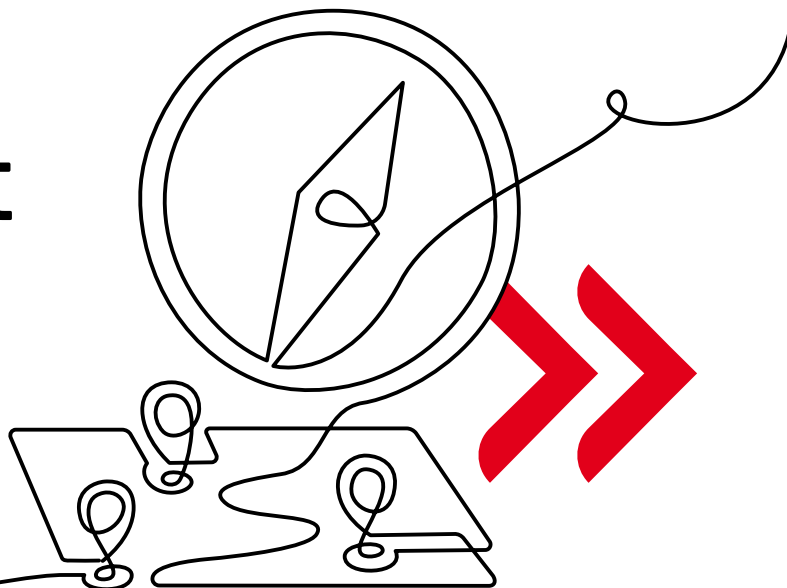


The Checkpoint

9. Juni 2026



Die US-Notenbank unter Warsh

Eine neue Ära beginnt bei der Fed in einem äußerst ungewöhnlichen politischen Umfeld. Kevin Warsh ist der neue Vorsitzende der Federal Reserve. Seine Bestätigung war die umstrittenste in der Geschichte der Zentralbank: Der Senat stimmte mit parteipolitischer Linienführung mit 54 zu 45 Stimmen zu. Während der Vereidigungszeremonie ließ Präsident Donald Trump subtil durchblicken, dass er eine lockere Geldpolitik befürwortet: „Kevin versteht, dass es – nun ja – eine gute Sache ist, wenn die Wirtschaft boomt.“

Zweifellos ist Warsh ein kompetenter Zentralbanker. Anhaltender politischer Druck von Trump – insbesondere wenn er so explizit bleibt wie in den vergangenen Monaten – birgt jedoch das Risiko, dass der Eindruck entsteht, seine wirtschaftlichen Argumente für geldpolitische Lockerungen könnten in Wahrheit politische Motive verschleiern.

Ein Beispiel ist der KI-Boom. Im Vorfeld seiner Nominierung plädierte Warsh für präventive Zinssenkungen mit der Begründung, ein durch KI getriebener Produktivitätsschub rechtfertige eine expansivere geldpolitische Ausrichtung. Bei näherer Betrachtung erscheint diese Argumentation jedoch wenig belastbar. Zwar ist es plausibel anzunehmen, dass KI langfristig die Produktivität steigern, die Angebotskapazität der Wirtschaft erweitern und disinflationär wirken wird. Kurzfristig stellen sich die Dynamiken jedoch anders dar. Derzeit wirkt KI eher wie ein positiver Nachfrageschock als wie ein positiver Angebotsschock. Unternehmen im KI-Sektor investieren massiv in den Aufbau der notwendigen Infrastruktur, ein Prozess, der inflationär wirkt. Gleichzeitig entstehen bei Unternehmen, die KI einführen, häufig Doppelkosten: Bestehende Prozesse werden weitergeführt, während parallel neue Technologien integriert werden ohne dass bereits Effizienzgewinne realisiert werden.

Darüber hinaus droht Warshs Abkehr von traditionellen makroökonomischen Modellen zugunsten stärker subjektiver Einschätzungen (etwa hinsichtlich technologischer Veränderungen), den Märkten ein kohärentes Interpretationsgerüst für die Maßnahmen der Fed zu entziehen. Dies erhöht den Grad an Ermessensspielräumen deutlich. In diesem Kontext wäre eher ein Argument für höhere als für niedrigere Zinsen plausibel.

Für die Märkte bedeutet dies vor allem eines: mehr Volatilität. Die Zentralbank wird weniger verlässlich agieren und weniger transparent entscheiden, sich schwächer an etablierten analytischen Rahmenwerken orientieren und anfälliger für formellen Dissens sein.

Manuela D’Onofrio
Chair of
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-Chair of
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Director and Chief Editor of
The Investment Institute

SICHT DER CIOS 2

ASSETALLOKATION

GEOPOLITISCHES UPDATE 3

Ein Gespräch mit...
Carl Bildt

FOKUS 1 4

Wie wird die US-Notenbank unter Warsh aussehen?

MAKRO STORIES 7

MARKT STORIES 8

Das Rauschen und das Signal

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- FX
- Rohstoffe

PROGNOSEN 15



Sicht der CIOs

Alessandro Caviglia (Italy), Erik Haubold (Germany), Martin Mayer (Austria)

Trotz der Unsicherheit über ein Ende des Konflikts im Mittleren Osten zeigen die Aktienmärkte weiterhin ein bemerkenswert hohes Vertrauen in dessen vorübergehende Natur. Präsident Donald Trump ist sich bewusst, dass dieses Thema bei seiner Wählerbasis nicht gut ankommt und mit Blick auf die Zwischenwahlen im November an Gewicht gewinnen wird. Allerdings gibt es auch eher technische, weniger geopolitische Faktoren, die eine positive Haltung der Investoren rechtfertigen.

Technologie und Finanzwerte zählen derzeit zu den dominierenden Sektoren der globalen Aktienmärkte und sind vergleichsweise weit vom Epizentrum der Energiekrise entfernt, sodass sie entsprechende Schocks besser verkraften können – insbesondere, wenn diese nur vorübergehend sind. Zudem weisen die wichtigsten Aktienindizes weiterhin eine hohe Konzentration auf wenige Titel auf, deren Ergebnisse einen überproportionalen Einfluss auf die Gesamtmärkte und die Stimmung haben.

In der jüngsten Berichtssaison fielen die Unternehmensergebnisse überwiegend positiv oder besser als erwartet aus. Darüber hinaus sind große börsennotierte Unternehmen stark global ausgerichtet und erzielen einen erheblichen Teil ihrer Umsätze außerhalb Europas, wodurch sie weniger anfällig für eine Abschwächung der heimischen Konjunktur sind. Diese Faktoren machen die Aktienmärkte widerstandsfähiger gegenüber makroökonomischen Einflüssen, erhöhen jedoch zugleich die Abhängigkeit von unternehmensspezifischen Entwicklungen.

Insgesamt behalten wir einen konstruktiven Ausblick für Aktien bei, mit einer besonders positiven Einschätzung für Schwellenmärkte. Der Anleihemarkt hingegen bleibt stark von makroökonomischen Faktoren wie Wachstum und Inflation geprägt, da diese die Geldpolitik bestimmen. Vor diesem Hintergrund bleiben wir bei Staatsanleihen aus Industrieländern vorsichtig, insbesondere angesichts synchroner fiskalischer Expansion, da steigende Sorgen um die Schuldenfähigkeit das Renditeniveau am langen Ende der Zinskurve beeinflussen könnten.

ASSETALLOKATION

UNSERE EINSCHÄTZUNG ZU DEN ANLAGEKLASSEN

	UNTER-GEWICHTET	NEUTRAL	ÜBER-GEWICHTET
Aktien Global		●	
Aktien USA		●	
Aktien Europa		●	
Aktien Pazifik (Industrieländer ¹)		●	
Aktien Schwellenländer			●
Anleihen Global		●	
Staatsanleihen EWU	●		
Staatsanleihen (nicht-EWU)	●		
Euro Unternehmensanleihen (Investment Grade)		●	
Euro Unternehmensanleihen (High-Yield)	●		
Schwellenländer-Anleihen (harte Währung)			●
Schwellenländer-Anleihen (lokale Währung)			●
Geldmarkt/Liquidität		●	
Alternative Anlagen		●	
Bitcoin		●	
Rohstoffe		●	
Rohöl		●	
Gold		●	

1. Industrieländer: Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur





Geopolitisches Update

Autor: Edoardo Campanella

Director and Chief Editor of The Investment Institute



Ein Gespräch mit... Carl Bildt

Ehemaliger Schwedischer Ministerpräsident



Am 27. Mai wurde Herr Bildt im Rahmen unserer Webinarreihe „40 Minuten mit ...“ interviewt. Nachfolgend finden Sie ein bearbeitetes Transkript des Interviews. Eine Aufnahme des Interviews zum nochmaligen Anschauen finden Sie [hier](#).

Edoardo Campanella: Treten wir in eine G-0-Szenario ein, in der niemand in der Welt das Sagen hat, oder in eine G-2-Welt, in der die USA und China gemeinsam das internationale System steuern?

Carl Bildt: Ich denke, wir sind in keinem von beiden. Ich glaube nicht, dass wir uns in einer G2-Welt befinden. Die Amerikaner und die Chinesen sind damit beschäftigt, ihre eigenen bilateralen Beziehungen zu klären. Aber wie Sie beim jüngsten Treffen in Peking gesehen haben, scheinen ihre Ambitionen und ihre Fähigkeit, die globale Entwicklung zu beeinflussen, ziemlich begrenzt. Das hängt auch mit der begrenzten Macht der Vereinigten Staaten zusammen, die heute im Nahen Osten sehr exponiert sind. Sind wir in einer G-Null-Welt? Das würde bedeuten, dass niemand für irgendetwas verantwortlich ist. Nicht ganz. Wir haben immer noch Elemente des Multilateralismus, die funktionieren. Die Europäische Union ist derzeit sehr erfolgreich darin, weltweit Handelsverhandlungen zu führen und Netzwerke vertrauenswürdiger Partnerschaften im globalen Handel aufzubauen. Es ist also ein sehr verwirrendes Bild. Wir haben eindeutig die alte globale Ordnung hinter uns gelassen, aber wir sind nicht in eine neue Ordnung eingetreten. Wir befinden uns in einer Phase der Unruhe und Unsicherheit, von der ich befürchte, dass sie uns noch lange begleiten wird.

Edoardo Campanella: Seit Januar ist die Trump-Regierung in verschiedenen und weit entfernten Regionen aktiv – Venezuela, Grönland und Iran. Sehen Sie darin eine geostrategische Kohärenz?

Carl Bildt: Es gibt Elemente der Kohärenz, aber auch Elemente des reinen Chaos. Wenn man sich die Nationale Sicherheitsstrategie 2025 ansieht, war die westliche Hemisphäre die erste Priorität – eine Art aktualisierte Monroe-Doktrin. Das erklärt Venezuela. Grönland hingegen war eher eine persönliche Idee von Trump. Die USA hatten dort schon lange strategische Interessen, aber die Idee, Grönland selbst mit Gewalt zu übernehmen, war höchst ungewöhnlich. Die zweite Priorität der Strategie war China, dann Europa und schließlich der Nahe Osten. Trotz des Wunsches, das Engagement im Nahen Osten zu verringern, geriet Trump dort in einen neuen Konflikt. Das widerspricht der langfristigen US-Strategie. Deshalb sehe ich keine klare einheitliche Logik.

Edoardo Campanella: Schauen wir uns den Iran an. Bekommen wir bald einen Deal?

Carl Bildt: Ich denke, wir werden irgendeine Art von Deal bekommen, aber keinen umfassenden. Der Konflikt wird in verschiedenen Formen fortbestehen. Trump erwartete einen schnellen Sieg, wie Putin es in der Ukraine tat. Aber keines der Ziele wurde erreicht. Das Regime bleibt bestehen, die Nuklearfrage ist ungelöst und ein neues Problem ist in der Straße von Hormus aufgetaucht. Es könnte eine Vereinbarung zur Stabilisierung des Schiffsverkehrs geben, aber komplexere Fragen werden noch eine Zeit lang ungelöst bleiben.

Edoardo Campanella: Mit Blick auf fünf Jahre, wie wird der Nahe Osten aussehen?

Carl Bildt: Die Lage wird nicht stabil sein, aber es wird hoffentlich auch kein völliges Chaos geben. Es wird Elemente von beidem geben. Israel wird eine wichtige Rolle spielen und hat eine aggressivere Haltung eingenommen. Iran wird weiterhin präsent sein. Syrien wird umkämpft bleiben, Jemen kompliziert, und regionale Rivalitäten – wie zwischen Abu Dhabi und Riad – werden weiterhin bestehen. Also: keine Stabilität, kein Frieden, aber auch kein völliges Chaos.



Wie wird die US-Notenbank unter Warsh aussehen?

Autoren: Daniel Vernazza, Luca Cazzulani, Roberto Mialich

Kevin Warsh ist soeben zum Vorsitzenden der Fed ernannt worden und folgt damit auf Jerome Powell. Doch wie wird Warsh agieren? Die Unsicherheit darüber, was er tatsächlich denkt und welche Veränderungen er bei der Fed vornehmen könnte, ist groß. Der frühere Inflationsfalke – während seiner Zeit als Fed-Gouverneur von 2006 bis 2011 – hat im vergangenen Jahr argumentiert, dass ein durch KI getriebener Produktivitätsschub disinflationär wirken und niedrigere Zinsen ermöglichen könnte. Dies hat vermutlich eine wichtige Rolle bei seiner Nominierung durch Präsident Donald Trump gespielt. Im Folgenden erläutern wir unsere Erwartungen an die von Warsh geführte Fed.

1. Verteidigung der Unabhängigkeit und konsensorientierte Politik

Wir erwarten, dass Warsh die Unabhängigkeit der Fed verteidigt und den auf Konsens ausgerichteten Entscheidungsprozess beibehält. Dies dürfte äußerst herausfordernd sein, da Trump wiederholt Zinssenkungen gefordert hat. Dennoch wird Warsh nicht an Aussagen gebunden sein, die er gegenüber Trump im Rahmen des Auswahlverfahrens gemacht oder nicht gemacht hat. Vor allem wird er vermeiden wollen, als der nächste Arthur Burns in die Geschichte einzugehen – jener Fed-Vorsitzende von 1970 bis 1978, der weithin dafür bekannt ist, politischem Druck nachgegeben zu haben, was letztlich zu einem deutlichen Anstieg der Inflation führte.

Selbst wenn Warsh Trumps Forderungen nachgeben würde (was unwahrscheinlich ist), liegt die Entscheidung über die Geldpolitik nicht allein bei ihm, sondern beim Federal Open Market Committee (FOMC) mit seinen zwölf stimmberechtigten Mitgliedern. Derzeit ist das Gremium zwar gespalten, doch fordert niemand Zinssenkungen. Fed-Gouverneur Christopher Waller, früher eher dovish und einer der letzten Kandidaten für den Fed-Vorsitz, hat sich inzwischen deutlich restriktiver geäußert und erklärt: „Ich kann weitere Zinserhöhungen künftig nicht ausschließen, falls die Inflation nicht bald nachlässt.“

2. Zinssenkungen zunächst aufgeschoben

Warsh hat für einen stärker zukunftsorientierten Ansatz bei Zinsentscheidungen plädiert, statt sich primär an rückblickenden Daten zu orientieren. Allerdings dürfte es sehr schwierig sein, das aktuelle FOMC von Zinsänderungen auf Basis solcher Einschätzungen zu überzeugen. Vielmehr wird das Gremium weiterhin die eingehenden Daten analysieren und prüfen, ob diese ein bestimmtes Narrativ stützen.

Das wirtschaftliche Umfeld spricht kurzfristig nicht für Zinssenkungen. Angebotsseitige Schocks durch Zölle und zuletzt den Iran-Konflikt haben die Gesamtinflation deutlich über das Ziel von 2 % hinaus in Richtung 4 % getrieben. In seiner Anhörung im Senat im April argumentierte Warsh, die Fed solle stärker auf „trimmed averages“ der Inflation achten – also Kennzahlen, die extreme Preisausschläge herausfiltern –, anstatt sich ausschließlich auf die Kerninflation zu konzentrieren. Diese Werte liegen tendenziell etwas unter der Kerninflation und könnten es der Notenbank erleichtern, temporäre Preisschocks, etwa durch Zölle, auszublenden. Allerdings sind auch die Inflationserwartungen – einschließlich marktbasierter Indikatoren – gestiegen. Gleichzeitig zeigen sich am Arbeitsmarkt Anzeichen einer Stabilisierung nach einer Abschwächung in der zweiten und dritten Phase von 2025.

Warsh hat argumentiert, ein KI-bedingter Produktivitätsschub könne disinflationär wirken und so niedrigere Zinsen ermöglichen. Kurzfristig ist dies jedoch unwahrscheinlich. Hohe Investitionen in KI – sowohl zur Nutzung neuer Technologien als auch aufgrund steigender erwarteter Renditen – erhöhen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und treiben die Preise für KI-bezogene Inputs wie Rechenhardware und Software.

Langfristig wird Inflation nicht durch reale Größen wie Produktivität bestimmt, sondern durch die Geldpolitik (wie Milton Friedman betonte: Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen). Der Einfluss eines KI-getriebenen Produktivitätsschubs auf den realen neutralen Zinssatz ist theoretisch unklar. Einerseits könnte höhere Produktivität den Zins anheben – in klassischen Wachstumsmodellen entspricht der Zinssatz der Wachstumsrate der Wirtschaft. Andererseits könnten gegenläufige Effekte wirken: KI dürfte den Kapitalanteil am Einkommen erhöhen, während Kapitaleigentümer eine geringere Konsumneigung haben, was die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit den neutralen Zins drücken könnte. Zudem könnten Haushalte angesichts unsicherer Beschäftigungsperspektiven mehr vorsorglich sparen, was ebenfalls dämpfend wirkt.



In unserem Basisszenario senkt die Fed die Zinsen dieses Jahr einmal im Dezember und bleibt anschließend bis 2027 unverändert. Allerdings benötigt die Wirtschaft derzeit keine Zinssenkungen, und die Risiken sprechen eher für eine längere Phase stabiler Zinsen.

3. Weniger stark gesteuerte Kommunikation

In seiner Anhörung äußerte sich Warsh kritisch zur Kommunikation der Fed und dürfte hier Änderungen anstoßen. Er steht insbesondere dem „Dot Plot“ skeptisch gegenüber, da dieser die Handlungsfreiheit der Entscheidungsträger einschränken könne. Zudem ist er der Ansicht, dass sich Fed-Vertreter zu häufig äußern und zu viel Orientierung geben, und zeigte sich offen für eine Reduktion der Pressekonferenzen nach FOMC-Sitzungen.

Zwar sind Anpassungen wahrscheinlich, doch dürften sie begrenzt bleiben. Angesichts der gut belegten Vorteile von Transparenz und klarer Kommunikation halten wir es für unwahrscheinlich, dass Warsh die Zahl der Pressekonferenzen deutlich reduziert. Auch hat der Vorsitzende nur begrenzten Einfluss auf die Kommunikationsaktivität anderer FOMC-Mitglieder.

4. Eine kleinere Bilanz

Warsh hat mehrfach betont, dass er die Bilanz der Fed verkleinern und stärker auf kurzfristige Vermögenswerte ausrichten möchte. Er argumentiert, dass expansive Bilanzpolitik vor allem wohlhabendere Bevölkerungsschichten begünstigt, während Zinspolitik eine breitere Wirkung hat. Eine Bilanzverkürzung sollte schrittweise erfolgen und mit dem Finanzministerium abgestimmt werden.

Dies entspricht auch unserer Einschätzung: In einer Phase hoher staatlicher Neuverschuldung könnte ein zu schneller Bilanzabbau unnötigen Druck auf die Finanzmärkte ausüben. Entscheidungen über die Bilanz erfordern zudem eine Mehrheit im FOMC und dürften daher vorsichtig umgesetzt werden – zumal ein Abbau steigenden Druck auf US-Staatsanleiherenditen ausüben könnte.

Auswirkungen auf die Märkte

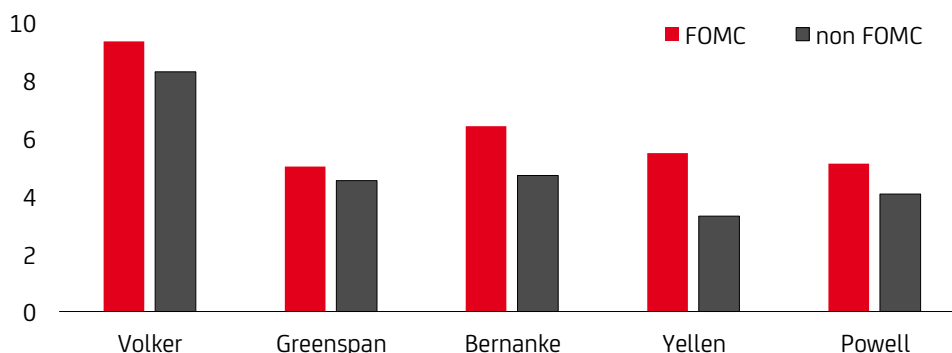
Die Markterwartungen zur Geldpolitik waren seit Beginn des Konflikts sehr volatil: Von erwarteten Zinssenkungen hin zu derzeit eingepreisten etwa 25 Basispunkten Straffung. Kurzfristig dürfte die Entwicklung stark von den Daten abhängen. Solange die Inflation hoch bleibt, die Energiepreise unter Druck stehen und die Konjunktur robust ist, ist es unwahrscheinlich, dass Warsh Zinssenkungen befürwortet. Mehrere Fed-Mitglieder haben zuletzt Vorbehalte gegenüber einer Lockerung signalisiert, was den Eindruck verstärkt, dass das Umfeld derzeit nicht für eine geldpolitische Lockerung geeignet ist. Zudem hat Warsh seine Unabhängigkeit betont – ein zu früher Vorstoß für niedrigere Zinsen könnte seine Glaubwürdigkeit untergraben.

Warsh hat zudem angedeutet, die Kommunikation der Fed grundlegend zu überarbeiten. Weniger häufige Äußerungen und reduzierte „Forward Guidance“ könnten die Volatilität der Renditen rund um FOMC-Entscheidungen erhöhen. Eine mögliche Reduktion von Pressekonferenzen könnte hingegen die Marktreaktionen dämpfen, da die Informationslage kompakter wäre.

Historisch ist die Volatilität an FOMC-Tagen höher als an anderen Tagen, da neue Informationen veröffentlicht werden. Allerdings war die Volatilität unter Powell geringer als unter Yellen und Bernanke – ein Hinweis darauf, dass regelmäßige Kommunikation nach Sitzungen dazu beiträgt, Marktreaktionen zu stabilisieren.

CHART 1.1: WIE REAGIEREN US-STAAFSANLEIHERENDITEN AUF DIE FED?

DURCHSCHNITTLICHE VERÄNDERUNG DER RENDITE 10-JÄHRIGER US-STAAFSANLEIHEN AN FOMC-TAGEN UND AN NICHT-FOMC-TAGEN (IN ABSOLUTEN WERTEN, IN BASISPUNKTEN)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Anmerkung: Die Grafik zeigt die durchschnittliche absolute Veränderung der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen an FOMC- und Nicht-FOMC-Tagen. Außerordentliche Sitzungen sind in der Stichprobe nicht enthalten.



Die Reduzierung der Bilanz dürfte schrittweise erfolgen und die Zinsstrukturkurve mittelfristig vor allem über die Laufzeitprämie beeinflussen. Zwei Punkte sind dabei entscheidend.

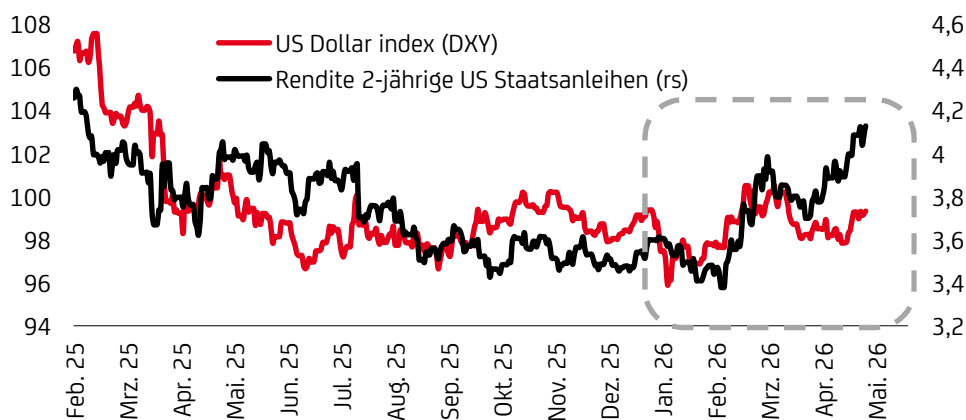
Erstens wird jede Anpassung so gestaltet sein, dass Marktvolatilität minimiert wird. Auch wenn Warsh darauf abzielen könnte, den durch eine große Bilanz verursachten Aufwärtsdruck auf Finanzanlagepreise zu verringern, bleibt die Fed der Finanzstabilität verpflichtet und wird versuchen, diese Ziele auszubalancieren.

Zweitens muss die Fed vor einer Bilanzreduzierung sicherstellen, dass die Reservenachfrage der Banken ausreichend gedeckt ist. Andernfalls könnte eine Verknappung unbeabsichtigten Aufwärtsdruck auf Geldmarktsätze ausüben und die geldpolitische Transmission schwächen.

Am Devisenmarkt erwarten wir nicht, dass der Wechsel an der Spitze der Fed kurzfristig einen erheblichen Einfluss auf den US-Dollar hat. Die Entwicklung des USD dürfte vielmehr von den Ereignissen im Nahen Osten abhängen; fällt die kriegsbedingte Risikoprämie weg, könnte der Dollar erneut an Stärke verlieren. Allerdings könnten höhere langfristige Renditen entlang der Zinskurve einen möglichen Rückgang des USD bremsen, da die Korrelation zwischen beiden Größen zugenommen hat – wie in der nachstehenden Grafik 1.2 zu sehen ist, in der der US-Dollar-Index (DXY) der Rendite zweijähriger US-Treasuries gegenübergestellt wird.

Mit Blick nach vorn erscheint die tatsächliche Unabhängigkeit der Fed als der wichtigste Faktor für den US-Dollar. Fed-Chef Kevin Warsh galt während seiner Zeit als Gouverneur als restriktiv („hawkish“). Sollte er diese Haltung im FOMC beibehalten, dürfte der USD stabil bleiben. Umgekehrt könnte der Dollar unter Druck geraten, falls Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik entstehen. Aus geldpolitischer Sicht deuten die US-Terminsätze derzeit auf eine moderate Straffung hin, während wir weiterhin mit einer Zinssenkung im Dezember rechnen – ein Szenario, das Investoren überraschen und den USD belasten könnte.

CHART 1.2: RÜCKKEHR DER SENSITIVITÄT DES US-DOLLARS GEGENÜBER US-RENDITEN
US-DOLLAR-INDEX (DXY) UND DIE RENDITE ZWEIJÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit





1 Öl: schwere Störungen, fragile Neujustierung

Drei Monate nach Beginn des Konflikts im Nahen Osten sorgen Angebotsunterbrechungen auf Grund der Blockade der Straße von Hormus weiterhin für ausgeprägte Volatilität an den Rohölmärkten. Die Benchmarkpreise schwanken stark in Reaktion auf wechselnde Signale hinsichtlich eines möglichen US-Iran-Abkommens. Zwar ist der kumulierte Ausfall von Golf-Lieferungen historisch beispiellos, doch wurde das effektive Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage teilweise durch Nachfrageschwäche, koordinierte Freigaben von strategischen Lagerbeständen sowie einer Neuordnung der Handelsströme abgefedert. So sind die Exporte aus dem Atlantikraum zur Versorgung der Märkte östlich von Suez deutlich gestiegen.

Der Markt dürfte über weite Teile des Jahres 2026 hinweg im Defizit bleiben, mit einer allmählichen Normalisierung gegen Jahresende. Entscheidend ist, dass das Ausmaß des kumulierten Lagerabbaus auf eine anhaltende Phase von Knappheit hindeutet, selbst wenn sich das Angebot normalisiert. Unser Basisszenario geht von einer zumindest teilweisen Wiederherstellung der Lieferströme aus, wodurch die Preise bis zum Jahresende schrittweise in Richtung etwa 90 USD pro Barrel nachgeben dürften.

2 EZB: Zinserhöhung im Juni gilt als gesetzt

Zinserhöhungen im Euroraum rücken näher. Vor dem Hintergrund unserer Erwartung, dass die Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2026 im Durchschnitt bei rund 3,5 % liegen wird, die Wirtschaft eine Rezession vermeidet und der Arbeitsmarkt stabil bleibt, ist es sehr wahrscheinlich, dass die EZB auf ihrer nächsten Sitzung am 11. Juni mit der geldpolitischen Straffung beginnt. Mehrere einflussreiche Ratsmitglieder haben bereits signalisiert, dass eine Zinserhöhung bevorsteht.

Die zentrale Frage ist, wie es nach Juni weitergeht. Die Antwort hängt maßgeblich von der Entwicklung des Kriegs und der Energiepreise ab. Sollte sich unsere Annahme bestätigen, dass die Energiepreise im Sommer nachgeben, dürfte die EZB nur moderat straffen – aus drei Gründen: Erstens bleiben die Inflationserwartungen gut verankert. Zweitens haben sich die Finanzierungsbedingungen durch höhere Langfristzinsen bereits verschärft, was den Handlungsdruck auf die EZB reduziert. Drittens gibt es bislang nur begrenzte Hinweise auf Zweitundeneffekte bei den Löhnen, wodurch das Risiko eines breiten Übergreifens höherer Energiepreise auf andere Güter und Dienstleistungen gering bleibt.

Wir rechnen daher mit einer letzten Zinserhöhung im September, die den Einlagensatz auf 2,50 % anheben dürfte – den oberen Rand einer plausiblen neutralen Spanne.

3 Fed: Abkehr vom Lockerungsbias

Die Fed-Sitzung am 16./17. Juni wird die erste unter dem neuen Vorsitzenden Kevin Warsh sein. Der geldpolitische Ausschuss (FOMC) dürfte die Zinsen mit hoher Wahrscheinlichkeit unverändert lassen und die Zielspanne für die Federal Funds Rate bei 3,50–3,75 % belassen. Die Inflation hat sich deutlich erhöht: Die Gesamtinflation (PCE) lag im April bei 3,8 %, die Kerninflation bei 3,3 %. Die zentrale Frage der nächsten Sitzung ist, ob das FOMC seinen impliziten Lockerungsbias aus dem Statement streicht. Bereits im April hatte der Ausschuss diesen beibehalten, obwohl drei stimmberechtigte Mitglieder (Beth Hammack, Neel Kashkari und Lorie Logan) für eine neutrale Haltung votierten. Wir gehen davon aus, dass der Lockerungsbias bei der kommenden Sitzung aufgegeben wird, was Warshs Glaubwürdigkeit im Kampf gegen die Inflation stärken dürfte. Weiterhin erwarten wir eine Zinssenkung im Dezember – vorausgesetzt, die Ölpreise beginnen ab dem Sommer schrittweise zu sinken. Allerdings sind die Risiken eher in Richtung einer längeren Phase unveränderter Zinsen gerichtet.





Markt Stories

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

Das Rauschen ...

Die robuste Marktentwicklung hat zu einer achtwöchigen Gewinnserie des S&P-500-Index geführt, der – gestützt durch eine starke Rallye bei Halbleiteraktien – ein neues Allzeithoch erreicht hat. Die Zuversicht hinsichtlich einer Lösung des US-Iran-Konflikts hat sich nach konstruktiven Nachrichten über Fortschritte in den Verhandlungen verbessert. Energiepreise und Staatsanleiherenditen reagierten zunächst stark auf Eskalationsängste und anschließend auf Hoffnungen auf eine Einigung. Die politische Rhetorik, insbesondere aus Washington, sowie die Unsicherheit über die Reaktionen der Zentralbanken auf kriegsbedingte, energiegetriebene Preisschübe haben die Lage zusätzlich verkompliziert, die voraussichtlich weiterhin stark von Schlagzeilen geprägt bleiben wird.



... und das Signal

Die Märkte bleiben in ihren Fundamentaldaten verankert. Die Neubewertung im Zuge der jüngsten geopolitischen Ereignisse konzentrierte sich vor allem auf Risikoprämien, nicht jedoch auf eine Revision der Wachstums- oder Gewinnerwartungen und es gibt keine signifikante Einpreisung eines Rezessionsszenarios.

Im Rentenmarkt spiegeln höhere Renditen vor allem erneut aufgekommene Inflationssorgen im Zusammenhang mit dem Energiepreisschock sowie entsprechende Laufzeitprämieneffekte wider und weniger die Sorge vor einem langanhaltenden Konflikt. Gleichzeitig ist am Kreditmarkt keine Ausweitung der Risikoaufschläge zu beobachten, was die konstruktive mittelfristige Einschätzung der Investoren unterstreicht.

Die Aktienmärkte haben eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit gezeigt: Rückgänge blieben begrenzt und wurden von einer kräftigen Erholung des S&P 500 gefolgt, der seit seinen Tiefständen Ende März um über 17 % gestiegen ist. Unterstützt wurden Aktien durch ein starkes Gewinnwachstum, insbesondere bei US-Unternehmen, die vom KI-Boom profitieren.

Insgesamt haben geopolitische Entwicklungen die kurzfristige Volatilität erhöht, jedoch die zentralen Treiber der Märkte nicht verdrängt: robuste Unternehmensgewinne, Inflationsdynamik und ein begrenzter Spielraum für eine schnelle geldpolitische Lockerung. Da die Märkte derzeit eine Einigung zwischen den USA und dem Iran einpreisen, könnte ein größerer Rückschlag in Form einer erneuten militärischen Eskalation die Investoren überraschen und zu einer ausgeprägten Risikoaversion führen.

Aktien

Mikroökonomische Stärke stabilisiert die Märkte trotz makroökonomischer Unsicherheit

Wir bleiben bei unserem konstruktiven Ausblick für die Aktienmärkte, setzen den Fokus jedoch verstärkt auf Schwellenländer und US-Aktien. Europa ist aufgrund seiner Sektorstruktur stärker von geopolitischen Störungen betroffen. Insgesamt bleibt jedoch entscheidend, dass anhaltendes Gewinnwachstum weiteres Aufwärtspotenzial für die Aktienmärkte unterstützen dürfte.

US-Aktien haben seit der Eskalation der Spannungen im Nahen Osten die globale Entwicklung angeführt und zeigen weiterhin eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit trotz anhaltender geopolitischer Unsicherheit – selbst während Störungen in der Straße von Hormus auf globale Lieferketten durchschlagen. Die Fähigkeit des Marktes, diese Schocks ohne eine spürbare Eintrübung der Stimmung zu absorbieren, reflektiert die dominierende Rolle des Gewinnzyklus gegenüber makroökonomischen Belastungsfaktoren: Die Belastung durch höhere Energiekosten wird durch die ungebrochene – und teilweise weiter beschleunigte – Dynamik des KI-getriebenen Investitionszyklus kompensiert.

Das Gewinnwachstum bleibt robust, gestützt durch positiven operativen Leverage, anhaltende Preissetzungsmacht und die zunehmende Verbreitung von KI-bezogenen Investitionen über verschiedene Sektoren hinweg. Gewinnrevisionen entwickeln sich zunehmend unterstützend, und tatsächlich erzielte Ergebnisse übertreffen weiterhin die Erwartungen, was das Vertrauen in die Tragfähigkeit des Aufschwungs stärkt. Large-Cap-Technologie bleibt ein zentraler Baustein der strukturellen Wachstumsstory, doch zusätzliche Performance kommt zunehmend aus stärker zyklisch ausgerichteten Segmenten. Infolgedessen basiert die Marktentwicklung weniger auf einer Ausweitung von Bewertungsmultiplikatoren und stärker auf realem Gewinnwachstum. Die wesentlichen Risiken liegen in einem möglichen negativen makroökonomischen Spillover-Szenario: anhaltender Inflationsdruck und steigende Kapitalmarktrenditen.

Europäische Aktien sind demgegenüber stärker direkt von geopolitischen Risiken betroffen, vor allem über deutlich gestiegene Energiekosten, und haben sich seit der Eskalation hinter der globalen Entwicklung zurückentwickelt. Die Störungen rund um die Straße von Hormus wirken über höhere Energiekosten und zunehmende Unsicherheit über die Nachfrage auf den Gewinnausblick. Wie in früheren Energiepreisschocks erfolgt die Anpassung schrittweise: Unternehmen absorbieren zunächst höhere Inputkosten oder geben diese weiter, doch je länger die Preise hoch bleiben, desto größer wird das Risiko nachlassender Nachfrage und negativer Gewinnrevisionen.

Auf Indexebene ergibt sich daraus eine gegenläufige Dynamik: Während energiebezogene Gewinne teilweise stützen, geraten stärker zyklische und binnenorientierte Sektoren durch schwächere Nachfrage unter Druck. Gleichzeitig begrenzt Europas geringe Exponierung gegenüber strukturellen Wachstumstreibern – insbesondere im Bereich KI – die Fähigkeit, diese Belastungsfaktoren auf aggregierter Ebene auszugleichen. Zudem erhöhen anhaltend hohe Energiepreise den Inflationsdruck, verstärken die Aussicht auf strengere finanzielle Bedingungen und belasten die Bewertungen zusätzlich.

Dies spiegelt sich zunehmend in Kapitalflüssen und relativer Performance wider: Die zuvor zu beobachtende Diversifikation in europäische Aktien ist ins Stocken geraten, Kapital fließt wieder verstärkt in Märkte mit höherer Gewinntransparenz und stärkerer struktureller Wachstumsdynamik. Entsprechend liegt die Entwicklung europäischer Aktien seit Jahresbeginn hinter anderen Regionen wie den Schwellenländern und den USA zurück.

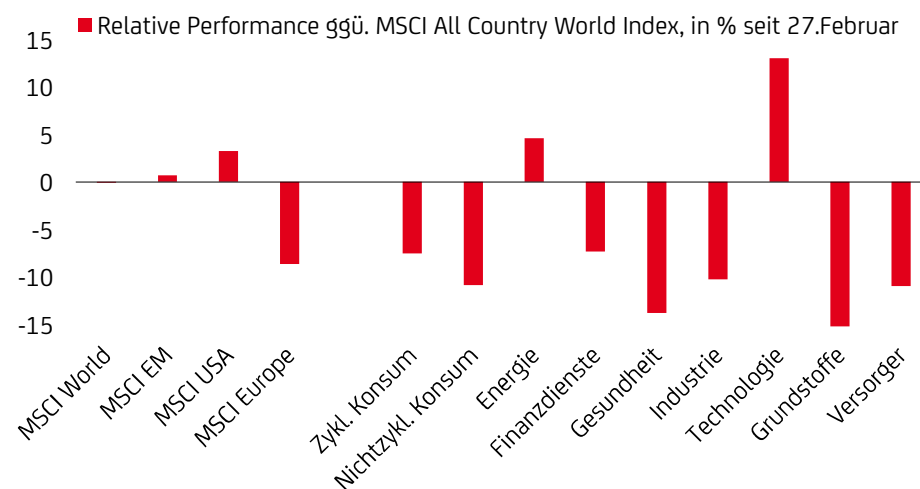
Neben US-Aktien haben auch **Schwellenländer** seit Ende Februar überdurchschnittlich performt, allerdings bei größerer Differenzierung. Die Zugewinne wurden vor allem von Volkswirtschaften getragen, die in die KI-Wertschöpfungskette eingebunden sind, insbesondere Südkorea und Taiwan,

während stärker geopolitisch exponierte Märkte zurückgeblieben sind. Insgesamt werden Schwellenländer zunehmend durch ihre doppelte Exponierung gegenüber KI und Rohstoffen geprägt: Asiatische Märkte profitieren von Halbleiter- und Hardwareverflechtungen, während andere Märkte weiterhin stark von realen Vermögenswerten abhängen. Diese Kombination unterstreicht die Rolle der Schwellenländer als diversifizierte Quelle globaler Renditen, auch wenn sie empfindlich auf eine Straffung der globalen Liquiditätsbedingungen durch höhere US-Renditen und einen stärkeren Dollar reagieren.

Im **asiatisch-pazifischen Raum** nimmt Japan eine strukturell verbesserte, aber extern anfällige Position ein. Japanische Aktien haben sich seit Ausbruch des Iran-Kriegs relativ gut behauptet, gestützt durch ihre enge Verknüpfung mit globalen Investitionszyklen. Diese relative Widerstandsfähigkeit wird durch eine sich verbessernde Binnenlage verstärkt: steigende Inflationserwartungen (nach einer langen Phase der Deflation, den sogenannten „verlorenen Jahrzehnten“), fortschreitende Reformen der Unternehmensführung und ein anhaltender Fokus auf Kapitaleffizienz unterstützen eine schrittweise Neubewertung des Marktes – auch wenn die Wirtschaft weiterhin anfällig für erneute Energiepreisschwankungen und eine mögliche Abschwächung der globalen Nachfrage bleibt.

CHART 2.1: US-AKTIENMARKT UND TECHNOLOGIESEKTOR SIND DIE KLAREN OUTPERFORMER

DIE POSITIVE ENTWICKLUNG SEIT DEM 27. FEBRUAR WIRD VOM IT-SEKTOR ANGETRIEBEN



Quelle: LSEG Datastream, The Investment Institute by UniCredit

Festverzinsliche Wertpapiere

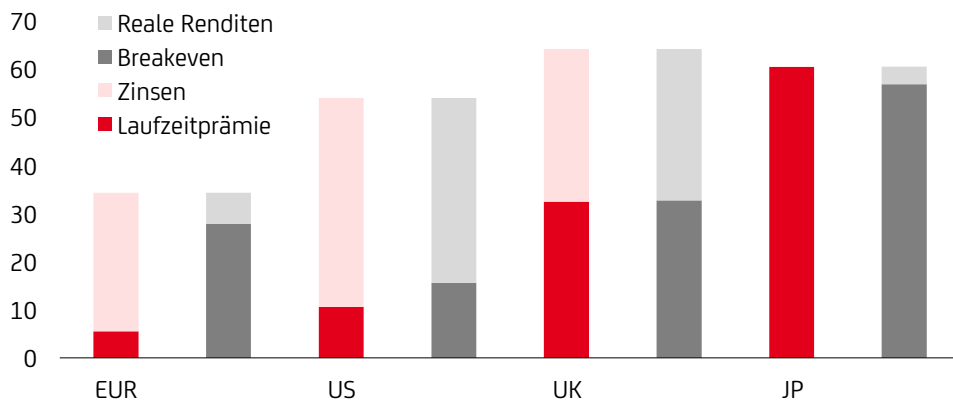
Anstieg der Anleiherenditen vor allem durch Erwartungen an die Zentralbanken getrieben

Die Renditen von Staatsanleihen sind seit dem Ausbruch des Krieges im Iran gestiegen und haben sich in den letzten Wochen weiter beschleunigt, wobei die 10-jährigen Renditen in den USA, dem Vereinigten Königreich und Japan Mehrjahreshochs erreicht haben. Der Großteil des Aufwärtsdrucks wurde durch Erwartungen weiterer Zinserhöhungen der großen Zentralbanken getrieben. Diese Dynamik war insbesondere in den USA und im Vereinigten Königreich ausgeprägt, während Japan eine Ausnahme darstellt, da die Erwartungen hinsichtlich einer Straffung durch die Bank of Japan vergleichsweise stabil geblieben sind.

Die Märkte verknüpfen höhere Energiepreise derzeit zutreffend mit möglichen Reaktionen der Zentralbanken und liegen damit im Einklang mit der jüngsten Zentralbankkommunikation. Da es sich bereits um den zweiten Inflationsschock innerhalb weniger Jahre handelt, konzentrieren sich die Währungshüter darauf, die Inflationserwartungen zu verankern, bevor Zweitrundeneffekte entstehen. Die deutliche Neubewertung der Zinserwartungen deutet zudem darauf hin, dass die Anpassung der Laufzeitprämien bislang relativ begrenzt geblieben ist – mit Japan als teilweiser Ausnahme.

CHART 2.2: RENDITEN VON STAATSANLEIHEN SIND VOR ALLEM AUFGRUND EINER NEUBEWERTUNG DER ZENTRALBANKERWARTUNGEN GESTIEGEN

VERÄNDERUNG VON 10-JÄHRIGEN BREAK-EVEN-INFLATIONS-RATEN, REALEN RENDITEN, LAUFZEITPRÄMIEN UND ERWARTETEN LEITZINSEN (%)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Grafik zeigt die Veränderungen der 10-jährigen Break-even-Inflationsraten (BE), der 10-jährigen realen Renditen (RY) sowie der erwarteten Leitzinsen über einen Zeithorizont von 12 Monaten.

Für Anleiheinvestoren ergeben sich in diesem Umfeld zwei zentrale Herausforderungen. Erstens hängt die Wertentwicklung von Anleihen zunehmend von den Erwartungen an die Geldpolitik ab, die ihrerseits stark sensitiv gegenüber Energiepreisen und geopolitischen Entwicklungen im Nahen Osten sind. Auch wenn es Hinweise auf mögliche Fortschritte in Richtung einer Konfliktlösung gibt, bleibt die Unsicherheit hoch, was die Positionierung in Anleihen besonders anspruchsvoll macht.

Zweitens könnten Anleihen zwar von einer Wachstumsabschwächung profitieren, da die Renditen primär durch geldpolitische Erwartungen getrieben sind, bleiben jedoch anfällig für einen weiteren Anstieg der Laufzeitprämien. Dieses Risiko ist insbesondere in den USA und im Vereinigten Königreich relevant – vor dem Hintergrund anhaltend hoher Haushaltsdefizite, sich verschlechternder fiskalischer Fundamentaldaten und eines fragilen politischen Umfelds. Es ist jedoch auch für Staatsanleihen der Eurozone von Bedeutung.

Unternehmensanleihen: Spreads bleiben vorerst widerstandsfähig

Die Risikoprämien im europäischen Kreditmarkt haben sich in den vergangenen Wochen normalisiert und sind in den meisten Marktsegmenten auf das Niveau vor dem US-Iran-Konflikt zurückgekehrt. Auf Total-Return-Basis haben alle Kreditmarktsegmente seit Jahresbeginn moderat positive Erträge erzielt. Auf Sektorebene verzeichneten insbesondere Automobil & Zulieferer, Öl & Gas sowie Grundstoffe eine Outperformance, während Technologie sowie Reise & Freizeit hinter der Entwicklung zurückblieben.

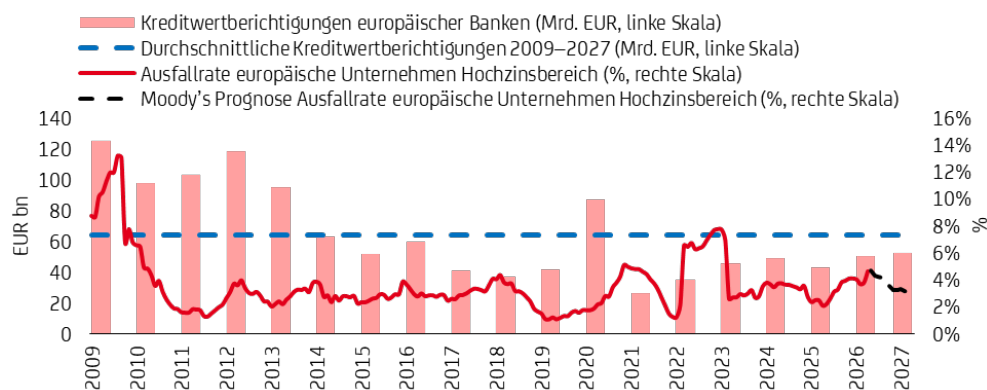
Der Kreditmarkt wurde durch hohe Carry-Erträge, weiterhin solide Fundamentaldaten – die sich in der aktuellen Berichtssaison bestätigt haben – sowie Erwartungen unterstützt, dass die Spannungen rund um die Straße von Hormus begrenzt bleiben und sich die Lage zeitnah normalisiert. Ein zusätzlicher unterstützender Faktor sind die insgesamt hohen Liquiditätsreserven europäischer Emittenten, die einen Anstieg der Ausfallraten in Zukunft begrenzen dürften.

Gleichwohl halten wir trotz der insgesamt positiven Berichtssaison – die robuste Kreditkennzahlen bestätigt hat (wobei jüngste Entwicklungen bei Energie- und anderen Inputkosten erst noch vollständig in die Unternehmenskennzahlen einfließen müssen) – an unserer Erwartung einer Ausweitung der Spreads bis zum Jahresende fest. Auf Sektorebene bleiben wir bei einer Übergewichtung von Grundstoffen, Öl & Gas sowie Telekommunikation, während wir Automobil & Zulieferer, Chemie, Technologie sowie Reise & Freizeit untergewichten, da diese entweder stark von diskretionärem Konsum oder von hohen Energiekosten abhängig sind.

Auch die Credit Spreads von Finanzanleihen haben sich als widerstandsfähig erwiesen. Die Marktstimmung wurde durch die starken Ergebnisse europäischer Banken im ersten Quartal 2026 gestützt. Insbesondere der Ausblick für den Nettozinsertrag profitierte von höheren Renditeniveaus, während die Qualität der Aktiva weiterhin ein robustes Bild zeigt.

Zudem war die Investorennachfrage am Primärmarkt trotz gestiegener geopolitischer Risiken sehr hoch, und die Orderbücher für Neuemissionen von Bankanleihen blieben stark ausgeprägt. Die erfolgreiche Kapitalmarktfinanzierung von Private-Credit-Anbietern hat zudem die Bedenken hinsichtlich der Liquiditätsrisiken dieser Anlageklasse reduziert und damit ebenfalls die Stimmung gegenüber Bankkreditanleihen unterstützt.

CHART 2.3: RISIKOVORSORGE DER BANKEN BLEIBT ROBUST
KONSENSSCHÄTZUNGEN FÜR KREDITRISIKOVORSORGE DER BANKEN FÜR 2026 UND 2027 BLEIBEN STABIL



Hinweis: Die Grafik zeigt die aggregierten Kreditrisikovorsorgen (tatsächliche Werte und Konsensschätzungen) der im STOXX 600 Banks Index enthaltenen börsennotierten Banken.

Quelle: Moody's, Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

FX

EUR-USD: Nahostkrise und Inflationssorgen bleiben die bestimmenden Themen

Der Ausblick für EUR-USD hat sich nicht wesentlich verändert: Die Nahostkrise bleibt der zentrale Treiber, und Investoren dürften angesichts mangelnder Fortschritte weiterhin zögern, die aktuelle Pattsituation aufzulösen. Selbst eine bloße Absichtserklärung zwischen den USA und dem Iran, die den Weg für eine mögliche Wiederaufnahme formeller Verhandlungen Anfang Juni für weitere 30–60 Tage ebnen könnte, erscheint derzeit äußerst schwierig. Die Blockade dürfte daher länger anhalten als von den Märkten ursprünglich erwartet. Auch die Sorge, dass die Straße von Hormus nicht zeitnah wieder geöffnet wird, belastet die Stimmung an den Devisenmärkten. Risiken einer höheren Inflationsrisikoprämie bei US-Staatsanleihen könnten den US-Dollar zudem gegenüber anderen Hauptwährungen stützen.

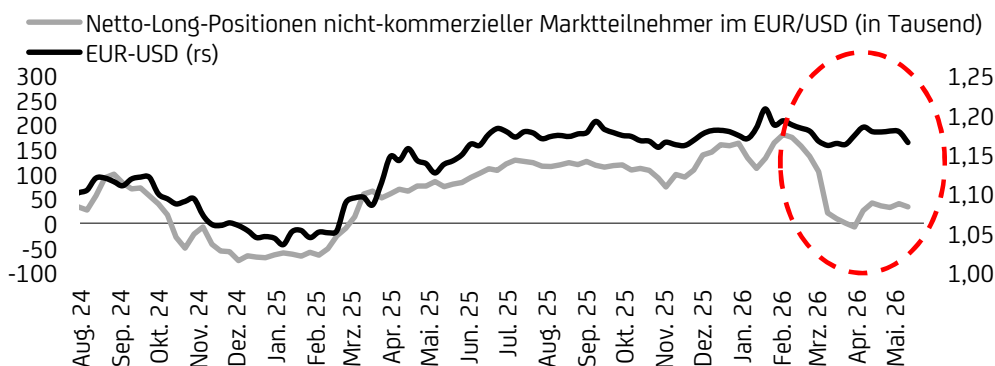
In den vergangenen Wochen haben Investoren ihre Netto-Long-Positionen im EUR-USD lediglich reduziert, anstatt wieder Netto-Short zu gehen. In der untenstehenden Grafik wird das Währungspaar den nicht-kommerziellen Positionierungen aus den von der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlichten Commitments of Traders am International Money Market (IMM) gegenübergestellt – ein guter Indikator für die vorherrschende Marktstimmung. In der Woche bis zum 22. Mai reduzierten Investoren ihre Netto-Long-Positionen im EUR-USD von 40,2 Tsd. Kontrakten Anfang Mai auf 33,5 Tsd. Kontrakte – ein vergleichsweise moderater Rückgang, wenn man bedenkt, dass EUR-USD im gleichen Zeitraum von rund 1,1790 auf 1,1590 gefallen ist. Aktuell notiert EUR-USD weiterhin oberhalb von 1,16, nachdem eine Rally über 1,18 gescheitert ist. Dies bestätigt, dass ein Ausbruch aus der bisherigen Handelsspanne des laufenden Jahres – mit einem Hoch von 1,2078 (Januar) und einem Tief von 1,1412 (Mitte April) – in beide Richtungen schwierig bleiben dürfte.

Wir bleiben bei einer moderat positiven Einschätzung für EUR-USD und erwarten eine Entspannung der Spannungen im Nahen Osten, wodurch der US-Dollar seinen Status als sicherer Hafen, den er in den vergangenen drei Monaten des Konflikts innehatte, tendenziell verlieren dürfte. Sobald die kriegsbedingte Risikoprämie entfällt, dürfte der Fokus der Märkte wieder stärker auf Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Wirtschaftspolitik von Präsident Donald Trump liegen. Zinserwartungen könnten dabei an Bedeutung gewinnen: Der Markt preist derzeit etwa zwei Zinserhöhungen durch die EZB ein – im Einklang mit unserem Basisszenario – gegenüber rund einer Erhöhung durch die Fed bis Dezember. Gleichzeitig erwarten wir weiterhin eine Zinssenkung in den USA bis Jahresende, was den Euro zusätzlich unterstützen könnte.

Zudem könnte Präsident Trump im Vorfeld der Zwischenwahlen Anfang November versuchen, den US-Dollar verbal zu schwächen, um die US-Handelsbilanz durch stärkere Exporte zu verbessern, nachdem Zölle auf Importe weitgehend eingefroren wurden. Insgesamt dürfte eine Erholung von EUR-USD das Währungspaar nahe dem oberen Ende der Referenzspanne von 1,15 bis 1,20 halten.

CHART 2.4: DER MARKT BLEIBT IN EUR-USD WEITERHIN NETTO-LONG, NICHT SHORT POSITIONIERT

EUR-USD UND NICHT-KOMMERZIELLE POSITIONIERUNG AM MONEY MARKET (IMM)



Quelle: LSEG, The Investment Institute by UniCredit

Rohstoffe

Rohöl

Rund 80 Länder haben Berichten zufolge Maßnahmen ergriffen, um ihre Volkswirtschaften zu stabilisieren, während der Iran-Konflikt die globalen Energiemärkte weiter belastet, insbesondere mit Blick auf die Straße von Hormus. Die Ölnachfrage übersteigt derzeit das Angebot, was zu einem kontinuierlichen Abbau der Lagerbestände führt. Strategische Reserven haben bislang geholfen, den Anpassungsprozess abzufedern, doch die zugrunde liegenden Marktbedingungen bleiben angespannt – insbesondere bei raffinierten Produkten.

Kurzfristig ist mit weiterer Preisvolatilität zu rechnen. Zwar haben erste Fortschritte bei Waffenstillstandsverhandlungen sowie Perspektiven für eine Wiederöffnung der Meerenge die unmittelbaren Aufwärtsrisiken etwas verringert, dennoch dürften die Ölmärkte im weiteren Jahresverlauf angespannt bleiben. Unser Basisszenario geht weiterhin von einer zumindest teilweisen Wiederaufnahme der Lieferströme aus, wodurch die Preise bis zum Jahresende in Richtung etwa 90 USD pro Barrel nachgeben könnten – ein Ausblick, der teilweise bereits in den Markterwartungen enthalten ist, da ein verlängerter Waffenstillstand und eine Wiederöffnung der Meerenge als wahrscheinlich gelten. In einem ungünstigeren Szenario könnten anhaltende Exportstörungen in der Golfregion die Ölpreise jedoch deutlich weiter nach oben treiben.

Erdgas

Der europäische Referenzpreis für Erdgas (TTF) bleibt stark volatil und dürfte selbst bei einer Wiederaufnahme des Schiffsverkehrs durch die Straße von Hormus erhöht bleiben, da die im Zuge des Iran-Kriegs beschädigte Gasinfrastruktur nachwirkt. Zuletzt hat der TTF bei rund 50 EUR/MWh notiert, erscheint jedoch im Vergleich zu Brent unterbewertet – vor allem aufgrund eines deutlichen Rückgangs der LNG-Importe in Asien seit Beginn des Iran-Konflikts. Insgesamt wirkt die aktuelle Gassituation zu entspannt, da die europäische Befüllung der Speicher nur schleppend angelaufen ist. Ende Mai 2026 lagen die EU-Gasspeicher bei rund 40 % und damit weiterhin deutlich unter dem saisonalen Durchschnitt.

Zudem könnte ein heißer Sommer in Asien die Nachfrage nach Klimatisierung erhöhen und damit den Wettbewerb um Spot-LNG-Lieferungen verschärfen. Zusätzlicher Aufwärtsdruck auf den TTF entsteht dadurch, dass Gasexporte aus Katar und den Vereinigten Arabischen Emiraten weiterhin blockiert sind, was rund 20 % des globalen LNG-Angebots betrifft. Dadurch wird der zu Jahresbeginn erwartete Angebotsüberschuss zunehmend reduziert, was die Preise weiter nach oben treiben dürfte, solange keine Lösung des Konflikts in Sicht ist.

Gold

Gold bewegte sich zuletzt in einer Bandbreite von etwa 4.400 bis 4.700 USD je Unze und konsolidierte damit unterhalb früherer Höchststände. Inflationssorgen im Zusammenhang mit den Spannungen im Nahen Osten sowie ein festerer US-Zinsausblick haben sowohl die Realzinsen als auch den US-Dollar gestützt und damit die kurzfristige Dynamik des Edelmetalls gedämpft. Gleichzeitig blieb das Abwärtspotenzial begrenzt, und Gold notiert weiterhin über den Niveaus zu Jahresbeginn – ein Hinweis auf eine robuste zugrunde liegende Nachfrage.

Mit Blick nach vorn dürfte die kurzfristige Entwicklung weiterhin maßgeblich von Zinserwartungen und Wechselkursdynamiken geprägt sein. Über den mittleren bis längeren Zeithorizont bleibt das fundamentale Investmentargument jedoch intakt: geopolitische Fragmentierung, hohe globale Verschuldung und anhaltende Nachfrage der Zentralbanken zur Diversifizierung ihrer Reserven bieten eine solide strukturelle Unterstützung. Vor diesem Hintergrund ist trotz anhaltender kurzfristiger Volatilität der mittel- bis langfristige Ausblick für Gold weiterhin positiv.



Prognosen

Wirtschaftsprognosen

BIP, VERBRAUCHERPREISE UND STAATSHAUSHALTE

	Reales BIP (% im Jahresverlauf)			Verbraucherpreise (% J/J)			Haushaltsbilanz (% des BIP)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Global	3,2	3,1	3,2	-	-	-	-	-	-
USA	2,1	2,3	2,0	2,7	3,5	2,6	-7,4	-7,9	-8,0
Eurozone	1,5	0,8	1,1	2,1	3,1	2,3	-2,9	-3,7	-3,6
Deutschland	0,2*	0,9	1,6*	2,2	2,7	2,3	-2,7	-4,3	-4,3
Frankreich	0,9	0,7	1,0	0,9	2,0	1,6	-5,1	-5,0	-4,6
Italien	0,7	0,5	0,6	1,5	3,1	2,1	-3,1	-2,9	-2,8
Spanien	2,8	2,3	1,6	2,7	3,3	2,6	-2,4	-2,1	-2,2
Vereinigtes Königreich	1,3	0,6	1,0	3,4	3,3	2,2	-4,5	-3,8	-3,5
China	5,0	4,6	4,2	-0,2	1,2	1,1	-7,9	-8,2	-8,4
Japan	1,0	0,8	0,8	3,0	2,1	2,0	-3,1	-4,0	-3,8
Indien	7,6	6,5	6,5	2,1	4,7	4,0	-7,4	-7,4	-7,3

Quelle: Zahlen des Investment Institute by UniCredit

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

ZENTRALBANKEN

	Aktuell	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27
Fed	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
EZB	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,25
BOE	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75
BoJ	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25	1,50
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

	01.06.26	3Q26	4Q26	1Q27
Eurozone				
Depo-Rate	2,00	2,50	2,50	2,50
3M Euribor	2,28	2,52	2,55	2,55
2Y Schatz	2,63	2,65	2,60	2,50
10Y Bund	3,00	3,10	3,00	3,00
2Y-Euro-Swap	2,82	2,85	2,75	2,65
10Y-EUR-Swap	3,04	3,15	3,05	3,05
10-Y-Swap-Bund-Spread	4	5	5	5
2Y BTP	2,79	2,85	2,80	2,70
10Y BTP	3,74	3,90	3,80	3,80
10Y BTP-Bund Spread	74	80	80	80
USA				
Fed Fund Rate	3,75	3,75	3,50	3,50
3M OIS SOFR	3,65	3,60	3,42	3,42
2Y UST	4,03	3,75	3,65	3,65
10Y UST	4,45	4,40	4,40	4,50
10Y UST-Bund Spread	145	130	140	150

WECHSELKURSPROGNOSEN

	01.06.26	3Q26	4Q26	1Q27
EUR-USD	1,16	1,18	1,19	1,20
USD-JPY	159	154	152	150
EUR-JPY	185	182	181	180
GBP-USD	1,34	1,33	1,32	1,32
EUR-GBP	0,87	0,89	0,90	0,91
USD-CNY	6,77	6,85	6,80	6,78
EUR-CNY	7,87	8,08	8,09	8,14

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE ANLAGEN

	01.06.26	Mitte 2026	Ende 2026
Rohöl			
Brent USD/Barrel	95	100	90
Aktien			
Euro STOXX 50	6.035	6.100	6.400
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	25.003	25.500	26.500
MSCI Italien	126	128	135
S&P 500	7.600	7.500	7.800
Nasdaq 100	30.514	30.000	32.000
Unternehmensanleihen			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banken Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	265	325	350

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 An	01.06.21 01.06.22	01.06.22 01.06.23	01.06.23 01.06.24	01.06.24 01.06.25	01.06.25 01.06.26	01.06.21 01.06.26	01.01.26 01.06.26
AKTIENMARKTINDIZES (GESAMTRENDITE,IN%)							
MSCI World (in USD)	-5,3	4,5	24,1	15,1	28,0	80,0	10,7
MSCI Emerging Markets (in USD)	-21,1	-6,9	12,5	12,7	55,1	47,1	25,7
MSCI US (in USD)	-2,9	4,6	27,1	14,9	29,3	90,2	11,1
MSCI Europe (in EUR)	2,0	7,7	17,4	9,5	17,4	66,3	8,0
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	-17,6	-2,8	13,9	13,5	45,5	51,5	23,0
STOXX Europe 600 (in EUR)	0,6	7,2	17,6	9,8	17,6	64,5	8,0
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	-7,9	10,6	16,7	29,7	4,6	62,8	2,5
MSCI Italien (in EUR)	-0,5	15,8	38,2	23,4	26,8	150,5	10,8
ATX (Österreich, in EUR)	-0,6	-3,5	27,3	26,9	43,4	124,0	17,7
SMI (Schweiz, in CHF)	3,4	1,4	9,7	6,2	14,2	38,9	5,1
S&P 500 (USA, in USD)	-1,0	4,7	26,9	14,4	29,8	93,8	11,3
Nikkei (Japan, in JPY)	-2,9	16,1	25,9	1,7	77,8	153,4	32,7
CSI 300 (China, in Yuan)	-22,1	-4,6	-3,6	10,4	30,9	4,1	6,2
ANLEIHEMARKTINDIZES (GESAMTRENDITE,IN%)							
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-9,8	-2,2	-3,3	5,7	4,3	-6,6	-0,6
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	-11,4	-6,7	-0,5	3,8	-0,2	-14,9	0,8
EUR Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-10,9	-5,8	1,8	5,1	0,6	-9,8	0,8
EUR Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-9,5	-2,8	5,1	6,5	2,3	0,7	0,8
ANLEIHERENDITEN (ÄNDERUNGINBASISPUNKTEN=0,01PROZENTPUNKTE)							
US-Staatsanleihen 10J (in USD)	132	67	89	-17	5	284	29
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	136	108	37	-13	39	309	8
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	148	117	20	-26	38	299	10
EUR Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	213	141	-23	-61	36	307	18
EURO-WECHSELKURSE (WECHSEL,IN%)							
US-Dollar (EUR-USD)	-12,4	-0,1	1,4	4,8	2,7	-4,6	-0,9
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-1,3	0,8	-0,5	-1,2	3,1	0,8	-0,6
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-6,2	-5,6	0,9	-4,8	-2,5	-17,0	-2,2
Japanischer Yen (EUR-JPY)	3,5	7,6	14,3	-3,9	13,8	38,6	0,7
WAREN (VERÄNDERUNG,IN%)							
Rohstoffindex (GSCI, in USD)	-3,7	7,1	16,9	38,6	37,4	131,5	5,0
Industriemetalle (GSCI, in USD)	6,0	-17,8	16,6	-9,3	42,3	32,8	14,6
Gold (in USD pro Feinunze)	-2,9	7,3	17,8	40,1	39,8	140,9	6,2
Rohöl (Brent, in USD pro Barrel)	65,5	-36,2	10,1	-22,7	44,0	32,0	51,2

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 1. Juni 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.





Schoellerbank Aktiengesellschaft



Adresse

Renngasse 3
1010 Wien



Kontakt

Investment Strategy & Solutions
Martin Mayer

+43 (0)5 05 05-40175



Ausführliches Impressum unter:

www.schoellerbank.at

INSTITUTE LEADERSHIP

Manuela D'Onofrio, Chair

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

Daniel Vernazza

MANAGING EDITORS

Chiara Silvestre

Michael Teig

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://schoellerbank.at/files/The%20Compass/Glossar_DE_01.pdf

Wichtige rechtliche Informationen - 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 die Anlegerin bzw. 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 Ausgabeaufschlag 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. Art und Höhe der Steuern hängen von Ihren persönlichen Verhältnissen ab und können künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von Schoellerbank AG, Renngasse 3, A-1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Informationen, sowie von intern erstellten Daten erarbeitet. Diese Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt.

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. dürfen diese nicht darüber beraten werden. Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig.

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

Irrtum und Druckfehler vorbehalten.

© Schoellerbank AG, 2026

Alle Rechte vorbehalten.

Impressum und Offenlegung nach §§24 und 25 Mediengesetz.

Impressum und Offenlegung gemäß §§ 24, 25 MedienG sind auf der Website der Schoellerbank AG unter

<https://schoellerbank.at/impressum.jsp> zu finden.

Quellen und Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben:

Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 01. Juni 2026.