen, da zunehmend mehr Rohöl über alternative Routen transportiert wird, um die Störungen in der Strasse von Hormus zu umgehen. Wenngleich die Inflation sowohl in den USA als auch in der Eurozone weiter über dem Zielwert liegt, sind wir der Meinung, dass sich die jüngsten angebotsseitigen Belastungen in den kommenden Monaten verringern werden.

Dies dürfte es den Zentralbanken ermöglichen, bei einer weiteren Straffung der Geldpolitik abwartender vorzugehen. Während sich die Anleger über weite Strecken des Sommers vor allem auf Öl und Inflation konzentrierten, hat sich im Hintergrund der US-Arbeitsmarkt abgeschwächt. Angesichts des Doppelmandats der US-Notenbank Fed könnten eine rückläufige Inflation und ein sich abkühlender Arbeitsmarkt dafür sprechen, die Geldpolitik unverändert zu belassen. Unserer Ansicht nach liegt die Hürde für Zinserhöhungen hoch.

Das Investment Committee der Multi Asset Boutique von Vontobel hat beschlossen, das Engagement in Staatsanleihen von neutral auf untergewichtet zu reduzieren und Gold von neutral auf übergewichtet hochzustufen. Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET ⁶		NEUTRAL ⁷	ÜBERGEWICHTET ⁸		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Unsere neutrale Einschätzung zur Liquidität bleibt bestehen. Sollten sich jedoch Chancen ergeben, sind wir bereit zu handeln.
2 Anleihen	↘					Wir haben Staatsanleihen von neutral auf untergewichtet herabgestuft, wodurch unsere Gesamtpositionierung in Anleihen nun deutlich untergewichtet ist. Da wir in absehbarer Zukunft keine Rezession erwarten, sind die Argumente für Staatsanleihen aus unserer Sicht weniger überzeugend. Ein robustes Wirtschaftswachstum, anhaltende Unsicherheit über die Inflation, die Aussicht auf höhere Laufzeitprämien unter einer von Warsh geführten US-Notenbank Fed sowie wachsende Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und hohe Emissionsvolumina belasten diese Anlageklasse weiterhin. Wir bleiben in Hochzinsanleihen übergewichtet. Die Gesamterrenditen liegen über dem 10-Jahres-Durchschnitt, während die kürzere Duration die Anlageklasse weniger anfällig für Inflation und steigende Zinsen macht.
3 Aktien				→		Unsere Übergewichtung in Aktien bleibt bestehen und entfällt vor allem auf Aktien aus Schwellenländern. Die Aktienmärkte haben die geopolitisch und durch KI bedingte Volatilität des Sommers weitgehend verarbeitet, während das makroökonomische Umfeld nach wie vor günstig ist. Attraktive Bewertungen, stetige Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen und eine anhaltend hohe Nachfrage im Zusammenhang mit KI bestärken uns in unserer positiven Einschätzung der Schwellenländer. Das makroökonomische Umfeld zeigt sich weiterhin robust, wobei eine starke Gewinndynamik, anhaltende fiskalische Unterstützung und fortgesetzte KI-bezogene Investitionen die wichtigsten Faktoren für die Risikobereitschaft sind.
4 Gold				↗		Wir haben Gold von neutral auf übergewichtet hochgestuft, da wir ein attraktiveres Risiko-Ertrags-Profil sehen. Nach einem starken Jahresauftakt gerieten die Preise unter Druck, als der Konflikt mit dem Iran die Ölpreise und den US-Dollar in die Höhe trieb und die Sorgen über Inflation und eine geldpolitische Straffung wieder aufleben liess. Dieser Ausverkauf bereinigte den Markt weitgehend von spekulativen Übertreibungen. Seitdem haben schwächere US-Daten die Besorgnis über eine restriktivere Geldpolitik der Fed gemildert, während Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Schuldendynamik die Argumente für Gold untermauern. Die Nachfrage der Zentralbanken ist nach wie vor robust, und auch bei den goldgedeckten börsenkotierten Fonds sind wieder Mittelzuflüsse zu verzeichnen. Sollte die Fed die Zinsen vorerst unverändert lassen, bevor sie schliesslich wieder zu Zinssenkungen übergeht, könnte damit unseres Erachtens einer der letzten grossen Gegenwinde für Gold entfallen.
5 Rohstoffe			→			Im Jahr 2026 haben Rohstoffe erneut ihre Rolle als wirksame Inflationsabsicherung unter Beweis gestellt, insbesondere dann, wenn Angebotschocks eine wesentliche Ursache steigender Preise sind. Sie bieten zudem Schutz vor Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Spannungen und tragen damit zur Diversifizierung bei. Da sich die Risiken im Vorfeld der US-Zwischenwahlen voraussichtlich abschwächen dürften und das Ölangebot allmählich wieder zunimmt, erscheint uns eine neutrale Positionierung in Rohstoffen angemessen.
6 Alternative Strategien			→			Unsere neutrale Einschätzung zu alternativen Fonds und Immobilien bleibt unverändert.

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

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

In Liebe, Kevin

Die US-Notenbank Fed genießt einen hervorragenden Ruf – hat in jüngster Zeit jedoch eine miserable Bilanz vorzuweisen. Das war die Botschaft von Kevin Warsh in seinem Vortrag «Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads» vor der Group of Thirty (G30)⁹ im April 2025, in dem er vernichtende Kritik an der nach seinen Worten «einflussreichsten Wirtschaftsbehörde der Welt» übte.¹⁰



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

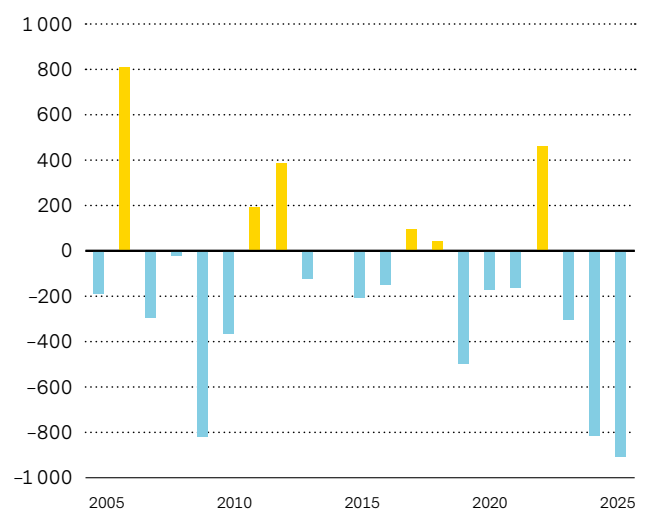


Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

In einem neunseitigen Rundumschlag legte Warsh dar, was er als die zahlreichen Versäumnisse der Institution betrachtet, deren Leitung er nun innehat. An erster Stelle stand das, was er als «Fast Food der Zentralbank» bezeichnete. Warsh kritisierte die häufigen Änderungen der Fed an ihren Kennzahlen, darunter auch ihre bevorzugten Inflationsmasse. Die datenabhängige Geldpolitik der Zentralbank hielt er ebenfalls für wenig zielführend. Seiner Ansicht nach sollten die Währungshüter der zweiten Dezimalstelle in den neuesten Regierungsdaten kaum Beachtung schenken. Das «atemlose Warten auf nachlaufende Daten aus trägen volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen», die zudem revidiert werden können, vermittelt vielmehr ein trügerisches Gefühl von Präzision als eine solide Grundlage für geldpolitische Entscheidungen (Grafik 1). Auch kurzfristigen Prognosen stand Warsh skeptisch gegenüber. Sobald die Entscheidungsträger ihre Wirtschaftsprognosen veröffentlichten, so argumentierte er, liefen sie Gefahr, zu Gefangenen ihrer eigenen Worte zu werden. Die Signale der Notenbank zur künftigen Geldpolitik, «ein Instrument, das während der Finanzkrise mit grossem Tamtam eingeführt wurde», überzeugten ihn ebenso wenig. Aus seiner Sicht mögen solche Bemühungen, die Markterwartungen zu lenken, in Zeiten akuter wirtschaftlicher Anspannung angemessen gewesen sein, haben unter normaleren Bedingungen jedoch kaum ihre Berechtigung.

Grafik 1: Warsh zufolge hinken offizielle Wirtschaftsdaten der aktuellen Lage hinterher und werden erheblich revidiert

Mehr / weniger neu geschaffene Stellen als zuvor gemeldet*, in Tausend

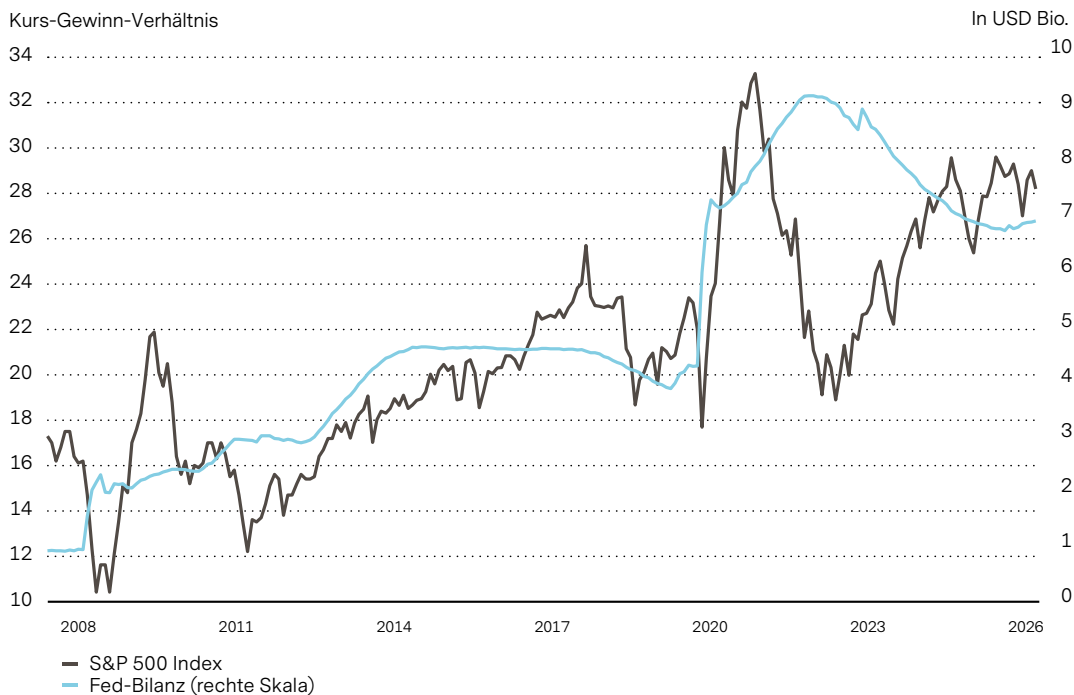


*Im 12-Monats-Zeitraum bis März

Quelle: Bureau of Labor Statistics, Vontobel. Daten per 2025. Anmerkung: Die Schätzung für 2013 in der Grafik berücksichtigt Änderungen beim Umfang der erfassten Beschäftigung.



Grafik 2: Warsh ist der Ansicht, dass die Fed ein zu grosser Akteur geworden ist



Dann folgte das, was Warsh als «substanzielleres Angebot» bezeichnete. Mit Blick über die alltäglichen Abläufe der Geldpolitik hinaus argumentierte er, dass die Fed ihre Rolle in der US-Wirtschaft grundlegend ausgeweitet habe. Von den frühen 1990er Jahren bis zur globalen Finanzkrise habe sich die Zentralbank laut Warsh grösstenteils darauf beschränkt, Krisen und Marktpaniken zu bewältigen, um danach, wie er es ausdrückte, «weitgehend und pflichtbewusst» die Bühne zu verlassen, sobald die Stabilität wiederhergestellt war. Seit 2008 jedoch sei «die Dominanz der Zentralbank zu einem neuen Merkmal der US-amerikanischen Politik geworden». Er warf den Fed-Vertretern vor, in wirtschaftlichen Abschwungphasen die Staatsausgaben zu unterstützen, während sie bei anhaltendem Wachstum und Vollbeschäftigung auffallend wenig zur Haushaltsdisziplin zu sagen hätten. Noch besorgniserregender sei die Rolle der Fed als grösster Einzelkäufer von US-Staatsanleihen und anderen staatlich unterlegten Verbindlichkeiten seit 2008. Warsh betrachtete die Bilanzsumme der Fed von USD 7 Billionen als «Gradmesser für den wachsenden Einfluss der Fed auf die Wirtschaft». Dies habe seiner Ansicht nach einen sich selbst verstärkenden Kreislauf in Gang gesetzt: «Jedes Mal, wenn die Fed in Aktion tritt, erweitert sie ihre Grösse

und ihren Wirkungsbereich... es werden mehr Schulden angehäuft... mehr Kapital wird fehlallokiert... mehr institutionelle Grenzen werden überschritten... und die Fed ist gezwungen, beim nächsten Mal noch aggressiver vorzugehen» (Grafik 2).

Doch Warsh beschränkte sich nicht auf die Finanzpolitik. Er nahm auch die «moderne Zentralbank» ins Visier, die ihm zufolge «ein wenig zu bereitwillig in Bereiche ausserhalb ihrer Zuständigkeit vorgedrungen» sei, indem sie sich mit politisch brisanten Themen ausserhalb ihres gesetzlichen Mandats befasse. Mit anderen Worten: Er warf der Fed eine schleichende Ausweitung ihres Aufgabenbereichs vor. Seiner Ansicht nach sollte die Fed davon absehen, zu sozialen oder politischen Fragen Stellung zu beziehen, es sei denn, diese stellten eine klare Bedrohung für ihre Kernaufgaben, nämlich Preisstabilität und maximale Beschäftigung, dar. Was diese Kernaufgaben betrifft, warf Warsh der Zentralbank zudem «intellektuelle Fehler» vor, die letztlich zum Inflationsschock der frühen 2020er Jahre geführt hätten. Dazu zählte seiner Meinung nach die Überzeugung, dass Geldpolitik «nichts mit Geld zu tun» habe, dass die Fed lediglich Zuschauerin bei Faktoren sei, die ausserhalb ihrer Kontrolle lägen, und

dass die Inflation in erster Linie von «Putin und der Pandemie» getrieben werde und nicht vom «Anstieg der Staatsausgaben und der Geldschöpfung».

Warshs Rede von 2025 gab einen ersten Einblick in seinen Veränderungswillen. In den folgenden Monaten lieferte er weitere Denkanstösse, unter anderem mit seiner Einschätzung, dass KI eine starke disinflationäre Kraft sei, die in der gesamten Wirtschaft die Produktivität steigern und Kosten senken könne.

Wer ist dieser scharfe Fed-Kritiker?

Nur wenige Persönlichkeiten der modernen Wirtschaftspolitik bewegen sich so selbstverständlich in den Welten der Wall Street, des Capitol Hill und des Zentralbankwesens wie Warsh. Nach seinem Studium an der Stanford University und der Harvard Law School begann er seine Karriere im Bereich Fusionen und Übernahmen bei Morgan Stanley, bevor er unter George W. Bush als Sonderberater des Präsidenten für Wirtschaftspolitik tätig war.¹¹ Als er 2006 im Alter von nur 35 Jahren in den Gouverneursrat der Fed berufen wurde, war er der jüngste Gouverneur in der Geschichte der Zentralbank. Während seiner Amtszeit etablierte sich Warsh klar als Vertreter einer restriktiven Geldpolitik. Er warnte konsequent vor den langfristigen Risiken einer ausser Kontrolle geratenden Inflation und stellte den anhaltenden Einsatz geldpolitischer Notfallmassnahmen infrage. Nachdem er sich gegen Ben Bernankes Plan zum Kauf von US-Staatsanleihen im Wert von USD 600 Milliarden ausgesprochen hatte, trat Warsh 2011 aus dem Gouverneursrat zurück. Warsh verfügt zudem über einen bemerkenswerten finanziellen und politischen Hintergrund. Durch seine Ehe mit Jane Lauder, einer Erbin des Kosmetikimperiums Estée Lauder, ist er die vermögendste Person, die jemals die Zentralbank geleitet hat. Sein Schwiegervater, Ronald Lauder, ist nicht nur ein prominenter Spender der Republikaner,¹² sondern auch ein langjähriger Freund von Donald Trump.¹³

Die strategische Neuausrichtung: fünf Arbeitsgruppen

Um den Kurswechsel voranzutreiben, hat Warsh fünf dreiköpfige Arbeitsgruppen eingerichtet. Jedes Gremium bringt Fachleute aus Wissenschaft, Technologie und internationaler Politik zusammen, um die grundlegenden Annahmen der Fed neu zu überprüfen.¹⁴

Die **Communications Task Force**, die gemeinsam vom ehemaligen Beamten des US-Finanzministeriums Peter R. Fisher, dem ehemaligen Präsidenten der brasilianischen Zentralbank Arminio Fraga und dem ehemaligen Gouverneur der Bank of England Mervyn King geleitet wird, «wird untersuchen, wie die US-Notenbank ihre geldpolitischen Beratungen und Entscheidungen in Zeiten von

Unsicherheit kommuniziert». Fisher gilt als scharfer Kritiker der Kommunikationspolitik der Fed. Er argumentiert, dass der Entscheidungsprozess und die geldpolitische Kommunikation des Offenmarktausschusses einen «Scheinkonsens widerspiegeln, der die Rechenschaftspflicht verschleiert und die Trägheit verstärkt».¹⁵ King wiederum ist für seine «Maradona-Theorie» zur Zinsentwicklung bekannt, die vom «Tor des Jahrhunderts» des argentinischen Fussballstars Diego Maradona gegen England bei der Weltmeisterschaft 1986 inspiriert wurde.¹⁶ Obwohl Maradona scheinbar mühelos an fünf Verteidigern vorbeizog, argumentierte King, dass sein Genie nicht nur in seinem Dribbling, sondern auch in seiner Fähigkeit lag, vorauszusehen, wohin sich das Spiel entwickeln würde. Für Zentralbanker, so King, besteht die Lehre darin, dass sie Einfluss auf die Entwicklung nehmen können, indem sie den Ereignissen einen Schritt voraus sind und die Erwartungen steuern. Auf diese Weise können Zentralbanken die Finanzierungsbedingungen beeinflussen und eine Anpassung von Zinssätzen und Vermögenspreisen bewirken, noch bevor offizielle geldpolitische Massnahmen ergriffen werden.

Die **Balance Sheet Policy Task Force** wird von der Harvard-Professorin Karen Dynan geleitet, gemeinsam mit Raghuram Rajan, dem ehemaligen Gouverneur der Reserve Bank of India und heutigen Professor an der Chicago Booth, sowie Jeremy Stein, einem ehemaligen Fed-Gouverneur und Professor an der Harvard University. Diese Gruppe wird «die Vorteile und Risiken des derzeitigen Regimes reichlicher Reserven sowie die Struktur der Fed-Bilanz ... [und] alternative Rahmenbedingungen für die Durchführung und Ausgestaltung der Geldpolitik» prüfen. Dynan gilt als datenorientierte Ökonomin. Rajan warnt seit Langem davor, dass es wesentlich einfacher sei, die Bilanz einer Zentralbank auszuweiten, als sie abschliessend wieder zu verkleinern. Seiner Ansicht nach könnte eine solche Ausweitung das Finanzsystem stärker von der Liquidität der Zentralbank abhängig gemacht haben. Eine spätere Verkleinerung der Bilanz könne dadurch Finanzierungsrisiken offenlegen und weitere Interventionen erforderlich machen.¹⁷ Stein betrachtet die Bilanz in erster Linie unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität.¹⁸ Anstatt ihre Gesamtgrösse einfach zu reduzieren, konzentriert er sich auf deren Struktur und plädiert dafür, die Vermögenswerte der Fed von langfristigen US-Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren in kurzfristige Schatzwechsel umzuschichten. Seiner Auffassung nach kann eine grosse Bilanz die Finanzstabilität sogar stärken, da ein umfangreiches Angebot an sicheren, kurzfristigen Verbindlichkeiten die riskante Geldschöpfung des privaten Sektors verdrängt.

10 Markt-Highlights



Die **Data Task Force** setzt sich aus dem Harvard-Ökonomen Raj Chetty, dem Professor an der University of Chicago Kevin Murphy und dem ehemaligen Walmart-CEO Doug McMillon zusammen. Ihr Auftrag besteht darin, «die Qualität und Aktualität realwirtschaftlicher Signale zu verbessern», die der Fed als Grundlage für ihre Entscheidungen dienen. Die Mitglieder vertreten weitgehend die Auffassung, dass traditionelle makroökonomische Indikatoren zu spät verfügbar sind, um Veränderungen im Konsumverhalten abzubilden. Chetty war ein Pionier bei der Nutzung alternativer Daten, um die Wirtschaftslage während der Pandemie zu beobachten. McMillon hat festgestellt, dass umfangreiche Unternehmensdaten einen zeitnäheren Einblick in die Inflation, das Ausgabeverhalten der Konsumenten und die allgemeine wirtschaftliche Lage ermöglichen können – oft schon Wochen, bevor offizielle Daten veröffentlicht werden.

Der **Productivity and Jobs Task Force** gehören der Risikokapitalgeber Marc Andreessen, der Stanford-Ökonom Charles I. Jones (derzeit von seiner Tätigkeit bei Anthropic beurlaubt) sowie die Xbox-CEO Asha Sharma an. Ihr Auftrag besteht darin, «das Tempo, die Reichweite [und] die wirtschaftlichen Auswirkungen neuer Basistechnologien, einschliesslich KI, zu untersuchen und die Bedeutung für die Fed im Hinblick auf ihre Beschäftigungs- und Inflationsziele zu analysieren». Angesichts von Andreessens offen bekundeter Überzeugung von der deflationären und transformativen Kraft der KI¹⁹ sowie Jones' umfassender akademischer Beschäftigung mit Modellen des langfristigen Wirtschaftswachstums, die sich am technologischen Wandel orientieren,²⁰ ist eines klar: Diese Task Force vertritt eine ausgesprochen optimistische, technologieorientierte Haltung und scheint bestrebt zu sein, die wirtschaftlichen Auswirkungen der raschen KI-Verbreitung zeitnah in den Modellen der Fed abzubilden.

Die **Inflation Frameworks Task Force** wird von Greg Mankiw von der Harvard University, dem Professor und Nobelpreisträger Thomas Sargent von der New York University sowie dem Senior Fellow des C.D. Howe Institute William White geleitet. Der etwas vage formulierte Auftrag dieser Arbeitsgruppe besteht darin, «zu überprüfen», wie die Fed «die Ursachen der Inflation versteht und auf diese reagiert». Mankiw hat nicht nur argumentiert, dass Geldmengenaggregaten mehr Beachtung geschenkt werden sollte, sondern auch scherzhaft angemerkt, dass «ein Inflationsziel von 2 besser ist als ein Ziel von 2,0».²¹ Sargent war in den 1970er Jahren eine führende Figur der Revolution der Theorie rationaler Erwartungen. Frühere Modelle gingen davon aus, dass die Menschen passiv auf Veränderungen der Fiskal- und Geldpolitik reagieren. Die Theorie rationaler Erwartungen verfolgte einen anderen Ansatz: Sie berücksichtigte, dass Individuen vorausschauend handeln, die Massnahmen von Regierungen und Märkten antizipieren und ihr Verhalten entsprechend anpassen, um ihre eigene Situation nach Möglichkeit zu verbessern.

In einer Pressemitteilung der Fed wurde nicht genannt, wann die Arbeit der Gremien abgeschlossen sein soll. Warsh erklärte jedoch, er gehe davon aus, dass die meisten, wenn nicht sogar alle Ergebnisse noch in diesem Jahr bekannt gegeben würden.

Was wir erwarten: ein bisschen Revolution, ein bisschen Evolution

An der Wall Street wird nun eifrig darüber spekuliert, welche Empfehlungen zuerst umgesetzt werden und welche die grössten Auswirkungen auf die Geldpolitik und die Finanzmärkte haben könnten. Von den fünf Arbeitsgruppen dürfte die Communications Task Force aus unserer Sicht am ehesten zu kurzfristigen Änderungen

der Geldpolitik führen. Man könnte sogar argumentieren, dass dieser Prozess bereits begonnen hat. Die Erklärung des Offenmarktausschusses nach der Sitzung im Juni – der ersten Sitzung unter Warsh als Vorsitzendem – umfasste lediglich 132 Wörter, gegenüber 341 Wörtern nach Powells letzter Sitzung im April. Noch bemerkenswerter ist, dass Warsh darauf verzichtete, eine eigene Zinsprognose für den Dot Plot im Juni abzugeben. Dadurch verringerte sich die Zahl der Punkte von 19 auf 18. Damit signalisierte er ausdrücklich, dass sich die Fed unter seiner Führung weniger auf zukunftsgerichtete Versprechen und stärker auf aktuelle Konjunkturdaten stützen wird.²²

Eine Anpassung der von der Fed berücksichtigten Daten oder eine Erweiterung des Spektrums der von ihr beobachteten Indikatoren dürfte unserer Ansicht nach kaum auf Widerstand stossen. Dass es im digitalen Zeitalter nicht mehr zeitgemäss ist, die Preisschilder im Supermarkt vor Ort manuell zu erfassen, um die Inflation zu berechnen, würden wohl nur wenige Entscheidungsträger bestreiten. Tatsächlich versucht die Fed bereits seit Jahren, Daten aus dem privaten Sektor zu nutzen. Dennoch erwarten wir, dass alternative Daten die traditionellen staatlichen Statistiken eher ergänzen als ersetzen werden. Solche Datensätze können zwar zeitnahe Erkenntnisse liefern, weisen aber auch erhebliche methodische Einschränkungen auf. Online-Preisdaten lassen sich beispielsweise häufig erheben und können frühzeitig Hinweise auf Inflationsdruck liefern, sind jedoch möglicherweise nicht repräsentativ für den breiteren Waren- und Dienstleistungskorb der privaten Haushalte. Hinzu kommt, dass solche Datensätze in der Regel über eine kürzere Historie verfügen als offizielle Statistiken und daher weniger Aufschluss darüber geben, wie zuverlässig sie sich in unterschiedlichen Konjunkturphasen bewähren.

Demgegenüber dürften Änderungen an der Bilanzpolitik länger auf sich warten lassen. Ein Schritt hin zu aktiven Verkäufen hypothekenbesicherter Wertpapiere oder länger laufender US-Staatsanleihen, anstatt sich ausschliesslich auf den passiven Bilanzabbau zu verlassen, dürfte erst nach einer eingehenden Prüfung erfolgen. Wie Warsh selbst anmerkte: «Ich bin nicht der irrigen Ansicht, dass wir zu dem Zustand zurückkehren können, in dem wir uns befanden, als ich 2006 zur Fed kam. Ich denke jedoch, dass wir mehrere andere nachhaltige Gleichgewichte erreichen können.» Ähnliche Überlegungen gelten für den Inflationsrahmen. Unter anderem gehen wir davon aus, dass Warsh das Gremium damit beauftragen möchte, Leitlinien für den Umgang mit einer Welt zu entwickeln, in der Angebotsschocks zur neuen Normalität geworden sind, und das 2020 eingeführte

Rahmenwerk des Flexible Average Inflation Targeting (FAIT) neu zu bewerten. Dieses sollte Phasen einer unter dem Ziel liegenden Inflation ausgleichen, indem es zulässt, dass die Inflation für eine gewisse Zeit moderat über 2% liegt. Wir erwarten zudem, dass die Arbeitsgruppe prüft, ob Messgrössen wie die Trimmed-Mean-Inflation neben dem traditionellen Preisindex für die persönlichen Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures, PCE) eine grössere Rolle bei der Beurteilung des zugrunde liegenden Preisdrucks spielen könnten. Jede wesentliche Änderung des Inflationsrahmens oder des Inflationsziels würde jedoch angesichts der potenziell erheblichen Auswirkungen auf die Geldpolitik zunächst eine umfassende Prüfung erfordern. Vorerst erscheint uns eine Neuinterpretation des 2-Prozent-Ziels der Fed wahrscheinlicher als eine formale Neudefinition. Warsh selbst deutete dies an, als er bemerkte, dass «die Zwei links vom Dezimalpunkt steht», und damit zum Ausdruck brachte, dass man sich nicht den Kopf darüber zerbrechen sollte, was rechts davon steht.²³ Die gleiche Vorsicht gilt für die Productivity and Jobs Task Force. Auch wenn die Arbeitsgruppe die wirtschaftlichen Auswirkungen des technologischen Wandels und der KI untersuchen mag, scheint es innerhalb des Offenmarktausschusses wenig Bereitschaft zu geben, kurzfristige geldpolitische Entscheidungen auf unsichere Schätzungen künftiger Produktivitätsgewinne zu stützen.

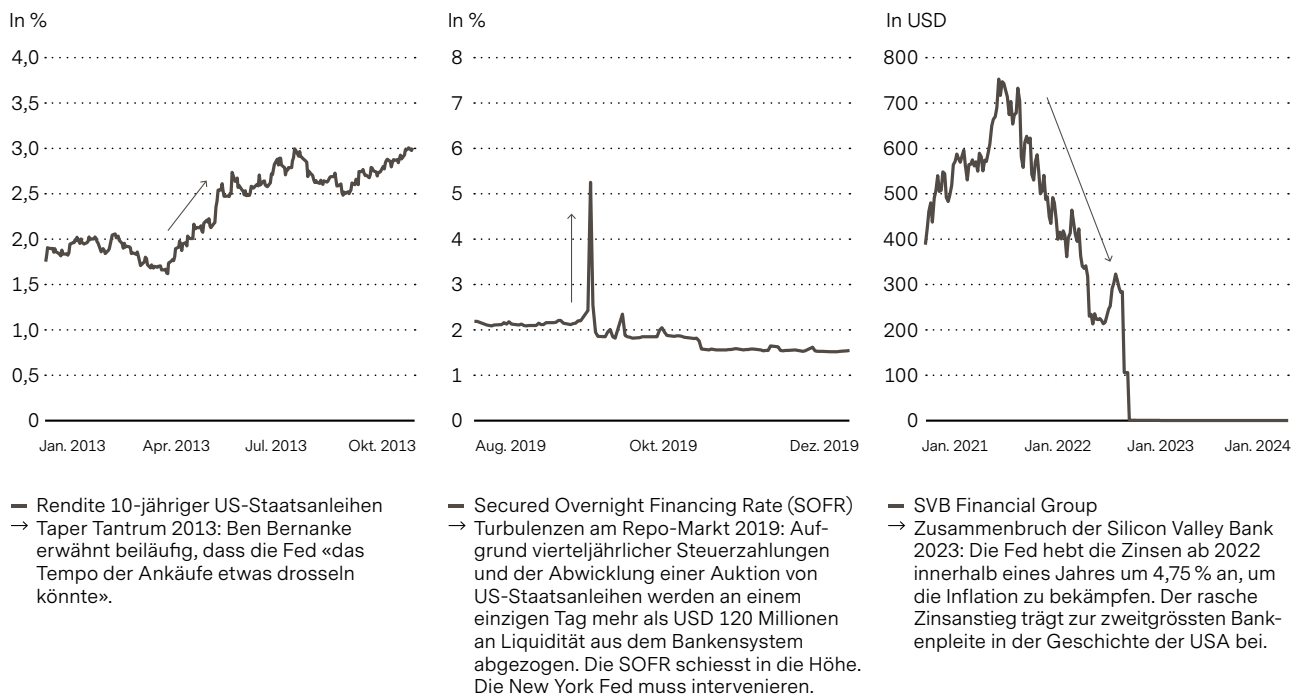
Beziehungsstatus: Es ist kompliziert

Während Warsh sich als Verfechter des Wandels präsentiert, dürften erhebliche Einschränkungen seine Möglichkeiten begrenzen, die Fed nach seinen Vorstellungen umzugestalten. Erstens ist die Geldpolitik keine One-Man-Show. Der Fed-Chef kann nicht im Alleingang entscheiden, sondern muss unter den elf anderen Mitgliedern des Offenmarktausschusses einen Konsens herbeiführen. Wie umkämpft die interne Debatte inzwischen ist, zeigte die Sitzung im Juli: Drei Mitglieder stimmten gegen den Beschluss, die Leitzinsen unverändert zu lassen.

Zweitens ist es leichter gesagt als getan, Liquidität aus Finanzmärkten abzuziehen, die sich an die umfangreiche Unterstützung durch die Zentralbank gewöhnt haben (Grafik 3). 2013 löste der damalige Fed-Vorsitzende Ben Bernanke mit seiner Andeutung, die Zentralbank könnte damit beginnen, ihre Anleihenkäufe zurückzufahren, das sogenannte Taper Tantrum aus. Die Renditen von US-Staatsanleihen schnellten daraufhin in die Höhe, während Kapital aus den Schwellenländern abfloss. Sechs Jahre später führten Spannungen an den US-Finanzierungsmärkten zu einem unerwarteten Anstieg der Overnight-Repo-Sätze und zwangen die Fed, mit umfangreichen

12 Markt-Highlights

Grafik 3: Liquidität abzuziehen ist leichter gesagt als getan



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 31. Dezember 2013 (linke Grafik), 31. Dezember 2019 (mittlere Grafik) und 27. Dezember 2024 (rechte Grafik).

Liquiditätsspritzen einzugreifen. Und erst im März 2023 zeigte der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank, wie schnell sich Spannungen an den Finanzmärkten aufbauen können, wenn höhere Zinsen Schwachstellen offenlegen, die sich während langer Phasen geldpolitischer Lockerung herausgebildet haben.

Drittens muss sich Warsh mit den Forderungen eines oftmals ungeduldigen Weissen Hauses auseinandersetzen. Obwohl Donald Trump offiziell zugesichert hat, die Unabhängigkeit von Warsh zu respektieren, hat der Präsident die Zentralbank in der Vergangenheit mehrfach öffentlich unter Druck gesetzt. Jerome Powell geriet wegen der Zinspolitik wiederholt ins Visier Trumps, und es gibt keine Garantie, dass Warsh davon verschont bleiben wird, sollte die Fed die von Trump geforderten Zinssenkungen nicht liefern.

Doch Einschränkungen bedeuten nicht, dass Warshs Einfluss unerheblich wäre. Selbst wenn er seine Vorstellungen nicht vollständig umsetzen kann, könnte bereits eine marginale Veränderung der Reaktionsfunktion der Fed erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. Für Anleger ist dabei vielleicht die wichtigste Erkenntnis,

dass der berühmte Fed Put – die Erwartung, dass die Zentralbank bei Kursrückgängen die Geldpolitik lockert, um die Aktienmärkte zu stützen, und Anlegern damit gewissermassen ein Sicherheitsnetz gegen Verluste bietet – möglicherweise weniger verlässlich wird. Eine Fed, die der Preisstabilität grösseres Gewicht beimisst, dürfte weniger geneigt sein, jede Phase erhöhter Marktvolatilität abzufedern, insbesondere solange der Inflationsdruck nach wie vor hoch ist. Um es klar zu sagen: Wir erwarten nicht, dass die Fed in einer Finanzkrise untätig bleibt. Im Ernstfall würde sie weiterhin stabilisierend eingreifen. Die Hürde dafür könnte jedoch höher liegen, sodass geldpolitische Unterstützung weniger selbstverständlich wäre und die Fundamentaldaten sowie aktives Management für Anleger an Bedeutung gewinnen würden.

Eine weitere Folge könnte eine wieder stärker ins Gewicht fallende Laufzeitprämie sein (Grafik 4). Jahrelange quantitative Lockerung drückte die langfristigen Renditen, indem sie die Prämie verringerte, die Anleger für das Halten langfristiger Staatsanleihen erwarteten. Zwar begrenzen praktische Restriktionen das Tempo des Bilanzabbaus. Eine Fed, die weniger bereit ist, langfristige Renditen zu drücken, würde jedoch tendenziell dazu führen,

Grafik 4: Die Rückkehr der Laufzeitprämie?

Anmerkung: Die Laufzeitprämie bezeichnet die zusätzliche Rendite, die Anleger als Ausgleich für das Risiko verlangen, dass sich die Zinssätze während der Laufzeit einer Anleihe verändern können.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 31. Juli 2026.

dass private Anleger einen grösseren Teil des Laufzeitrisikos von US-Staatsanleihen übernehmen müssen. Das US-Finanzministerium könnte eine solche Verschiebung zwar teilweise über seine Emissionsstrategie ausgleichen, etwa indem es stärker auf kurzfristige Schatzwechsel und weniger auf langlaufende Anleihen setzt. Ohne einen vollständigen Ausgleich würde die Risikoverteilung jedoch weiterhin für einen Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämien sprechen. Deren weitere Entwicklung wird zudem von Faktoren wie den Inflationserwartungen, der Inflationsunsicherheit, der Finanzpolitik und der Nachfrage der Anleger nach sicheren Anlagen abhängen. Sollte es einer disziplinierten Fed gelingen, die Inflationserwartungen zu verankern, könnte dies einen Teil des Aufwärtsdrucks auf die Laufzeitprämien ausgleichen. Dennoch deutet das Gesamtbild unseres Erachtens auf ein höheres Gleichgewichtsniveau der langfristigen Renditen, eine steilere Zinskurve und eine wieder stärkere Fokussierung auf das Laufzeitrisiko hin.

Eine Fed, die der Preisstabilität Vorrang einräumt, dürfte theoretisch den US-Dollar stützen und für unverzinsliche Anlagen wie Gold eher nachteilig sein. In der Praxis ist das Bild jedoch differenzierter. Eine Fed mit einer schlan-

keren Bilanz könnte, wenn sie diesen Kurs zu weit treibt, das Wirtschaftswachstum belasten und den Dollar schwächen. Zudem agiert die Fed selten isoliert. Andere wichtige Zentralbanken dürften nicht tatenlos zusehen, sodass weiterhin die relative Ausrichtung der Geldpolitik – und nicht allein die Geldpolitik der Fed – die Devisenmärkte prägen wird.

Warsh hat wiederholt betont, dass seine Kritik eher auf Bewunderung als auf Gegnerschaft beruhe. Als er Monate später auf seine G30-Rede zurückblickte, sah er darin «eher einen Liebesbrief als eine nüchterne Kritik». Er erklärte: «Sie ist ein Liebesbrief, denn wenn sich die Institution selbst reformieren kann, kann dies sowohl für die Institution als auch für das Land viel Positives bewirken.»²⁴

Warsh hat seinen Liebesbrief geschrieben. Nun muss er herausfinden, ob die Empfängerin ihn auch genug liebt, um sich zu verändern.

Die Gewichte innerhalb der Fed verschieben sich



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

Anfang 2026 rechneten die Märkte noch mit einer Lockerung der US-Notenbank Fed. Da die Inflation über dem Zielwert bleibt und der Offenmarktausschuss restriktiver wird, sind die Zinserwartungen für das Jahresende deutlich gestiegen.

Die Juli-Sitzung bestätigte den Wandel: Drei Ausschussmitglieder stimmten für eine sofortige Zinserhöhung um 25 Basispunkte, weitere signalisierten eine mögliche Strafung bei stockender Desinflation (Grafik 1). Entscheidend ist die insgesamt restriktivere Haltung: Die Debatte dreht sich zunehmend um Zeitpunkt und Bedingungen einer weiteren Zinserhöhung. Dass Warsh weniger Gewicht auf explizite Signale zum künftigen geldpolitischen Kurs legte, erhöhte zudem die Unsicherheit. Die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen stiegen aufgrund höherer Zinserwartungen, Laufzeitprämien, des hohen Anleiheangebots und fiskalischer Bedenken. Die langfristigen Inflationserwartungen sind vergleichsweise fest verankert, was darauf hindeutet, dass die Anleger eine höhere Prämie für die Unsicherheit verlangen. Das Vertrauen in die Glaubwürdigkeit der Fed scheint hingegen intakt zu sein. Die Inflation bleibt entscheidend, während die Fed anhaltenden Preisdruck gegen einen schwächeren Arbeitsmarkt abwägt.

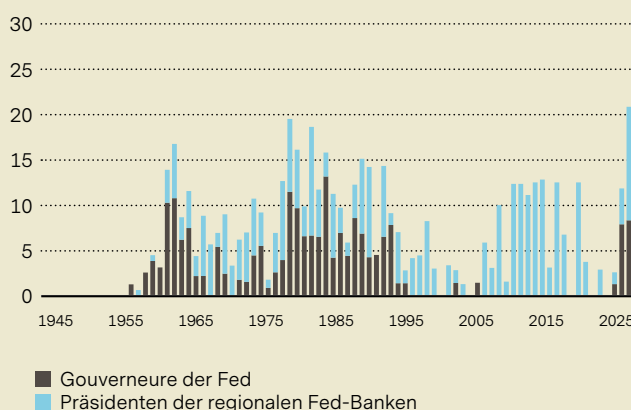
Hohes Emissionsaufkommen im Investment-Grade-Segment, kurze Duration im Hochzinssegment

Im US-Investment-Grade-Segment hat das Emissionsvolumen seit Jahresbeginn USD 1,5 Billionen überschritten und liegt damit über dem Vergleichswert des Rekordjahres 2020. Auf Hyperscaler entfällt ein wachsender Anteil, da Investitionen in KI und Rechenzentren den Finanzierungsbedarf erhöhen. Die Nachfrage hat Schritt gehalten, doch der stetige Zustrom neuer Anleihen hat höhere Neuemissionsprämien erforderlich gemacht und Teile des Technologiesektors belastet. Umfangreiche KI-bezogene Investitionsvorhaben deuten auf einen weiteren Finanzierungsbedarf hin, sodass der Angebotsdruck wichtig bleiben dürfte, während die Bilanzen weiterhin solide sind.

Im Hochzinssegment sind die Renditeaufschläge nach wie vor historisch eng, doch die durchschnittliche Bonität der Emittenten hat sich deutlich verbessert. Emittenten mit BB-Rating machen mittlerweile mehr als die Hälfte des Index aus (Grafik 2), Hochzinsemittenten können problemlos auf den Primärmarkt zugreifen, und die Gesamterrenditen sind im historischen Vergleich hoch. Durch die kürzere Duration reagieren Hochzinssanleihen zudem weniger empfindlich auf Bewegungen der Renditen langfristiger Staatsanleihen. Tatsächlich sind Hochzinssanleger im historischen Vergleich weiterhin nur einem sehr geringen Zinsänderungsrisiko ausgesetzt, da die Duration nahe ihrem tiefsten Stand seit 15 Jahren liegt, wobei sie Ende letzten Jahres sogar noch niedriger war. Zusammen mit der besseren Bonität bleiben die laufenden Erträge somit unseres Erachtens eine wichtige Renditequelle, selbst wenn sich die Renditeaufschläge nicht weiter einengen.

Grafik 1: Gouverneure der Fed und Präsidenten der regionalen Fed-Banken votieren deutlich häufiger abweichend

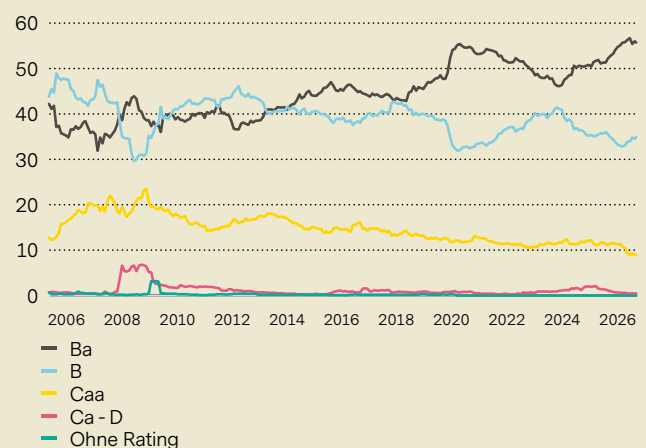
Abweichende Voten pro Jahr in %



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Berechnungen auf Basis offizieller Abstimmungsdaten auf Sitzungsebene, Vontobel. Daten per 29. Juli 2026.

Grafik 2: BB-Emittenten machen mehr als die Hälfte des Marktes aus – ein Zeichen höherer Qualität

Ratingverteilung in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. August 2026.

Sommersturm an den Aktienmärkten



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

Die globalen Aktienmärkte haben in diesem Jahr ihren eigenen Sommersturm überstanden. Nach einem turbulenten Juni und Juli hellte sich die Lage im August wieder auf.

Die globalen Aktienmärkte bewegten sich im Juni und Juli seitwärts. Dabei gaben Technologiewerte ihre anfänglichen Gewinne wieder ab, als eine Verkaufswelle den Halbleitersektor erfasste. Im August folgte dann ein beeindruckendes Comeback: Die Märkte durchbrechen die bisherige Handelsspanne und steuern auf neue Höchststände zu (Grafik 1).

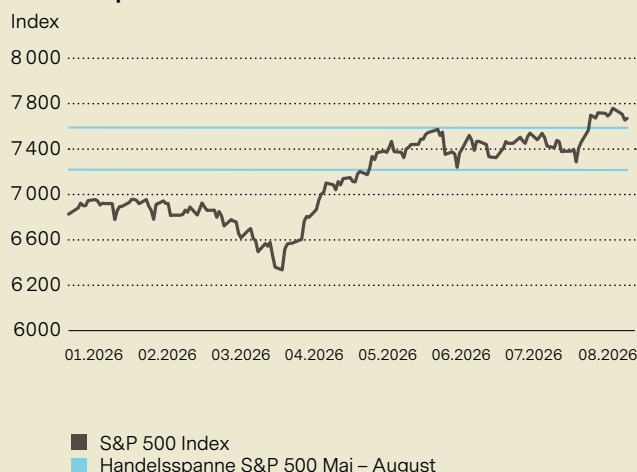
In den frühen Sommermonaten sahen sich die Anleger kurz hintereinander mit drei zentralen Herausforderungen konfrontiert. Erstens war die Positionierung in Chipherstellern nach einem starken Anstieg extrem überlaufen, und der Abbau dieser Engagements wurde durch die Auflösung gehebelter Positionen in Südkorea zusätzlich verstärkt. Gleichzeitig entfachten Fortschritte im Bereich der KI in China eine breitere Debatte über die Renditen der enormen Kapitalmengen, die in KI investiert werden. Zweitens stiegen die Ölpreise Mitte Juli wieder in Richtung USD 100 pro Barrel, als die Spannungen zwischen

den USA und dem Iran erneut aufflammten und die Befürchtung schürten, die Inflation könne wieder anziehen. Drittens führten diese Inflationsrisiken dazu, dass die Märkte einen strafferen geldpolitischen Kurs der US-Notenbank Fed einpreisten. Einige dieser Bedenken liessen im Laufe des Augusts nach. Der Abbau der Positionen in Chip-Aktien scheint weitgehend abgeschlossen zu sein. Die Pattsituation in der Strasse von Hormus bleibt zwar ungelöst, doch der Anstieg der Ölpreise blieb begrenzt. Die Äusserungen von Fed-Chef Warsh beim jährlichen Jackson-Hole-Symposium fielen zwar restriktiver aus als erwartet, dennoch halten wir die Hürde für eine Zinserhöhung der Fed weiterhin für hoch.

Auch die Berichtssaison zum zweiten Quartal sorgte für Rückenwind. Das Gewinnwachstum je Aktie erreichte rund 50% – der stärkste Quartalsanstieg ausserhalb einer Erholung nach einer Rezession – und bestätigte den intakten KI-Zyklus. Die vier grossen Hyperscaler²⁵ legten im Juli nach ihren Quartalszahlen als Gruppe rund 10% zu. Die Nachfrage nach Rechenleistung bleibt aussergewöhnlich hoch, das Angebot begrenzt und die Auftragsbestände wachsen weiter. Die Investitionsausgaben bleiben hoch, bei guter Umsatzvisibilität bis ins nächste Jahr. Besonders deutlich zeigte sich die Wirkung der KI-Ausgaben im unerwartet starken Cloud-Wachstum²⁶ von rund 45% gegenüber dem Vorjahr bei steigenden Margen (Grafik 2).

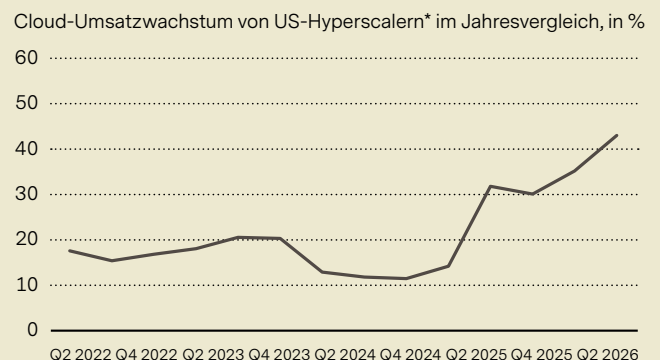
Wichtig ist jedoch, dass sich diese Stärke nicht auf den Technologiesektor beschränkte. Positive Gewinnüberraschungen in vielen Sektoren deuten auf eine breitere Verbesserung der Unternehmensrentabilität und damit eine gesündere, nachhaltigere Basis für die Aktienmärkte hin.

Grafik 1: Der S&P 500 hat seine dreimonatige Handelsspanne durchbrochen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. August 2026.

Grafik 2: Cloud-Umsätze der Hyperscaler steigen rasant



*Umfasst Amazon, Microsoft und Alphabet.

Quelle: Unternehmensangaben, Vontobel. Daten per 21. August 2026.

Wenn schlechte Nachrichten gute Nachrichten sind



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

Wer mit steigenden Goldmärkten rechnete, hatte ein schwieriges Jahr. Nachdem das Edelmetall Anfang 2026 auf Rekordhöhen gestiegen war, verharrte es in den Folgemonaten grösstenteils in einer langanhaltenden und frustrierenden Baisse. Für Erleichterung sorgte schliesslich eine Reihe unerwartet schwacher Konjunkturdaten, die ein altes Börsensprichwort bestätigte: Schlechte Nachrichten für die Wirtschaft sind oft gute Nachrichten für Gold.

Die Schwäche beruhte auf einer ungewöhnlichen Kombination makroökonomischer Faktoren. Die Eskalation des Irakkriegs und steigende Ölpreise schürten Erwartungen einer restriktiveren Fed und trieben die Realzinsen nach oben, was die Opportunitätskosten von Gold erhöhte. Der stärkere US-Dollar belastete zusätzlich. Spekulative Verkäufe führten zu Abflüssen aus Terminmärkten und goldgedeckten ETFs. Auch die Unterstützung durch Zentralbanken liess nach: Russland und die Türkei sollen Gold verkauft haben, um ihre Währungen zu stützen und Finanzierungsbedarf zu decken.

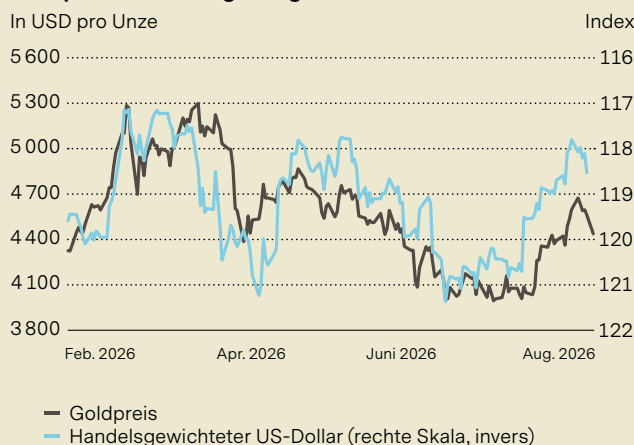
Im August begann sich die Stimmung zu wenden. Die schwächer als erwartet ausfallenden US-Konjunkturdaten

milderten die Sorgen über eine restriktivere Geldpolitik der Fed und belasteten den US-Dollar (Grafik 1). Gleichzeitig steigerten wachsende Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Schuldendynamik die Attraktivität von Gold als Wertspeicher. Auch die Käufe der Zentralbanken hielten an: Die People's Bank of China kaufte im Juli netto 20 Tonnen Gold. Auch kauften einige Anleger wieder Gold-ETFs.

Die Geldpolitik der Fed dürfte unseres Erachtens die entscheidende zyklische Triebfeder bleiben. Sollten die Märkte weitere Zinserhöhungen auspreisen und Zinssenkungen zunehmend in Betracht ziehen, dürften die Realzinsen sinken und die Goldnachfrage über ETFs und in Form von physischem Gold wieder anziehen. Auch die Nachfrage der Zentralbanken dürfte weiterhin für Unterstützung sorgen. Nach Jahren aussergewöhnlich starker Käufe und einer erheblichen Diversifizierung der Reserven könnten die staatlichen Käufe jedoch hinter den jüngsten Rekordniveau zurückbleiben. Dies bedeutet zwar nicht, dass sich der Trend umkehrt, könnte jedoch dazu führen, dass private Anleger eine grössere Rolle bei der Stützung der Preise übernehmen, wodurch die Aussichten für Zinssätze und Realzinsen noch wichtiger werden.

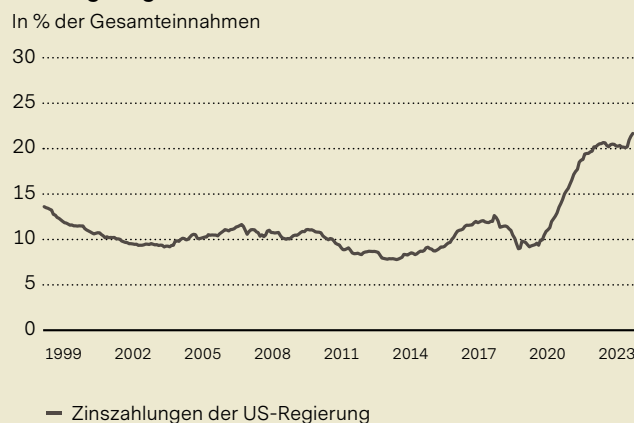
Neben der Konjunktur bleiben Haushalts- und Schuldendynamik, besonders in den USA, ein langfristiges Argument für Gold. Anhaltende Defizite, steigende Schuldendienstkosten und Zweifel an der Tragfähigkeit der US-Finanzpolitik könnten das Vertrauen in Fiat-Währungen schwächen und Gold als Wertspeicher stärken (Grafik 2). Zusammen mit der allmählichen Fragmentierung des dollarbasierten Finanzsystems bleibt das struk-

Grafik 1: Ein schwächerer US-Dollar kommt dem Goldpreis in der Regel zugute



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. August 2026.

Grafik 2: Steigende Zinszahlungen schüren Sorgen um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. August 2026.

Für Währungen zählt mehr als der Zins



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

Die globalen Zinserwartungen haben sich seit Ende 2025 erheblich verändert. Die Märkte hatten zuvor weitreichende Zinssenkungen in den Industrieländern eingepreist, doch diese Erwartungen haben sich inzwischen umgekehrt, da mehrere Zentralbanken auf eine erneute Straffung der Geldpolitik zusteuern. Dies kam generell Währungen zugute, bei denen sich der relative Carry²⁷ verbessert hat. Australien, Norwegen und Neuseeland sind hierfür einige der deutlichsten Beispiele (Grafik 1).

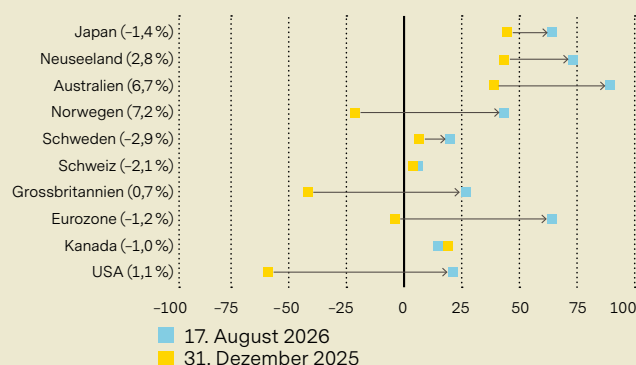
Höhere Zinserwartungen haben jedoch nicht allen Währungen geholfen. Der Euro und das britische Pfund haben sich trotz zunehmend restriktiver Zinserwartungen schwächer entwickelt. Dabei hat die Europäische Zentralbank die Zinsen bereits angehoben, während die Bank of England diesen Schritt noch nicht vollzogen hat. Auch die Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsen der US-Notenbank Fed sind gestiegen. In Europa und Grossbritannien spiegelt die Aussicht auf eine straffere Geldpolitik eher einen erneuten Inflationsdruck als ein stärkeres Wachstum wider. Höhere Zinsen allein – unabhängig davon, ob sie erwartet oder tatsächlich umgesetzt werden – machen eine Währung nicht zwangsläufig attraktiver. Entscheidend

sind auch die Gründe für den Zinsanstieg und seine Auswirkungen auf das relative Wachstum und den Carry.

Nun zum Dollar. Die Verwalter von Währungsreserven beginnen, ihren Dollar-Anteil zu reduzieren. Erstmals seit drei Jahren wollen die von OMFIF²⁸ befragten Zentralbanken ihre Dollar-Bestände langfristig senken und zugleich Euro und Renminbi aufstocken. Öffentliche Pensions- und Staatsfonds folgen diesem Kurs, was auf die wachsende Bedeutung geopolitischer Faktoren neben Zinsdifferenzen hinweist. Der Wandel bleibt schrittweise: Der Dollar macht noch rund 57% der weltweiten Devisenreserven aus (Grafik 2), und die Verwalter erwarten in den nächsten zehn Jahren nur einen Rückgang auf etwa 52%. Liquidität, Markttiefe und die Rolle als sicherer Hafen bleiben unübertroffen; weder Euro noch Renminbi sind eine vollwertige Alternative. Kurzfristig dürften höhere Fed-Zinserwartungen und geopolitische Unsicherheit den Dollar stützen. Langfristig sprechen Bewertung, fiskalische Bedenken und eine stärkere Diversifizierung der Reserven für ein weniger einseitiges Bild. Für den Euro sehen wir kurzfristig weitere Abwärtsrisiken. Die relativen Zinsen haben sich wieder zugunsten des US-Dollars verschoben, während höhere Energiepreise für Europa ein besonderes Problem darstellen, da sie die Importe verteuern und das Wachstum belasten. Mittelfristig werden höhere Investitionen und eine grössere fiskalische Unterstützung den Euro unseres Erachtens stärker stützen. Der Franken profitiert weiterhin von der Nachfrage nach sicheren Häfen. Die sehr niedrige Inflation, ein erheblicher Zinsnachteil und das Risiko, dass die Schweizerische Nationalbank einer übermässigen Aufwertung entgegenwirkt, könnten sein Aufwärtspotenzial jedoch begrenzen.

Grafik 1: Höhere Zinserwartungen gingen meist mit stärkeren Währungen einher

Land (Kassakursentwicklung seit Jahresbeginn ggü. USD)

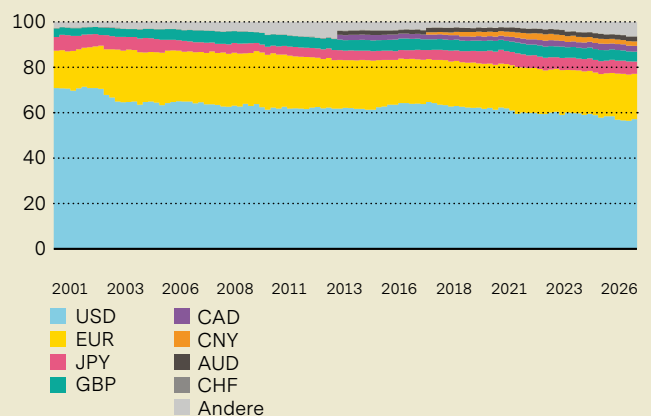


Markterwartungen bis zum 4. Quartal 2026 (Basispunkte) und bisher in diesem Jahr umgesetzte geldpolitische Änderungen

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 17. August 2026.

Grafik 2: Der Anteil des US-Dollars an den weltweiten Währungsreserven geht langsam zurück

Anteil an den weltweiten Devisenreserven (%)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. August 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)	2,6	2,2	2,4	2,6	
Eurozone	1,4	1,0	0,8	1,2	
USA	2,1	2,1	2,2	2,1	
Japan	1,1	0,7	0,6	0,8	
Grossbritannien	1,4	1,2	1,0	1,1	
Schweiz	1,4	0,6	1,1	1,4	
Australien	2,0	2,5	1,9	1,7	
China	5,0	4,3	4,6	4,4	

INFLATION	2025³	AKTUELL⁴	KONSENS 2026	KONSENS 2027	VONTOBEL-AUSBLICK IN 2026⁵
Eurozone	2,1	2,9	2,8	2,2	↓
USA	2,7	3,4	3,3	2,4	↓
Schweiz	0,2	0,4	0,5	0,7	→

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	2,00	2,25	2,43	2,27	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	3,75	3,75	3,80	3,62	→
CHF	–	–	–	0,05	→

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,86	3,26	2,99	2,93	→
USD	4,17	4,74	4,45	4,33	→
CHF	0,32	0,43	0,42	0,49	→

WECHSELKURSE	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,93	0,94	0,93	0,93	→
CHF je USD	0,79	0,81	0,80	0,80	↓
USD je EUR	1,17	1,16	1,16	1,18	↑

ROHSTOFFE	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	61	91	76	70	→
Gold, USD je Feinunze	4319	4397	4482	4823	→
Kupfer, USD je Tonne	12423	14158	13600	12900	↓

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 18. August 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 19.

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, und ausgewählte lateinamerikanische Länder.

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.

20 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 «Dr. Copper» ist ein Spitzname für Kupfer, da es aufgrund seiner breiten Verwendung in den Bereichen Bau, Fertigung und Infrastruktur als nützlicher Indikator für die Gesundheit der Weltwirtschaft gilt.
 - ² Eine K-förmige Wirtschaft ist eine Wirtschaft, in der sich verschiedene Gruppen in entgegengesetzte Richtungen entwickeln. Einige prosperieren (aufwärts gerichteter Arm des K), während andere zurückfallen (abwärts gerichteter Arm).
 - ³ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 23. Juli 2026. www.reuters.com/commentary/reuters-open-interest/americas-mass-affluence-is-bigger-than-you-think-2026-07-23/
 - ⁴ Die Laufzeitprämie ist die zusätzliche Rendite, die Anleger für das Halten einer langfristigen Anleihe gegenüber wiederholten Anlagen in kurzfristige Anleihen verlangen. Sie entschädigt sie für Zins-, Inflations- und andere Unsicherheitsrisiken über die Laufzeit.
 - ⁵ Ein Bear Steepening tritt ein, wenn die Renditen langfristiger Anleihen schneller steigen als die Renditen kurzfristiger Anleihen und sich dadurch die Zinskurve versteilt. Es wird als «Bear Steepening» bezeichnet, da steigende Renditen fallende Anleihenkurse und somit sinkende Märkte für Anleihen bedeuten.
 - ⁶ «Untergewichten» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse hat. 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 deutet auf eine geringere Allokation hin.
 - ⁷ «Neutral» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse hat. Dies spiegelt eine ausgewogene Einschätzung wider, bei der erwartet wird, dass sich die Anlageklasse im Einklang mit ihrer historischen oder durchschnittlichen Marktentwicklung entwickelt. Es handelt sich nicht um eine Handlungsempfehlung, sondern deutet darauf hin, die aktuelle Allokation beizubehalten.
 - ⁸ «Übergewichten» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine höhere Präferenz für eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse hat. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen attraktiver ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, in hohem Umfang zu investieren, sondern deutet auf eine Erhöhung der Allokation hin.
- Die Einstufungen «Untergewichten», «Neutral» und «Übergewichten» stellen interne Einschätzungen des Investment Committee dar und sind weder als Empfehlungen für einzelne Anleger noch als Handlungsaufforderung zu verstehen. Sie spiegeln lediglich Vontobels Einschätzung der erwarteten Wertentwicklung einer bestimmten Anlageklasse wider. Diese Einschätzungen werden ausschliesslich zu Informationszwecken an ein breiteres Publikum verbreitet und sind nicht auf eine bestimmte Kundengruppe zugeschnitten.
- ⁹ Eine private, gemeinnützige Organisation führender Persönlichkeiten aus Zentralbanken, Finanzsektor, Wissenschaft und Wirtschaft, die wichtige globale Wirtschafts- und Finanzfragen erörtern
 - ¹⁰ Quelle: «Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads» von Kevin Warsh, G30-Vortrag während der IWF-Frühjahrstagung am 25. April 2025. [hoover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf](https://www.hoover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf)
 - ¹¹ Quelle: Board of Governors des Federal Reserve Systems. www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/warsh.htm
 - ¹² Quelle: Open Secrets, eine gemeinnützige Organisation, die Daten zur Wahlkampffinanzierung, Lobbyarbeit und zum Einfluss von Geld auf die US-Politik erfasst und veröffentlicht. www.opensecrets.org/donor-lookup/results?name=ronald+lauder&order=desc&page=1&sort=D
 - ¹³ Quelle: Artikel in der Zeitschrift «Time», veröffentlicht am 5. Februar 2026. time.com/7368798/trump-greenland-pursuit/
 - ¹⁴ Quelle: Board of Governors des Federal Reserve Systems. www.federalreserve.gov/monetarypolicy/task-forces.htm
 - ¹⁵ Quelle: Artikel im Wall Street Journal, veröffentlicht am 29. April 2026. www.wsj.com/articles/former-fed-official-fisher-urges-fomc-reforms-1461961049?eafs_enabled=false
 - ¹⁶ Quelle: Artikel in The Economist, veröffentlicht am 16. Mai 2024. www.economist.com/finance-and-economics/2024/05/16/diego-maradona-offers-central-bankers-enduring-lessons
 - ¹⁷ Quelle: London School of Economics and Political Science, Vortrag von Raghuram Rajan, 17. Mai 2023. <https://www.lse.ac.uk/lse-player/central-bank-balance-sheet-expansion-and-financial-stability-why-less-can-be-more>
 - ¹⁸ Quelle: Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson und Jeremy C. Stein. 2016. «The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool». 2016 Economic Policy Symposium Proceedings. Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City. stein.scholars.harvard.edu/publications/federal-reserves-balance-sheet-financial-stability-tool
 - ¹⁹ Quelle: Andreessen Horowitz / Marc Andreessen: «Why AI will save the world», 6. Juni 2023. a16z.com/ai-will-save-the-world/
 - ²⁰ Quelle: Stanford GSB und NBER / Charles I. Jones: «AI and Our Economic Future», 18. Mai 2026 – Version 2.0. web.stanford.edu/~chadj/AlandEconomicFuture.pdf
 - ²¹ Quelle: Gregory Mankiw an der Harvard University: «Six Beliefs I Have About Inflation», 18. Mai 2024. conference.nber.org/confer/2024/INFs24/InflationConference_Mankiw.pdf
 - ²² Der Dot Plot der Fed umfasst in der Regel 19 Punkte, die die anonymisierten Zinsprognosen der 19 Teilnehmer des Offenmarktausschusses darstellen (sieben Mitglieder des Gouverneursrats und zwölf Präsidenten der regionalen Notenbanken).
 - ²³ Quelle: Mitschrift der Pressekonferenz des Fed-Vorsitzenden Kevin Warsh vom 17. Juni 2026. www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20260617.pdf
 - ²⁴ Quelle: Hoover Institution: «Inflation Is a Choice: Kevin Warsh on Fixing the Federal Reserve», 8. Juli 2025. www.hoover.org/research/inflation-choice-kevin-warsh-fixing-federal-reserve
 - ²⁵ Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta
 - ²⁶ Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud Platform und Oracle Cloud Infrastructure
 - ²⁷ Bezeichnet den Ertrag oder die Kosten, die beim Halten einer Währung über einen bestimmten Zeitraum entstehen und hauptsächlich auf Zinsunterschiede zwischen zwei Währungen zurückzuführen sind.
 - ²⁸ Official Monetary and Financial Institutions Forum, ein Thinktank mit den Schwerpunkten Zentralbankwesen, Geldpolitik, Finanzmärkte und öffentliche Investitionen.

