

Vontobel

Investors' Outlook

Schonend behandeln

Juli 2025

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Zerknitterte Konfliktlage

6 Markt-Highlights

Europas Zukunft ausbügeln?

10 Viewpoint

Von Rohstoffen zu erneuerbaren Energien:
Auf den Mix kommt es an

14 Anlageklassen im Fokus

18 Prognosen

21 Referenzen

Glossar und Quellen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren*

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

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 4. September 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

1. Juli 2025

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 19

Schonend behandeln



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

Geschätzte Leserschaft

In den vergangenen Wochen hat sich ein frischer Anlegeroptimismus in der wirtschaftlichen Waschtrommel bemerkbar gemacht. Verschiedene Umfragen zeigten eine Stimmungsaufhellung, die durch eine Abnahme der Handelsspannungen zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt, den USA und China, sowie durch überraschend gute makroökonomische Daten begünstigt wurde. Kleinunternehmer in den USA melden höhere inflationsbereinigte Umsatzerwartungen sowie ein gestiegenes Vertrauen in die kurzfristigen Geschäftsaussichten. Auch die Konsumentenstimmung hat sich aufgefrischt angesichts eines weit verbreiteten Gefühls, dass das Gröbste möglicherweise ausgespült ist.

Die Entwicklung ist erfreulich, aber weiterhin fragil. Konsumenten nennen Zölle nach wie vor als Grund zur Sorge. Schliesslich sind die Handelsperspektiven in letzter Zeit durch einige zusätzliche Umdrehungen gegangen. Die anfängliche Rhetorik von «90 Deals in 90 Days» hat sich nicht bewahrheitet, und selbst die bislang erzielten Vereinbarungen führen zu effektiv deutlich höheren Zollsätzen als vor Beginn des Handelskonflikts.

Die US-China-Handelsgespräche führten zu einer Einigung: China wird Seltene Erden an die USA liefern – wichtig für Energie, Elektronik und Verteidigung. Die Märkte reagierten positiv. Vor dem 9. Juli, dem Ende der Zollpause, deuten US-Offizielle weitere Abkommen an – mit Chancen, aber auch Risiken.

Auch die globalen geopolitischen Spannungen bleiben ein prägender Faktor. In der Ukraine sind die erhofften Verhandlungen bislang nicht zustande gekommen. In der Zwischenzeit haben die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten einmal mehr gezeigt, wie schnell geopolitische Risiken eskalieren und die Märkte verunsichern können.

Angesichts dieser zunehmenden geopolitischen Unsicherheit rücken die Verteidigungsausgaben wieder stärker in den Fokus. In ganz Europa und darüber hinaus öffnen Regierungen ihre fiskalischen Hähne für die Modernisierung des Militärs, die Energiesicherheit und mehr Autonomie. Manche sehen darin eine Gefahr für die grüne Wende. Wir hingegen sind der Meinung, dass eher das Gegenteil zutreffen könnte. Denn Energieresilienz, technologische Souveränität und Klimaanpassung spielen eine zentrale Rolle für die nationale Sicherheit.

In dieser Ausgabe des Investors' Outlook beleuchten die Kollegen unserer Conviction Equities Boutique die Grundlagen der grünen Wende mit Fokus auf deren zentrale Bausteine. Ausserdem finden Sie eine vertiefte Analyse der sich wandelnden makroökonomischen und politischen Entwicklungen in Europa sowie ein Update zu den Ölpreisen und ihren wesentlichen Treibern.

Wir beobachten eine teilweise Verbesserung. Einige Bereiche wirken aufgeheitert, andere wirbeln noch durch die Trommel. Doch insgesamt erfordert die aktuelle Lage immer noch den Schongang.

→ Webcast

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

4 Anlagestrategie



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

Zerknitterte Konfliktlage

Die Märkte starteten relativ glatt in den Juni. Zwar gab es an der Handelsfront noch einige Knitterfalten (wie die Verdoppelung der US-Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte), doch verschaffte der von US-Präsident Donald Trump gewährte Zollaufschub den betroffenen Ländern Zeit, ihre nächsten Schritte zu überdenken. Zudem trugen neue Gespräche zwischen den USA und China zur Aufhellung der Stimmung bei.

Aber Israels Angriffe auf iranische Atomanlagen durchbrachen die Ruhe jäh und trieben die Rohölpreise stark in die Höhe. Stand heute scheint unser Basisszenario (Angriffe vonseiten Israels, Vergeltungsschläge vonseiten Irans, gefolgt von begrenztem militärischem Engagement der USA, temporärer Anstieg der Rohölpreise auf USD 70 bis 80 pro Barrel) eingetreten zu sein.

Unseres Erachtens gibt es derzeit kaum Gründe, die eine deutlich höhere Inflation befürchten lassen. Die Geldpolitik wurde zwar gelockert, aber sie ist nicht übermäßig entgegenkommend. Und ein deutlicher Anstieg der Nachfrage ist unwahrscheinlich, da sich das weltweite Wirtschaftswachstum weiter verlangsamt.

Dennoch haben die Entwicklungen im Nahen Osten die ohnehin schon schwierige Aufgabe der US-Notenbank Fed noch weiter erschwert. Sie liess im Juni die Zinsen unverändert und korrigierte sowohl die Inflationserwartungen als auch die Arbeitslosenprognosen nach oben. Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte indes abermals die Zinsen und wird dies nach Einschätzung der Märkte bis zum Jahresende mindestens noch ein weiteres Mal tun. Die Schweizerische Nationalbank schliesslich nahm ihren Leitzins auf 0% zurück, um der Stärke des Frankens und dem Deflationsdruck entgegenzuwirken.

Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET ¹		NEUTRAL ²	ÜBERGEWICHTET ³		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität				→		In Liquidität bleiben wir übergewichtet. Wir sind bereit, diese bei entsprechenden Gelegenheiten einzusetzen.
2 Anleihen		→				Unsere leicht negative Einschätzung von Anleihen behalten wir bei. Das Umfeld für die US-Anleihenrenditen bleibt komplex, da Sorgen über die Haushalts- und Schuldenlage der USA wieder in den Vordergrund treten. Infolgedessen zogen die Renditen von US-Staatsanleihen an, insbesondere bei längeren Laufzeiten. Insgesamt haben wir eine leichte Präferenz für Staatsanleihen (neutral) gegenüber Hochzinsanleihen (negativ). Nachdem sich die Renditeaufschläge zuletzt aufgrund positiverer Handelsnachrichten verengt haben, bieten die aktuellen Renditen angesichts höherer Risiken und der Marktvolatilität im Vergleich zu früheren Niveaus keine ausreichende Kompensation mehr. Für Schwellenländeranleihen in Hartwährungen sind wir weiterhin neutral.
3 Aktien				→		Wir bekräftigen unsere leichte Übergewichtung von Aktien, die sich hauptsächlich in einer moderaten Übergewichtung von Schwellenländeraktien ausdrückt. Ausschlaggebend hierfür ist unsere Einschätzung, dass der «DeepSeek-Moment» ⁴ in China den Weg für eine wirtschaftsfreundlichere Politik geebnet hat. Ausserdem sind Anleger dabei, ihr Engagement in US-Vermögenswerten weiter zu reduzieren, was anderen Regionen – wie den Schwellenländern – zugutekommen könnte. Schliesslich stützt auch unser negativer Ausblick für den US-Dollar eine leichte Übergewichtung in Schwellenländeraktien, da sich diese Märkte in der Vergangenheit während Phasen der Dollarschwäche stets gut entwickelt haben. Uns ist bewusst, dass die Sommermonate mit einigen Marktturbulenzen einhergehen könnten. Donald Trumps 90-tägige Zollpause endet Anfang Juli, und bisher wurden kaum Fortschritte erzielt. Es besteht das Risiko, dass einige Tweets von Trump für eine Achterbahnfahrt an den Aktienmärkten sorgen könnten – ähnlich wie während seiner ersten Amtszeit. Für Anleger ist es unseres Erachtens wichtig, die vorübergehenden Störsignale auszublenzen.
4 Gold			→			Für Gold bleiben wir neutral. Der Juni hat einmal mehr eindrucksvoll gezeigt, wie attraktiv Gold als sicherer Hafen ist. Im Zuge der Israel-Iran-Krise kletterte das Edelmetall auf über USD 3400 pro Unze. Strukturell halten wir Gold für attraktiv. Grund sind die hohen Staatsschulden, das schwindende Vertrauen in Papiergeld und das Streben der Zentralbanken nach Diversifikation abseits vom US-Dollar. Kurzfristig sind wir jedoch etwas vorsichtiger. Auf dem aktuellen Preisniveau ist Gold bei Weitem keine «günstige» Absicherung mehr. Ausserdem scheint die Nachfrage aus China abgeflaut zu sein.
5 Rohstoffe			→			Ein Grossteil der zollbedingten Vorzieheffekte liegt mittlerweile hinter uns. Die globalen Einkaufsmanagerindizes (PMIs) sind erneut gefallen. Auch die Daten aus China waren zuletzt nicht überragend (z.B. Caixin-PMIs, Exportzahlen, Deflationsdruck). In Verbindung mit den zunehmenden Konjunktursorgen spricht dies für eine vorsichtige Haltung gegenüber dieser zyklischen Anlageklasse. Gleichzeitig sind die geopolitischen Risiken zurück im Fokus, was die Öl- und Goldpreise temporär in die Höhe getrieben hat. Wir halten daher eine neutrale Haltung für angebracht.
6 Alternative Strategien			→			Gegenüber alternativen Fonds und Immobilien bleiben wir neutral eingestellt.

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

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

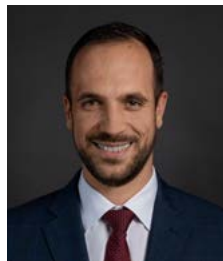
¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 21

Europas Zukunft ausbügeln?

Europäische Aktien können in diesem Jahr auf eine beeindruckende Performance zurückblicken. Die grossen europäischen Aktienindizes haben zwischen 20 und 25 % zugelegt, während der deutsche DAX-Index sogar um über 30 % gestiegen ist⁵. Zu Beginn des Jahres wurde die Hausse vor allem von Bewertungsüberlegungen angetrieben, da viele europäische Aktien mit einem deutlichen Abschlag gegenüber US-Aktien gehandelt wurden. In den Folgemonaten war es jedoch vor allem die Hoffnung, die die Kursfantasien beflügelte: Hoffnung auf ein Ende des Russland-Ukraine-Kriegs, auf grosszügige Stimulus-Pakete... und vielleicht sogar auf ein damit einhergehendes «Make Europe Great Again».



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



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

Europäische Aktien sind zwar nicht mehr so günstig wie zu Beginn des Jahres, aber immer noch günstiger als US-Aktien. Der Abschlag reflektiert unter anderem die Wahrnehmung geringerer Produktivität in der Eurozone. Gründe dafür sind etwa die Fragmentierung: Trotz gemeinsamer Währung haben die 20 Länder unterschiedliche Steuer-, Arbeitsmarkt- und Wirtschaftssysteme, was Effizienz und Skaleneffekte erschwert. Auch die Kapitalmärkte bleiben entlang nationaler Grenzen gespalten – laut EU ist ihre Integration nach wie vor «relativ bescheiden⁶». Offene, gut funktionierende und integrierte Kapitalmärkte sind wichtig, um den heimischen Markt weiterzuentwickeln und junge, innovative Unternehmen gerade in der sogenannten Start-up- und Scale-up-Phase zu unterstützen. Eine «echte» Kapitalmarktunion könnte auch helfen, grenzüberschreitende Investitionen zu erleichtern, ausländische Investitionen in die Region anzulocken, und die Rolle des Euro als internationale Anlagengewährung zu stärken. Infolgedessen überrascht es auch nicht, dass die USA führend in der Entwicklung und Anwendung neuer Technologien, insbesondere in Bereichen wie Künstlicher Intelligenz, Big Data oder Cloud Computing sind. Unternehmen wie Google, Amazon, Apple

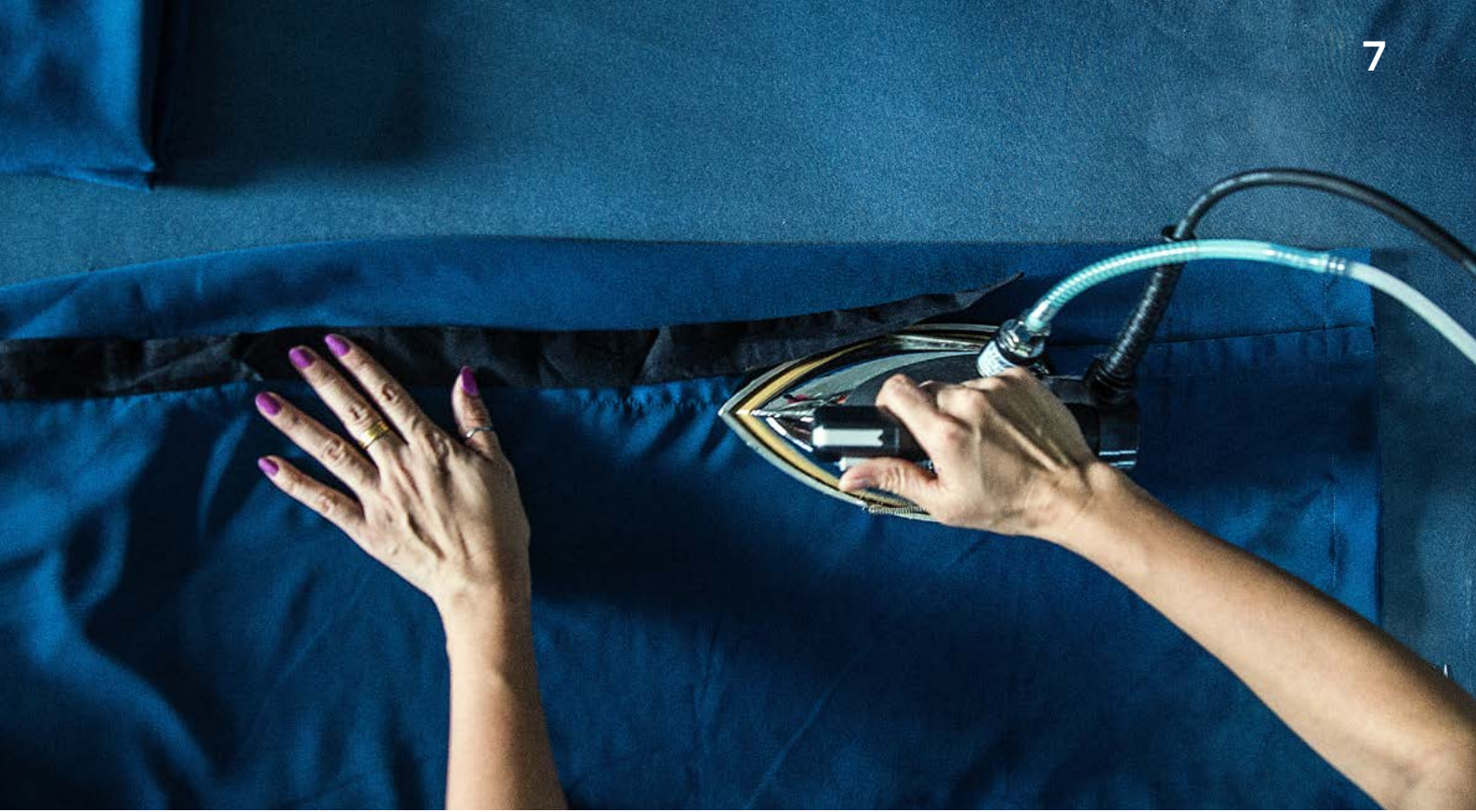
und Microsoft treiben die US-Produktivität durch Innovation voran. In Europa gibt es zwar ebenfalls innovative Unternehmen, aber die Skalierung und Durchsetzung neuer Technologien erfolgt oft langsamer.

Externer Druck

Auf der externen Seite stellt US-Präsident Donald Trumps «Amerika First»-Politik nicht nur die transatlantischen Beziehungen auf die Probe, sondern gefährdet auch das exportorientierte europäische Geschäftsmodell. In Deutschland, der grössten Volkswirtschaft der Eurozone, sind Exporte von Gütern und Dienstleistungen für mehr als 40 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) verantwortlich. Länder wie Spanien (36,7%), Frankreich (33,5%) oder Italien (32,3%) sind ähnlich exponiert.

Zudem lastet der Russland-Ukraine-Krieg noch immer auf der Unternehmens- und Konsumentenstimmung und schürt Sorgen, dass Russland in Zukunft womöglich weitere europäische Länder angreifen wird. Mit der steigenden militärischen Bedrohung steigen auch die Rufe nach höheren Militärausgaben. Donald Trump hat die NATO-Bündnispartner wiederholt für ihre mangelnden Verteidigungsausgaben kritisiert – Trump spricht sich für Ausgaben in Höhe von 5 % des BIP aus – und damit gedroht, sie im Ernstfall nicht zu unterstützen. Obwohl die europäischen Verteidigungsausgaben letztes Jahr real um 11,7% auf rund EUR 423,3 Milliarden gestiegen sind, scheint die 5%-Marke mit Blick auf die Haushaltssituation einiger Länder noch in weiter Ferne.

Auch aus Fernost gibt es Druck: China überschwemmt die Weltmärkte mit günstigen Hochtechnologieprodukten (z.B. E-Autos, Solarzellen) und setzt damit europäische Schlüsselindustrien unter Druck. Gleichzeitig ist es für europäische Unternehmen schwer, im chinesischen Markt Fuss zu fassen.



Abgesehen davon gibt es auch «vergangene» Themen wie die auf die globale Finanzkrise folgende Eurokrise (2009–2018), die noch immer nachhallt⁷. Bei einem Blick auf Grafik 1 wird deutlich, dass die europäischen Investitionsausgaben mit der Finanz- und Eurokrise eingebrochen sind und sich noch immer nicht erholt haben. Zu den «akuteren» internen Themen zählt die Immigration und damit verbundene Erwartungen (z.B. Integration, Wohnungsmarkt, innere Sicherheit), die nicht selten populistische, EU-kritische Kräfte fördern (so z.B. in Deutschland und Frankreich). Angesichts all dieser Gegenwinde über-

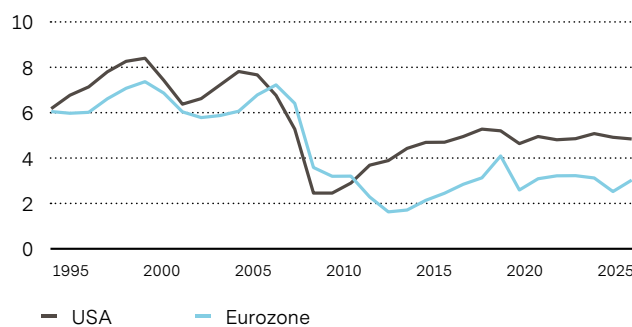
rascht es nicht, dass die europäischen Unternehmen ihre Wettbewerbsfähigkeit auf dem internationalen Parkett eher pessimistisch einschätzen (Grafik 2).

Einige langfristige Weichen neu gestellt

Trotz allem Pessimismus hat die Eurozone in den letzten Jahren Fortschritte gemacht. Sie hat beispielsweise grosse Teile ihrer strukturellen Arbeitslosigkeit beseitigt. So hat sich die Arbeitslosenquote von ihrem Eurokrisen-Niveau aus halbiert (Stand April 2025: 6,2%). Noch eindrücklicher ist der Rückgang in der sogenannten Peripherie.

Grafik 1: Europas Investitionen haben sich seit der globalen Finanzkrise nie vollständig erholt

Nettoanlageinvestitionen in % des BIP

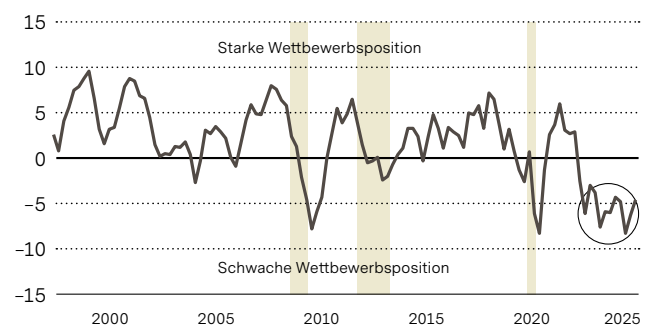


Die Nettoanlageinvestitionen (Net Fixed Capital Formation, NFCF) als Prozentsatz des BIP sind ein wirtschaftlicher Indikator, der die Nettoinvestitionen in Sachanlagen (wie Gebäude, Maschinen, Ausrüstungen und Infrastruktur) ins Verhältnis zur Gesamtleistung einer Volkswirtschaft setzt. Dieser Wert zeigt, welcher Anteil des BIP nach Abzug der Abschreibungen in produktive Vermögenswerte reinvestiert wird.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 17. Juni 2025.

Grafik 2: Unternehmen in der Eurozone gestehen die Schwäche ihrer internationalen Wettbewerbsposition ein

Nettoeinschätzung

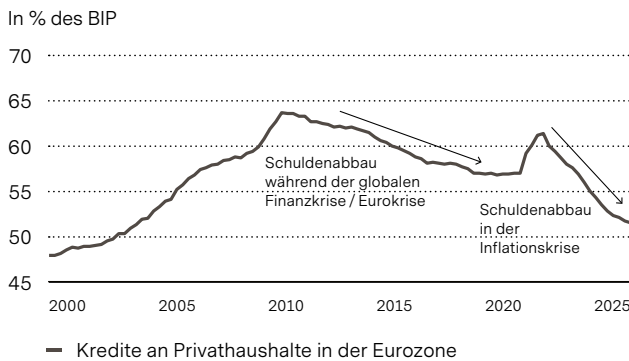


— Branchenumfrage: Wettbewerbsposition auf Auslandsmärkten
 ■ Rezession in der Eurozone

Quelle: Generaldirektion für Wirtschaft und Finanzen, Vontobel. Daten per 2. Quartal 2025.

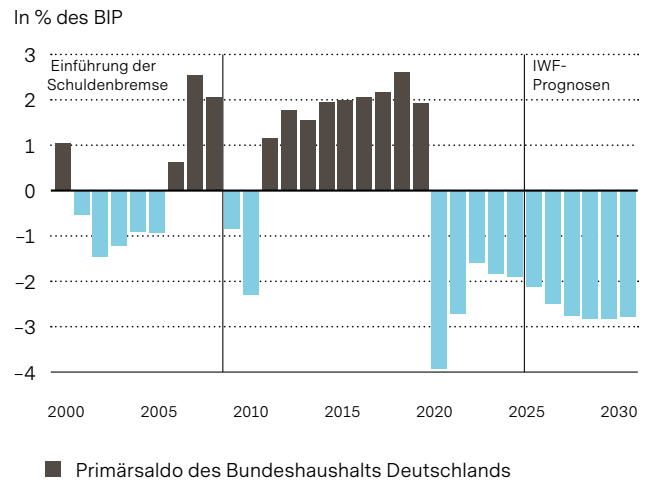
8 Markt-Highlights

Grafik 3: Europäische Haushalte haben ihre Hausaufgaben gemacht



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 17. Juni 2025.

Grafik 4: Deutschland hat die Sparpolitik durch Lockerung der Schuldenbremse beendet



Quelle: Internationaler Währungsfonds, LSEG, Vontobel. Daten per 17. Juni 2025.

Auf dem Höhepunkt der Eurokrise belief sich die Arbeitslosenquote Südeuropas⁸ zeitweise auf über 18%, mittlerweile liegt sie bei «nur noch» 7,7%. Auch die Privathaushalte sind heute deutlich weniger verschuldet als nach Finanzkrise und Pandemie (Grafik 3).

Auch im europäischen Bankensektor hat sich einiges getan. Dies sieht man unter anderem am deutlichen Rückgang der notleidenden Kredite («Non-Performing Loans», NPLs). Infolge der Eurokrise war die NPL-Quote, insbesondere in Ländern wie Griechenland, Italien, Spanien, Portugal und Irland zeitweise auf über 10% gestiegen. Seitdem haben eine Reihe von Reformen und die allgemeine wirtschaftliche Erholung dazu beigetragen, die Quote auf unter 3% zu senken (übersetzt: das Ausfallrisiko ist gesunken). Auch sind die Kapitalpuffer (z.B. Kernkapitalquote, «Tier 1 Capital Ratio») vieler europäischer Banken heute deutlich höher als damals⁹.

Zudem sind – auch dank der jahrelangen Niedrigzinspolitik – die Nettozinsausgaben der Eurozone, gemessen in Prozent des BIP, deutlich gesunken (von über 5% auf dem Höhepunkt der Eurokrise auf nur noch 3%). Damit steht die Eurozone heute deutlich besser da als die USA (über 8%).¹⁰ Zugegebenermaßen gilt dies nicht für alle – Länder wie Italien (über 6%) oder Spanien (4%) haben noch immer mit hohen Schuldenkosten zu kämpfen.

Auch kurzfristige positive Impulse

Neben langfristigen Weichenstellungen gibt es auch kurzfristige positive Impulse – einer der wichtigsten könnte Donald Trump sein. Schon seine erste Amtszeit löste kleinere Reformen in Europa aus. Mit einer zweiten Amtszeit steigt der Druck weiter – europäischen Politikern bleibt kaum etwas anderes übrig, als zu handeln. Das zeigt sich etwa an der Debatte über die deutsche Schuldenbremse (Grafik 4): Noch im Februar lehnte Friedrich Merz eine Reform strikt ab, forderte im März jedoch – wegen der «Bedrohungen der Freiheit»¹¹ – eine Grundgesetzänderung für ein schuldenfinanziertes Milliardenpaket für Verteidigung und Infrastruktur. Dies zeigte Wirkung: Andere europäische Länder zogen nach und kündigten ebenfalls höhere Verteidigungsausgaben an. Laut NATO-Generalsekretär Mark Rutte werden dieses Jahr alle NATO-Mitglieder das 2%-Ziel erreichen.

Aber auch auf der industriepolitischen Seite hat sich einiges getan. Der ehemalige Chef der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi, hat im September 2024 den sogenannten «Draghi-Wettbewerbsbericht» vorgelegt in dem er auf die Schwächen und Herausforderungen der europäischen Wirtschaft eingeht¹². Die Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, hat Draghis Papier zum Anlass genommen, um einen «Kompass für Wettbewerbsfähigkeit» auszuarbeiten. Gemäss von der Leyen habe Europa «alles, was es braucht», um

Grafik 5: Make Europe Great Again (MEGA) – Checkliste

		WAS IST NOTWENDIG?	ERFÜLLT?	KOMMENTAR
EXTERNEN UMFELD	1	Beschleunigung der Weltwirtschaft	(*)	Erhöhte politische Unsicherheit
	2	Stabiles globales Handelsumfeld		Handelsabkommen zwischen den USA und der EU ist notwendig
	3	Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine		Viel Gerede, wenig Substanz
NACHFRAGEORIENTIERTE WIRTSCHAFTSPOLITIK	4	Unterstützende Geldpolitik der EWU	×	Zinssenkungszyklus der EZB läuft weiter
	5	Unterstützende Fiskalpolitik der EWU	×	Ende der Sparpolitik angekündigt
ANGEBOTSORIENTIERTE WIRTSCHAFTSPOLITIK	6	Spürbare Deregulierung		Erste Versuche (z. B. Omnibus IV)
	7	Konkrete F&E-Initiativen		Erste Ansätze (z. B. KI-Fabriken)
	8	Schaffung einer Kapitalmarktunion		Grenzüberschreitende Fusionen im Blick behalten
	9	Wettbewerbsfähige Energieversorgung		Preise im internationalen Vergleich nach wie vor hoch
	10	Liberalisierung des Arbeitsmarkts		Fokus auf Qualifikationen statt Liberalisierung

Quelle: Vontobel. Per 19. Juni 2025.

bei diesem «Rennen» zu gewinnen. Gleichzeitig müsse man jedoch Schwächen überwinden und wieder wettbewerbsfähig werden. Der Kompass für Wettbewerbsfähigkeit mache aus den «hervorragenden Empfehlungen» des Draghi-Berichts einen «Fahrplan». Der Plan stehe, man habe «den politischen Willen». Jetzt käme es auf «Geschwindigkeit und Einigkeit» an: «Die Welt wartet nicht auf uns. Darin sind sich alle Mitgliedstaaten einig. Nun wollen wir diesem Konsens Taten folgen lassen¹³.»

Von der Leyens Wettbewerbskompass zielt auf drei Handlungsschwerpunkte ab: 1) das Schliessen der europäischen Innovationslücke, 2) die Entwicklung eines gemeinsamen Fahrplans für Dekarbonisierung und Wettbewerbsfähigkeit, und 3) eine Verringerung übermäßiger Abhängigkeiten und Stärkung der Sicherheit. Aus jedem der Handlungsschwerpunkte ergeben sich diverse Initiativen und Massnahmen. Beispiele sind u.a. ein «Fonds für Wettbewerbsfähigkeit», eine «Europäische Spar- und Investitionsunion», sowie eine auf Deregulierung abzielende «Omnibus-Initiative».

Der letzte positive Impuls ist die anhaltende Inflationsnormalisierung. Die europäische Konsumentenpreisinflation ist im Mai auf 1,9% gegenüber dem Vorjahr gesunken und befindet sich damit wieder unter dem Zielwert der EZB von 2%. Gleichzeitig ist auch die Lohninflation auf dem Rückgang. Der EZB-eigene Lohntracker, der auf den

laufenden Tarifverträgen im Euroraum basiert, prognostiziert für 2025 einen durchschnittlichen Anstieg der Tariflöhne um 3,1%, nach 4,7% im Jahr 2024. Ohne Berücksichtigung von Einmalzahlungen dürfte das Lohnwachstum sogar auf 2,9% zurückgehen – nach 4,9% im Vorjahr.

Dies erlaubt es der EZB, die geldpolitische Normalisierung weiter voranzutreiben. Auf ihrer Juni-Sitzung senkten die Frankfurter Währungshüter zum achten Mal die Zinsen und brachten den Einlagenzins auf 2%. Während die EZB bereits signalisiert hat, dass sie über die Sommermonate eine Pause einlegen könnte, um die Lage weiter zu beobachten, rechnen die Märkte noch immer mit einer weiteren Zinssenkung bis Jahresende. Die anhaltende geldpolitische Normalisierung dürfte der schwächelnden Eurozone-Wirtschaft unter die Arme greifen.

Was bräuchte es, um das Ruder herumzureissen und Europa wieder «gross» zu machen?

Auf unserer hauseigenen «Make Europe Great Again»-Checkliste sind aktuell nur zwei von zehn Kriterien erfüllt (Grafik 5). Es müssen nicht alle Kriterien erfüllt sein – aber mehr als zwei sollten es schon sein. Nachdem die ersten Schritte in die richtige Richtung gemacht und die Segel gesetzt worden sind, braucht es nur noch ein wenig Rückenwind, um dem alten Kontinent wieder frischen Wind einzuhauchen.

Von Rohstoffen zu erneuerbaren Energien: Auf den Mix kommt es an



Zunehmende geopolitische Spannungen und die jüngsten politischen Kurswechsel lassen den Weg zu Netto-Null schwieriger erscheinen. In den USA hat die Rückkehr von Präsident Donald Trump Fragen zur Zukunft des Inflation Reduction Act (IRA)¹⁴ und zur langfristigen Klimapolitik des Landes aufgeworfen. In Teilen Europas wurden Kohlekraftwerke wieder in Betrieb genommen, um die Stromversorgung im Krisenfall sicherzustellen. Und weltweit sind fossile Brennstoffe stärker im Energiemix verankert als von vielen angenommen. Anleger fragen sich daher zu Recht: Ist die grüne Wende gescheitert?



—
Marco Lenfers
Client Portfolio Manager,
Conviction Equities



—
Romain Hohl
Portfolio Manager, Impact &
Thematic Investing team,
Conviction Equities

Unseres Erachtens könnte vielmehr das Gegenteil zutreffen. 2024 erreichten die Investitionen in saubere Energie laut dem Anfang dieses Jahres von BloombergNEF veröffentlichten Bericht «Energy Transition Investment Trends 2025» einen historischen Höchststand von USD 2,1 Billionen. Das ist mehr als doppelt so viel wie im Jahr 2020¹⁵. Elektrifizierter Verkehr sowie erneuerbare Energien und Stromnetze machten den Grossteil dieses Wachstums aus. In den letzten fünf Jahren haben saubere Alternativen fossile Brennstoffe überholt; sie verzeichneten doppelt so hohe durchschnittliche Wachstumsraten pro Jahr (Grafik 1). Dies zeigt uns, dass die globale Energiewende weiterhin voranschreitet, wenn auch in ungleichmässigem Tempo.

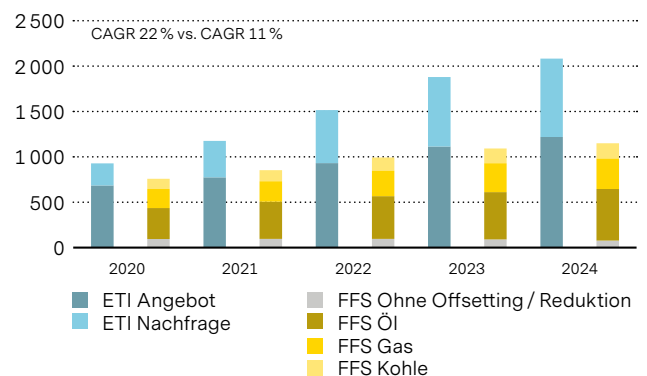
In den USA ergriff Präsident Donald Trump kurz nach seinem Amtsantritt Anfang dieses Jahres Massnahmen, um wichtige Bestimmungen des IRA aufzuheben. Binnen weniger Tage unterzeichnete er mehrere Dekrete, mit denen die Unterstützung Washingtons für Initiativen im Bereich saubere Energie eingestellt, die Auszahlung von IRA-Mitteln ausgesetzt und Vorschriften zu Emissionen und fossilen Brennstoffen zurückgenommen wurden.

In Europa zeigt sich ein ähnlich komplexes Bild. 2024 wurden in Deutschland einige Kohlekraftwerke vorübergehend wieder in Betrieb genommen, um die durch den Krieg in der Ukraine verursachten Gasengpässe und die reduzierten russischen Gasimporte zu kompensieren.¹⁶ Und China, der weltweit grösste CO₂-Emittent, genehmigt weiterhin Dutzende neuer Kohlekraftwerke.

Es stimmt, die grüne Wende steht vor gewissen regionalen Herausforderungen. Nach unserer Beobachtung ist jedoch kein weltweiter Stillstand zu erkennen. Andere grosse Volkswirtschaften ziehen nach und helfen dabei, potenzielle Lücken zu füllen, die durch die mangelnde Führung vonseiten der USA entstanden sind: Die EU hält uneingeschränkt an ihren umfassenden Klimazielen fest und stellt im Rahmen des European Green Deal und von REPowerEU mehr als EUR 300 Milliarden bereit, um die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen zu verringern

Grafik 1: Investitionen in die Energiewende höher als Investitionsausgaben in fossile Brennstoffe

Inv. in Energiewende vs. Inv. ausgaben fossile Energien, in USD Mrd.



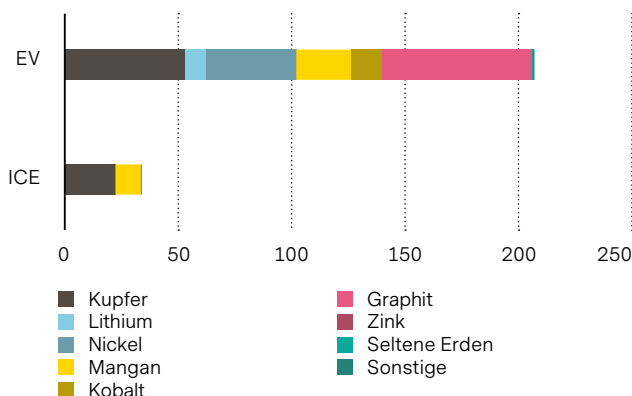
ETI steht für Energy Transition Investment. FFS steht für Fossil Fuel Supply. Die vergangenen Investitionen in FFS wurden gemäss IEA World Energy Investment 2024 aggregiert. Die Investitionen umfassen die vor-, mittel- und nachgelagerten Sektoren sowie die unverminderte Stromerzeugung aus fossilen Brennstoffen. Die Dollarwerte wurden an die Nominalwerte angepasst. Investitionen in die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen (z. B. Gaskessel) wurden nicht berücksichtigt.

Quelle: BNEF, «Energy Transition Investment Trends 2025», Januar 2025

12 Viewpoint

Grafik 2: Die grüne Wende ist materialintensiv

Kritische Mineralien pro Fahrzeug: E-Auto vs. Verbrenner, in kg

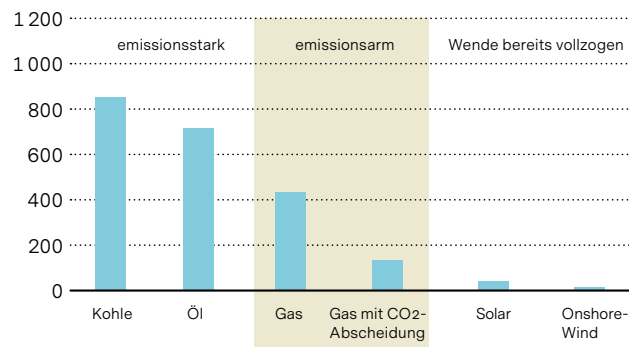


EV: Electric Vehicle (E-Fahrzeug). ICE: Internal Combustion Engine (Verbrennungsmotor). Nur zur Veranschaulichung.

Quelle: IEA, «Minerals used in electric cars compared to conventional cars», Mai 2021.

Grafik 3: Energiesicherheit bei gleichzeitiger Ausweitung sauberer Alternativen

Lebenszyklusemissionen in der EU28, in g CO₂ pro kWh



Quelle: Wirtschaftskommission für Europa der Vereinten Nationen (UNECE), «Life Cycle Assessment of Electricity Generation Options», Oktober 2021. Da Öl üblicherweise nicht zur Stromerzeugung genutzt wird, wurden die Emissionen in Bezug auf den Lebenszyklus von Öl aus Turconi et al., «Life cycle assessment (LCA) of electricity generation technologies», 2013 entnommen.

und den Anteil der Erneuerbaren auszubauen¹⁷. China fährt aktuell zweigleisig: Neben neuen Kohlekraftwerken kamen allein 2023 mehr als 216 Gigawatt an Solar- und Windenergiekapazitäten hinzu¹⁸. Das entspricht fast dem Doppelten der installierten Gesamtkapazität Grossbritanniens. Und Japan treibt seine Politik der «Grünen Transformation»¹⁹ voran, die darauf abzielt, in den nächsten zehn Jahren mehr als USD 1 Billion an öffentlichen und privaten Investitionen zu mobilisieren. Damit verfolgt die Regierung schwerpunktmässig das Ziel, die Industrie zu dekarbonisieren, die Nutzung von Wasserstoff und Ammoniak auszuweiten und erneuerbare Energien zu fördern.

In diesem Umfeld erscheinen ausgereifte Technologien wie erneuerbare Energien, Stromnetze oder elektrifizierter Verkehr auf Grundlage einer Kosten-Nutzen-Analyse attraktiv, da sie oft ohne Subventionen wirtschaftlich tragfähig, hoch skalierbar und mit einem begrenzten Technologierisiko verbunden sind. Infolgedessen profitieren vor allem sie von den immensen Investitionen in die Energiewende, weshalb sie unserer Einschätzung nach trotz einigem politischen Gegenwind weiter wachsen dürften.

Die Bedeutung der vorgelagerten Komponente

Der «nachgelagerte» Teil der Energiewende (erneuerbare Energien, Elektrofahrzeuge, grüne Gebäude und saubere Industrietechnologien) ist schon jetzt Kernbestandteil der globalen Aktienportfolios vieler Anleger. Ein geordneter Übergang zu Netto-Null ist jedoch materialintensiv und

erfordert Energiesicherheit und -stabilität sowie den weiteren Ausbau sauberer Alternativen. Die «vorgelagerte» Komponente der Umstellung muss daher unbedingt richtig umgesetzt werden, um den Gesamtfortschritt nicht zu gefährden.

Der Weg zu einem emissionsfreien Energiesystem ist buchstäblich mit Metallen gepflastert (Grafik 2). Um eine Netto-Null-Welt zu schaffen, benötigen wir vorgelagerte Inputs, d. h. die Infrastruktur und die Rohstoffe, die saubere Technologien erst möglich machen: Kupfer, Lithium, Nickel, Kobalt und Aluminium, auch die «Big Five» genannt. Sie sind unverzichtbarer Bestandteil von Solarzellen, Windkraftanlagen, Batterien und Stromnetzen. Es sollte daher kaum überraschen, dass die Nachfrage nach diesen Materialien in den kommenden Jahren Prognosen zufolge stark ansteigen wird.

Laut der Internationalen Energieagentur (IEA) wird sich der Marktwert von für die Energiewende kritischen Mineralien bis 2040 voraussichtlich mehr als verdoppeln und im Zuge des Netto-Null-Emissionsszenarios etwa USD 770 Milliarden erreichen. In diesem Szenario vervierfacht sich die Nachfrage laut Schätzungen der IEA bis 2040 auf fast 40 Millionen Tonnen²⁰. Die Angebotsseite kann allerdings kaum Schritt halten.

Bis heute sind wir auf den Primärbergbau angewiesen. Die Erschliessung neuer Minen ist indes teurer und zeit-

aufwändiger geworden: Die Vorlaufzeit von der Entdeckung bis zur Inbetriebnahme beträgt heute durchschnittlich 18 Jahre und ist damit dreimal so lang wie in den 1990er Jahren. Steigende Kapitalkosten, regulatorische Hürden und Widerstand aus der Bevölkerung bergen zusätzliche Probleme. Ebenfalls erschwert wird die Erhöhung des Mineralienangebots durch steigende Investitionsausgaben für die Erschließung neuer Minen und durch deren erhebliche negative Auswirkungen auf die angrenzenden Gemeinden.

Daher erachten wir Recycling als unverzichtbar. Den Primärbergbau wird es wohl kaum ersetzen, allerdings stellt es eine wertvolle Sekundärquelle dar. Recycling kann die Versorgungssicherheit verbessern, Abfall reduzieren und die Umweltbelastung verringern. Und es eröffnet Anlegern den Zugang zu dieser noch jungen Wertschöpfungskette, die von der Primärförderung von Mineralien (wie Kupfer und Lithium) über Urban Mining und Verarbeitungstechnologien (z. B. Recyclingunternehmen und -dienstleistungen, Recyclingausrüstung und -technologie) bis hin zu innovativen Materialien (z. B. Polysilizium oder kohlenstoffarmer Zement) reicht.

Hungrig nach Strom

Auf unserem Weg zur grünen Wende erwartet uns noch eine zweite Herausforderung: die Elektrifizierung. Da die Welt zunehmend auf elektrische Lösungen setzt, steigt der Strombedarf in allen Branchen unvermindert an. Rechenzentren sind hierfür ein Paradebeispiel: Im Jahr 2023 machten sie in den USA 4,4% des Stromverbrauchs aus und bis 2028 könnten sie einen Anteil von bis zu 12% erreichen²¹. Weltweit könnte sich der Energiebedarf von Rechenzentren bis 2030 mehr als verdoppeln und damit den gesamten derzeitigen Stromverbrauch Japans übersteigen²².

Und da liegt das Problem: Rechenzentren haben einen unmittelbaren Bedarf an Strom, können sich aber derzeit noch nicht vollständig auf erneuerbare Energien verlassen, die erst noch skaliert werden müssen. In den kommenden Jahren muss ihr zusätzlicher Strombedarf (zumindest teilweise) durch fossile Energiequellen gedeckt werden, um eine unterbrechungsfreie, zuverlässige und bezahlbare Energieversorgung sicherzustellen. Allerdings gehen verschiedene fossile Energieträger mit sehr unterschiedlichen Umweltauswirkungen einher (Grafik 3). Aus diesem Grund treiben Rechenzentren und andere energieintensive Branchen, motiviert durch Ziele zur CO₂-Neutralität und das zunehmende öffentliche Interesse, ihre Bemühungen zur Dekarbonisierung voran. Für Anleger eröffnet dies die Möglichkeit, ein breites Spektrum an Chancen entlang der gesamten Wertschöpfungskette

im Bereich der kohlenstoffarmen Energien zu nutzen. Diese erstrecken sich nicht nur auf reine Wegbereiter der Transformation, sondern auch auf ausgewählte herkömmliche Energieerzeuger, insbesondere solche, die eine glaubwürdige Strategie für die Umstellung auf kohlenstoffärmere Energiequellen vorweisen können und ihren Anteil an solchen Aktivitäten aktiv ausbauen.

Die grüne Wende beschleunigt sich, sie wird jedoch auch komplexer. Dies schafft weitere Chancen, etwa bei Technologien zur Emissionsreduktion (z. B. Kohlenstoffabscheidung und Kernkraft) sowie Kraftstoffen der nächsten Generation (z. B. Wasserstoff und nachhaltige Flugkraftstoffe).

In die Wegbereiter des Wandels investieren

In der Conviction Equities Boutique liegt ein Schwerpunkt auf dem vorgelagerten Bereich der Energiewende, also den Wirkungsbereichen, die den Übergang zum nachgelagerten Bereich ermöglichen. Von Rohstoffen bis hin zu grundlegender Infrastruktur identifizieren wir Unternehmen, die für die Wende unabdingbar sind, von den herkömmlichen Kapitalgebern jedoch häufig ignoriert werden. Unseres Erachtens muss ein geordneter Weg hin zu Netto-Null zwingend materialintensiv, sicher und widerstandsfähig sein. Daher gilt es, in Unternehmen zu investieren, die nicht nur saubere Technologien skalieren, sondern auch Stabilität gewährleisten können.

Wir verfolgen einen ganzheitlichen, wiederholbaren Ansatz, der auf Fundamentalanalysen basiert. Dabei konzentrieren wir uns auf langfristige Treiber, modellieren mehrjährige Cashflows und zielen auf wettbewerbsfähige Unternehmen ab, die über solide Bilanzen und die Fähigkeit verfügen, überdurchschnittliche Renditen zu generieren.

Uns ist es wichtig, über Schlagzeilen und Spekulationen hinauszublicken und die wesentlichen Faktoren zu verstehen, die für die grüne Wende entscheidend sind. Für diejenigen, die eine ganzheitliche und zukunftsorientierte Sichtweise verfolgen, liegen die Vorteile auf der Hand: Unternehmen mit skalierbaren Lösungen, soliden Fundamentaldaten und Fokus auf langfristiger Rentabilität dürften gute Chancen haben, sich an der Spitze zu positionieren. Durch Investitionen in das gesamte Spektrum, von grundlegenden Ressourcen bis hin zu technologischen Wegbereitern, können Anleger nicht nur zur Beschleunigung der Energiewende beitragen, sondern auch finanziell davon profitieren.

Eine delikate Lage



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

Die US-Notenbank Fed belies die Zinsen unverändert und signalisiert weiterhin zwei Zinssenkungen für dieses Jahr. Neue Prognosen deuten jedoch auf langsames Wachstum, hartnäckige Inflation und zunehmende interne Uneinigkeit hin. Der Weg zu niedrigeren Zinsen ist ungewisser geworden – frühester realistischer Zeitpunkt bleibt der September, vorausgesetzt, die Datenlage stimmt.

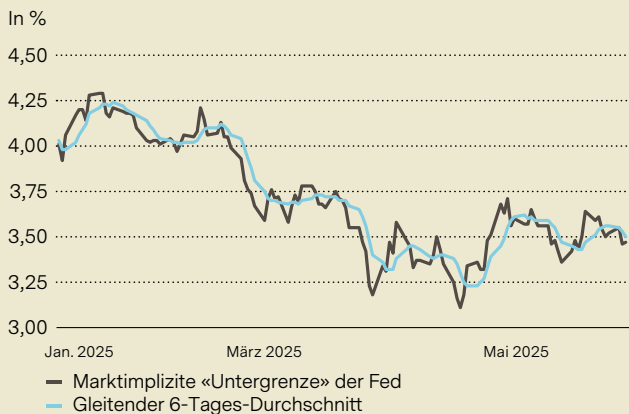
Die aktualisierten Fed-Prognosen für 2025 sehen ein geringeres BIP-Wachstum von 1,4% (zuvor 1,7%) vor, während die PCE-Kerninflation²³ auf 3,1% und die Arbeitslosenquote auf 4,5% steigen soll. Diese stagflationsähnlichen Bedingungen verschärfen den Zielkonflikt der Fed zwischen Wachstum und Inflation. Im Offenmarktausschuss (FOMC) nehmen die Meinungsunterschiede zu. Zwei Lager treten hervor: eines für Zinssenkungen wegen schwächerer Konjunktur und höherer Arbeitslosigkeit, das andere für Geduld angesichts anhaltender Inflation. Im Juni erwarten sieben von 19 Mitgliedern keine Zinssenkung mehr für 2024 (gegenüber vier im März), obwohl der Median weiterhin zwei Schritte signalisiert. Auch die Zinserwartungen für 2026 und 2027 wurden gesenkt – ein Hinweis auf ein langsames Normalisierungstempo.

Dennoch entschied das FOMC einstimmig, die Zinsen vorerst unverändert zu lassen. Fed-Chef Jerome Powell zeigte sich zurückhaltend: «Wir sind gut aufgestellt, um abzuwarten und mehr zu erfahren.» Diese Formulierung betont den datenabhängigen Ansatz, lässt aber Raum für Anpassungen, wenn nötig. Eine Zinssenkung im September bleibt möglich – vorausgesetzt, die Disinflation setzt sich fort und der Arbeitsmarkt kühlt weiter ab. Bis dahin dürfte die Fed vorsichtig bleiben und beide Teile ihres Mandats im Blick behalten. Die Markterwartungen für den Endzinssatz der Fed sind stabil geblieben (Grafik 1) – ein Zeichen des Vertrauens, dass die aktuellen Daten zu Inflation, Arbeitsmarkt und Politik mit «länger höheren»-Zinsen vereinbar sind.

Renditeaufschläge trotz der Volatilität

Die Märkte für Unternehmensanleihen wirken derzeit selbstgefällig. Angesichts der aktuellen Volatilität wären höhere Renditeaufschläge zu erwarten (Grafik 2). Die starke Hausse und deutliche Verengung nach der Stressphase im Frühjahr könnten übertrieben gewesen sein, sodass die aktuellen Renditeaufschläge die zugrunde liegenden Makro- und Kreditrisiken nicht mehr angemessen widerspiegeln. Engere Renditeaufschläge bieten nur begrenzten Puffer bei steigender Volatilität oder sich verschlechternder Fundamentallage. Auch erscheint die Risikoprämie für Investment-Grade-Anleihen hoch im Verhältnis zum durch den Volatilitätsindex (VIX) signalisierten Stressniveau. Das wirft Fragen zum Schutz vor Abwärtsrisiken und zur steigenden Anfälligkeit der Bewertungen von Unternehmensanleihen auf.

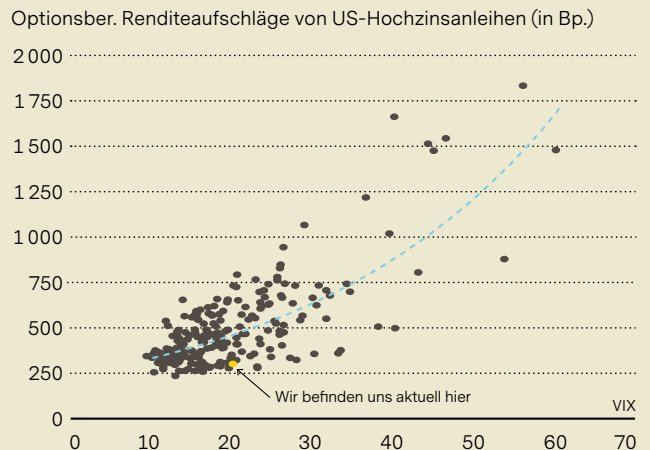
Grafik 1: Die Markterwartungen für den Fed-Endzinssatz sind zuletzt weitgehend stabil geblieben



Hinweis: Endzinssatz: Die niedrigste marktimplizite Fed Funds Rate, wie sie sich aus den Preisen von Overnight-Indexswaps über die nächsten drei Jahre ergibt.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 18. Juni 2025.

Grafik 2: Die Risikoprämie für Unternehmensanleihen ist geringer, als sie sein sollte



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 18. Juni 2025.

Widersprüchliche Signale aus Europa



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

Mit Beginn der zweiten Jahreshälfte ist klar, dass die Märkte gerade einen turbulenten Schleudergang hinter sich haben, der mit dem Ausbruch des Konflikts im Nahen Osten seinen Höhepunkt fand. Was könnte also als Nächstes kommen?

Die Märkte richten ihre volle Aufmerksamkeit auf das, was wirklich den Ausschlag gibt: Inflation, Zentralbanken und den Kurs der Geldpolitik. Vor diesem Hintergrund halten wir an unserer moderaten Übergewichtung von Aktien fest, die sich hauptsächlich in einer Übergewichtung von Schwellenländeraktien ausdrückt.

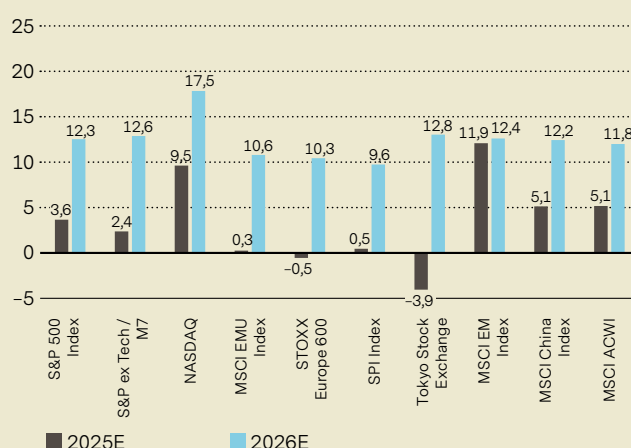
In Europa verloren Aktien nach einem starken ersten Quartal gegen Ende des zweiten Quartals an Dynamik. Die Outperformance im ersten Halbjahr war grösstenteils auf zyklische Sektoren zurückzuführen, insbesondere auf Finanzwerte (vor allem Banken) und Industrieunternehmen. Am Beispiel des deutschen DAX-Index machten allein verteidigungsbezogene Titel rund 30% der bisherigen Jahresgewinne des Index aus. Ohne diese zyklischen Treiber blieb der breitere europäische Markt in Lokalwährungen nahezu unverändert – ähnlich wie der Schweizer Markt, der stark von Basiskonsumgütern und dem

Gesundheitssektor geprägt ist, sowie der US-Markt, der unter dem schwachen Dollar litt. Auffällig ist der politische Kontrast: Während die US-Geldpolitik restriktiv bleibt, hat Europa einen Kurswechsel hin zu Lockerungen vollzogen. Da die EZB die Zinsen niedrig hält, erwarten wir eine Erholung des Gewinnwachstums in Europa nach Jahren der Stagnation (Grafik 1). Ein wesentlicher Treiber ist das Anfang des Jahres angekündigte historische deutsche Konjunkturpaket, das vor allem Verteidigung und Infrastruktur stärken soll. Allerdings stellt sich die Frage, ob die positiven Nachrichten bereits eingepreist sind. Die Bewertungen in einigen Sektoren erscheinen uns überzogen, und Befragungen globaler institutioneller Investoren zeigen, dass Long-Positionen in europäischen Aktien – insbesondere Banktitel – weiterhin stark frequentiert sind. Erwähnenswert ist auch, dass die relative Performance zyklischer Aktien gegenüber defensiven Titeln²⁴ ein 10-Jahres-Hoch erreicht hat – ein Extrem-szenario, das in der Regel durch starke PMI-Daten²⁵ gestützt wird, die derzeit jedoch fehlen (Grafik 2). Das bedeutet: Die PMIs müssen steigen, wenn der von den Märkten bereits eingepreiste Trend anhalten soll. Darüber hinaus könnten die Banken, die bislang zu den Haupttreibern der Hausse gehörten, mit den Zinssenkungen der Zentralbanken an Schwung verlieren.

Rechnet man noch die im Juli auslaufende 90-tägige Frist von Donald Trump bis zum Inkrafttreten der Zölle hinzu, sind die Voraussetzungen für erneute Volatilität im Sommer gegeben. Aus diesem Grund bleiben wir trotz einiger positiver Entwicklungen vorerst neutral gegenüber europäischen Aktien. Wir ziehen es vor, abzuwarten, bis sich ein klareres Bild abzeichnet.

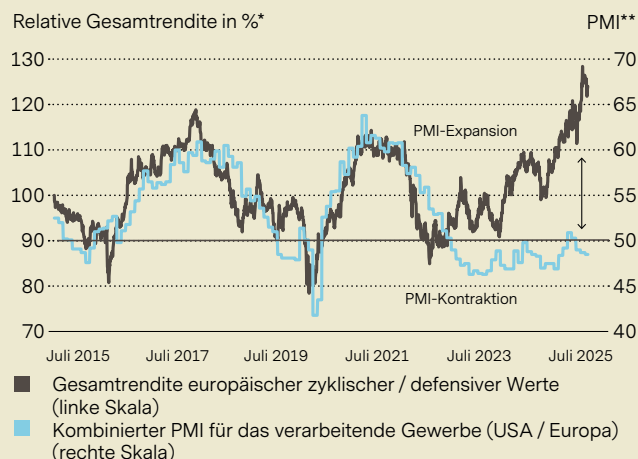
Grafik 1: EPS-Wachstumsprognosen 2025 gesenkt – Erholung für 2026 erwartet

Wachstum ggü. dem Vorjahr in % und in Lokalwährungen



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

Grafik 2: Relative Stärke zyklischer gegenüber defensiven Titeln auf 10-Jahres-Hoch – trotz PMI-Trends



*Indiziert auf 100 %, **Mischung aus US-amerikanischen und europäischen Daten

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

Die Ölmärkte toben



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

Unter Rohstoffanalysten gibt es ein Sprichwort: «An den Ölmärkten horcht man immer auf, wenn der Iran involviert ist.»²⁶ Nach einer unspektakulären Performance während des grössten Teils dieses Jahres sorgte die «Operation Rising Lion» für Rohölpreise von über USD 80 pro Barrel.

Stand heute hat sich unser Basisszenario bestätigt. Darin gingen wir von israelischen Angriffen und iranischen Vergeltungsschlägen aus, gefolgt von einem begrenzten militärischen Engagement der USA. Infolgedessen prognostizierten wir keine oder nur minimale Auswirkungen auf die Ölversorgung und nur temporär höhere Ölpreise (USD 70 bis 80 pro Barrel). Anschliessend, so unsere Annahme, würde sich die Lage beruhigen.

Wie in früheren Konflikten hat der Iran auch diesmal damit gedroht, die Strasse von Hormus²⁷ zu schliessen. Sie wird oft als die wichtigste Ölarterie der Welt bezeichnet, da etwa 20% der globalen Lieferungen von Erdölprodukten durch diese Meerenge transportiert werden (Grafik 1). Fast zwei Drittel des Volumens entfallen auf Rohöl aus dem Iran, Kuwait, Saudi-Arabien, Katar und den Vereinigten Arabischen Emiraten, der Rest besteht aus Ölprodukten

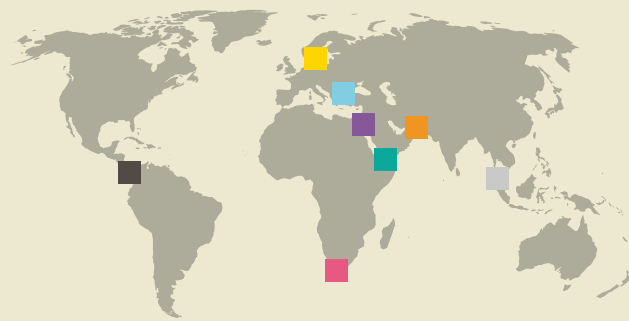
und Erdgas. Die Schliessung der Strasse bleibt weiterhin das grösste Extremrisiko, das die Preise auf weit über USD 100 treiben könnte. Es gibt einen Grund, warum der Iran seinen Worten nie Taten hat folgen lassen – er würde damit seine eigenen Öl- und damit Geldströme abschneiden. Wir glauben, dass der Iran nur zu einem so drastischen Schritt greifen würde, wenn er einen Regimewechsel befürchten würde.

Sollte die Strasse wider Erwarten doch in den Konflikt hineingezogen werden, könnten die strategischen Erdölreserven der USA (Strategic Petroleum Reserve, SPR)²⁸ und/oder die OPEC+²⁹ helfen (Grafik 2). Allerdings gibt es einige Vorbehalte. Nach mehreren Notentnahmen ist die SPR erschöpft³⁰ und verfügt mittlerweile «nur noch» über 402 Millionen Barrel. Was die OPEC+ betrifft, so bestehen Zweifel am tatsächlichen Umfang der Überkapazitäten. Jahrelange Produktionskürzungen und Investitionsrückgänge nach Covid haben dazu geführt, dass einige Anlagen nicht ohne Weiteres wieder in Betrieb genommen werden können. Vermutlich dürften nur Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate in der Lage sein, ihre Produktion zügig hochzufahren.

Fernab der geopolitischen Schlagzeilen bleibt unsere Rohölprognose bis Ende 2025 verhalten. Dies liegt unter anderem an den Handelskriegsunsicherheiten, den damit einhergehenden Wachstumssorgen und dem zusätzlichen Angebot anderer Produzenten (Brasilien, Guyana und Kanada).

Grafik 1: Die Strasse von Hormus – die wichtigste Ölarterie der Welt

Ölversorgung in %



Quelle: Energy Information Administration (2023); Tanker-Tracking durch Vortexa und Daten der Panama Canal Authority, zuletzt aktualisiert am 25. Juni 2024. Zahlen in Millionen Barrel pro Tag.

Grafik 2: Falls es doch zum Schlimmsten käme, könnte OPEC+ etwas helfen

Millionen Barrel pro Tag



— Überschüssige Rohölförderkapazität der OPEC-Länder
— Prognose der US-Energieinformationsbehörde

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Mai 2025.

Permanente Flecken auf dem Greenback?



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

Der US-Dollar bleibt das Rückgrat des globalen Währungssystems. Er dominiert Reserven, grenzüberschreitende Schulden und rund 40% des täglichen FX-Handels. Doch seine Vormacht ist nicht länger unangefochten. Aus zwei Gründen: veränderte Handelsmuster und wachsender fiskalischer Druck führen zu einer Neubewertung durch Reservenverwalter und Investoren (Grafik 1).

US-Zölle und die schrittweise Umleitung globaler Lieferketten dürften den in US-Dollar abgewickelten Welthandel verringern. Jedesmal wenn sich ein Exporteur für eine andere Währung als den US-Dollar entscheidet, sinkt die Basisnachfrage nach Dollar-Liquidität. Zentralbanken ziehen offenbar ähnliche Schlüsse: Gemäss den Daten des IWF ist der Dollar-Anteil an gehaltenen Reserven seit neun Quartalen rückläufig, während die Goldbestände zunehmen. Das Tempo ist zwar moderat, die Absicht wirkt jedoch strategisch. Inländische Fundamentaldaten verstärken diese Entwicklung. Die Nettozinsausgaben erreichen inzwischen das Niveau der Verteidigungsausgaben, und der jährliche Finanzierungsbedarf übersteigt bis 2029 USD 2 Billionen. Da der Kongress eine weitere Runde von Ausgabengesetzen

vorbereitet – samt erneuter Abstimmung über die Schuldenobergrenze – haben sich die Laufzeitprämien bei Anleihen mit langer Laufzeit ausgeweitet, weil Investoren für fiskalische Risiken entschädigt werden wollen, die früher als unerheblich galten.

Diese wachsende, politikbedingte Risikoprämie spiegelt sich bereits in der Preisbildung von Devisenoptionen wider und stützt die zunehmend etablierte bärische Sicht auf den Dollar. Optionsschiefagen deuten darauf hin, dass die Schwäche bis 2026 nicht nur aus konjunkturellen Faktoren wie Zinssenkungen der Fed und geringeren Zinsdifferenzen resultiert, sondern auch aus einem strukturellen Umdenken darüber, wie die USA mit globalem Kapital interagieren. Die Folge dürfte ein schwächerer und volatilerer US-Dollar sein, da die traditionellen Grundlagen seines Status als Reservewährung zu erodieren beginnen. USD/CHF-Optionen zeigen dies deutlich (Grafik 2): Am 19. Juni lag die vom Markt implizierte Wahrscheinlichkeit für einen Kurs unter 0.80 bei 51,8% innerhalb von neun Monaten, 57,1% innerhalb eines Jahres und 69,3% innerhalb von zwei Jahren – während die Wahrscheinlichkeit für die Kursspanne von 0.80 bis 0.85 stetig sinkt. Solche Preise deuten auf eine strukturelle Neubewertung hin, und nicht auf kurzfristige Vorsicht.

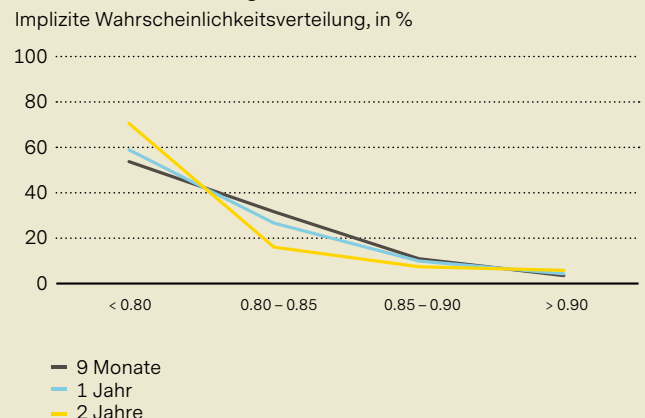
Der Greenback steht vor zwei Herausforderungen: einer abkühlenden US-Konjunktur und einer wachsenden fiskalischen Risikoprämie in einem Umfeld mit begrenztem Kapitalzugang. Der Reservewährungsstatus verschwindet nicht sofort, doch marginale Änderungen bei Abrechnungen, Allokationen und Politikvertrauen werden den Wechselkurs stärker prägen als früher. Das Risikogleichgewicht spricht für einen moderaten, wenn auch zeitweise volatilen Abwertungspfad.

Grafik 1: Greenback unter Druck und auf niedrigstem Stand seit Anfang 2022



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

Grafik 2: USD/CHF tendiert tiefer, da die Märkte von starkem Franken ausgehen



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

18 Prognosen

Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

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

BIP (IN %)	2024¹	AKTUELL²	KONSENS 2025	KONSENS 2026	
Global (G20)	3,0	1,9	2,3	2,4	
Eurozone	0,9	1,2	1,0	1,1	
USA	2,8	2,1	1,4	1,6	
Japan	0,1	1,7	0,8	0,7	
Grossbritannien	0,9	1,3	1,1	1,2	
Schweiz	1,4	1,9	1,1	1,4	
Australien	1,0	1,3	1,8	2,3	
China	5,0	5,4	4,5	4,2	

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	3,00	2,00	1,74	1,77	↓
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,50	4,30	3,70	↓
CHF	0,50	0,00	-0,10	-0,05	↓

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,37	2,52	2,57	2,76	↓
USD	4,57	4,41	4,32	4,17	↓
CHF	0,33	0,39	0,35	0,46	↓

WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	↑
CHF je USD	0,91	0,82	0,82	0,81	↓
USD je EUR	1,04	1,15	1,15	1,18	↑

ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	75	77	66	64	↑
Gold, USD je Feinunze	2625	3354	3155	3206	→
Kupfer, USD je Tonne	8768	9615	9178	9600	↓

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

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

² Letztverfügbares Quartal

³ Vorbehaltlich von Überarbeitungen

⁴ Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich

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

Offenlegungen und Disclaimer

1. Disclaimer und Quellenangabe

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

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

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots. Die in diesem Dokument bereitgestellte Analyse stellt keine Unterstützung einer politischen Partei dar und darf auch nicht als solche ausgelegt werden.

Dieses Material kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die Unsicherheiten und Eventualitäten unterliegen, die ausserhalb der Kontrolle von Vontobel liegen. Empfänger sollten sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunftsgerichteten Aussagen verlassen. Es ist zu beachten, dass ein Risiko besteht, dass Prognosen, Vorhersagen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder angedeutet werden, sich als nicht korrekt erweisen könnten. Anlegen ist mit Risiken verbunden, einschliesslich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals, und positive Renditen, einschliesslich Erträgen, sind nicht garantiert. Verweise auf Unternehmen dienen ausschliesslich zu Illustrationszwecken. Es sollte keine Annahme über die Rentabilität oder Wertentwicklung von damit verbundenen Wertpapieren getroffen werden. Sie sollten nicht davon ausgehen, dass eine Investition rentabel ist oder sein wird.

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

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

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

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

MSCI-Daten sind ausschliesslich für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen weder weiterverteilt noch im Zusammenhang mit dem Ausarbeiten oder Anbieten von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. MSCI und jegliche andere beim Zusammentragen, Berechnen oder Erstellen von MSCI-Daten beteiligte oder damit in Verbindung stehende Drittpartei (die «MSCI-Parteien») leisten bezüglich dieser Daten (oder der durch deren Verwendung erlangten Resultate) keinerlei Gewähr,

20 Rechtliche Hinweise

weder ausdrücklich noch impliziert. Hiermit lehnen sämtliche MSCI-Parteien ausdrücklich jegliche Gewähr für die Echtheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Marktgängigkeit dieser Daten oder für deren Eignung zu einem bestimmten Zweck ab. Ohne Einschränkung des Vorangehenden haftet auch in keinem Fall irgendeine der MSCI-Parteien für direkte, indirekte, spezielle, Straf- oder Folgeschäden (einschliesslich Gewinnausfälle), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

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

2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian clients

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

Glossar und Quellen

- ¹ Untergewichtet bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- ² Neutral bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- ³ Übergewichtet bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine höhere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- ⁴ Bezieht sich auf die starke Marktkorrektur im Januar 2025, ausgelöst durch die unerwartet schwache Performance und die ethische Gegenreaktion gegenüber DeepSeek, einem führenden Unternehmen im Bereich generativer KI. Dies markierte einen Wendepunkt in der Stimmung gegenüber KI-Aktien und führte zu einer umfassenden Neubewertung im Technologiesektor.
- ⁵ Gesamttrendite in US-Dollar, per 18. Juni 2025.
- ⁶ Quelle: Europäischer Rat, consilium.europa.eu/de/policies/capital-markets-union-explained/#:~:text=Die%20EU%20arbeitet%20an%20der,davon%2C%20wo%20sie%20ans%C3%A4ssig%20sind.
- ⁷ Die Eurokrise, die auch als Schuldenkrise der Eurozone bezeichnet wird, war eine schwere wirtschaftliche und finanzielle Krise, die die Länder der Eurozone ab 2009 betraf. Sie hatte ihren Ursprung in der globalen Finanzkrise von 2008, die Schwächen in der Struktur der Eurozone und in der Haushaltsführung einiger Mitgliedsstaaten offenlegte. Die Krise begann mit Griechenland, als 2009 bekannt wurde, dass das Land seine Haushaltszahlen jahrelang geschönt hatte. Griechenland konnte seine Schulden nicht mehr bedienen und musste ein Rettungspaket annehmen. Die Krise breitete sich schnell auf andere Länder aus, darunter Irland, Portugal, Spanien und Italien. Diese Länder hatten entweder hohe Schulden, schwache Banken oder beides. Da viele europäische Banken in Staatsanleihen der betroffenen Länder investiert hatten, mussten viele Regierungen auch «ihre» Banken retten, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern.
- ⁸ Südeuropa: Durchschnitt von Spanien, Portugal, Italien.
- ⁹ Die Tier-1-Kapitalquote (auch als Kernkapitalquote bekannt) ist eine wichtige Kennzahl in der Bankenregulierung. Sie gibt an, wie viel Kernkapital eine Bank im Verhältnis zu ihren risikogewichteten Aktiva hält. Das Kernkapital ist die hochwertigste Form des Eigenkapitals einer Bank und besteht hauptsächlich aus Stammaktien und einbehaltenen Gewinnen. Eine hohe Tier-1-Quote zeigt, dass eine Bank über eine solide Kapitalbasis verfügt und besser in der Lage ist, finanzielle Risiken zu bewältigen.
- ¹⁰ Die Nettozinsausgaben der öffentlichen Hand als Prozentsatz des BIP sind ein Mass dafür, wie viel eine Regierung für Zinszahlungen im Verhältnis zur Grösse ihrer Wirtschaft ausgibt. Dies ist ein wichtiger Indikator für die finanzielle Gesundheit einer Regierung und die Tragfähigkeit ihrer Schulden.
- ¹¹ Quelle: Artikel von BBC, veröffentlicht am 5. März 2025. [bbc.com/news/articles/c981w25y5wpo](https://www.bbc.com/news/articles/c981w25y5wpo)
- ¹² Quelle: Europäische Kommission, commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en
- ¹³ Quelle: Europäische Kommission, veröffentlicht am 29. Januar 2025. germany.representation.ec.europa.eu/news/eu-kommission-stellt-kompass-fur-wettbewerbsfahigkeit-vor-2025-01-29_de
- ¹⁴ Das IRA wurde 2022 von US-Präsident Joe Biden unterzeichnet und zielt unter anderem darauf ab, Investitionen in saubere Energien zu fördern.
- ¹⁵ Quelle: BloombergNEF, «Energy Transition Investment Trends 2025», veröffentlicht am 30. Januar 2025. about.bnef.com/blog/global-investment-in-the-energy-transition-exceeded-2-trillion-for-the-first-time-in-2024-according-to-bloombergnef-report/
- ¹⁶ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 16. Dezember 2022. [reuters.com/markets/commodities/energy-crisis-fuels-coal-comeback-germany-2022-12-16/](https://www.reuters.com/markets/commodities/energy-crisis-fuels-coal-comeback-germany-2022-12-16/)
- ¹⁷ Quelle: Europäische Kommission. commission.europa.eu/topics/energy/repowereu_en?
- ¹⁸ Quelle: Artikel des Weltwirtschaftsforums, veröffentlicht am 6. September 2023. [weforum.org/stories/2023/09/inflation-reduction-act-clean-energy-us-global-impact/](https://www.weforum.org/stories/2023/09/inflation-reduction-act-clean-energy-us-global-impact/)
- ¹⁹ Quelle: Pressemitteilung des Ministeriums für Wirtschaft, Handel und Industrie in Japan, veröffentlicht am 10. Februar 2023. [meti.go.jp/english/press/2023/0210_003.html](https://www.meti.go.jp/english/press/2023/0210_003.html)
- ²⁰ Quelle: IEA-Bericht, veröffentlicht im Mai 2024. [iea.org/energy-system/industry/critical-minerals](https://www.iea.org/energy-system/industry/critical-minerals)
- ²¹ Quelle: Pressemitteilung der US-Energiebehörde, veröffentlicht am 20. Dezember 2024. [energy.gov/articles/doe-releases-new-report-evaluating-increase-electricity-demand-data-centers](https://www.energy.gov/articles/doe-releases-new-report-evaluating-increase-electricity-demand-data-centers)
- ²² Quelle: IEA-Bericht, veröffentlicht am 10. April 2025. [iea.org/news/ai-is-set-to-drive-surgingly-electricity-demand-from-data-centres-while-offering-the-potential-to-transform-how-the-energy-sector-works](https://www.iea.org/news/ai-is-set-to-drive-surgingly-electricity-demand-from-data-centres-while-offering-the-potential-to-transform-how-the-energy-sector-works)
- ²³ Die PCE-Kerninflation ist ein Mass für Veränderungen der Konsumentenpreise in den USA, das Preise für Lebensmittel und Energie ausschliesst, um die zugrunde liegenden Inflationstrends besser widerzuspiegeln. Sie stellt das bevorzugte Inflationsmass der Fed zur Beurteilung des langfristigen Inflationsdrucks dar.
- ²⁴ Zyklische Aktien steigen und fallen mit dem Konjunkturzyklus. Defensive Unternehmenstitel bleiben hingegen stabil, da die Unternehmen Güter oder Dienstleistungen anbieten, die in jeder Wirtschaftslage benötigt werden.
- ²⁵ PMIs (Einkaufsmanagerindizes) sind Erhebungen, die anhand der Geschäftsaktivität den Zustand der Konjunktur messen. Ein Wert über 50 deutet auf Wachstum hin, während ein Wert unter 50 eine Kontraktion signalisiert.
- ²⁶ Der Iran ist ein Energieschwergewicht: Seine Produktion beträgt in etwa 3,3 Millionen Barrel pro Tag (bpd), und Schätzungen zufolge werden über 2 Millionen bpd an Öl und Kraftstoff exportiert.
- ²⁷ Die Strasse von Hormus verbindet den Persischen Golf mit dem Golf von Oman und dem Arabischen Meer und trennt den Iran von der Arabischen Halbinsel.
- ²⁸ Die Strategische Erdölreserve (SPR) gilt als weltweit grösster Notfallvorrat an Rohöl. Sie wurde in erster Linie eingerichtet, um die Auswirkungen von Störungen in der Versorgung mit Erdölprodukten zu verringern und die Verpflichtungen der USA im Rahmen des Übereinkommens über ein Internationales Energieprogramm (IEP) zu erfüllen. Die Ölvorräte im Besitz von Washington werden in riesigen unterirdischen Salzkavernen an vier Standorten entlang der Küste des Golfs von Mexiko gelagert.
- ²⁹ Die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten. Es ist ein Bündnis der 12 OPEC-Mitglieder plus 10 nicht der OPEC angehörenden ölproduzierenden Länder.
- ³⁰ Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine (2022) autorisierte die Biden-Administration Notverkäufe aus der SPR, wodurch diese um mehr als 40% erschöpft wurde.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

