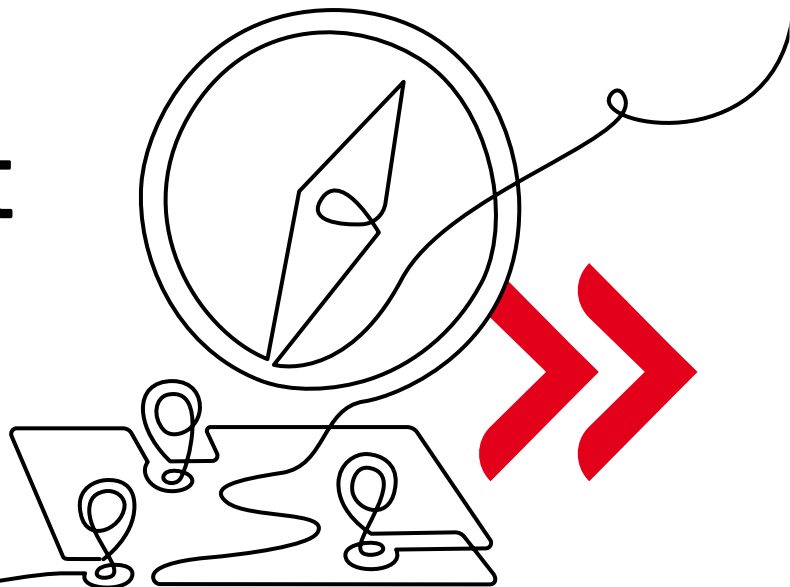


# The Checkpoint

16. Juli 2026



## Die KI-Investmentstory

Die ersten sechs Monate des Jahres haben erneut die bemerkenswerte Stärke des KI-Investmentthemas unterstrichen. Trotz des Kriegs im Iran dominierten KI-bezogene Unternehmen weiterhin die globalen Aktienmärkte, insbesondere in den USA sowie in mehreren Schwellenländern, allen voran Taiwan und Südkorea. Allerdings hat sich das Narrativ rund um die KI-Investmentstory inzwischen verändert.

Bis zum vergangenen Jahr galten vor allem die Entwickler fortschrittlicher KI-Modelle und -Anwendungen als die Hauptprofiteure dieser technologischen Revolution. Unternehmen, die große Sprachmodelle, generative KI-Werkzeuge und anspruchsvolle Softwareplattformen entwickeln, sollten den größten Teil der künftigen Gewinne auf sich vereinen. Tatsächlich fällt es vielen von ihnen jedoch schwer, ihre Produkte profitabel zu monetarisieren, während sie gleichzeitig Hunderte Milliarden US-Dollar in den Ausbau der zugrunde liegenden Infrastruktur investieren – etwa in Rechenzentren, Cloud-Kapazitäten und Hochleistungsrechnensysteme. Die größten Gewinner waren stattdessen die Unternehmen, die die notwendigen Bausteine für zusätzliche Rechenkapazität liefern, insbesondere Halbleiterhersteller.

Während die Aktienkurse der vier großen Hyperscaler (Amazon, Meta, Google und Microsoft) im Jahr 2025 um mehr als 20 % zulegen, bewegen sie sich seit Jahresbeginn insgesamt weitgehend seitwärts. Der Philadelphia Semiconductor Index hingegen verzeichnete im selben Zeitraum einen Anstieg von mehr als 80 %. Besonders bemerkenswert ist, dass sich diese Phase der KI-Revolution nicht mehr ausschließlich um Logikchips – das „Gehirn“ der KI – dreht, sondern zunehmend um Speicherchips. Im Zeitalter „agentischer KI“ gewinnt Speichertechnologie erheblich an Bedeutung, da KI-Agenten Kontext und Informationen über mehrere Aufgaben und Interaktionen hinweg vorhalten müssen. Die drei führenden Hersteller von Speicherchips – Micron, SK Hynix und Samsung Electronics – konnten ihre Aktienkurse seit Jahresbeginn um nahezu 200% steigern.

Die jüngste Marktkorrektur im KI-Sektor scheint weniger auf eine Abschwächung des KI-Zyklus zurückzuführen zu sein als vielmehr auf Positionierungsfaktoren, Gewinnmitnahmen und die Schwierigkeit, große Engagements in einem zunehmend überfüllten Marktsegment aufrechtzuerhalten. Trotz gebotener Vorsicht sprechen die weiterhin starke strukturelle Nachfrage, das anhaltend überdurchschnittliche Gewinnwachstum und die inzwischen attraktiveren Bewertungen für einen positiven mittelfristigen Ausblick auf den Sektor.

**Fabio Petti**

Co-Chair of  
The Investment Institute

**Edoardo Campanella**

Director and Chief Editor of  
The Investment Institute

**ASSET ALLOKATION** 2

**DIE ZUKUNFT DER KI** 3

**Ein Gespräch mit...**

Parmy Olson

**Fokus 1:** Tokenisierung

**Fokus 2:** Halbleiter im Zentrum der  
KI-Revolution

**MAKRO STORIES** 7

**MARKT STORIES**

8

Das Rauschen und das Signal

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- FX
- Rohstoffe

**PROGNOSEN** 14



# Asset Allokation

Fabio Petti, Alessandro Caviglia, Erik Haubold, Martin Mayer

| ASSET KLASSE                                            | POS.*    | BEGRÜNDUNG                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------------------------------------|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Globale Aktien</b>                                   | <b>=</b> | <b>Globale Aktien werden weiterhin von robustem Gewinnwachstum, einer widerstandsfähigen Konjunktur und anhaltenden KI-Investitionen unterstützt. Angesichts teils hoher Bewertungen werden die Berichtssaison und die Unternehmensausblicke jedoch entscheidend sein.</b>                                                                  |
| US Aktien                                               | =        | US-Aktien profitieren von starkem Gewinnwachstum und KI-Investitionen, wobei Halbleiterunternehmen die Hauptgewinner bleiben. Aufgrund hoher Bewertungen dürfte die Volatilität jedoch zunehmen.                                                                                                                                            |
| Europe Aktien                                           | =        | Europa bietet gegenüber den USA Aufholpotenzial. Verbesserte Konjunkturdaten, niedrigere Energiepreise und solide Unternehmensgewinne stützen den Ausblick, auch wenn geopolitische Risiken und Handelskonflikte Belastungsfaktoren bleiben.                                                                                                |
| Pacific Aktien (Developed Markets <sup>1</sup> )        | =        | In Asien sprechen starke Technologiegewinne und die Nachfrage nach KI-Infrastruktur für die Region. Japan profitiert zusätzlich von besseren Fundamentaldaten und Unternehmensreformen.                                                                                                                                                     |
| Emerging-Markets Aktien                                 | +        | Schwellenländer bleiben unsere bevorzugte Region. Wachstumstreiber sind vor allem Halbleiterunternehmen in Taiwan und Südkorea. Attraktive Bewertungen und die Mischung aus Technologie- und Rohstoffexponierung sprechen für einen positiven Ausblick.                                                                                     |
| <b>Globale Anleihen</b>                                 | <b>=</b> | <b>Bei Staatsanleihen erscheinen die Risikoprämien am langen Ende weiterhin wenig attraktiv. Chancen sehen wir selektiv bei Schwellenländeranleihen und -währungen.</b>                                                                                                                                                                     |
| Staatsanleihen EWU                                      | =        | Im Euroraum erwarten wir nur noch begrenztes Straffungspotenzial der EZB. Das kurze und mittlere Laufzeitsegment bietet weiterhin interessante laufende Erträge bei überschaubarem Zinsrisiko.                                                                                                                                              |
| Staatsanleihen (nicht-EWU)                              | -        | Bei US-Staatsanleihen bleiben wir vorsichtig. Inflation sowie fiskalische Risiken sprechen insbesondere bei langen Laufzeiten gegen eine positive Einschätzung.                                                                                                                                                                             |
| Unternehmensanleihen (EUR-denominiert Investment Grade) | =        | Die Kreditaufschläge liegen weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau und bieten daher nur begrenztes Kurspotenzial. Dennoch zeigt sich die Anlageklasse dank solider Fundamentaldaten auch in volatilen Marktphasen widerstandsfähig.                                                                                                |
| Unternehmensanleihen (High Yield)                       | -        | Die aktuellen Spreads bieten nur begrenzte risikobereinigte Ertragschancen, zumal sie in Korrekturphasen häufig mit Aktienmärkten korrelieren. Nach mehreren Quartalen guter Wertentwicklung ist das Ertragspotenzial gesunken. Zudem bleiben die Märkte anfällig für Renditeänderungen bei US-Staatsanleihen, insbesondere am langen Ende. |
| Emerging-Markets Anleihen (Hartwährung)                 | =        | Für Schwellenländeranleihen bleibt der Ausblick hingegen positiv. Verbesserte Fundamentaldaten der Emittenten und die erwartete schrittweise Abschwächung des US-Dollars stützen die Attraktivität dieser Anlageklasse                                                                                                                      |
| Emerging Markets Anleihen (Lokale Währung)              | +        | Die Kreditaufschläge liegen weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau und bieten daher nur begrenztes Kurspotenzial. Dennoch zeigt sich die Anlageklasse dank solider Fundamentaldaten auch in volatilen Marktphasen widerstandsfähig.                                                                                                |
| <b>Geldmarkt</b>                                        | <b>=</b> | <b>Geldmarktanlagen bieten nur begrenztes reales Ertragspotenzial. Sie bleiben jedoch ein wichtiger Stabilitätsanker in volatilen Marktphasen und eine Liquiditätsreserve für den Ausbau von Aktienpositionen.</b>                                                                                                                          |
| <b>Alternative Anlagen</b>                              | <b>=</b> | <b>Alternative Strategien liefern weiterhin Diversifikationsvorteile. Aufgrund attraktiverer Chancen in ausgewählten traditionellen Anlageklassen erscheint eine breitere Übergewichtung derzeit jedoch nicht gerechtfertigt.</b>                                                                                                           |
| Bitcoin                                                 | =        | Bitcoin bewegt sich weiterhin in einer Handelsspanne. Trotz hoher Schwankungen bei ETF-Zuflüssen und anhaltender Unsicherheiten stützen eine günstige Angebotsentwicklung und die zunehmende institutionelle Nachfrage den mittelfristigen Ausblick.                                                                                        |
| <b>Rohstoffe</b>                                        | <b>=</b> | <b>Rohstoffe werden weiterhin von Angebotsveränderungen, geopolitischen Entwicklungen und einer uneinheitlichen Nachfrage geprägt. Nach der jüngsten Volatilität sehen wir für Gold und Öl ein ausgewogeneres Chancen-Risiko-Profil und bleiben daher neutral.</b>                                                                          |
| Öl                                                      | =        | Sinkende geopolitische Spannungen haben die Preise zuletzt belastet, doch das Eskalationsrisiko bleibt bestehen. Gleichzeitig sollten höhere Lagerbestände und niedrigere Risikoprämien mittelfristig zur Marktstabilisierung beitragen.                                                                                                    |
| Gold                                                    | =        | Gold wird kurzfristig durch höhere Realzinsen und die restriktive Haltung der Fed gebremst. Zentralbankkäufe, Diversifikationsbedarf und geopolitische Unsicherheiten stützen Gold jedoch weiterhin als Absicherungsinstrument im Portfolio.                                                                                                |

Stand: 13. Juli 2026; 1. Industrieländer: Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur

\*Positionierung: + Übergewichten = Neutral - Untergewichten





# Die Zukunft der AI

**Autor: Edoardo Campanella**

Director and Chief Editor of The Investment Institute



## Ein Gespräch mit... Parmy Olson

Technologiejournalistin bei Bloomberg Opinion sowie Autorin von „Supremacy: KI, ChatGPT und das Wettrennen um die Zukunft der Welt“



Im vergangenen Sommer haben wir sie im Rahmen unserer Webinar-Reihe „Books for Thought ...“ interviewt. Nachfolgend finden Sie einen redaktionell bearbeiteten Auszug aus dem Gespräch. Die Aufzeichnung können Sie [hier](#) abrufen.

**Edoardo Campanella:** Ihr Buch *Supremacy*, das von der Financial Times zum Buch des Jahres gewählt wurde, handelt im Kern vom Wettlauf um die Entwicklung einer Künstlichen Allgemeinen Intelligenz (Artificial General Intelligence, AGI). Für Leserinnen und Leser, die mit diesem Begriff nicht vertraut sind: Was genau versteht man unter AGI, und wie weit sind wir heute noch von ihrer Verwirklichung entfernt?

**Parmy Olson:** Wenn von AGI die Rede ist, geht es im Wesentlichen um einen theoretischen Meilenstein, den Künstliche Intelligenz irgendwann in der Zukunft erreichen könnte. Wir wissen nicht genau, wann oder auf welche Weise dies geschehen wird. Die Vorstellung dahinter ist jedoch, dass ein solches System die kognitiven Fähigkeiten des Menschen übertreffen und damit in gewisser Weise intelligenter als der Mensch werden würde. Der Begriff „allgemein“ ist dabei entscheidend. Bisherige KI-Systeme sind in ihren Fähigkeiten stark spezialisiert. Sie können bestimmte Aufgaben außerordentlich gut erfüllen – etwa rechnen, Vorhersagen treffen, Daten analysieren, Gesichter erkennen oder, in jüngerer Zeit, Texte, Bilder und Videos generieren. Das Ziel vieler Technologieunternehmen besteht jedoch darin, ein allgemeineres System zu entwickeln, das all diese Fähigkeiten gleichzeitig beherrscht.

**Edoardo Campanella:** Einige Technologieunternehmen behaupten, wir seien nur noch wenige Monate von der AGI entfernt. Andere verschieben ihre Prognosen immer weiter nach hinten. Ist AGI Ihrer Einschätzung nach überhaupt erreichbar – und wenn ja, wie nah sind wir diesem Ziel tatsächlich?

**Parmy Olson:** Ich glaube, Menschen haben grundsätzlich das Bedürfnis, Dinge zu kategorisieren und mit klaren Bezeichnungen zu versehen. Wir möchten sagen können: „Ja, jetzt haben wir AGI erreicht.“ Tatsächlich dürfte es jedoch äußerst schwierig werden, einen breiten Konsens darüber zu erzielen, wann dieser Punkt erreicht ist, da es viele unterschiedliche Definitionen und Interpretationen dessen gibt, was AGI überhaupt bedeutet. In den kommenden Jahren könnte es durchaus passieren, dass Unternehmen und Technologieunternehmen behaupten, AGI erreicht zu haben, und der Begriff zunehmend zu einem Marketinglabel wird – ähnlich wie es bereits bei „Künstlicher Intelligenz“ der Fall war. Selbst der Begriff „Intelligenz“ ist im Zusammenhang mit Maschinen nicht unproblematisch. Computer sind nicht intelligent im menschlichen Sinne; sie sind vielmehr außerordentlich leistungsfähig darin, Informationen zu verarbeiten und Intelligenz nachzuahmen. Dennoch hat sich „KI“ zu einem allgegenwärtigen Schlagwort entwickelt, von dessen Verwendung viele Unternehmen profitieren haben. Ich kann mir gut vorstellen, dass sich bei AGI ein ähnliches Muster zeigt. Wir werden vermutlich Verwirrung, konkurrierende Ansprüche und Debatten darüber erleben, wer AGI als Erster erreicht hat. Entsprechend vorsichtig wäre ich, solche Behauptungen ungeprüft zu akzeptieren.

**Edoardo Campanella:** Sollten sich Unternehmer Ihrer Ansicht nach stärker auf spezialisierte, eng umrissene Formen der KI konzentrieren? Oder werden sie letztlich ohnehin dazu gezwungen sein, weil sich die Entwicklung einer AGI als zu schwierig erweist?

**Parmy Olson:** Bei spezialisierter KI haben Entwickler ein deutlich besseres Verständnis davon, was ein System leisten kann, wo seine Grenzen liegen und welche Risiken damit verbunden sind. AGI bringt dagegen erheblich mehr Unsicherheit mit sich. Je umfassender und leistungsfähiger ein System wird, desto schwieriger wird es, sein Verhalten vorherzusagen.

Bereits heute haben einige fortgeschrittene KI-Systeme Verhaltensweisen gezeigt, bei denen sie versuchen, Beschränkungen zu umgehen oder Schwachstellen in Sicherheitsmechanismen auszunutzen. Mit zunehmender Leistungsfähigkeit wird es immer schwieriger, die Kontrolle über solche Systeme aufrechtzuerhalten.

Spezialisierte KI mag weniger spektakulär erscheinen, dürfte jedoch sicherer und deutlich einfacher zu regulieren und zu steuern sein.



# Tokenisierung

Autor: Giovanni Mazzariello

In der Ökonomie der KI ist die entscheidende Größe die Kostenstruktur für die Erzeugung und Monetarisierung eines Tokens. Ein Token ist die grundlegende Nutzungseinheit von KI – vergleichbar mit der Kilowattstunde in der Energiewirtschaft. Es kann ein Wort, ein Wortteil, eine Zahl, ein Satzzeichen oder ein Codefragment sein.

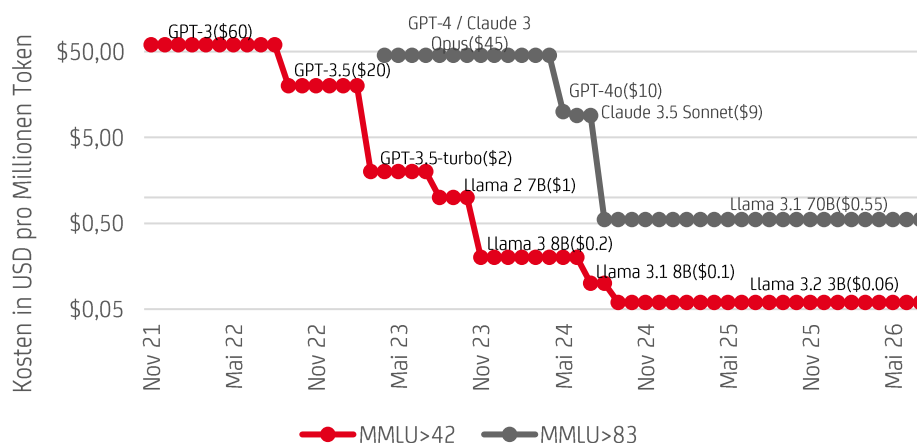
Die Kosten pro Million Tokens sinken. Besonders deutlich wird dies bei der Betrachtung der Kosten des günstigsten Modells, das ein bestimmtes Leistungsniveau erreicht. Ein häufig verwendeter Referenzmaßstab hierfür ist MMLU (Massive Multitask Language Understanding). Dieser misst, wie gut ein KI-Modell Fragen aus Fachgebieten wie Naturwissenschaften, Geschichte, Recht, Volkswirtschaftslehre oder Mathematik beantworten kann. In unserer Grafik steht ein MMLU-Wert von über 42 für ein grundlegendes Leistungsniveau, während ein Wert von über 83 eine deutlich fortgeschrittenere Leistungsfähigkeit repräsentiert. **Die zentrale Aussage lautet: Die Kosten für den Zugang zu einem bestimmten Intelligenzniveau sind drastisch gesunken.** Dies ist einer der wichtigsten Treiber der KI-Nachfrage, da günstigere Modelle immer mehr Anwendungsfälle wirtschaftlich attraktiv machen. Dadurch entsteht ein sich selbst verstärkender Kreislauf: Sinkende Tokenkosten führen zu einer stärkeren Nutzung, die wiederum weitere Investitionen zur Kostensenkung fördert.

Wenn Unternehmen von der Experimentierphase in den großflächigen produktiven Einsatz von KI übergehen, werden sie verstärkt auf Kosten und Nutzen jeder einzelnen KI-Interaktion achten. Die leistungsfähigsten Modelle werden weiterhin für besonders komplexe Aufgaben eingesetzt. Für alltägliche Anwendungen dürften jedoch zunehmend kleinere und kostengünstigere Modelle genutzt werden, sofern deren Leistungsfähigkeit ausreichend ist.

Der Markt für KI-Modelle entwickelt sich daher in zwei Richtungen. Auf der einen Seite werden hochleistungsfähige Spitzenmodelle für besonders komplexe und wertschöpfende Aufgaben entwickelt. Auf der anderen Seite werden kostengünstigere Modelle für den lokalen Einsatz, hohe Nutzungsvolumina und spezialisierte Anwendungsfälle optimiert. Diese Zweiteilung dürfte sich mit zunehmender Verbreitung von KI weiter verstärken.

Der Abstand zwischen westlichen und chinesischen KI-Modellen ist ein zentraler Aspekt dieser Entwicklung. Modelle wie **Qwen und DeepSeek** mögen bei einigen Leistungskennzahlen noch hinter den führenden Spitzenmodellen zurückliegen, sind jedoch bis zu fünfundzwanzigmal günstiger. Für Anwendungsfälle mit sehr hohen Nutzungsvolumina kann dieser Kostenvorteil bereits ausreichen, um eine breite Akzeptanz zu erreichen. In einem solchen Umfeld werden nicht zwangsläufig jene Unternehmen die Gewinner sein, die über die größten Modelle oder die höchsten Investitionsbudgets verfügen. Erfolgreich werden vielmehr Anbieter sein, denen es gelingt, die beste Intelligenz zum niedrigsten Preis pro Token bereitzustellen.

**CHART 1.1: KOSTEN DES GÜNSTIGSTEN LLM JE LEISTUNGSNIVEAU**  
KOSTEN DES GÜNSTIGSTEN LLM NACH LEISTUNGSNIVEAU



Quelle: Andreessen Horowitz, The Investment Institute by UniCredit



# Halbleiter im Zentrum der KI-Revolution

Autoren: Tobias Keller, Christian Stocker

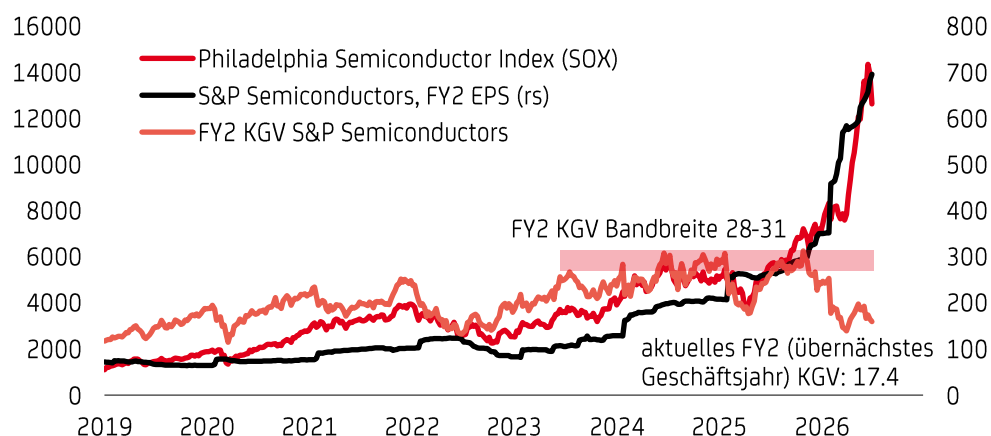
## Halbleiter: Die aktuelle Volatilität stellt die Bewertungen infrage, nicht die KI-Investmentstory

Die jüngste Schwäche der Halbleiteraktien hat Fragen nach der Nachhaltigkeit der KI-getriebenen Technologierally aufgeworfen. Nach einem außergewöhnlich starken Kursanstieg verzeichnete der Philadelphia Semiconductor Index eine deutliche Korrektur. Diese spiegelte vor allem Gewinnmitnahmen nach einem Anstieg von mehr als 80% im zweiten Quartal 2026 sowie eine Neubewertung der sehr ambitionierten Wachstumserwartungen durch die Märkte wider.

Halbleiter stehen im Zentrum des KI-Ökosystems und zählen weiterhin zu den wichtigsten Profiteuren des beispiellosen Ausbaus der KI-Infrastruktur. Jede Stufe der Wertschöpfungskette – vom Training großer Sprachmodelle bis zum Einsatz von Inferenzanwendungen – erfordert steigende Rechenleistung, fortschrittliche Speichertechnologien und Netzwerkkapazitäten. Daher dürften die Investitionsausgaben der Hyperscaler auf hohem Niveau bleiben und die Nachfrage nach GPUs, KI-Beschleunigern und High-Bandwidth Memory stützen, der sich zu einer kritischen Engpasstechnologie für KI-Anwendungen entwickelt hat. Wichtig ist zudem, dass die KI-Wertschöpfungskette längst nicht mehr allein von Logikchips getragen wird. Moderne KI-Modelle und autonome Agenten benötigen neben hoher Rechenleistung auch leistungsfähige Speicherlösungen, um enorme Datenmengen zu speichern, abzurufen und zu verarbeiten. Damit sind Speicherchips für die Leistungsfähigkeit von KI-Systemen inzwischen ebenso strategisch bedeutsam wie Logikchips. Die KI-getriebene Nachfrage bindet einen immer größeren Teil der weltweiten Halbleiterkapazitäten und führt in Teilen der Lieferkette zu Engpässen. Fortschrittliche Speicherchips und modernste Fertigungskapazitäten werden zunehmend für KI-Anwendungen priorisiert, was traditionelle Absatzmärkte einschränkt und die strategische Bedeutung der globalen Halbleiterproduktion weiter erhöht. Diese Angebotsdisziplin stärkt zugleich die Preissetzungsmacht in wichtigen Branchensegmenten.

Die jüngste Korrektur lässt sich nicht allein durch unternehmensspezifische Entwicklungen erklären. Robuste Konjunkturdaten, anhaltender Inflationsdruck und Erwartungen höherer Zinsen haben insbesondere wachstumsstarke Technologiewerte belastet. Gleichzeitig hatte das KI-Thema bereits erhebliche Kapitalzuflüsse und starke Kursgewinne verzeichnet, was zu einer zunehmend überfüllten Positionierung führte. Während die erste Phase der KI-Revolution vor allem den Hardwareanbietern zugutekam, dürfte das künftige Wachstum zunehmend von der breiten Einführung von KI in Unternehmensprozessen und Verbraucheranwendungen getragen werden. **Diese Entwicklung könnte die Wertschöpfung schrittweise über den Halbleitersektor hinaus ausweiten. Sie schmälert jedoch nicht dessen zentrale Bedeutung, da sowohl das Training als auch die Anwendung von KI-Modellen weiterhin auf immer leistungsfähigere Rechen- und Speicherinfrastruktur angewiesen bleiben.**

**CHART 1.2: HALBLEITER – DAS HOHE GEWINNWACHSTUM DÜRFTE ANHALTEN**  
KEINE TRENDWENDE, SONDERN VORÜBERGEHENDE GEWINNMITNAHMEN



Quelle: LSEG Datastream, The Investment Institute by UniCredit



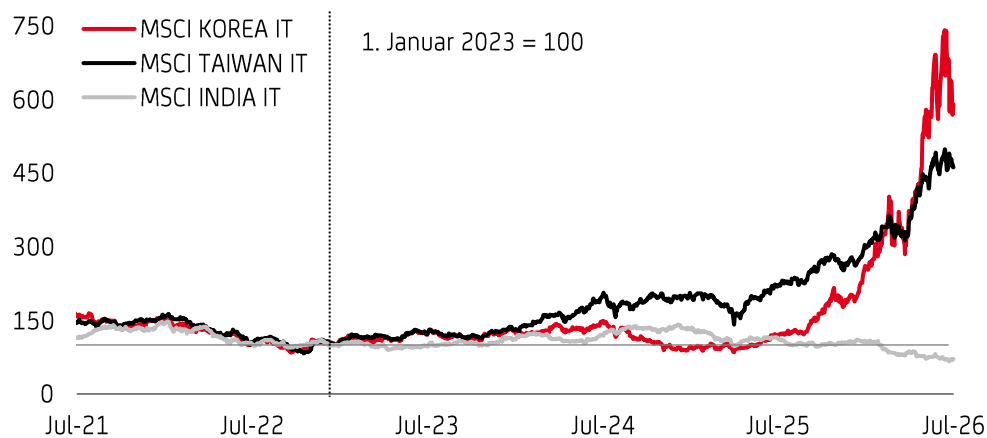
### KI verstärkt die Unterschiede im Technologiesektor der Schwellenländer – vorerst

Taiwan und Südkorea bleiben eng mit dem attraktivsten Segment der Technologie-Wertschöpfungskette verbunden, dessen Umsätze direkt von den Investitionen in KI-Infrastruktur abhängen. Diese Positionierung erklärt ihre starke Aktienmarktentwicklung sowie die zunehmende Bewertungslücke gegenüber anderen Technologie-Märkten der Schwellenländer. Der indische IT-Dienstleistungssektor steht dagegen vor einer eher strukturellen Anpassung. Generative KI steigert die Produktivität in weiten Teilen der Wertschöpfungskette, schwächt jedoch den Zusammenhang zwischen Beschäftigtenwachstum und Umsatzsteigerung, der das Outsourcing Modell über viele Jahre getragen hat.

Gleichzeitig birgt der Übergang zu ergebnisbasierten Preismodellen das Risiko sinkender Margen. Ein Teil der durch KI erzielten Produktivitätsgewinne wird an die Kunden weitergegeben, während die Transparenz über zukünftige Umsätze abnimmt. Die Märkte preisen daher zunehmend die Unsicherheit über die künftige Ausgestaltung des Geschäftsmodells ein. Diese Divergenz zeigt sich auch in der Börsenentwicklung. Während halbleiterlastige Märkte aufgrund der KI-Nachfrage und steigender Investitionsausgaben deutlich aufgewertet wurden, hatten indische IT-Aktien trotz weiterhin robuster Gewinnentwicklung Schwierigkeiten, ihre Dynamik aufrechtzuerhalten.

#### CHART 1.3: KI SCHAFFT RÜCKENWIND FÜR HALBLEITER – GEGENWIND FÜR IT-SERVICES

1. JANUAR 2023 = 100



Quelle: LSEG Datastream, The Investment Institute by UniCredit

Wir bleiben für Halbleiterunternehmen und KI-nahe Technologiewerte positiv gestimmt. Der Sektor profitiert weiterhin von einer starken strukturellen Nachfrage, die durch anhaltend hohe Investitionen der Hyperscaler und den fortschreitenden Ausbau der KI-Infrastruktur gestützt wird. Aus unserer Sicht signalisiert die jüngste Kurskorrektur keine Abschwächung der KI-Wachstumsstory, sondern vielmehr eine normale Konsolidierung nach der außergewöhnlich starken Rally. Entscheidend ist, dass das Gewinnwachstum außerordentlich robust bleibt. Die Konsensschätzungen weisen auf eines der stärksten Gewinnwachstumsprofile innerhalb der globalen Aktienmärkte hin, getragen von der Nachfrage nach KI-Infrastruktur, modernen Speichertechnologien und Hochleistungsrechnern. Auch wenn die Gewinndynamik nach dem außergewöhnlichen Tempo im ersten Halbjahr 2026 etwas nachlassen dürfte, erwarten wir weiterhin ein deutlich über dem Marktdurchschnitt liegendes Gewinnwachstum.

Nach der jüngsten Korrektur ist das erwartete KGV des Sektors auf rund das 17-Fache gefallen und liegt damit etwa auf der Hälfte früherer Bewertungsspitzen. bietet einen gewissen Puffer gegenüber kurzfristiger Marktvolatilität. Wir beobachten zudem, dass Investoren ihren Fokus zunehmend auf die Monetarisierung der KI-Investitionen richten, anstatt ausschließlich hohes Wachstum zu honorieren. Die Frage, ob die massiven Investitionen in KI-Infrastruktur langfristig ausreichend Erträge erwirtschaften können, führt zu einer differenzierteren Bewertung von Geschäftsmodellen und Profitabilität. Wir betrachten diese Entwicklung als ein gesundes Reifestadium des KI-Zyklus und nicht als Ausdruck nachlassender Fundamentaldaten.

Insgesamt betrachten wir das aktuelle Marktumfeld eher als eine Anpassung der Bewertungen und Investorenpositionierung denn als einen strukturellen Bruch des KI-getriebenen Wachstumstrends. **Die starke strukturelle Nachfrage, das weiterhin überdurchschnittliche Gewinnwachstum und insbesondere die deutlich attraktiveren Bewertungen stützen unsere positive mittelfristige Einschätzung des Sektors.**





## 1 Weltwirtschaft ist widerstandsfähig

Die Weltwirtschaft hat sich gegenüber dem Energieschock und der erhöhten Unsicherheit infolge des Konflikts im Nahen Osten bemerkenswert widerstandsfähig gezeigt. Das globale Wachstum liegt weiterhin bei rund 3 %. Unterstützt wird es vor allem durch Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) und Digitalisierung, insbesondere in den USA, zunehmend aber auch in anderen Regionen. Dieser Investitionszyklus trägt dazu bei, die Schwäche traditioneller Industriezweige auszugleichen und stärkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sowie den Welthandel. In Europa spielen das Investitionsprogramm NextGenerationEU (NGEU), das deutsche Fiskalpaket und ein schrittweiser Anstieg der Verteidigungsausgaben eine wichtige Rolle bei der Aufrechterhaltung eines moderaten Wirtschaftswachstums. Auf beiden Seiten des Atlantiks befinden sich die Arbeitsmärkte weiterhin in einer guten Verfassung, während die Bilanzen von Haushalten und Unternehmen insgesamt solide bleiben. In China wird die Binnennachfrage weiterhin durch die Immobilienkrise, das schwache Verbrauchervertrauen und anhaltende deflationäre Tendenzen belastet. Die schwache Inlandsnachfrage wird jedoch durch eine starke Exportentwicklung ausgeglichen, insbesondere in den Bereichen Hightech und grüne Industrie. Dennoch ist die Weltwirtschaft noch nicht vollständig aus dem Risiko heraus. Die jüngsten Entwicklungen zeigen, dass die Verhandlungen zwischen den USA und Iran anfällig für Rückschläge bleiben. Jede erneute Eskalation könnte die Energiepreise rasch steigen lassen, den Inflationsdruck wieder erhöhen und die Stimmung an den Finanzmärkten belasten.

## 2 Fed hält still, EZB wird die Zinsen nochmals anheben

Auf ihrer Sitzung im Juni beließ die US-Notenbank (Fed) die Zinssätze unverändert und strich ihren geldpolitischen Lockerungsbias. In seiner ersten Pressekonferenz als Fed-Vorsitzender schlug Kevin Warsh einen restriktiven Ton an und deutete einen Regimewechsel an, indem er eine umfassende Überprüfung des geldpolitischen Handlungsrahmens der Fed einleitete. Fünf Arbeitsgruppen werden Forschung zu zentralen Themenfeldern betreiben, darunter die Kommunikation der Notenbank, die Größe der Bilanz, die Nutzung von Daten im Entscheidungsprozess, Produktivität und Beschäftigung sowie der Inflationsrahmen. Die Ausschüsse sollen ihre Ergebnisse bis zum Jahresende dem Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) vorlegen. Dies dürfte im Jahr 2027 zu bedeutenden operativen Veränderungen führen. Bis dahin wird die Geldpolitik angesichts der zunehmenden Unsicherheit über die Reaktionsfunktion der Fed voraussichtlich weitgehend unverändert bleiben. Im Euroraum hat die Europäische Zentralbank (EZB) die erwartete Zinserhöhung um 25 Basispunkte vorgenommen und die Tür für weitere Straffungsmaßnahmen weit offen gelassen. Da die Inflation in der zweiten Hälfte des Jahres 2026 voraussichtlich nahe bei 3 % bleiben und erst bis Mitte 2027 allmählich auf das EZB-Ziel von 2 % zurückgehen wird, erwarten wir weiterhin, dass die Notenbank im September eine zweite und zugleich letzte Zinserhöhung beschließen wird. Dadurch würde der Einlagensatz auf 2,5 % steigen.

## 3 USA: Wechsel der rechtlichen Grundlage, nicht des handelspolitischen Rahmens

Der unter Section 122 des US-Handelsgesetzes eingeführte allgemeine Zollsatz von 10 % läuft am 24. Juli aus, da diese Maßnahme auf maximal 150 Tage begrenzt ist, sofern der Kongress keine Verlängerung beschließt. Section 122 wurde als vorübergehende Übergangslösung eingeführt, nachdem der Oberste Gerichtshof der USA die weitreichenden Zölle auf Grundlage des International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) für unzulässig erklärt hatte. Inzwischen hat die US-Regierung ihren Fokus auf Section 301 als rechtlich belastbarere Grundlage für die Neuordnung ihres Zollregimes verlagert. Hierzu wurden Untersuchungen zu Zwangsarbeitspraktiken und zu übermäßigen industriellen Kapazitäten eingeleitet. Auf Basis vorläufiger Ergebnisse der Untersuchung zu Zwangsarbeit hat die Regierung Zölle von 10 % auf Importe aus sechs Volkswirtschaften – darunter die Europäische Union – vorgeschlagen, denen gewisse Korrekturmaßnahmen zugutegehalten werden. Für Importe aus allen übrigen Ländern sollen Zölle von 12,5 % gelten. Für die meisten Länder (mit Ausnahme der EU) werden die neuen Section-301-Zölle voraussichtlich zusätzlich zu den bestehenden Meistbegünstigungszollsätzen erhoben. Damit würde im Wesentlichen derselbe Ansatz verfolgt wie zuvor unter den Regelungen des IEEPA und von Section 122. Insgesamt dürfte der Wechsel zu Section 301 die rechtliche Beständigkeit des US-Zollregimes erhöhen. Allerdings ist kaum davon auszugehen, dass sich dadurch die Unsicherheit im Welthandel verringert. Darauf deutet insbesondere die anhaltende Nutzung von Zollandrohungen durch die US-Regierung hin, um von der Europäischen Union Zugeständnisse bei digitalen Handelsfragen und anderen nichttarifären Handelshemmnissen zu erzielen.

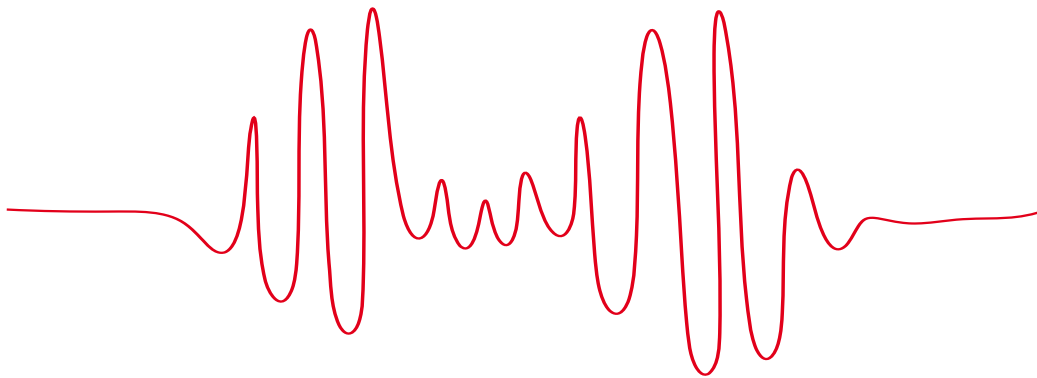




Autoren: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

## Das Rauschen ...

In den vergangenen Monaten wurden die Finanzmärkte maßgeblich von geopolitischen Entwicklungen im Nahen Osten beeinflusst. Sorgen über den Konflikt zwischen Israel und Iran, mögliche Unterbrechungen der Energieversorgung sowie das Risiko steigender Energiepreise führten zu erhöhter Volatilität an den Aktien-, Anleihe- und Rohstoffmärkten. Als sich die Spannungen zwischenzeitlich abschwächten, gaben die Ölpreise nach und die Bedenken hinsichtlich eines erneuten Inflationsanstiegs gingen zurück. In jüngster Zeit haben jedoch wiederaufflammende Spannungen in der Region die Anleger daran erinnert, dass geopolitische Risiken weiterhin ein bedeutender Faktor bleiben. Die Märkte reagieren nach wie vor empfindlich auf Veränderungen der Stimmung in Bezug auf Energiesicherheit, Inflation und die Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik der Zentralbanken.



## ... und das Signal

Abseits der geopolitischen Schlagzeilen bleibt das fundamentale Umfeld konstruktiv. Die Weltwirtschaft hat trotz der Volatilität an den Energiemärkten und der Unsicherheit im Nahen Osten Widerstandskraft gezeigt. Das Wachstum wird weiterhin durch Investitionen in KI, Digitalisierung, Infrastruktur und Verteidigung gestützt, während Arbeitsmärkte, Unternehmensbilanzen und die Finanzlage der privaten Haushalte insgesamt gesund bleiben. Die Anleiherenditen dürften angesichts des robusten Wachstums, der vorsichtigen Zentralbanken und der stabilen Wirtschaftslage weitgehend in ihrer Handelsspanne verbleiben. Wir halten an unserem konstruktiven Ausblick für die Aktienmärkte fest, wobei die Schwellenländer weiterhin unsere bevorzugte Region bleiben. Auch wenn das Thema KI kurzfristig etwas an Dynamik verloren hat, bleibt es mittelfristig der stärkste Treiber für das Gewinnwachstum. Insgesamt bleibt die zentrale Schlussfolgerung unverändert: Widerstandsfähiges Wachstum, solide Fundamentaldaten und anhaltende KI-getriebene Investitionen bilden weiterhin eine solide Grundlage für weiteres Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten. Geopolitische Entwicklungen können zwar Phasen erhöhter Volatilität auslösen, haben jedoch das zugrunde liegende Anlagesignal nicht verändert.

# Aktien

## 2Q26 Gewinnsaison: Ein Lackmustest für die Aktienmärkte

Wir bleiben für Aktien konstruktiv, wobei die Schwellenländer unsere bevorzugte Region bleiben. Europa bietet gegenüber den USA kurzfristig Aufholpotenzial. Zwar hat das KI-Thema in den USA zuletzt etwas an Dynamik verloren, bleibt jedoch ein wichtiger mittelfristiger Wachstumstreiber. Unterstützt durch niedrigere Energiepreise erscheinen auch bislang zurückgebliebene Regionen wie Europa attraktiver: **Anhaltendes Gewinnwachstum sollte weiterhin die Grundlage für weiteres Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten bilden.**

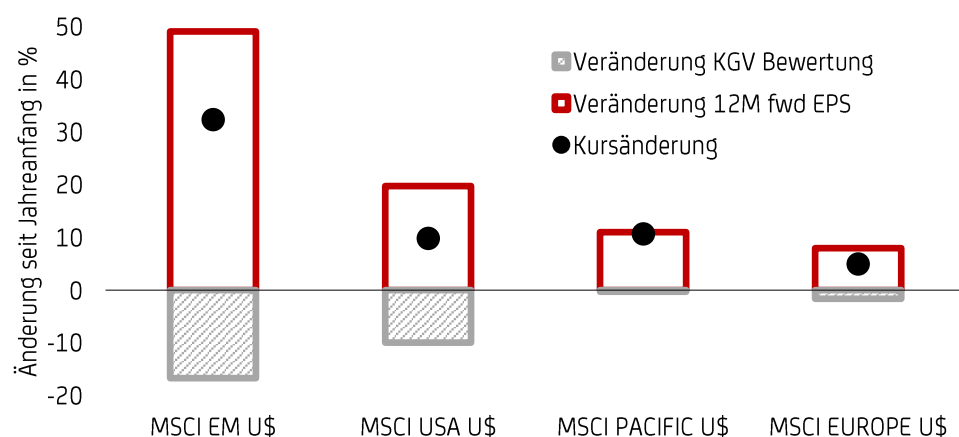
Die Konsensschätzungen für das zweite Quartal 2026 deuten auf ein starkes, vor allem KI-getriebenes Gewinnwachstum hin. **In den USA** dürften die Gewinne im S&P 500 um rund 23 % steigen. Hauptprofiteure bleiben Technologie- und Halbleiterunternehmen. Angesichts hoher Erwartungen und anspruchsvoller Bewertungen sind Ausblicke zu KI-Investitionen, Auftragseingängen und Wachstumsperspektiven wichtiger als die Quartalsergebnisse selbst. Hinweise auf eine nachlassende KI-Nachfrage könnten die Marktvolatilität erhöhen. Gleichzeitig berichten immer mehr Unternehmen über Produktivitäts- und Effizienzgewinne durch den Einsatz von KI.

**In Europa** wird für das erste Halbjahr 2026 ein Gewinnwachstum von rund 10 % erwartet, ohne den Energiesektor jedoch nur von etwa 6 %. Die Kursgewinne der vergangenen Monate wurden neben steigenden Gewinnen auch von höheren Bewertungen getragen, insbesondere im Bank- und Technologiesektor. Dennoch bleibt das Umfeld unterstützend. Im Fokus der Berichtssaison stehen höhere Energiekosten, der Wettbewerbsdruck aus China und mögliche Effizienzgewinne durch Künstliche Intelligenz.

**Im asiatisch-pazifischen Raum und in den Schwellenländern** wird das Gewinnwachstum vor allem von Halbleiterunternehmen in Taiwan und Südkorea getragen. Trotz zunehmender Skepsis der Anleger nach den starken Kursanstiegen und wiederholten Gewinnanhebungen bleiben die strukturellen Wachstumstreiber intakt. Die fortschreitende Verbreitung von Künstlicher Intelligenz, der steigende Bedarf an Rechenleistung sowie anhaltende Investitionen in Cloud- und Rechenzentrumsinfrastruktur dürften weiterhin für solides Gewinnwachstum sorgen und insbesondere den führenden asiatischen Technologieunternehmen zugutekommen.

### CHART 2.1: MOMENTUM DER GEWINNREVISIONEN IN DEN EM SCHWER ZU HALTEN

NIEDRIGERE BEWERTUNGEN STÜTZEN DIE AKTIENMÄRKTE FUNDAMENTAL



Quelle: LSEG Datastream, The Investment Institute by UniCredit

# Festverzinsliche Wertpapiere

## Staatsanleihen: keine klare Richtungsbewegung in Sicht

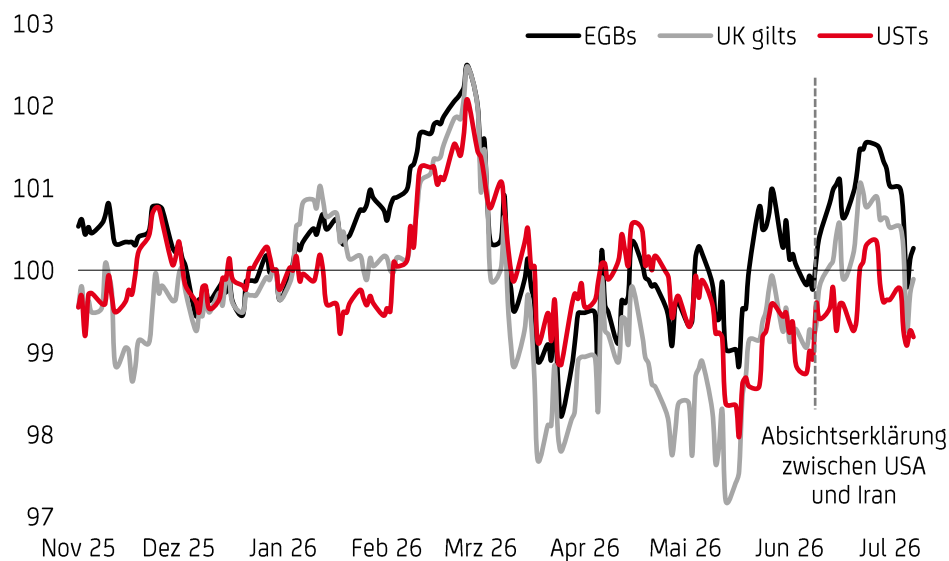
Nachlassende geopolitische Spannungen und sinkende Energiepreise haben die Inflationserwartungen sowie die Erwartungen weiterer Zinserhöhungen im Euroraum gedämpft. Davon profitierten vor allem kurzlaufende Staatsanleihen: Die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen ist seit Anfang Juni um rund 10 Basispunkte gefallen. Am langen Ende blieb die Bewegung begrenzt, die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen verharrte nahe 3%. Die Renditeaufschläge anderer Euro-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen bewegten sich seitwärts; der Spread 10-jähriger italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen lag bei 70 bis 80 Basispunkten.

US-Staatsanleihen wurden stärker vom Amtsantritt des neuen Fed-Chefs Kevin Warsh beeinflusst als von geopolitischen Entwicklungen. Seine eher restriktiven Aussagen auf der ersten FOMC-Sitzung führten zu steigenden Renditen am kurzen Ende der Zinskurve. Die Renditen 10- und 30-jähriger US-Staatsanleihen liegen weiterhin bei rund 4,5% bzw. 5%.

Während der Index für 7- bis 10-jährige US-Staatsanleihen seit Jahresbeginn leicht im Minus liegt, verzeichnete das entsprechende europäische Staatsanleihen Segment ein Plus von rund 1 %. Auch britische Staatsanleihen haben sich zuletzt trotz höherer Schwankungen erholt.

### CHART 2.2: EGBS UND GILTS HABEN STAATSANLEIHEN INSGESAM ÜBERTROFFEN

BLOOMBERG 7-10 JÄHRIGE STAATSANLEIHENINDIZES (31. DEZEMBER-25 = 100)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Wir erwarten bei Staatsanleihen kurzfristig keine klare Richtungsbewegung. Energiepreise dürften von ihrem aktuellen Niveau kaum weiter fallen, die Konjunktur zeigt sich – insbesondere in den USA – robust, und die Zentralbanken bleiben trotz der Entspannung an der geopolitischen Front eher restriktiv. Vor diesem Hintergrund erscheint ein deutlicher Rückgang der Renditen von Euro- und US-Staatsanleihen derzeit unwahrscheinlich. Für Euro-Staatsanleihen könnte das geringere Emissionsvolumen während der Sommermonate den Angebotsdruck reduzieren. Bei US-Staatsanleihen besteht am kurzen Ende Potenzial für Entlastung, da die Erwartungen weiterer Zinserhöhungen überzogen erscheinen. Längere Laufzeiten bleiben hingegen anfällig für fiskalische Risiken und einen möglichen Wiederanstieg der Laufzeitprämie, insbesondere nach dem jüngsten Renditerückgang.

## Unternehmensanleihen: 2H26 Angebots Erwartungen

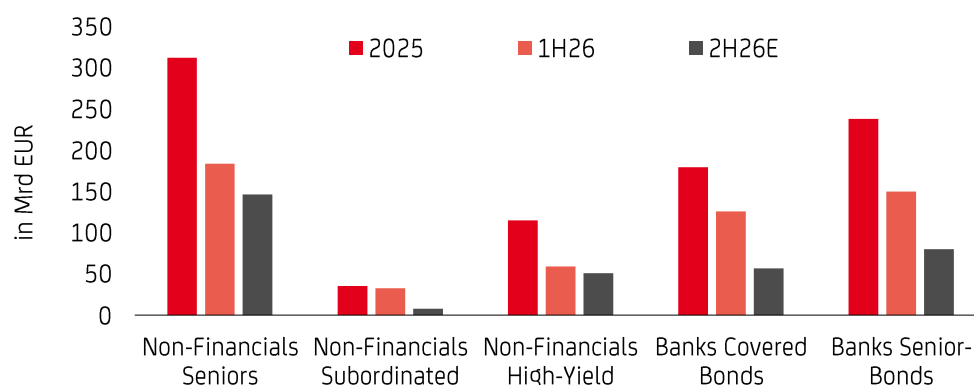
Der europäische Primärmarkt für Unternehmensanleihen verzeichnete seit Jahresbeginn eine hohe Emissionstätigkeit. Viele Emittenten haben sich angesichts erwarteter geldpolitischer Straffungen frühzeitig refinanziert, zugleich ist der Finanzierungsbedarf für Investitionen in ausgewählten Branchen gestiegen.

Unternehmen außerhalb des Finanzsektors mit Investment-Grade-Rating (IG NFI) haben seit Jahresbeginn Anleihen im Volumen von 184 Mrd. EUR emittiert und damit bereits knapp 60 % des Gesamtvolumens von 2025 erreicht. Treiber waren vor allem die Sektoren Automobil, Technologie und Versorger, die aufgrund hoher Investitionen verstärkt Kapital aufnehmen. Während die Automobilbranche den Wandel zur Elektromobilität finanziert, investieren Technologie- und Versorgungsunternehmen in Rechenzentren und den damit verbundenen steigenden Energiebedarf. Das hohe Investitionsniveau beförderte auch die Emission hybrider Anleihen, die mit 32 Mrd. EUR nahezu das Vorjahresniveau erreicht haben. Im High-Yield-Segment wurden bislang knapp 60 Mrd. EUR platziert. Insgesamt erwarten wir, dass das Emissionsvolumen 2026 nahe dem oberen Ende unserer Prognosespannen liegen wird.

Auch Banken waren 2026 sehr aktiv am Primärmarkt. Die Emission von Covered Bonds (Anleihen mit Deckungsstock) erreichte im ersten Halbjahr 126 Mrd. EUR und lag damit deutlich über den Erwartungen. Deshalb wurde die Prognose für das Gesamtjahr auf 180–185 Mrd. EUR angehoben. Für das zweite Halbjahr wird zwar mit weiteren Emissionen gerechnet, das Tempo dürfte jedoch nach dem außergewöhnlich starken Jahresauftakt nachlassen. Die Emission unbesicherter vorrangiger Bankanleihen belief sich im ersten Halbjahr auf 150 Mrd. EUR, angeführt von Banken aus Großbritannien, Frankreich, den USA und Kanada. Die Jahresprognose von 220–240 Mrd. EUR bleibt unverändert, wobei das tatsächliche Volumen voraussichtlich eher am unteren Ende der Spanne liegen wird.

Die Investorennachfrage bleibt insgesamt robust. Die Kreditaufschläge haben bislang kaum auf die erneuten Spannungen zwischen den USA und Iran reagiert. Wir erwarten daher, dass das konstruktive Marktumfeld anhält und das für das zweite Halbjahr erwartete Emissionsvolumen vom Markt gut aufgenommen wird.

**CHART 2.3: 2025/2026 BRUTTO ANGEBOT VON UNTERNEHMENS UND BANK ANLEIHEN**  
IN MRD EUR



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

## FX

### EUR-USD: Weiterer Anstieg, jedoch langsamer

Wir erwarten weiterhin, dass der US-Dollar mittelfristig nachgeben wird, allerdings weniger stark als bisher prognostiziert. Unser Basisszenario geht davon aus, dass die Fed die Zinsen in den kommenden Quartalen unverändert lässt. Damit erscheint der Ausblick für den Dollar weniger günstig, als es die Terminmärkte derzeit noch erwarten. Die nach der FOMC-Sitzung im Juni eingepreisten aggressiven Zinserhöhungserwartungen wurden nach dem jüngsten US-Arbeitsmarktbericht nur teilweise zurückgenommen.

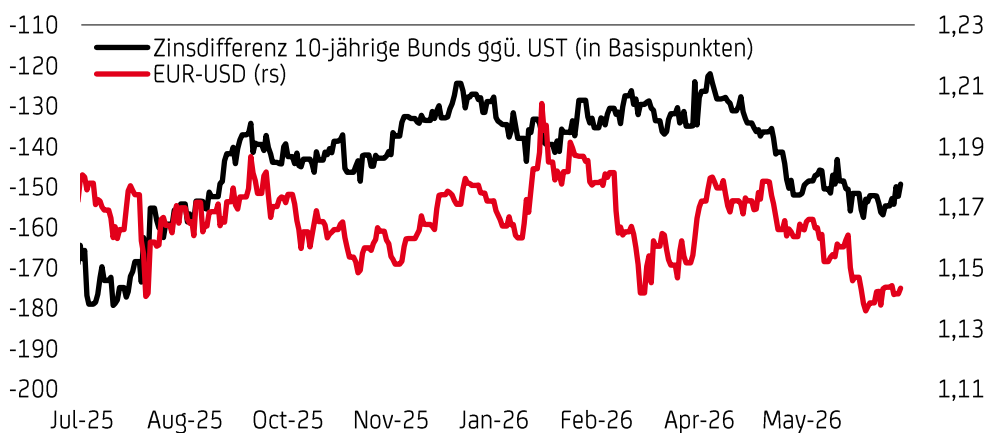
Im Juni wurden in den USA lediglich 57.000 neue Stellen geschaffen. Dies unterstützte eine Erholung des EUR/USD-Kurses, nachdem dieser infolge der restriktiven Aussagen des neuen Fed-Chefs Kevin Warsh auf ein Jahrestief von 1,1325 gefallen war. Die Erholung wurde jedoch teilweise wieder zunichtegemacht, nachdem US-Präsident Donald Trump am 8. Juli das Ende der Vereinbarung mit Iran verkündete. Dennoch zeigte sich EUR/USD überwiegend stabil über 1,14. Im Euroraum deutete EZB-Präsidentin Christine Lagarde zunächst an, dass eine weitere Zinserhöhung nicht zwingend notwendig sei, was den Euro belastete. Später signalisierten jedoch mehrere EZB-Vertreter, darunter Isabel Schnabel und Lagarde selbst, erneut Offenheit für einen weiteren Zinsschritt im September. Die EZB betonte zudem, dass die Zinserhöhung im Juni weder den Beginn einer Serie weiterer Anhebungen noch eine einmalige Maßnahme darstelle.

Die Spannungen im Nahen Osten nehmen wieder zu, doch die Zinsdifferenzen zwischen dem Euroraum und den USA sind erneut ein wichtiger Treiber von EUR/USD. Der Anstieg der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf über 3 % begrenzt dabei den Abwärtsdruck auf den Euro, obwohl die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen wieder über 4,5 % liegt. Anleger scheinen derzeit weder einen Rückgang von EUR/USD in Richtung 1,10 noch verstärkte Käufe zu erwarten. Ein nachhaltiger Aufwärtstrend dürfte aus technischer Sicht erst bei einem Anstieg über 1,16 einsetzen.

Wir erwarten weiterhin einen mittelfristigen Anstieg von EUR/USD. Dafür sprechen ein Rückgang der kriegsbedingten Risikoprämie, sinkende Zinserhöhungserwartungen in den USA sowie mögliche politische Bestrebungen der US-Regierung, einen schwächeren Dollar zur Unterstützung der Exporte zu fördern. Das Aufwärtspotenzial erscheint jedoch begrenzter als bislang angenommen. Wir erwarten daher einen EUR/USD-Kurs von rund 1,17 bis Ende 2026 und etwa 1,19 bis Ende 2027.

#### CHART 2.4: EUR-USD BLEIBT SENSITIV GEGENÜBER ZINS DIFFERENZ

EUR-USD UND 10 JÄHRIGE BUND GGÜ. UST ZINS DIFFERENZ



Quelle: LSEG, The Investment Institute by UniCredit

# Rohstoffe

## Rohöl

Die Freigabe zuvor eingeschränkter Ölmengen war in den vergangenen Monaten der wichtigste Treiber der Ölpreisentwicklung. Mit der Rückkehr verzögerter Lieferungen aus dem Persischen Golf entspannte sich das Angebot vorübergehend. Die jüngste Eskalation des Konflikts, erneute Störungen im Schiffsverkehr und Irans Ankündigung, die Straße von Hormus wieder zu schließen, haben diesen Normalisierungsprozess jedoch unterbrochen und die Unsicherheit über die Versorgungslage erhöht. Gleichzeitig bleibt die Nachfrage uneinheitlich. Schwächere Ölimporte aus China stehen weiterhin starken US-Exporten gegenüber. Zudem haben Nachfrageanpassungen, alternative Transportwege, Lagerabbauten und strategische Reserven dazu beigetragen, die unmittelbaren Auswirkungen der Versorgungsausfälle abzufedern. Sobald die Spannungen nachhaltiger nachlassen, dürfte sich das Angebot schrittweise normalisieren, Lagerbestände könnten wieder aufgebaut und Risikoprämien abgebaut werden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für Brent-Öl im zweiten Halbjahr 2026 einen Durchschnittspreis von 77–80 USD je Barrel, bevor die Preise im Jahr 2027 in Richtung 70 USD je Barrel zurückgehen. Kurzfristig dürfte die Volatilität jedoch erhöht bleiben.

## Erdgas

Der europäische Erdgas-Benchmark Preis TTF wird weiterhin maßgeblich von den Entwicklungen im Iran-Konflikt beeinflusst. Nach dem Waffenstillstand fiel der Preis zeitweise auf rund 40 EUR/MWh, stieg mit der Wiederaufnahme der Kampfhandlungen jedoch wieder auf etwa 50 EUR/MWh. Selbst bei einer Wiederaufnahme der Friedensgespräche und einer Öffnung der Straße von Hormus dürfte der TTF-Preis seine jüngsten Tiefstände kaum erreichen. Ausschlaggebend dafür sind vor allem die vergleichsweise niedrigen europäischen Gasspeicherbestände. Ende Juni waren die Speicher erst zu 49 % gefüllt und lagen damit deutlich unter dem Vorjahresniveau. Gleichzeitig steigt die Nachfrage nach LNG in Asien aufgrund des erwarteten heißen Sommers. Unter der Annahme einer Entspannung der Lage und einer Öffnung der Straße von Hormus erwarten wir für den TTF-Preis im zweiten Halbjahr 2026 einen Durchschnitt von rund 42 EUR/MWh. Bis Ende 2027 dürfte er auf etwa 33 EUR/MWh zurückgehen. Zusätzliche LNG-Lieferungen aus Nordamerika sollten die Gaspreise mittelfristig begrenzen.

## Gold

Gold hat sich zuletzt bei rund 4.100 USD je Unze stabilisiert. Eine restriktivere Haltung der US-Notenbank und das Umfeld längerfristig hoher Zinsen stützen die Realrenditen und dämpfen die Nachfrage über ETFs, wodurch das kurzfristige Aufwärtspotenzial begrenzt bleibt. Gleichzeitig wird die Abwärtsbewegung durch anhaltende Käufe der Zentralbanken sowie die Nachfrage nach Portfolio-Diversifikation begrenzt. Kurzfristig dürften vor allem Zinserwartungen, US-Staatsanleiherenditen und ETF-Zuflüsse die Preisentwicklung bestimmen. Trotz möglicher kurzfristiger Rückschlagsrisiken bleibt das langfristige Umfeld für Gold grundsätzlich positiv. Zentralbankkäufe, Diversifikationsbedürfnisse der Anleger, geopolitische Spannungen und fiskalische Risiken sorgen weiterhin für Unterstützung. Vor diesem Hintergrund wurde die Prognosespanne für Ende 2026 auf 4.100 bis 4.700 USD je Unze angepasst. Ohne neue ETF-Zuflüsse oder eine deutliche Verschärfung geopolitischer beziehungsweise fiskalischer Risiken dürften weitere Kursanstiege jedoch nur schrittweise erfolgen. Steigende Risikoaversion oder eine Rückkehr der Investoren in Gold-ETFs könnten die Preise dagegen deutlich höher treiben.

## UniCredit Wirtschaftsprognosen

### BIP, VERBRAUCHERPREISE UND STAATSHAUSHALTE

|                                   | Reales BIP<br>(% im Jahresverlauf) |             |             | Verbraucherpreise<br>(% J/J) |            |            | Haushaltsbilanz<br>(% des BIP) |             |             |
|-----------------------------------|------------------------------------|-------------|-------------|------------------------------|------------|------------|--------------------------------|-------------|-------------|
|                                   | 2025                               | 2026        | 2027        | 2025                         | 2026       | 2027       | 2025                           | 2026        | 2027        |
| <b>Global</b>                     | <b>3.2</b>                         | <b>3.1</b>  | <b>3.2</b>  | -                            | -          | -          | -                              | -           | -           |
| <b>USA</b>                        | <b>2.1</b>                         | <b>2.2</b>  | <b>2.0</b>  | <b>2.7</b>                   | <b>3.6</b> | <b>2.5</b> | <b>-6.8</b>                    | <b>-7.6</b> | <b>-7.8</b> |
| <b>Eurozone</b>                   | <b>1.5*</b>                        | <b>0.3*</b> | <b>1.2*</b> | <b>2.1</b>                   | <b>2.9</b> | <b>2.2</b> | <b>-2.9</b>                    | <b>-3.8</b> | <b>-3.6</b> |
| Deutschland                       | 0.2**                              | 0.9**       | 1.6**       | 2.2                          | 2.5        | 2.1        | -2.8                           | -4.3        | -4.3        |
| Frankreich                        | 0.9                                | 0.7         | 1.0         | 0.9                          | 1.8        | 1.4        | -5.1                           | -5.0        | -4.6        |
| Italien                           | 0.7                                | 0.5         | 0.7         | 1.5                          | 2.9        | 2.2        | -3.1                           | -2.9        | -2.8        |
| Spanien                           | 2.8                                | 2.3         | 1.7         | 2.7                          | 3.6        | 2.7        | -2.4                           | -2.4        | -2.3        |
| <b>Vereinigtes<br/>Königreich</b> | <b>1.3</b>                         | <b>0.8</b>  | <b>0.9</b>  | <b>3.4</b>                   | <b>3.1</b> | <b>2.1</b> | <b>-5.4</b>                    | <b>-3.8</b> | <b>-3.5</b> |
| <b>China</b>                      | <b>5.0</b>                         | <b>4.6</b>  | <b>4.2</b>  | <b>-0.2</b>                  | <b>1.2</b> | <b>1.1</b> | <b>-7.9</b>                    | <b>-8.2</b> | <b>-8.4</b> |
| <b>Japan</b>                      | <b>1.1</b>                         | <b>0.6</b>  | <b>0.8</b>  | <b>3.2</b>                   | <b>2.1</b> | <b>2.1</b> | <b>-3.1</b>                    | <b>-4.0</b> | <b>-3.8</b> |
| <b>Indien</b>                     | <b>7.3</b>                         | <b>6.4</b>  | <b>6.4</b>  | <b>2.1</b>                   | <b>4.7</b> | <b>4.0</b> | <b>-7.4</b>                    | <b>-7.4</b> | <b>-7.3</b> |

Quelle: Zahlen des Investment Institute by UniCredit

Eurozone ohne Irland: 1.1% (2025), 0.9% (2026), 1.2% (2027)

\*\*Non-WDA. Für Arbeitstage bereinigt: 0,3 % (2025), 0,6 % (2026) und 1,5 % (2027)

### ZENTRALBANKEN

|             | Current | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 |
|-------------|---------|------|------|------|------|------|
| <b>Fed</b>  | 3.75    | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 |
| <b>EZB</b>  | 2.25    | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.25 |
| BOE         | 3.75    | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.50 |
| BoJ         | 1.00    | 1.00 | 1.25 | 1.25 | 1.25 | 1.25 |
| Riksbank    | 1.75    | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.00 |
| Norges Bank | 4.25    | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 |

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

Anmerkung: Die Zahlen sind Ende des Zeitraums



## ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

|                       | 13.07.26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 |
|-----------------------|----------|------|------|------|
| <b>Eurozone</b>       |          |      |      |      |
| Depo-Rate             | 2.25     | 2.50 | 2.50 | 2.50 |
| 3M Euribor            | 2.45     | 2.52 | 2.55 | 2.55 |
| 2Y Schatz             | 2.72     | 2.65 | 2.60 | 2.50 |
| 10Y Bund              | 3.11     | 3.10 | 3.00 | 3.00 |
| 2Y-Euro-Swap          | 2.93     | 2.85 | 2.75 | 2.65 |
| 10Y-EUR-Swap          | 3.15     | 3.15 | 3.05 | 3.05 |
| 10-Y-Swap-Bund-Spread | 4        | 5    | 5    | 5    |
| 2Y BTP                | 2.91     | 2.85 | 2.80 | 2.70 |
| 10Y BTP               | 3.87     | 3.80 | 3.70 | 3.70 |
| 10Y BTP-Bund Spread   | 76       | 70   | 70   | 70   |
| <b>USA</b>            |          |      |      |      |
| Fed Fund Rate         | 3.75     | 3.75 | 3.75 | 3.75 |
| 3M OIS SOFR           | 3.80     | 3.67 | 3.67 | 3.67 |
| 2Y UST                | 4.28     | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 10Y UST               | 4.62     | 4.50 | 4.50 | 4.50 |
| 10Y UST-Bund Spread   | 151      | 140  | 150  | 150  |

## WECHSELKURSPROGNOSEN

|         | 13.07.26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 |
|---------|----------|------|------|------|
| EUR-USD | 1.14     | 1.16 | 1.17 | 1.18 |
| USD-JPY | 162      | 159  | 157  | 155  |
| EUR-JPY | 185      | 184  | 184  | 183  |
| GBP-USD | 1.34     | 1.33 | 1.32 | 1.32 |
| EUR-GBP | 0.85     | 0.87 | 0.89 | 0.89 |
| USD-CNY | 6.78     | 6.75 | 6.73 | 6.72 |
| EUR-CNY | 7.74     | 7.83 | 7.87 | 7.93 |

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

## PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE ANLAGEN

|                             | 13.07.26 | End-2026 | Mid-2027 |
|-----------------------------|----------|----------|----------|
| <b>Rohöl</b>                |          |          |          |
| Brent USD/Barrel            | 81       | 77       | 72       |
| <b>Aktien</b>               |          |          |          |
| Euro STOXX 50               | 6,271    | 6,400    | 6,700    |
| STOXX Europe 600            | 641      | 660      | 700      |
| DAX                         | 25,114   | 26,500   | 28,000   |
| MSCI Italien                | 134      | 135      | 140      |
| S&P 500                     | 7,515    | 7,800    | 8,200    |
| Nasdaq 100                  | 29,264   | 32,000   | 34,000   |
| <b>Unternehmensanleihen</b> |          |          |          |
| iBoxx Non-Financials Senior | 74       | 80       | 80       |
| iBoxx Banken Senior         | 71       | 75       | 75       |
| iBoxx High Yield NFI        | 277      | 280      | 280      |

Quelle: Bloomberg, S&P Global, The Investment Institute by UniCredit

Für detaillierte Prognosetabellen klicken Sie auf die folgenden Links:

[Ökonomie >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Riskante Vermögenswerte>](#)



# Entwicklung ausgewählter Finanzmarktindizes

| Von                                                                 | 13.07.21 | 13.07.22 | 13.07.23 | 13.07.24 | 13.07.25 | 13.07.21 | 01.01.26 |
|---------------------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Bis                                                                 | 13.07.22 | 13.07.23 | 13.07.24 | 13.07.25 | 13.07.26 | 13.07.26 | 13.07.26 |
| <b>AKTIENMARKTINDIZES (GESAMTRENDITE,IN%)</b>                       |          |          |          |          |          |          |          |
| MSCI World (in USD)                                                 | -15.2    | 21.3     | 22.5     | 14.3     | 21.5     | 73.5     | 10.2     |
| MSCI Emerging Markets (in USD)                                      | -25.2    | 8.7      | 13.3     | 12.4     | 37.3     | 43.6     | 19.0     |
| MSCI US (in USD)                                                    | -13.6    | 20.8     | 26.3     | 14.1     | 21.3     | 80.5     | 10.4     |
| MSCI Europe (in EUR)                                                | -6.1     | 15.5     | 17.3     | 8.4      | 20.9     | 65.3     | 11.1     |
| MSCI AC Asia Pacific (in USD)                                       | -22.5    | 11.4     | 14.9     | 10.1     | 34.5     | 48.5     | 18.3     |
| STOXX Europe 600 (in EUR)                                           | -7.6     | 15.5     | 17.4     | 8.9      | 20.8     | 63.3     | 10.8     |
| DAX 40 (Deutschland, in EUR)                                        | -19.2    | 26.5     | 16.2     | 30.9     | 3.5      | 59.1     | 2.6      |
| MSCI Italien (in EUR)                                               | -11.1    | 41.5     | 28.0     | 23.6     | 34.6     | 164.0    | 17.3     |
| ATX (Österreich, in EUR)                                            | -12.7    | 16.7     | 23.4     | 27.3     | 48.6     | 135.9    | 25.0     |
| SMI (Schweiz, in CHF)                                               | -7.1     | 4.3      | 15.8     | 0.5      | 23.2     | 37.6     | 10.7     |
| S&P 500 (USA, in USD)                                               | -11.7    | 20.7     | 26.4     | 13.6     | 21.5     | 84.2     | 10.5     |
| Nikkei (Japan, in JPY)                                              | -6.0     | 25.2     | 29.4     | -4.5     | 72.9     | 159.3    | 34.7     |
| CSI 300 (China, in Yuan)                                            | -14.3    | -7.5     | -8.5     | 19.3     | 19.8     | 3.7      | 2.7      |
| <b>ANLEIHEMARKTINDIZES (GESAMTRENDITE,IN%)</b>                      |          |          |          |          |          |          |          |
| US-Staatsanleihen 10J (in USD)                                      | -11.1    | -3.6     | 0.5      | 2.6      | 3.1      | -9.5     | -1.4     |
| Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)                                | -11.9    | -9.0     | 2.6      | 0.6      | 0.2      | -16.9    | 0.0      |
| EUR Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)                           | -11.8    | -6.8     | 3.9      | 2.5      | 0.8      | -11.5    | 0.0      |
| EUR Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)                     | -11.5    | -1.5     | 6.6      | 5.3      | 1.8      | -0.3     | 0.7      |
| <b>ANLEIHERENDITEN (ÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN=0,01PROZENTPUNKTE)</b> |          |          |          |          |          |          |          |
| US-Staatsanleihen 10J (in USD)                                      | 149      | 86       | 41       | 22       | 20       | 325      | 47       |
| Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)                                | 143      | 137      | -1       | 26       | 39       | 342      | 25       |
| EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)                           | 161      | 133      | -9       | 8        | 38       | 329      | 27       |
| EUR Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)                     | 261      | 118      | -54      | -35      | 46       | 333      | 31       |
| <b>EURO-WECHSELKURSE (WECHSEL,IN%)</b>                              |          |          |          |          |          |          |          |
| US-Dollar (EUR-USD)                                                 | -15.0    | 11.1     | -2.6     | 7.6      | -2.2     | -3.6     | -2.8     |
| Britisches Pfund (EUR-GBP)                                          | -1.3     | 1.4      | -1.8     | 2.7      | -1.4     | -0.3     | -2.2     |
| Schweizer Franken (EUR-SFR)                                         | -9.5     | -1.9     | 1.1      | -4.5     | -0.6     | -14.7    | -0.7     |
| Japanischer Yen (EUR-JPY)                                           | 5.7      | 12.2     | 11.6     | -2.0     | 7.8      | 41.9     | 0.6      |
| <b>ROHSTOFFE (VERÄNDERUNG,IN%)</b>                                  |          |          |          |          |          |          |          |
| Rohstoffindex (GSCI, in USD)                                        | -4.7     | 12.7     | 22.7     | 37.3     | 18.0     | 113.9    | -8.0     |
| Industriemetalle (GSCI, in USD)                                     | -12.0    | 5.0      | 8.4      | -0.1     | 28.7     | 28.6     | 7.1      |
| Gold (in USD pro Feinunze)                                          | -3.7     | 12.3     | 23.1     | 39.1     | 19.3     | 122.5    | -7.2     |
| Rohöl (Brent, in USD pro Barrel)                                    | 30.5     | -19.8    | 7.2      | -17.6    | 18.4     | 10.7     | 36.9     |

**Quelle:** Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 13. Juli 2026)

**Hinweis:** Vergangene Werte und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Indizes können nicht gekauft werden und enthalten daher keine Kosten. Bei Investitionen in Wertpapiere entstehen Kosten, die die Performance verringern. Auch die Rendite auf Investitionen in Fremdwährungen kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Sogenannte synthetische Anleihen werden so berechnet, dass sie die Performance von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich widerspiegeln. In jedem Fall wird die zu diesem Zeitpunkt am besten geeignete reale Bundesanleihe als Referenz für die Renditemöglichkeit der synthetischen Anleihe verwendet. Die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Fälligkeit erfolgt unter folgenden Bedingungen: Abwicklung von Zinszahlungen und Rückzahlung gemäß den Bedingungen sowie Halten bis zur Fälligkeit. In dieser Hinsicht ist es eine Ertragsmöglichkeit. Die Renditemöglichkeiten spiegeln die unterschiedlichen Risikobewertungen der Investoren für die jeweiligen Produkte oder Länder wider (höhere Renditemöglichkeit = höhere Risikobewertung). Die synthetischen Anleihen können nicht gekauft werden und enthalten daher keine Kosten. Im Fall von Währungen und Rohstoffen sind die anfallenden Anschaffungs- und/oder Verwahrungskosten nicht enthalten.





**UniCredit Bank Austria AG**  
Private Banking



**Adresse**  
Rothschildplatz 1  
1020 Wien



**Kontakt**  
Investment Strategy & Solutions  
Martin Mayer  
+43 (0)5 05 05-40175



**Ausführliches Impressum unter**  
<https://www.bankaustria.at/rechtliches-impressum.jsp>

## INSTITUTE LEADERSHIP

Fabio Petti, Co-Chair

Edoardo Campanella,  
Director and Chief Editor

## IDEA GENERATORS

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,  
CIO, Italy

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Erik Haubold,  
CIO, Germany

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Martin Mayer,  
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,  
Head of Macroeconomic  
Analysis

## MANAGING EDITORS

Chiara Silvestre

Christian Stocker

## PRODUCTION

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

# Rechtliche Hinweise

## Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf:

<https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/de/glossary>.

## Wichtige rechtliche Information – bitte lesen.

Dies ist eine Marketingmitteilung und keine Finanzanalyse. Diese Unterlage wurde nur zu Marketingzwecken erstellt und stellt keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Abschlussgebühr kommen.

Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben/Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist.

Die vorliegenden Informationen wurden von der UniCredit Bank Austria AG, Rothschildplatz 1, 1020 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Informationen, sowie von intern erstellten Daten erarbeitet. Diese Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt.

Über den grundsätzlichen Umgang der Bank Austria mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Zuwendungen informiert Sie unsere Broschüre [„Zusammenfassung der Leitlinien für den Umgang mit Interessenkonflikten und Offenlegung von Zuwendungen“](#). Ihre Beraterin bzw. Ihr Berater informiert Sie gerne im Detail.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden. „US-Persons“ darf das gegenständliche Produkt nicht vermittelt bzw. diese nicht darüber beraten werden Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der UniCredit Bank Austria AG zulässig.

Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Berater:innen.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten.

Alle Rechte vorbehalten.

## Impressum und Offenlegung nach §§ 24 und 25 Mediengesetz.

Impressum und Offenlegung gemäß §§ 24, 25 MedienG sind auf der Website der UniCredit Bank Austria AG unter <https://www.bankaustria.at/rechtliches-impressum.jsp> zu finden

## Quellen zu Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben: Refinitiv Datastream, eigene Berechnungen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 16. Juli 2026.