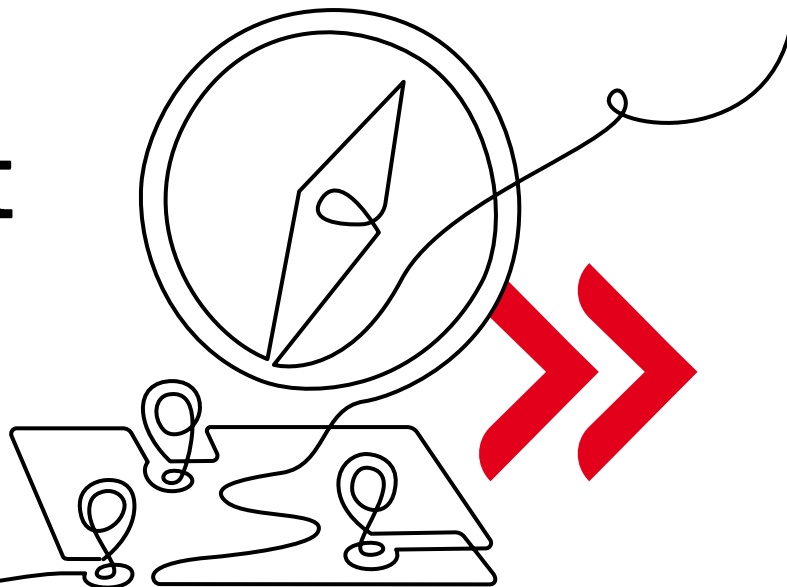


# The Checkpoint

23. April 2026



## Der China-Faktor

Wir sind in eine neue Phase der Rivalität zwischen den USA und China eingetreten. Während sich Trump 1.0 und anschließend die Biden-Administration vor allem darauf konzentrierten, Chinas wirtschaftlichen Aufstieg zu bremsen verfolgt Trump 2.0 ein weitergehendes Ziel: die geopolitische Reichweite Chinas zu begrenzen, seinen Einfluss zurückzudrängen, Bündnisse zu schwächen und den Zugang zu strategisch wichtigen Regionen einzuschränken.

Diese Neuausrichtung verleiht den zuletzt teils widersprüchlich wirkenden außenpolitischen Initiativen Washingtons einen klareren Zusammenhang. Die Entführung von Nicolás Maduro im Januar sollte Peking signalisieren, dass die USA wieder verstärkt in ihrer unmittelbaren Einflusszone Lateinamerika präsent sein wird. Die expansiven territorialen Ansprüche Washingtons in Bezug auf Grönland wiederum unterstreichen, dass China keinen strategischen Fuß in einer arktischen Region fassen soll. Der Krieg gegen Iran steht für den Versuch der USA, Einfluss im Nahen Osten zurückzugewinnen.

Bislang ist Chinas Reaktion auf das selbstbewusstere Auftreten der USA verhalten ausgefallen. Erstens dürfte Peking vom Tempo und der Intensität des Kurswechsels überrascht worden sein. Zweitens zählen die bislang ins Visier genommenen Länder (Venezuela und Iran) nicht zu den strategischen Kernprioritäten von Präsident Xi Jinping. Drittens vermeidet China konsequent die Rolle eines sicherheitspolitischen Garanten für den Globalen Süden, um nicht in kostspielige Konflikte hineingezogen zu werden.

Ob China diese abwartende Haltung in einem sich wandelnden globalen Umfeld aufrechterhalten kann, bleibt offen. Die wirtschaftliche Dynamik lässt nach, während die Abhängigkeit von Ölimporten aus Iran und Venezuela erheblich ist. Der im März vorgestellte neue Mehrjahresplan senkte das Wachstumsziel auf eine Spanne von 4,5% bis 5%. Zwar liegt der strategische Fokus klar auf technologischem Fortschritt, doch bleibt die Stärkung der Binnennachfrage begrenzt. Die exportgetriebene Wachstumslogik bleibt zentral, während Handelspartner versuchen, chinesische Überkapazitäten einzudämmen.

Für die Finanzmärkte bedeutet diese zunehmend gegen China gerichtete geopolitische Verschiebung einen höheren Risikoaufschlag. Davon dürften vor allem Verteidigungs- und Energiewerte profitieren, während handelsabhängige Sektoren mit höherer Volatilität rechnen müssen, je weiter die globale Fragmentierung voranschreitet.

### DIE SICHT DER CIOs 2

Asset Allokation

### WAS CHINA WILL 3

Gespräch mit..

Meg Rithmire

**Fokus 1:** Chinas Lehren aus dem Iran-Konflikt und die Relevanz für Europa

**Fokus 2:** Chinas relative Abschirmung

### MAKRO STORIES 8

### MARKT STORIES 10

Das Rauschen und das Signal

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Währungen
- Rohstoffe

### PROGNOSEN

15

**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



# Die Sicht der CIOs

Alessandro Caviglia (Italien), Philip Gisdakis (Deutschland), Oliver Prinz (Österreich)

Bis jetzt hat der Markt wenig auf den Iran-Krieg reagiert und eine klare Bereitschaft signalisiert, über den Konflikt hinauszublicken. Einer der größten Energieschocks der jüngeren Geschichte führte nur zu einem geringen Rückschlag der Aktienmärkte, von dem sich viele Indizes inzwischen größtenteils, wenn nicht vollständig, erholt haben. Die Einschätzung, dass es sich um einen zeitlich begrenzten Schock für die Risikobereitschaft handeln würde, wurde durch die Öl-Futures-Kurve untermauert, die weiterhin in Backwardation verblieb und damit Erwartungen fallender Preise signalisierte. Gleichzeitig haben sich die Gewinnerwartungen weiter verbessert, und die Zuversicht in die Unternehmensgewinne hat die Sorgen über hohe Bewertungen abgemildert.

Trotz dieser Marktresilienz wird die Iran-Krise dauerhaften Folgen haben. Die erhebliche Zerstörung von Energie- und Transportinfrastruktur in der gesamten Golfregion könnte Jahre für den Wiederaufbau benötigen. Der Konflikt hat die Debatte über die Verlässlichkeit der USA als Sicherheitsgarant sowie über die zukünftige Rolle des US-Dollars weiter verschärft. Die aktuelle Krise unterstreicht den Handlungsbedarf, Energieversorgungssicherheit, finanzielle Abhängigkeiten und die geopolitische Positionierung neu zu bewerten.

Die Risiken in den Fixed-Income-Märkten, insbesondere bei US-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen, sollten nicht unterschätzt werden, während Aktieninvestoren zunehmend mit einer fragmentierten globalen Landschaft konfrontiert sind. Die Krisen des vergangenen Jahrzehnts haben gezeigt, dass Lieferketten verstärkt auf Resilienz statt auf Effizienz ausgerichtet werden, was Trends wie Nearshoring und Onshoring beschleunigt. Vor diesem Hintergrund sind wir der Ansicht, dass das Argument für eine breitere regionale Diversifikation an Gewicht gewonnen hat. Das traditionelle Portfoliomodell, das von US- und europäischen Aktien dominiert wird und Schwellenländer nur marginal berücksichtigt, dürfte zunehmend durch eine ausgewogenere geografische Allokation abgelöst werden. Entsprechend bleiben wir untergewichtet in Staatsanleihen entwickelter Märkte und Übergewichtet in Aktien und Staatsanleihen der Schwellenländer.

## ASSET ALLOKATION

UNSERE EINSCHÄTZUNG ZU DEN ANLAGEKLASSEN

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

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





# Was China will

**Autor: Edoardo Campanella**

Director and Chief Editor of The Investment Institute



## Gespräch mit... Meg Rithmire

James E. Robison Professor an der  
Harvard Business School



**Dieses Interview wurde am 12. März 2026 geführt im Rahmen unserer Webinarreihe „40 Minuten mit ...“ Nachfolgend finden Sie ein redigierter Auszug aus dem Skript. Die komplette Aufzeichnung in Englisch finden Sie hier: [here](#).**

**Edoardo Campanella:** Peking hat soeben seinen neuen mehrjährigen Plan vorgestellt und ein BIP-Wachstumsziel von 4,5% bis 5% festgelegt. Reicht dieser Plan Ihrer Ansicht nach aus, um die zentrale Herausforderung der chinesischen Wirtschaft – nämlich die schwache Binnennachfrage – zu adressieren?

**Meg Rithmire:** Die kurze Antwort lautet: nein. Tatsächlich bin ich nicht überzeugt, dass die Stärkung der Binnennachfrage überhaupt das zentrale Ziel des 15. Fünfjahresplans ist. Der Plan ähnelt vielmehr einem erneuten Vorstoß in Richtung Schwerindustrie. Er ist stark auf Investitionen und die Angebotsseite der Wirtschaft ausgerichtet, während der Nachfrageseite vergleichsweise wenig Aufmerksamkeit geschenkt wird. Das liegt auch daran, dass eine Stärkung der Binnennachfrage weitreichende Reformen erfordern würde – insbesondere im fiskalischen Rahmenwerk Chinas und im Sozialstaat, der im Vergleich zu anderen modernen Volkswirtschaften weiterhin unterentwickelt ist. Solche Reformen sind politisch und institutionell deutlich schwieriger umzusetzen. Entsprechend sind die derzeit eingesetzten Instrumente nicht darauf ausgelegt, die Nachfragestruktur innerhalb der chinesischen Gesellschaft grundlegend zu verändern.

**Edoardo Campanella:** Häufig heißt es, die USA konzentrierten sich auf die Entwicklung einer künstlichen allgemeinen Intelligenz (AGI), während China – auch aufgrund von Exportbeschränkungen für fortschrittliche Chips – stärker auf angewandte KI und deren Integration in die Industrie setzt. Ist das eine zutreffende Charakterisierung?

**Meg Rithmire:** Ja, allerdings nicht ausschließlich wegen der Chip-Beschränkungen. China betrachtet KI seit Langem als Instrument zur Steigerung der Produktivität in Bereichen, in denen es bereits dominiert, insbesondere in der Industrie. Die staatliche „AI-plus“-Strategie spiegelt einen klassischen industriepolitischen Ansatz wider: zentrale Steuerung kombiniert mit Umsetzung durch lokale Regierungen. Kommunalverwaltungen in Städten wie Shanghai und Shenzhen verpflichten Unternehmen, KI entlang ihrer Arbeitsabläufe einzusetzen, den Einsatz von Industrierobotik auszuweiten und fortgeschrittene Automatisierung zu integrieren. Dieser Fokus steht für das übergeordnete Ziel, bestehende industrielle Kapazitäten aufzuwerten. Die USA verfügen hingegen weder über ein vergleichbares Planungssystem noch über entsprechende Anreizstrukturen. Infolgedessen ist ihr KI-Ökosystem stärker durch Finanzmärkte und Technologieunternehmen geprägt, mit größerem Schwerpunkt auf Modellentwicklung und der Verfolgung von AGI.

**Edoardo Campanella:** Jüngste US-Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Panamakanal, Venezuela, Grönland und Iran werden als Teil eines umfassenderen Versuchs interpretiert, Chinas globalen Einfluss zu schwächen. Teilen Sie diese Einschätzung?

**Meg Rithmire:** Ich sehe diese Schritte nicht als Teil einer kohärenten, auf China ausgerichteten Strategie. Zwar wird oft angenommen, dass sowohl China als auch die USA hochgradig koordiniert handeln, doch trifft das meiner Meinung nach hier nicht zu, ebenso wenig wie die Annahme einer systematischen Absicht, Chinas globalen Einfluss zu unterminieren. Venezuela und Iran sind zwar für China relevant, insbesondere aus energiepolitischer Sicht, doch die USA stellen ihr Vorgehen als Schutz des globalen Zugangs zu Schlüsselrouten wie der Straße von Hormus dar – einschließlich für China. Zudem sind diese Länder weniger zentral als etwa Russland. Wenn überhaupt, könnte das Ergebnis ein wachsendes globales Misstrauen gegenüber den USA sein, während China berechenbarer erscheint. Innerhalb der US-Administration sollen sich auf China fokussierte Beamte darüber ärgern, dass militärische Ressourcen aus Asien abgezogen werden, was Peking als Schwächung der US-Abschreckung wahrnehmen könnte. Insgesamt halte ich dies nicht für eine koordinierte Aktion gegen China.



# Chinas Lehren aus dem Iran-Konflikt und die Relevanz für Europa

Autor: Andreas Rees

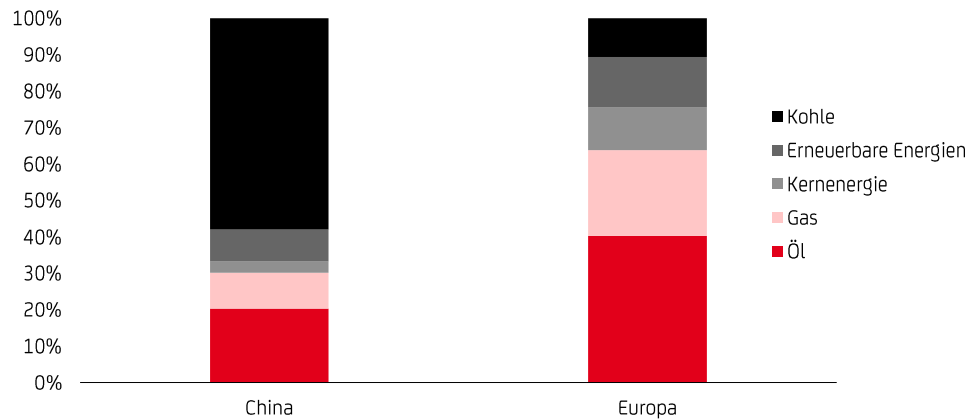
Der am 8. April angekündigte befristete zweiwöchige Waffenstillstand zwischen den USA und Iran hat die Öl- und Gaspreise sinken lassen und damit den unmittelbaren Druck auf China und die Weltwirtschaft gemildert. An den tieferliegenden strategischen Lehren für politische Entscheidungsträger weltweit ändert er jedoch nichts. Für Peking ist der US-iranische Krieg eine weitere Erinnerung daran, dass das externe Umfeld fragmentierter, schockanfälliger und weniger tolerant gegenüber Wachstumsmodellen wird, die von ausländischer Energie abhängen. China dürfte darauf mit einer weiteren strategischen Neuorientierung reagieren: einer verstärkten Fokussierung auf Energiesicherheit, der Nutzung seiner starken Clean-Tech-Industriebasis, der Verteidigung und Ausweitung globaler Marktanteile sowie der Absicherung seiner Lieferketten. Das wird weit über China hinaus von Bedeutung sein. Insbesondere europäische Entscheidungsträger und Unternehmen sollten die bevorstehenden strategischen Veränderungen genau im Blick behalten.

**1. Chinas dreigleisige Energiestrategie zahlt sich aus, weil der Anstieg der Energiekosten gedämpft wird.**

China ist in den jüngsten Schock mit einem deutlich größeren und weniger preissensiblen inländischen Energiepuffer gestartet als viele andere asiatische Länder und Europa. Kohle – größtenteils aus heimischer Produktion – macht fast 60% des chinesischen Energieverbrauchs aus, rund 10% entfallen auf Kernenergie und erneuerbare Energien (siehe Grafik 1.1). Das steht in starkem Gegensatz zu Europa, wo ausländisches Öl und Gas mehr als 60% des Energiebedarfs decken. Präsident Xi Jinping hat jüngst einen beschleunigten Aufbau „neuer Energiesysteme“ gefordert und zugleich eine geordnete Ausweitung der Kernenergie sowie die fortbestehende Rolle der Kohle als Systemstabilisator betont.

**ABBILDUNG 1.1: CHINAS ENERGIEMIX REDUZIERT DEN ANSTIEG DER ENERGIEKOSTEN**

ENERGIEVERBRAUCH IN % (2024)



Quelle: Energy Institute, The Investment Institute by UniCredit  
Hinweis: Europa umfasst mehr als 30 Länder, einschließlich der EU-27.

**2. Chinas Energiekostenvorteil dürfte Wettbewerber in Südostasien und Europa zusätzlich unter Druck setzen.**

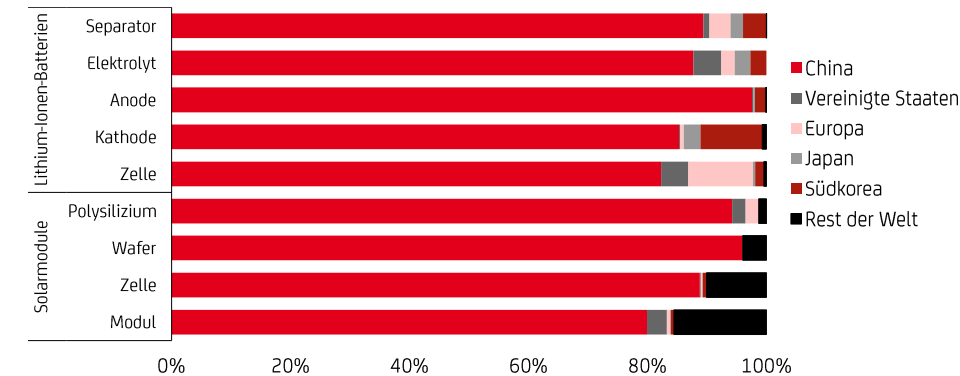
Da sich das globale Wachstum voraussichtlich abschwächt und steigende Energiekosten andernorts stärker durchschlagen, sind chinesische Unternehmen gut positioniert, um weitere Marktanteile zu gewinnen. Dieses Risiko betrifft insbesondere europäische und deutsche Hersteller, die bereits Mühe haben, sich gegen den intensiven Wettbewerb aus China zu behaupten. Energieintensive Branchen in Europa, vor allem Chemie und Pharma, könnten dabei stärker betroffen sein als andere.



3. **Da China von einer schnelleren globalen Verringerung der Abhängigkeit von Öl und Gas profitiert, wird die globale Energiewende noch stärker von China abhängig.** Der US-Iran-Krieg hat das Argument gestärkt, dass erneuerbare Energien, Batterien, Elektrofahrzeuge und Stromnetze nicht nur Klimainstrumente, sondern auch geopolitische Stoßdämpfer von zentraler Bedeutung für die nationale wirtschaftliche Sicherheit sind. China ist außergewöhnlich gut positioniert, dieses Narrativ zu nutzen. Chinesische Unternehmen stellen weltweit rund 80–90 % der Produktionskapazitäten für Solarenergie und Lithium-Ionen-Batterien, mit teils noch höheren Anteilen in vorgelagerten Segmenten wie PV-Wafern und Anodenmaterialien (siehe Grafik 1.2).

#### CHART 1.2: CHINA DOMINIERT GRÜNE LIEFERKETTEN

KAPAZITÄT SAUBERER PRODUKTION NACH STANDORT, ANTEIL AN DER GLOBALEN KAPAZITÄT IN % (2024)



Quelle: BNEF, The Investment Institute by UniCredit

4. **Das Trump-Xi-Treffen ist bestenfalls ein Stabilisierungsversuch der US-chinesischen Beziehungen.** Für Europa könnten die Ergebnisse ambivalent ausfallen. Im Vorfeld des verschobenen Besuchs von US-Präsident Donald Trump in Peking, der nun für Mitte Mai erwartet wird, haben US-Entscheidungsträger das Ziel als Herstellung von Stabilität formuliert, einschließlich der Sicherung des US-Zugangs zu chinesischen kritischen Rohstoffen. Gleichzeitig leitete die US-Regierung im März neue Untersuchungen gegen Handelspartner – darunter China – ein, um die US-Zölle wieder auf das Niveau vor der Entscheidung des Obersten Gerichtshofs anzuheben. China reagierte mit eigenen Prüfungen und signalisierte mögliche Gegenmaßnahmen. Darüber hinaus drohte die US-Regierung mit umfangreichen Zöllen auf pharmazeutische Produkte insgesamt, mit besonderem Fokus auf China als wichtigen Hersteller von Wirkstoffen. Insgesamt dürfte das Trump-Xi-Treffen zwar das Risiko einer kurzfristigen bilateralen Eskalation mindern, aber kaum strategisches Vertrauen schaffen. Für Europa ergäben sich daraus sowohl Chancen als auch Risiken: Einerseits könnten europäische Hersteller von einem weniger eingeschränkten Zugang zu kritischen Mineralien profitieren, andererseits würde das Risiko bestehen bleiben, dass chinesische Exporte aufgrund dauerhaft höherer US-Zölle von den USA in die EU umgeleitet werden und den Druck auf europäische Produzenten erhöhen.
5. **Der jüngste Aufruf von Präsident Xi Jinping zu stärker nachfragegetriebenem Wachstum im chinesischen Dienstleistungssektor sollte nicht als Vorbote einer konsumorientierten „Bazooka“ missverstanden werden, die die Exportchancen europäischer Unternehmen deutlich verbessern würde.** Wahrscheinlicher ist weiterhin ein Kurs selektiver Unterstützung bei gleichzeitiger Beibehaltung einer exportorientierten Wachstumsstrategie. Der politische Fokus auf chinesische Technologien und Exporte dürfte sich – insbesondere angesichts des im März verabschiedeten neuen Fünfjahresplans – kaum ändern. Der Plan für 2026–2030 setzt verstärkt auf technologischen Fortschritt und Eigenständigkeit mit dem Ziel, China in Zukunftssektoren wie KI und Robotik führend zu positionieren. Entsprechend bleibt eine umfassende staatliche Unterstützung der privaten Haushalte unwahrscheinlich, und die schwache Binnennachfrage stellt vorerst ein strukturelles Problem dar. Zudem steht der Immobiliensektor weiterhin unter erheblichem Druck und belastet die Verbraucher durch anhaltende negative Vermögenseffekte.
6. **Die Anfang April veröffentlichte und sofort in Kraft getretene neue chinesische Regelung zur Sicherung von Lieferketten ist das erste eigenständige nationale Regelwerk zum Schutz der chinesischen Lieferketten.** Für Europa könnte dies bedeuten, dass ein stärkeres Vorantreiben von „Made-in-Europe“-Instrumenten im Rahmen der De-Risking-Strategie Gegenmaßnahmen aus China auslöst. Der neue Vergeltungsrahmen gibt den Behörden eine formale Grundlage, um einzugreifen, wenn ausländische Regierungen, Organisationen oder Unternehmen als Gefährdung der chinesischen Lieferketten wahrgenommen werden. Zu den möglichen Gegenmaßnahmen zählen Beschränkungen von Exporten, Importen und Investitionen sowie die Erhebung besonderer Gebühren und Einschränkungen von Transaktionen.



# Chinas relative Abschirmung

Autoren: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller

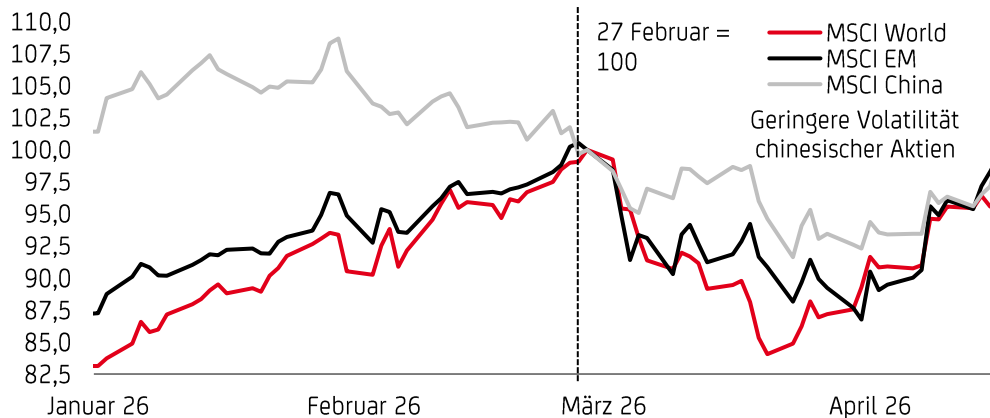
Die Eskalation des US-israelischen Konflikts mit Iran hat die globalen Märkte verunsichert und die Fragilität des aktuellen geopolitischen Gleichgewichts unterstrichen. Über die unmittelbaren Preisreaktionen hinaus deutet diese Episode jedoch auf eine tiefere Verschiebung hin: Geopolitik ist zu einem entscheidenden Treiber der Aktien-Risikoprämien geworden und verstärkt die regionale Divergenz.

Während die Spannungen im Nahen Osten rasch auf Energiepreise, Inflationserwartungen und die Aktienvolatilität in anderen Regionen durchschlugen, blieben die **chinesischen Aktienmärkte** vergleichsweise gefasst und folgten der globalen Risikostimmung, ohne diese zu verstärken (siehe Grafik 1.3). Diese Widerstandsfähigkeit ist weder Ausdruck geopolitischer Immunität noch erneuten Anlegeroptimismus, sondern vielmehr das Ergebnis strukturell geringerer Transmissionskanäle und bereits stark gedämpfter Erwartungen. Wie in Fokus 1 auf Seite 4 erläutert, spielt Chinas inländisch verankertes Energiesystem dabei eine zentrale Rolle. Die vergleichsweise geringe Abhängigkeit von importiertem Öl und Gas dämpft die Weitergabe geopolitischer Störungen an inländische Energiekosten, Inflation und Unternehmensmargen. Aus Aktiensicht verringert dies die Wahrscheinlichkeit plötzlicher Zweitrundeneffekte auf Gewinnerwartungen. Chinas relative Abschirmung ist daher ebenso eine Frage der Kostenstrukturen wie der makrofinanziellen Stabilität.

Chinesische Aktien sind mit strukturell niedrigen Erwartungen und geringer Positionierung in diese neue geopolitische Phase gestartet, was das Risiko erzwungener De-Risking-Bewegungen begrenzt. Die anhaltende Zurückhaltung der Investoren spiegelt fortbestehende innenwirtschaftliche Belastungsfaktoren wider – insbesondere verfestigte Überkapazitäten in weiten Teilen des verarbeitenden Gewerbes sowie den langwierigen Anpassungsprozess im Immobiliensektor, die weiterhin auf Profitabilität, Kapitaldisziplin und Vertrauen drücken. Gleichzeitig sorgt der andauernde strategische Wettbewerb mit den USA dafür, dass geopolitische Risikoprämien für China selbst in Phasen relativer Marktruhe erhöht bleiben. Risiken sind sichtbar, werden diskutiert und sind weitgehend eingepreist. Dadurch rücken die binnenwirtschaftlichen Aktienfaktoren stärker in den Fokus – mit gemischtem Bild. Die Politik priorisiert weiterhin Stabilität gegenüber Reflation. Maßnahmen zur Verbesserung der Dividendenpolitik, zur Förderung von Aktienrückkäufen und zur Stärkung der Marktmechanik haben die Stimmung etwas gestützt, können jedoch eine nachhaltige Verbesserung des Gewinnwachstums oder des Vertrauens der privaten Haushalte nicht ersetzen. Politik kann Volatilität senken, aber nicht die strukturelle Wachstumsobergrenze anheben.

Das KI-Thema bleibt für chinesische Aktien langfristig relevant, die Fortschritte sind jedoch uneinheitlich. Hardware-Restriktionen, Exportkontrollen und politische Risiken führen zu stark differenzierten Ergebnissen und bieten strukturelles Potenzial, ohne Investoren vor Bewertungsschwankungen zu schützen. Der anhaltende Bewertungsabschlag chinesischer Aktien spiegelt weniger eine kurzfristige zyklische Schwäche wider als vielmehr tief verankerte Skepsis hinsichtlich Governance, Demografie und Geopolitik. Während dieser Abschlag bei globalen Schocks nach unten absichert, begrenzt er zugleich das Aufwärtspotenzial in Phasen steigender globaler Risikobereitschaft.

**ABBILDUNG 1.3: CHINESISCHE AKTIEN ZEIGEN RELATIVE STABILITÄT TROTZ IRAN-SCHOCK**  
MSCI-INDIZES (27. FEBRUAR 2026 = 100)



Quelle: LSEG Datastream, The Investment Institute by UniCredit

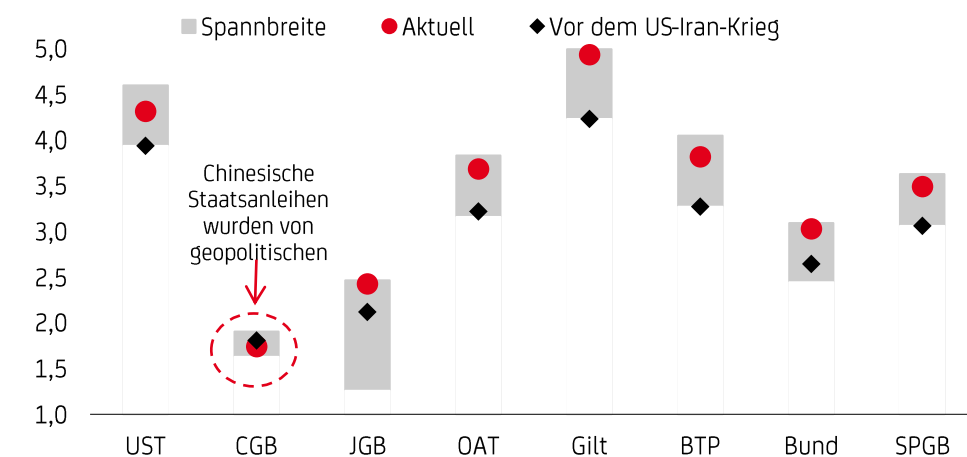


Trotz einer Marktstruktur, die aufgrund der Dominanz von Privatanlegern üblicherweise stärker stimmungsgesteuert ist, haben chinesische Aktien den jüngsten geopolitischen Schock nicht verstärkt. Das Ausbleiben erzwungener De-Risking-Bewegungen und bereits sehr konservative Erwartungen haben die Volatilität im Vergleich zu institutionell stärker gehebelten entwickelten Märkten begrenzt. Innerhalb unserer Übergewichtung von Schwellenländeraktien – die wir auch vor dem Hintergrund erhöhter geopolitischer Unsicherheit weiterhin für angemessen halten – ist China weder eine klassische Erholungswette noch eine Momentum-Allokation. Zwar erwarten wir nicht, dass China im aktuellen Zyklus zu den führenden Märkten gehört, es kann jedoch eine selektive Position mit ungleichmäßig ausgeprägten strukturellen Themen und Diversifikationsvorteilen darstellen.

Auch **chinesische Staatsanleihen** (CGBs) haben sich seit Beginn des Konflikts im Nahen Osten robust gezeigt – insbesondere im Vergleich zu anderen Ländern. Grafik 1.4 zeigt die aktuellen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, ihre Spanne der vergangenen zwölf Monate sowie das Renditeniveau vom 27. Februar für die acht größten Staatsanleihemärkte weltweit. Die Renditen der meisten Staatsanleihen lagen vor Ausbruch des Krieges bereits nahe ihrem Zwölfmonatstief und stiegen mit der Eskalation im Nahen Osten an. Chinesische Staatsanleihen zeigten dagegen ein völlig anderes Verhalten: Sie haben sich nicht nur kaum von ihrem Niveau vor Beginn des US-Iran-Krieges entfernt, sondern wiesen zudem eine außergewöhnlich geringe Volatilität auf.

#### ABBILDUNG 1.4: CHINESISCHE STAATSANLEIHEN WEISEN EINE AUSSERGEWÖHNLICH GERINGE VOLATILITÄT AUF

AKTUELLER UND 12-MONATS-BEREICH DER STAATSANLEIHERENDITEN DER GRÖSSTEN MÄRKTE



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit  
Hinweis: Die Märkte sind nach Größe sortiert.

Die Outperformance chinesischer Staatsanleihen gegenüber Vergleichsmärkten ist auf die begrenzten Auswirkungen des US-Iran-Krieges auf die chinesische Inflation zurückzuführen. Tatsächlich wird erwartet, dass die Inflation in diesem Jahr bei rund 1% verharret, was die Zentralbank daran hindert, die Zinsen anzuheben. Zudem dürften die jüngsten geopolitischen Entwicklungen – anders als in vielen anderen Ländern – kaum negative Effekte auf die fiskalischen Kennzahlen haben, auch wenn sich die fiskalischen Fundamentaldaten im Vergleich zu früheren Jahren verschlechtert haben.

Ein weiterer zentraler Faktor ist die Investorenbasis chinesischer Staatsanleihen (CGBs). Rund 95% werden von inländischen Investoren gehalten, überwiegend (etwa 70% des Gesamtvolumens) von Geschäftsbanken, die Staatsanleihen zur Liquiditätssteuerung, zur Erfüllung regulatorischer Anforderungen und zur Anlage überschüssiger Liquidität bei schwacher Kreditnachfrage nutzen. Damit wird die große Mehrheit der CGB-Investoren nicht von klassischen Risiko-Rendite-Erwägungen geleitet und reagiert kaum auf makroökonomische oder geopolitische Entwicklungen. Darüber hinaus unterliegen ausländische Investoren, die CGBs erwerben möchten, spezifischen Zulassungsvoraussetzungen und Registrierungsspflichten.

Chinesische Staatsanleihen bieten nur ein niedriges Renditeniveau und sind für europäische Investoren nur begrenzt attraktiv, es sei denn, der Renminbi wertet deutlich gegenüber dem Euro auf – was wir nicht erwarten. Dagegen sehen wir attraktivere Chancen in den Fixed-Income-Märkten anderer Schwellenländer und halten an unserer positiven Einschätzung dieser Anlageklasse sowohl für Hart- als auch für Lokalwährungsanleihen fest. Trotz der jüngsten geopolitischen Ereignisse hat sich diese Assetklasse als robust erwiesen: Die Spreads des JP Morgan EMBI sind auf das Niveau vor Beginn des US-Iran-Krieges zurückgekehrt.





## 1 Öl: vorübergehende Ruhe, anhaltende Fragilität

Während Hoffnungen auf ein sich abzeichnendes Einvernehmen zwischen den USA und Iran die kurzfristige Risikowahrnehmung zeitweise gedämpft haben, hat sich das Vertrauen in die regionale Versorgungssicherheit erneut eingetrübt. Hintergrund sind die Durchsetzung einer Seeblockade gegen den iranischen Schiffsverkehr durch die USA sowie Angriffe iranischer Kräfte auf ausländische Handelsschiffe, begleitet von erneuten Drohungen gegen Häfen am Golf. Die Lagerbestände an Öl sind in wichtigen Verbrauchsregionen gesunken, freie Förderkapazitäten sind ungleich verteilt und das Angebot außerhalb der OPEC reagiert nur schleppend. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Brent-Preise bis Ende 2026 in Richtung 90 USD pro Barrel sinken, da Risikoprämien allmählich abgebaut werden. Der Ausblick ist jedoch zunehmend konditional: Eine erneute Eskalation, anhaltende Störungen der Golf-Exporte oder direkte Angriffe auf regionale Infrastruktur mit dauerhaften Schäden würden die Normalisierung deutlich verzögern. Umgekehrt könnte eine glaubwürdige und nachhaltige Deeskalation den Abbau der Risikoprämien beschleunigen und die Ölpreise unter den Basispfad drücken.

## 2 EZB: Zinserhöhungen stehen bevor

Der Krieg im Nahen Osten dürfte zu einer spürbaren Divergenz der Geldpolitik beiderseits des Atlantiks führen. Während wir weiterhin Spielraum für eine Zinssenkung der Fed im laufenden Jahr sehen, ist die EZB kaum bereit, den energiegetriebenen Inflationsschock zu ignorieren. Da wir erwarten, dass die Inflation im Euroraum bald über 3 % steigt (von 2,6 % im April) und im zweiten Halbjahr 2026 bei rund 3,5 % verharrt, rechnen wir mit zwei Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte im Juni und September, wodurch der Einlagensatz auf 2,50 % steigen würde – die Obergrenze eines plausiblen neutralen Zinsniveaus. Ziel der EZB wäre es, die Inflationserwartungen fest zu verankern und nennenswerte indirekte sowie Zweitrundeneffekte zu verhindern, ohne die wirtschaftliche Aktivität und den Arbeitsmarkt übermäßig zu belasten. Ermutigend ist, dass die Wirtschaft des Euroraums im Zeitverlauf widerstandsfähiger gegenüber Zinserhöhungen geworden ist. Bei Ausbleiben einer weiteren geopolitischen Eskalation dürfte eine straffere Geldpolitik keine gravierenden Probleme für Unternehmen oder private Haushalte verursachen. Das Wirtschaftswachstum bleibt zwar schwach, dürfte aber sowohl in diesem Jahr (0,8 %) als auch im kommenden Jahr (1,1 %) positiv ausfallen. Mit dem Abklingen des Energieschocks erwarten wir eine Rückkehr der Inflation zum EZB-Ziel von 2 % im zweiten Halbjahr 2027, was der Zentralbank ermöglichen dürfte, im dritten Quartal 2027 eine Zinserhöhung rückgängig zu machen.

## 3 Fed: Zinssenkung verzögert

Schon vor dem Iran-Krieg standen die Ziele der Fed – maximale Beschäftigung und 2 % Inflation – in einem Spannungsverhältnis, bei einer Kern-PCE-Inflation von rund 3 % und einem sich allmählich abschwächenden Arbeitsmarkt. Der Anstieg der Energiepreise und Störungen der Lieferketten dürften die Inflation weiter nach oben treiben und gleichzeitig die US-Wirtschaft belasten, was diesen Zielkonflikt verschärft. Kurzfristig werden Fed-Vertreter voraussichtlich Inflationsrisiken gegenüber Wachstums- und Beschäftigungssorgen priorisieren – auch weil die USA im Vergleich zu Europa relativ gut gegen Ereignisse im Nahen Osten abgeschirmt sind (das BIP-Wachstum wird weiterhin bei 2,3 % in diesem Jahr und 2 % im kommenden Jahr erwartet). In unserem Basisszenario hat der Energieschock nur einen temporären Effekt auf die Inflation (wir erwarten einen CPI-Höchststand von rund 3,6 % im dritten Quartal 2026, gefolgt von einem Rückgang). Dennoch dürfte die Fed abwarten, wie stark Zweitrundeneffekte auf Güter-, Dienstleistungspreise und Löhne ausfallen, bevor sie Zinssenkungen in Erwägung zieht. Wir rechnen mit einer weiteren Zinssenkung im vierten Quartal 2026. Angesichts eines von uns geschätzten neutralen Zinsniveaus von rund 3,5 % dürfte es bei „one cut and done“ bleiben. Kevin Warsh soll Jerome Powell voraussichtlich ab Mitte Mai als Fed-Vorsitzender ablösen, wenngleich sich dieser Zeitpunkt um ein oder mehrere Monate verzögern könnte. Mit seinem Amtsantritt dürfte Warsh in eine schwierige Lage geraten, insbesondere angesichts der Forderungen von Präsident Trump nach deutlich niedrigeren Zinsen. Es ist unwahrscheinlich, dass er einen gespaltenen Offenmarktausschuss (FOMC) vor Jahresende von einer Zinssenkung überzeugen kann.





# Markt Stories

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

## Das Rauschen ...

Die Märkte wurden in den vergangenen Wochen wiederholt durch schnell aufeinanderfolgende Schlagzeilen aus dem Nahen Osten im Zusammenhang mit dem US-israelischen Konflikt mit Iran erschüttert, was zu abrupten Stimmungsumschwüngen führte. Energiepreise und Renditen von Staatsanleihen reagierten stark auf das Hin- und Her zwischen Eskalationsängsten und kurzlebigen Anzeichen einer Deeskalation – häufig ohne nachhaltige Wirkung. Auch die Aktienmärkte verzeichneten immer wieder Phasen erhöhter Volatilität, da Investoren auf neue Entwicklungen reagierten, wobei das Verhalten auf Indexebene auf eine zugrunde liegende Robustheit hindeutet. Politische Rhetorik, insbesondere aus Washington, sowie die Unsicherheit über die Reaktionen der Zentralbanken auf kriegsbedingte, energiegetriebene Preisimpulse haben das Marktumfeld zusätzlich verkompliziert und den stark headline-getriebenen Charakter der jüngsten Marktbewegungen verstärkt.



## ... und das Signal

Unter der Oberfläche der Volatilität bleiben die Märkte fest in den Fundamentaldaten verankert. Die Neubewertung im Zuge der jüngsten geopolitischen Ereignisse konzentrierte sich vor allem auf die Risikoprämien und weniger auf die Erwartungen an Wachstum oder Gewinne in der Zukunft; Hinweise auf eine nennenswerte Verschiebung hin zu einer rezessiven Bewertung sind kaum erkennbar. Im Fixed-Income-Bereich spiegeln höhere Renditen vor allem erneute Inflations Sorgen im Zusammenhang mit dem Energieschock und entsprechenden Laufzeitenprämien wider, nicht aber die Angst vor einem langanhaltenden Konflikt. Im Kreditsegment verläuft die Spreadausweitung weiterhin graduell und geordnet. Aktien haben eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit gezeigt: Rückgänge blieben begrenzt, Erholungen erfolgten rasch, und die Marktführerschaft ist weiterhin an solide Gewinnentwicklung geknüpft. Insgesamt hat die Geopolitik die kurzfristige Volatilität erhöht, jedoch nicht die zentralen Kräfte verdrängt, die die Märkte bestimmen: robuste Gewinne, Inflationsdynamik und ein begrenzter Spielraum für schnelle geldpolitische Lockerungen.

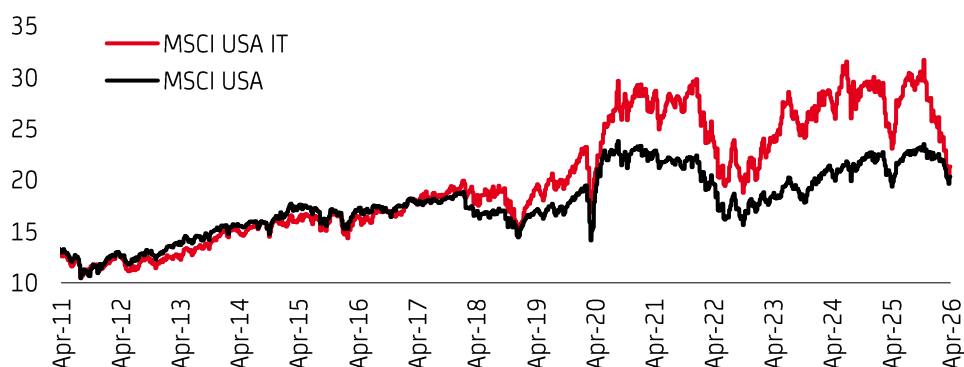
# Aktien

## Aktienmärkte blicken über geopolitische Risiken hinweg

Die **US-Aktienmärkte** haben die Eskalation zwischen Iran, Israel und den USA mit bemerkenswerter Gelassenheit verarbeitet. Das Schlagzeilenrisiko ist gestiegen, doch das Vertrauen wurde nicht erschüttert. Diese Widerstandsfähigkeit erklärt sich vor allem aus der Marktstruktur selbst: Der Informationstechnologiesektor (IT), der knapp ein Drittel der US-Marktkapitalisierung und rund ein Viertel der globalen Aktienmärkte ausmacht, bleibt der zentrale Treiber des Gewinnwachstums. Und dieser Motor wurde bereits spürbar getestet. Der Bewertungsaufschlag im Technologiesektor, der sich seit 2019 aufgebaut und zeitweise extreme Ausmaße angenommen hatte (Ende Oktober vergangenen Jahres lag das KGV-Premium bei rund 35 % gegenüber dem Gesamtmarkt), ist inzwischen vollständig abgebaut. Technologie wird derzeit weitgehend im Einklang mit dem Gesamtmarkt bewertet. Entscheidend ist, dass diese Anpassung lange vor den jüngsten geopolitischen Spannungen einsetzte (siehe Grafik 2.1) und durch eine breitere Rotation weg von langlaufenden Wachstumswerten ausgelöst wurde. Insofern hat der Iran-Krieg den Fokus der Anleger eher nochmals auf fundamentale Faktoren gelenkt. Die Gewinnerwartungen für den US-IT-Sektor sind weiter gestiegen: Die erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate (12M-Forward-Schätzungen) liegen seit Jahresbeginn um 19 % höher und haben ein Allzeithoch erreicht – trotz anhaltender inflations- und wachstumsbezogener Sorgen im Zusammenhang mit dem Iran-Krieg. Mit zurückgesetzten Bewertungen und intakter Gewinn-dynamik erscheint der Technologiesektor so ausgewogen wie zu keinem Zeitpunkt seit der Beschleunigung des KI-Zyklus. Die starke Performance der vergangenen Tage deutet darauf hin, dass Investoren dies zunehmend anerkennen.

**ABBILDUNG 2.1: BEWERTUNGSKOMPRESSION BEI GLEICHZEITIG STEIGENDEN GEWINNERWARTUNGEN**

12-MONATS-FORWARD-KGV



Quelle: LSEG Datastream, The Investment Institute by UniCredit

**Europäische Aktien** sind einer direkteren Weitergabe geopolitischer Risiken ausgesetzt. Die sektorale Struktur der Region – mit höheren Gewichten energieintensiver zyklischer Branchen, einer stärkeren Abhängigkeit von Energieimporten und einem deutlich kleineren IT-Anteil – macht Europa anfälliger für Energiepreise, Handelsstörungen und vertrauensbedingte Effekte infolge des Iran-Krieges. Im Gegensatz zu den USA fehlen in Europa große, global dominante Technologieplattformen, die diese Belastungen auf Indexebene abfedern könnten. Entsprechend sind die Bewertungen in Europa moderater, während die aggregierte Gewinndynamik hinter derjenigen der USA zurückbleibt. Vor diesem Hintergrund stehen europäische Finanzwerte hervor: Insbesondere die Banken verbinden attraktive Bewertungen mit starken Kapitalpositionen, disziplinierten Bilanzen und einer relativen Robustheit gegenüber dem Energieschock – vorausgesetzt, eine Rezession bleibt aus, wovon wir ausgehen.

Unsere Einschätzung zu den Schwellenländern bleibt konstruktiv (siehe auch „Die Sicht der CIOs“, Seite 2). Die Bewertungen sind niedrig und bieten Spielraum für Differenzierung, da Kapital jenseits geopolitisch stark konzentrierter entwickelter Märkte nach Wachstum und Stabilität sucht.

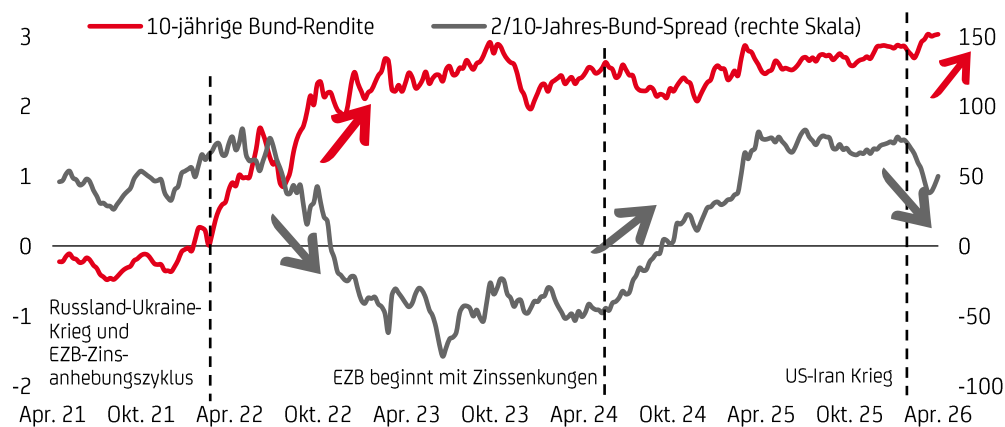
# Festverzinsliche Wertpapiere

## Geopolitische Spannungen halten Staatsanleihen volatil

Der anhaltende Konflikt im Nahen Osten bringt weiterhin keine Entlastung für Staatsanleihen, die nach wie vor sehr empfindlich auf Schwankungen bei Rohstoffpreisen und Inflationserwartungen reagieren. Die EZB wird allgemein damit gerechnet, Maßnahmen zu ergreifen, um dem absehbaren Inflationsschock entgegenzuwirken; die Märkte preisen bis zum Jahresende zwei bis drei Zinserhöhungen ein. Wir erwarten, dass die EZB den Einlagensatz im Juni und im September jeweils um 25 Basispunkte anhebt, wobei die anstehende Sitzung im April möglicherweise Hinweise auf den weiteren Zinspfad liefern wird. Staatsanleihen des Euroraums (EGBs) bleiben auch intraday sehr volatil, da Investoren versuchen, die jüngsten Entwicklungen in ihre Anleihebewertungen zu integrieren. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen scheint sich bei rund 3% stabilisiert zu haben – etwa 40 Basispunkte höher als vor Beginn des Konflikts. In unserem Basisszenario, das von keiner weiteren Eskalation des Krieges und einer Normalisierung der Energiepreise ausgeht, erwarten wir, dass die Rendite zehnjähriger Bunds auf absehbare Zeit bei 3% oder leicht darüber notiert. Das kurze Ende der Zinskurven im Euroraum bleibt stärker anfällig für Stimmungsschwankungen der Investoren. Nach den Nachrichten über einen Waffenstillstand ist die Rendite zweijähriger Bundesanleihen wieder in den Bereich von 2,5% zurückgekehrt, nachdem sie zuvor über die Marke von 2,75% gestiegen war. Die Bund-Zinskurve ist weiterhin flacher als vor Ausbruch des Konflikts; der 2/10-Jahres-Spread liegt bei rund 50 Basispunkten (gegenüber zuvor 65 Basispunkten). Dieser Spread dürfte in den kommenden Quartalen in etwa auf diesem Niveau verharren, bevor er sich im nächsten Jahr wieder steiler ausprägt.

### ABBILDUNG 2.2: DAS 3%-NIVEAU IST KEINE RUBIKON-SCHWELLE FÜR DIE 10-JÄHRIGE BUNDRENDITE

10-JÄHRIGE BUNDRENDITE (%), (LS) UND 2/10-JÄHRIGE BUND-SPREADS (BP), (RS)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Die Verbesserung der Marktstimmung hat insgesamt zu einer Einengung der Spreads von Staatsanleihen des Euroraums (EGBs) gegenüber Bundesanleihen geführt, wenngleich diese weiterhin über dem Niveau von Ende Februar liegen. Die Underperformance der vergangenen zwei Monate war vollständig durch systemische Faktoren bedingt, während länderspezifische Risiken begrenzt geblieben sind.

US-Treasuries waren deutlich weniger von geopolitischen Entwicklungen betroffen als EGBs, da der Inflationsschock jenseits des Atlantiks voraussichtlich gedämpfter ausfällt. Die Märkte rechnen damit, dass die Fed die Zinsen zunächst unverändert lässt, während wir eine Zinssenkung im vierten Quartal 2026 erwarten. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen hat sich bei rund 4,25% stabilisiert. Wir halten einen Rückgang von diesem Niveau für unwahrscheinlich, da fiskalische Risiken und erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit die Laufzeitenprämie weiter nach oben treiben dürften.

## Unternehmensanleihen: weiterer Gegenwind wahrscheinlich

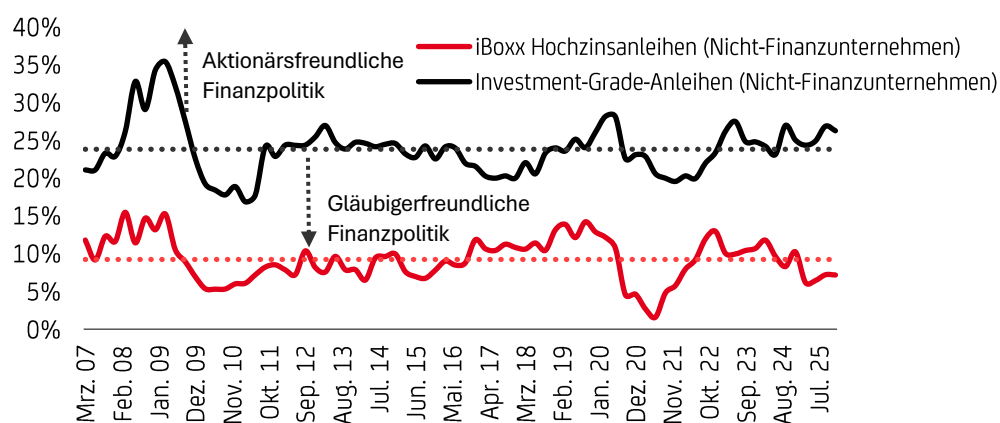
Der US-israelische Krieg gegen Iran belastet auch den europäischen Kreditmarkt, wenngleich die bislang beobachtete Spreadausweitung eher moderat ausgefallen ist. Die Spreads für iBoxx High-Yield-Unternehmensanleihen (ohne Finanzwerte) stiegen zeitweise über die Marke von 300 Basispunkten – den höchsten Stand seit Juni vergangenen Jahres –, während Senior-Investment-Grade-Anleihen sowohl von Banken als auch von Nichtfinanzunternehmen Niveaus um 80 Basispunkte testeten. Die Gesamtleistung seit Jahresbeginn ist über alle Kreditsegmente hinweg leicht negativ. Vor dem Hintergrund unserer revidierten Spread-Prognosen – 90 Basispunkte für Senior-Bankanleihen mit Investment Grade, 95 Basispunkte für Senior-Nichtfinanzanleihen sowie 350 Basispunkte für High-Yield-Nichtfinanzanleihen bis Jahresende – erwarten wir für das Gesamtjahr Gesamtergebnisse von lediglich 1 bis 2 %, die schwächste Performance seit 2022. Sektoral sehen wir Wertpotenzial in Öl & Gas sowie Basic Resources, die beide seit Jahresbeginn überdurchschnittlich performt haben, ebenso wie in Telekommunikation. Untergewichtet bleiben energieintensive Sektoren wie Automobile & Teile, Chemie, Technologie sowie Reise & Freizeit.

Die laufende Berichtssaison dürfte die Auswirkungen des Iran-Krieges auf die Kreditkennzahlen der Emittenten noch nicht widerspiegeln. Der Fokus wird daher auf den Ausblicken der Unternehmen liegen, bei denen wir angesichts der geringen Visibilität und der hohen Unsicherheit im Zusammenhang mit den Entwicklungen im Nahen Osten mit großer Vorsicht rechnen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir nicht nur eine Zurückhaltung bei den Investitionen, sondern auch eine weitere Straffung der Finanzpolitik der Unternehmen, insbesondere bei der Vergütung der Aktionäre. Wie unsere Analyse zeigt, haben europäische Emittenten nach der Großen Rezession 2008–2009 von aktionärsfreundlichen zu kreditinvestorenfreundlichen Strategien gewechselt und diese Ausrichtung im Wesentlichen beibehalten. Die Ausschüttungen an Aktionäre – gemessen als Anteil am operativen Cashflow, vor allem in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen – sind seitdem deutlich gesunken, bewegen sich auf moderatem Niveau und nahe ihrem langfristigen Durchschnitt. Das ist eine gute Nachricht für Kreditinvestoren, da es in einer Phase möglicherweise erschwerten Marktzugangs mehr Liquidität für den Schuldendienst impliziert und somit auch das Ausfallrisiko begrenzt.

Auch bei Finanzwerten zeigten sich die **Kreditspreads** robust. Die Stimmung wurde durch gute Ergebnisse großer US-Banken im ersten Quartal 2026 sowie bislang konstruktive Kommentare europäischer Banken gestützt. Trotz erhöhter geopolitischer Risiken war die Nachfrage der Investoren nach Neuemissionen am Primärmarkt sehr stark. Mehrere Emissionen von Senior-Anleihen durch Private-Credit-Anbieter reduzierten zudem Sorgen hinsichtlich der Liquiditätsrisiken dieser Anlageklasse und stützten damit auch die Stimmung gegenüber Banken.

### ABBILDUNG 2.3: AKTIONÄRSVERGÜTUNG IN % DES OPERATIVEN CASHFLOWS

EUROPÄISCHE UNTERNEHMEN HALTEN AN LIQUIDITÄTSSCHONENDEN AUSSCHÜTTUNGSPOLITIKEN FEST



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

# Währungen

## EUR-USD: Schwankungen der globalen Risikoaversion bleiben der zentrale Treiber

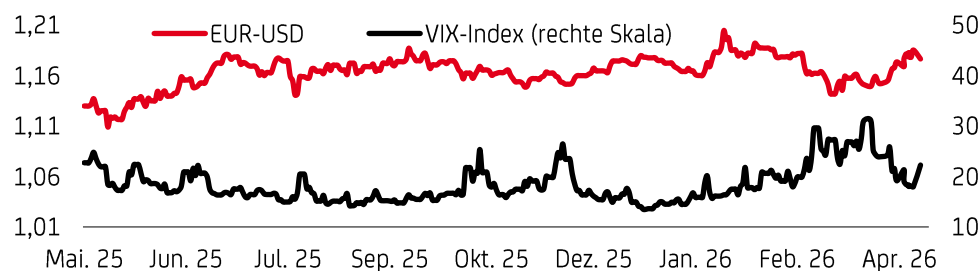
Die jüngste Kursentwicklung hat die zentralen Themen an den Devisenmärkten erneut verdeutlicht (für eine vertiefende Analyse siehe unsere jüngste *Short View – USD at war: three lessons to be learned*, 8 April). **Erstens:** Der US-Dollar-Index (DXY) – und damit auch EUR-USD, das mehr als 55 % des Währungskorbs ausmacht – reagiert stärker auf Schwankungen der globalen Risikoaversion als auf Veränderungen der Ölpreise. Dies zeigt die untenstehende Grafik, die EUR-USD dem VIX-Index (Angstindex) gegenüberstellt. **Zweitens:** Der Prozess der De-Dollarisierung ist nicht abgeschlossen, setzt jedoch ein Umfeld niedriger Volatilität voraus, um fortgesetzt zu werden. **Drittens:** Straffungen durch große Zentralbanken, einschließlich der EZB, können keine nachhaltige Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar auslösen, solange sich die Risikoaversion nicht spürbar zurückbildet.

EUR-USD fiel bis auf 1,1412 (nur wenige Pips unter dem Tief von 1,1442 während der 12-tägigen Nahostkrise im vergangenen Juni). Dies deutet darauf hin, dass Investoren angesichts der Unsicherheit rund um den US-Dollar im Kontext des aktuellen Konflikts – vor allem im Zusammenhang mit der US-Wirtschaftspolitik – weiterhin zögern, eine ausgeprägte Baisse-Position im Dollar einzugehen. Entsprechend erholte sich das Währungspaar, nachdem US-Präsident Donald Trump am 8. April einen 14-tägigen Waffenstillstand angekündigt hatte und sich die Spannungen vorübergehend entspannten. Zusätzliche Unterstützung erhielt EUR-USD durch die Aufwertung des Forint nach dem Wahlsieg von Péter Magyar bei den ungarischen Parlamentswahlen. In der Folge stieg das Paar bis auf 1,1848 und damit leicht über das Niveau von 1,1813, dem Schlusskurs vom 27. Februar – dem Tag vor Ausbruch des Konflikts, als Iran am 17. April zunächst die Wiederöffnung der Straße von Hormus angekündigt hatte.

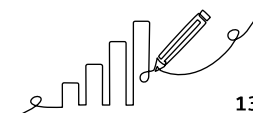
Die Entwicklungen im Nahen Osten bleiben derzeit der entscheidende Treiber. Sollte es erneut zu einer Eskalation kommen, könnte eine erneute Zunahme der globalen Risikoaversion die Safe-Haven-Rolle des US-Dollars stärken und EUR-USD unter Druck setzen. Allerdings hat das Währungspaar auf dem aktuellen Niveau bereits einen ausreichenden Abwärtspuffer aufgebaut, um einen erneuten Absturz in Richtung der jüngsten Tiefs um 1,14 zu begrenzen. In diesem Szenario dürfte der Bereich um 1,15 Bestand haben. Insgesamt reagierte EUR-USD vergleichsweise verhalten auf die Zuspitzung rund um die Straße von Hormus und die jüngsten Entwicklungen in der Iran-Krise. Die Märkte gehen weiterhin davon aus, dass ein vollständiger Kontrollverlust vermieden wird und es letztlich zu einer Einigung kommt. Entsprechend bevorzugen Investoren derzeit eine abwartende Haltung, statt massiv Long-Positionen im US-Dollar aufzubauen. Eine Deeskalation der Spannungen im Nahen Osten – unser Basisszenario – und der damit verbundene Abbau der „kriegsbedingten“ Risikoprämie dürften EUR-USD eher an das obere Ende der Handelsspanne von 1,15 bis 1,20 führen. Die zentrale Frage wäre dann allerdings, ob ein Anstieg über das Jahreshoch von 1,2078 – wenngleich aus Sicht der EZB aufgrund seiner dämpfenden Wirkung auf die Inflation grundsätzlich willkommen – mit dem aktuellen geoökonomischen Gesamtbild vereinbar wäre. Unabhängig davon könnte EUR-USD auch dann steigen, wenn die USA in einen länger andauernden Konflikt verwickelt würden, da dies zu einem idiosynkratischen Risiko für die Trump-Administration werden könnte, sollte sich keine tragfähige Exit-Strategie abzeichnen. Zudem könnte Trump im Vorfeld der US-Zwischenwahlen einen wettbewerbsfähigeren US-Dollar bevorzugen, um die Exporte zu stützen und das Handelsdefizit der USA zu verringern.

**ABBILDUNG 2.4: GEOÖKONOMISCHE FAKTOREN BESTIMMEN WEITERHIN DIE ENTWICKLUNG DES EUR-USD**

EUR-USD UND DER VIX-INDEX (RS)



Quelle: LSEG, The Investment Institute by UniCredit



# Rohstoffe

## Rohöl

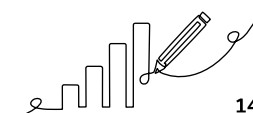
Die Ölmärkte haben sich in den vergangenen Wochen deutlich neu eingepreist, wobei Brent angesichts der Rückkehr geopolitischer Risiken als dominierendem kurzfristigem Treiber auf einem spürbar höheren Niveau verharrt. Während Hoffnungen auf ein sich abzeichnendes Einvernehmen zwischen den Konfliktparteien die unmittelbaren Extremrisiken zeitweise gedämpft haben, hat sich das Vertrauen in die regionale Versorgungssicherheit erneut verschlechtert. Ausschlaggebend dafür waren die Durchsetzung einer Seeblockade gegen den iranischen Schiffsverkehr durch die USA sowie erneute iranische Vergeltungsdrohungen gegen Häfen am Golf und Angriffe auf ausländische Handelsschiffe. Die erhöhte Unsicherheit führte dazu, dass die Preise wieder knapp unter die Marke von 100 USD pro Barrel gestiegen sind und damit die hohe Sensitivität des Marktes gegenüber Eskalationsrisiken unterstreichen. Narrative eines Angebotsüberhangs sind damit in den Hintergrund getreten. Die Lagerbestände sind in wichtigen Regionen geschrumpft, freie Förderkapazitäten sind ungleich verteilt und das Angebot außerhalb der OPEC reagiert nur langsam – all dies verstärkt die Preisausschläge infolge geopolitischer Schlagzeilen. Wir erwarten, dass sich der Brent-Preis bis Ende 2026 schrittweise in Richtung 90 USD pro Barrel bewegt, da die Risikoprämien allmählich abgebaut werden. Das Preisumfeld bleibt jedoch fragil: Jede Verschärfung des Konflikts würde die Normalisierung verzögern und die Preise länger erhöht halten, während eine glaubwürdige und dauerhafte Deeskalation die Preise unter unseren Basispfad drücken könnte.

## Erdgas

Der europäische Referenzpreis für Erdgas (TTF) bleibt äußerst volatil und liegt seit Beginn des Iran-Krieges Ende Februar um fast 30 % höher. Zwar sind die Preise in den vergangenen Wochen deutlich zurückgegangen, da die Märkte optimistischer hinsichtlich einer raschen Entspannung der Lage geworden sind, doch bleibt der kurzfristige Ausblick anspruchsvoll. Katar und die Vereinigten Arabischen Emirate, die zusammen rund 20 % des weltweiten LNG-Angebots stellen, konnten seit Beginn des Krieges kein LNG exportieren. Darüber hinaus wurden schätzungsweise 16 % der Kapazitäten Katars beschädigt und werden für Jahre nicht verfügbar sein. Dadurch hat sich das zuvor günstige Angebots-Nachfrage-Verhältnis für Importländer deutlich verschlechtert. Auch wenn sich die Preise zuletzt zurückgezogen haben, hat die sommerliche Wiederbefüllung der Speicher noch nicht wirklich Fahrt aufgenommen und steht in den kommenden Monaten vor erheblichen Herausforderungen – selbst wenn sich die Kampfhandlungen im Nahen Osten abschwächen sollten. Unsere Prognose eines durchschnittlichen TTF-Preises von 55 EUR/MWh liegt klar über dem jüngsten Preisniveau von 40–45 EUR/MWh. Nach unserer Einschätzung spiegeln die aktuellen Preise weder die aufkommenden Risiken für das LNG-Angebot noch die erwartete steigende Nachfrage wider, wenn Europa und Asien ihre Lagerbestände im Vorfeld der Heizsaison 2026/27 auffüllen.

## Gold

Gold notierte in der Nähe von 4.800 USD je Unze und steuerte auf den vierten Wochengewinn in Folge zu, gestützt durch nachlassende Inflations Sorgen und verbesserte Aussichten auf einen tragfähigeren Waffenstillstand zwischen den USA und Iran. Der Optimismus hinsichtlich eines möglichen Abkommens lastete auf den Ölpreisen, milderte den Inflationsdruck und dämpfte die Erwartungen weiterer geldpolitischer Straffungen durch die Zentralbanken. Zwar bestehen weiterhin Unsicherheiten bezüglich der Überprüfung und Umsetzung eines solchen Abkommens und es könnte Zeit benötigen, bis sich Störungen der Energieversorgung vollständig normalisieren, doch haben die jüngsten Marktentwicklungen die unmittelbaren Extremrisiken reduziert. Vor diesem Hintergrund liegt Gold weiterhin rund 17 % über dem Tief vom März und unterstreicht damit seine Widerstandsfähigkeit. Mit Blick nach vorn erwarten wir, dass Gold seine Rolle als sicherer Hafen beibehält. Während die kurzfristige Volatilität vor allem durch Liquiditäts- und Zinsfaktoren geprägt ist, wird die mittel- bis langfristige Unterstützung weiterhin klar durch geopolitische Unsicherheiten und anhaltende Käufe der Zentralbanken getragen.





# Prognosen

## Wirtschaftsprognosen

### BIP, VERBRAUCHERPREISE UND STAATSHAUSHALTE

	Reales BIP (% Vgl. zum Vorjahr)			Verbraucherpreise (% Vgl. zum Vorjahr)			Staatshaushalt (% 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>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>	<b>2.6</b>	<b>-7.4</b>	<b>-7.9</b>	<b>-8.0</b>
<b>Eurozone</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>-3.6</b>
Deutschland	0.2*	0.9*	1.6*	2.2	2.7	2.3	-2.7	-4.3	-4.3
Frankreich	0.9	0.9	1.0	0.9	1.8	1.5	-5.1	-5.0	-4.6
Italien	0.7	0.5	0.6	1.5	3.2	2.1	-3.1	-2.9	-2.8
Spanien	2.8	2.2	1.6	2.7	3.3	2.6	-2.5	-2.1	-2.2
<b>Vereinigtes Königreich</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>	<b>2.2</b>	<b>-4.5</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>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>-3.1</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.8</b>
<b>Indien</b>	<b>7.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</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: The Investment Institute by UniCredit

\*Nicht kalenderbereinigte Werte. Kalenderbereinigt: 0,4% (2025), 0,6% (2026) and 1,5% (2027)

### ZENTRALBANKEN

	Aktuell	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27
<b>Fed</b>	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50
<b>EZB</b>	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
BOE	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.00
BoJ	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25
Riksbank	1.75	2.00	2.25	2.25	2.25	2.25
Norges Bank	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf das Ende des Berichtszeitraums.



## ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

	20.04.26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>Eurozone</b>				
Depo-Satz	2.00	2.25	2.50	2.50
3M Euribor	2.19	2.31	2.52	2.55
2J Schatz	2.46	2.65	2.65	2.60
10J Bund	2.98	3.10	3.10	3.00
2J EUR-Swap	2.64	2.90	2.85	2.75
10J EUR-Swap	3.01	3.15	3.15	3.05
10J Bund-Swap-Spread	3	5	5	5
2J BTP	2.64	2.85	2.85	2.80
10J BTP	3.72	3.90	3.90	3.80
10J BTP-Bund-Spread	74	80	80	80
<b>USA</b>				
Leitzins der Fed	3.75	3.75	3.75	3.50
3M OIS SOFR	3.67	3.67	3.60	3.42
2J UST	3.72	3.85	3.75	3.65
10J UST	4.26	4.40	4.40	4.40
10J UST-Bund-Spread	128	130	130	140

## WECHSELKURSPROGNOSEN

	20.04.26	2Q26	3Q26	4Q26
EUR-USD	1.18	1.17	1.18	1.19
USD-JPY	159	157	154	152
EUR-JPY	187	184	182	181
GBP-USD	1.35	1.33	1.33	1.32
EUR-GBP	0.87	0.88	0.89	0.90
USD-CNY	6.82	6.88	6.85	6.80
EUR-CNY	8.02	8.05	8.08	8.09

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

## PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE ANLAGEN

	20.04.26	Mid-2026	End-2026
<b>Rohöl</b>			
Brent USD/Barrel	95	100	90
<b>Aktien</b>			
Euro STOXX 50	5,986	6,000	6,300
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	24,418	25,000	26,000
MSCI Italien	124	125	135
S&P 500	7,110	7,100	7,400
Nasdaq 100	26,590	26,000	28,000
<b>Unternehmensanleihen</b>			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banken Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	279	325	350

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

Detaillierte Prognosetabellen sind unter folgenden Links verfügbar:

[Economics >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Risky Assets >](#)



# Entwicklung ausgewählter Finanzmarktindizes

Von	20.04.21	20.04.22	20.04.23	20.04.24	20.04.25	20.04.21	01.01.26
bis	20.04.22	20.04.23	20.04.24	20.04.25	20.04.26	20.04.26	20.04.26

## BÖRSENINDIZES (GESAMTRENDITE, IN %)

MSCI World (in USD)	4.6	-3.7	17.7	8.0	35.7	73.4	5.2
MSCI Emerging Markets (in USD)	-16.6	-6.6	4.6	8.1	53.7	37.2	14.6
MSCI US (in USD)	7.6	-6.5	22.6	6.9	36.2	80.0	4.1
MSCI Europe (in EUR)	10.1	5.6	10.2	4.6	26.4	66.2	6.0
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	-15.2	-2.6	5.7	7.9	46.1	39.3	12.9
STOXX Europe 600 (in EUR)	9.0	4.8	10.4	4.7	26.9	64.5	6.0
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	-5.1	10.0	12.3	18.9	15.2	58.9	-0.3
MSCI Italien (in EUR)	7.0	15.0	31.7	13.0	39.4	148.7	7.1
ATX (Österreich, in EUR)	8.9	2.6	14.7	16.6	55.1	126.5	10.9
SMI (Schweiz, in CHF)	14.3	-5.1	2.1	7.3	18.1	38.0	2.6
S&P 500 (USA, in USD)	9.4	-5.8	22.2	6.9	36.3	83.6	4.2
Nikkei (Japan, in JPY)	-4.7	7.7	31.8	-7.0	72.4	118.4	17.7
CSI 300 (China, in Yuan)	-18.5	3.4	-11.7	9.2	29.6	6.0	3.0

## INDIZES AN DEN ANLEIHEMÄRKTEN (GESAMTRENDITE, IN %)

US-Staatsanleihen 10J (in USD)	-9.6	-2.3	-4.9	6.8	5.4	-5.4	0.3
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	-9.4	-11.0	2.2	2.9	-1.0	-15.9	0.2
EUR Staatsanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-8.4	-10.3	3.7	4.0	0.3	-10.9	0.1
EUR Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	-7.3	-6.1	5.8	5.8	2.5	0.0	0.4

## ANLEIHERENDITEN (VERÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN = 0,01 PROZENTPUNKTE)

US-Staatsanleihen 10J (in USD)	135	62	108	-30	-8	266	11
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	112	162	4	-5	52	322	12
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	111	177	-6	-11	42	311	14
EUR Unternehmensanleihen 1J-10J (iBOXX, in EUR)	161	207	-37	-44	31	314	18

## WECHSELKURSE IN EURO (VERÄNDERUNG IN %)

US-Dollar (EUR-USD)	-10.1	1.1	-2.7	6.4	3.5	-2.3	0.1
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-3.9	6.3	-2.9	0.3	1.4	0.8	-0.2
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-7.0	-4.3	-1.3	-4.3	-1.1	-16.4	-1.3
Japanischer Yen (EUR-JPY)	6.0	6.5	11.7	-1.7	15.4	43.7	1.5

## ROHSTOFFE (VERÄNDERUNG, IN %)

Rohstoffindex (GSCI, in USD)	9.3	2.5	18.9	37.4	43.9	162.5	10.8
Industriemetalle (GSCI, in USD)	31.5	-21.3	6.1	-8.1	42.0	39.5	11.2
Gold (in USD pro Feinunze)	10.0	2.4	19.7	38.7	45.3	170.3	11.0
Rohöl (Brent, in USD pro Barrel)	60.3	-24.1	7.6	-22.0	40.6	42.5	57.1

**Quelle:** LSEG Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 20. April 2026)

**Hinweis:** Werte und Prognosen aus der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht gekauft werden und enthalten daher keine Kosten. Bei der Anlage in Wertpapiere fallen Kosten an, die die Performance mindern. Auch die Rendite von Anlagen in Fremdwährungen kann aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Sogenannte synthetische Anleihen werden so berechnet, dass sie die Wertentwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich widerspiegeln. Als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "geeignetste" reale Bundesanleihe herangezogen. Die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit wird unter folgenden Bedingungen dargestellt: Bedienung der Zinszahlungen und Tilgung gemäß den Bedingungen und Halten bis zur Endfälligkeit. Insofern ist es eine Ertragschance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikobewertungen der Anleger für die jeweiligen Produkte bzw. Länder wider (höhere Renditechance = höhere Risikobewertung). Die synthetischen Anleihen können nicht gekauft werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind die anfallenden Anschaffungs- und/oder Verwahrungskosten nicht enthalten.





## Schoellerbank Aktiengesellschaft



### Adresse

Renngasse 3  
1010 Wien



### Kontakt

Investment Strategy & Asset Management  
Oliver Prinz  
+43 (0)5 05 05-40109



### Ausführliches Impressum unter

[www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)

## INSTITUTSLEITUNG

Manuela D'Onofrio, Chair

Fabio Petti, Co-Chair

Edoardo Campanella,  
Director and Chief Editor

## IDEEN

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,  
CIO, Italy

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,  
CIO, Germany

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Oliver Prinz,  
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,  
Head of Macroeconomic  
Analysis

Daniel Vernazza

## LEITENDE REDAKTEURE

Chiara Silvestre

Michael Teig

## PRODUKTION

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](https://schoellerbank.at/files/The%20Compass/Glossar_DE_01.pdf)

## Marketingmitteilung / 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 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.

Alle Angaben vorbehaltlich Druck- und Satzfehler.

### 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 23. April 2026.