

Financial Market Outlook

Basis für das Management der Eigenanlagen der BANTLEON AG und der »BANTLEON Fonds«

3. März 2025

Kapitalmarktanalyse
Anlagemanagement

Inhalt

Dr. Harald Preißler
Kapitalmarktstrategie

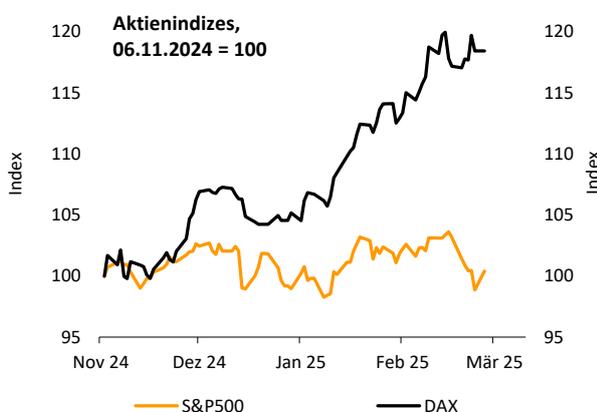
Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Dr. Andreas A. Busch
Senior Economist

USA	2
China	5
Japan	5
Eurozone	7
Finanzmärkte	11
Wichtige Termine der Woche	18

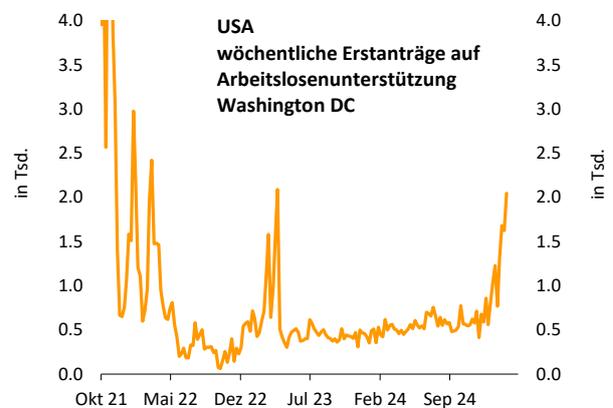
- Trumps Kurs verunsichert – nicht zuletzt die eigenen Konsumenten
- Die US-Wirtschaft steht vor einem Rücksetzer
- Im Rest der Welt zeigt der Konjunkturtrend nach oben – ungeachtet aller Zolldrohungen
- Geldpolitik noch im Zinssenkungsmodus
- Das Durationsmanagement erfordert 2025 Fingerspitzengefühl
- Unternehmensanleihen guter Bonität bleiben auf der Überholspur
- Aktienmärkte trotz hoher Bewertungen gut unterstützt

Abbildung 1: Von »America First« kam an den US-Märkten bislang nichts an



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 2: Musk räumt auf



Quellen: BLS, BANTLEON

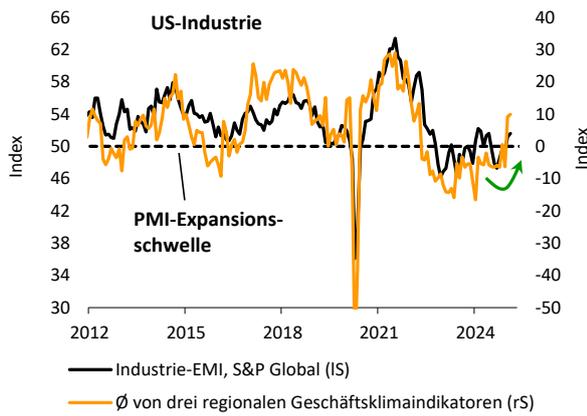
USA

In den USA werden die Industrieunternehmen optimistischer, ...

... im Gegenzug wächst bei den Dienstleistern die Skepsis.

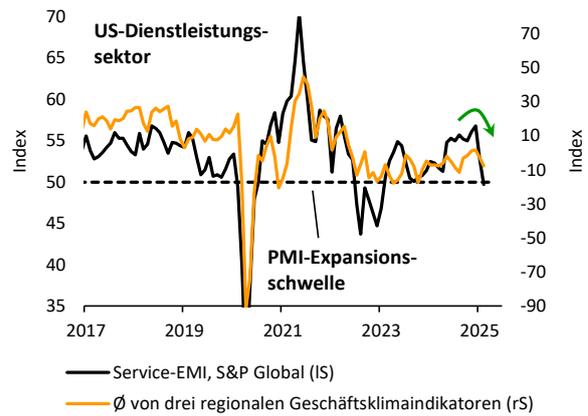
Bei der Unternehmensstimmung in den USA zeigt sich derzeit ein zweigeteiltes Bild. Auf der einen Seite wächst in der Industrie der Optimismus. Vor allem haben die regionalen Geschäftsklimaumfragen deutlich nach oben gedreht und markieren dabei zum Teil mehrjährige Höchststände. Aufwärts geht es aber auch bei den Einkaufsmanagerindikatoren (vgl. Abbildung 3). Auf der anderen Seite lassen Geschäftsklimabarometer und EMIs im Dienstleistungssektor einhellig eine Abschwächung erkennen (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 3: Industrie im Aufwind ...



Quellen: Philadelphia-, New York- und Richmond-Fed, S&P Global, BANTLEON

Abbildung 4: ... Dienstleister mit Gegenwind



Quellen: Philadelphia-, New York- und Richmond-Fed, S&P Global, BANTLEON

Während das verarbeitende Gewerbe von vielfältigem Nachholbedarf profitiert, ...

... bekommt der Sektors der Konditionsprobleme des privaten Verbrauchs zu spüren; ...

... die Konsumenten werden unter anderem durch die Politik der neuen Regierung verunsichert; ...

Die Industrie-Erhholung wird vom wachsenden Nachholbedarf bei Investitionen sowie beim Lageraufbau angeschoben. Daneben profitiert das verarbeitete Gewerbe von der Entspannung bei den Finanzierungskonditionen, die auf die Zinswende der Fed im vergangenen Herbst zurückzuführen ist.

Die Dienstleister bekommen hingegen die Konditionsprobleme des Konsums zu spüren. In der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres hatten die privaten Haushalte ihre Ausgaben mit einem annualisierten Plus von 3,9% so kräftig gesteigert wie seit drei Jahren nicht mehr. Ein Durchschnaufen, wie es von den rückläufigen Januar-Einzelhandelsumsätzen und -Konsumausgaben angezeigt wird, war mithin überfällig. Hinzu kommt die Verunsicherung, die von der neuen Regierung unter *Donald Trump* geschürt wird. Hatte sich die Konsumentenstimmung nach dessen Wahlsieg zunächst verbessert, folgte anschliessend die Ernüchterung. Die prominenten Verbrauchervertrauensindikatoren des Conference Board und der University of Michigan sackten in den vergangenen Monaten merklich ab und markierten im Februar einen acht- bzw. 15-monatigen Tiefstand (vgl. Abbildung 5).

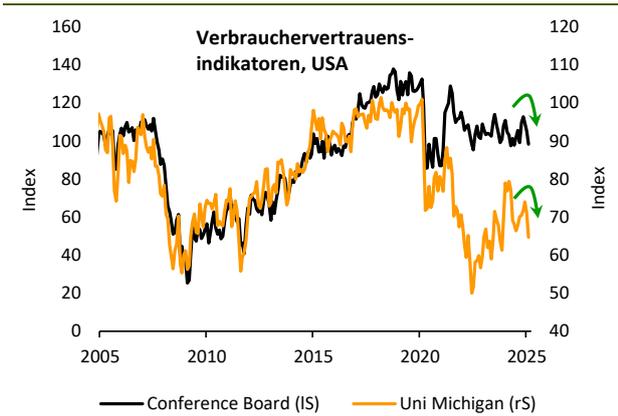
Im Wesentlichen scheinen es zwei Politikbereiche zu sein, die für Ungemach sorgen. Zunächst strahlt der vehement vorangetriebene Personalabbau im öffentlichen Dienst negativ auf die Beurteilung der Beschäftigungsperspektiven auch in der Privatwirtschaft aus. So sollen rund 200.000 Behördenmitarbeiter während ihrer Probezeit entlassen werden, mehrere Tausend Kündigungen wurden bereits ausgesprochen. Hinzu kommt der Stopp von Neueinstellungen, was innerhalb eines Jahres zu einem Stellenabbau von nochmals 200.000 führen wird. Zusätzlich hat das Abfindungsprogramm, das von *Elon Musk* Ende Januar verkündet worden war, laut Angaben des Weissen Hauses um die 75.000 Mitarbeiter zur Kündigung veranlasst. Alles in allem

gehen in den nächsten zwölf Monaten im öffentlichen Sektor knapp 500.000 Jobs verloren, was die Arbeitslosenquote um 0,3%-Punkte steigen lassen dürfte.

... so nimmt die Sorge um den Arbeitsplatz zu ...

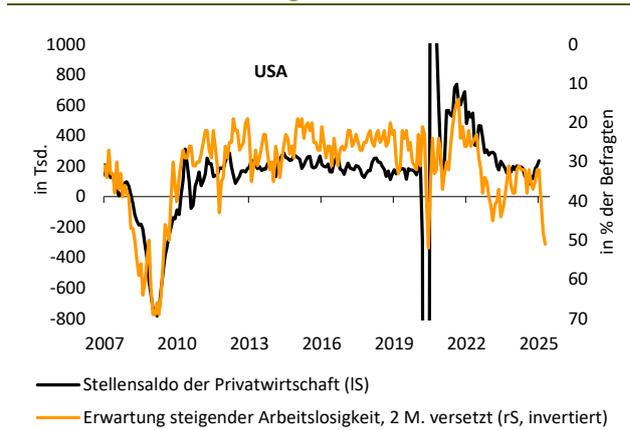
In der Erhebung der University of Michigan spiegelt sich dieser Ausblick bereits wider. Demnach erwarten mehr als die Hälfte der Befragten in den kommenden Monaten eine Zunahme der Arbeitslosigkeit, Ende vergangenen Jahres waren es nur 30% gewesen (vgl. Abbildung 6). Die einschlägigen Unterkomponenten der Conference-Board-Umfrage lassen ebenfalls eine pessimistischere Einschätzung erkennen, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt.

Abbildung 5: Verbraucher spüren Verunsicherung



Quellen: Conference Board, University of Michigan, BANTLEON

Abbildung 6: Sorge um den Arbeitsplatz hat zugenommen



Quellen: University of Michigan, BLS, BANTLEON

... und es wächst die Angst vor steigenden Preisen.

Das zweite Politikfeld, das negativ auf die Wirtschaft ausstrahlt, bilden die bereits verhängten und angekündigten Strafzölle. Die Aussicht auf deutliche Preissteigerungen haben die Inflationserwartungen im vergangenen Monat sprunghaft anziehen lassen. In beiden Verbrauchervertrauensumfragen legten die entsprechenden Subindizes merklich zu. Das gilt selbst dann, wenn berücksichtigt wird, dass die Zuwächse in den Zahlen der University of Michigan zum Teil auf eine neue Erhebungsmethode zurückzuführen sind (vgl. Abbildung 7).

In unseren Augen dürfte die von der Trump'schen Wirtschaftspolitik ausgehende Verunsicherung zunächst andauern, ...

Wir gehen davon aus, dass die von der neuen Regierungspolitik ausgehende Verunsicherung zunächst anhält. So dürfte die Entlassungswelle im öffentlichen Dienst weitergehen. Auch das Zoll-Thema sollte noch geraume Zeit für Gesprächsstoff sorgen, werden hier die Drohungen von Donald Trump doch erfolgreich genutzt, um Zugeständnisse von den Handelspartnern zu erzwingen. Schliesslich rechnen wir unabhängig davon mit weniger Rückenwind für die privaten Haushalte aufgrund der abklingenden Unterstützung durch die pandemiebedingten Sparüberhänge.

... was unsere Erwartung eines flacheren Wachstumspfad im 1. Halbjahr stützt; ...

Alles in allem sehen wir uns daher in unserem bereits seit längerem vertretenen zurückhaltenden Wachstumsausblick für die erste Jahreshälfte bestätigt, der von einem Luftholen beim Konsum und mithin einem flacheren Expansionspfad beim BIP ausgeht (vgl. Tabelle 1). Eine Eskalation des Zollkonflikts halten wir allerdings weiterhin für unwahrscheinlich und rechnen lediglich mit selektiven bzw. kurzzeitig verhängten Handelsbarrieren, weil sich die USA andernfalls empfindlich selbst schaden würden (vgl. unsere Analyse vom 25. Februar 2025: *Mit Strafzöllen schneiden sich die USA ins eigene Fleisch*). Entsprechend sehen wir gute Chancen, dass die Konjunkturdynamik im 2. Halbjahr wieder anzieht (vgl. Tabelle 1).

... wenn eine Eskalation vermieden wird – was wir als wahrscheinlich ansehen –, sollte die Konjunkturdynamik indes im 2. Halbjahr wieder anziehen.

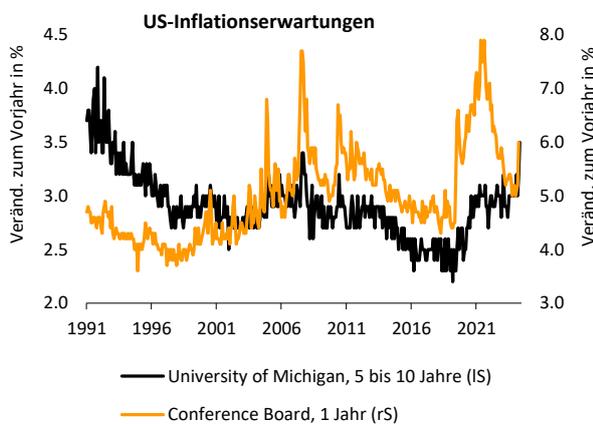
Das Inflationspotenzial umfangreicher Strafzölle ist erheblich; ...

... es dürfte sich aber nicht materialisieren; ...

... vielmehr rechnen wir mit einer Fortsetzung des Disinflationstrends, ...

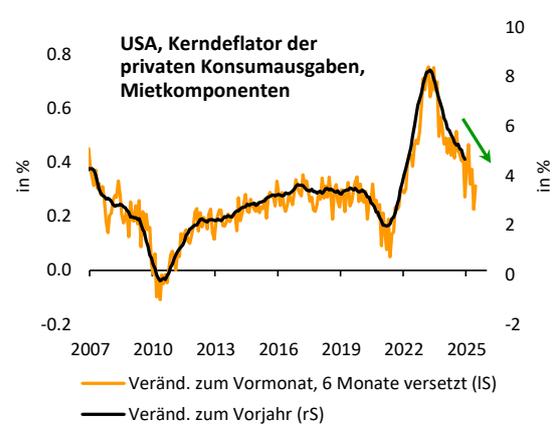
Die Zollpolitik spielt auch eine entscheidende Rolle, wenn es um den Inflationsausblick geht. Würde Trump alle seine Drohungen in die Tat umsetzen, könnte der Kerndeflator der privaten Konsumausgaben – das favorisierte Inflationsmass der Fed – im laufenden Jahr ausgehend von aktuell 2,6% um bis zu 2%-Punkte in die Höhe schiessen (vgl. unsere Analyse vom 25. Februar 2025). Wie bereits erwähnt, wird es dazu aber voraussichtlich nicht kommen. Folglich sollte sich der zuletzt ins Stocken geratene Disinflationstrend in den kommenden Monaten wieder deutlicher sichtbar fortsetzen. Dafür spricht zum einen der weiter nachlassende Teuerungsdruck bei den Dienstleistern. Zum anderen kündigt sich bei den notorisch trägen Mietsteigerungen eine Entspannung an (vgl. Abbildung 6). Wir sehen den Kerndeflator daher auf Kurs, sich der 2%-Zielmarke im Jahresverlauf weiter anzunähern.

Abbildung 7: Zölle schüren Inflationsängste ...



Quellen: Conference Board, University of Michigan, BANTLEON

Abbildung 8: ... es ist aber Entspannung in Sicht



Quellen: BEA, BANTLEON

... was die Fed zu nochmaligen Zinssenkungen bewegen sollte.

Wenn der Teuerungsdruck in diesem Masse nachlässt, dürfte die Fed den Leitzinssenkungszyklus wieder aufnehmen, wobei das Timing hier auch davon abhängt, wie sehr der Arbeitsmarkt in den kommenden Monaten an Schwung verliert. Wir sehen Zinssenkungen um insgesamt 50 Bp im Laufe des Sommers als wahrscheinlich an und sind damit etwas aggressiver als der Konsensus.

Tabelle 1: Makroprognosen 2025/2026 für die USA

	Annualisiertes Quartalswachstum in %				Jahreswachstum in %				Jahreswachstum in %			
	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	2023	2024	2025	2026
BIP	1.6	3.0	3.1	2.3	1.7	1.7	2.3	2.5	2.9	2.8	2.2	2.1
BIP (Veränd. z. Vorj.)	2.9	3.0	2.7	2.5	2.5	2.2	2.0	2.1	-	-	-	-
Konsum	1.9	2.8	3.7	4.2	2.0	1.8	1.5	2.0	2.5	2.7	2.6	1.9
Unternehmensinvest.	4.5	4.0	4.3	-2.2	1.6	1.6	3.6	4.6	5.8	3.7	1.8	3.3
Wohnungsbau	13.7	-2.8	-4.3	5.3	5.0	10.0	15.0	15.0	-8.3	4.2	6.1	11.5
Lager ¹	17.7	71.7	57.9	4.4	10.0	10.0	15.0	20.0	-	-	-	-
Exporte	1.9	1.0	9.6	-0.8	2.0	2.0	3.0	3.0	2.8	3.2	2.5	2.9
Importe	6.1	7.6	10.8	-0.8	4.0	3.0	4.0	5.0	-1.2	5.4	4.0	4.8
Staat	1.8	3.1	5.1	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	3.9	3.4	1.9	1.0
Inflationsrate, CPI ²	3.3	3.2	2.6	2.7	2.8	2.6	2.8	2.7	4.1	2.9	2.7	2.5
Kerninflationsr., CPI ²	3.8	3.4	3.2	3.3	3.1	2.9	2.9	2.8	4.8	3.4	2.9	2.6
PCE-Kerndeflator ²	3.0	2.7	2.7	2.8	2.5	2.3	2.3	2.3	4.2	2.8	2.4	2.3
Arbeitslosenquote ³	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.3	3.7	4.0	4.2	4.1
Fed-Funds-Rate ⁴	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	5.50	4.50	4.00	4.00

Quellen: Bloomberg, BANTLEON; ¹ Veränd. in Mrd. USD; ² Jahres-, Quartalsdurchschnitte, Veränderung zum Vorjahr in %; ³ Jahres-, Quartalsdurchschnitte in %; ⁴ oberer Rand der Zielbandbreite, Jahres-, Quartalsendstände in %

China

Chinas Wirtschaft steht weiter unter Druck; ...

... neben der Immobilienkrise lastet die Konsumschwäche auf dem Wachstum; ...

... ausserdem droht vom Aussenhandel Ungemach.

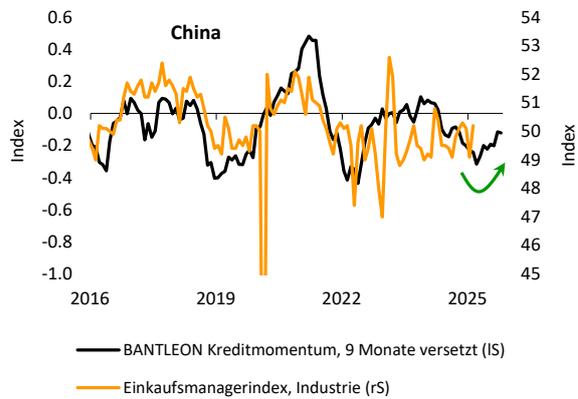
Die chinesische Wirtschaft ist unverändert mit grossen Herausforderungen konfrontiert. So bremst das Gesundenschrumpfen des Immobiliensektors weiter das Wachstum. Zum einen direkt, durch eine rückläufige Bautätigkeit und zum anderen indirekt, indem die damit einhergehenden Belastungen für den Arbeitsmarkt den privaten Konsum dämpfen. Schliesslich droht von aussenwirtschaftlicher Seite Ungemach, da die von Donald Trump zum Teil bereits verhängten und angedrohten Strafzölle bzw. Handelsbeschränkungen die Exportwirtschaft empfindlich treffen dürften. Mithin droht auch die letzte verbliebene Stütze des Wachstums ins Wanken zu geraten (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Verschiebung bei den Wachstumskräften zu erwarten



Quellen: NBS, BANTLEON

Abbildung 10: Geldpolitischer Rückenwind sollte bald spürbar werden



Quellen: NBS, PBOC, BANTLEON

Ungeachtet dieser trüben Ausgangslage sind die Aussichten gar nicht so schlecht; ...

... die Regierung hat bereits eine ganze Reihe an Stützungsmaßnahmen auf den Weg gebracht ...

... und in den kommenden Monaten dürften weitere folgen.

Trotz dieser trüben Ausgangslage sind die Aussichten aber gar nicht so schlecht. So hat die Regierung in den vergangenen Quartalen die Unterstützung der Wirtschaft Stück für Stück hochgefahren. Beispielsweise ist die Geldpolitik so deutlich gelockert worden wie seit der Corona-Pandemie nicht mehr (vgl. FMO vom 14. Oktober 2024). In der Folge hat die Kreditvergabe einen merklichen Impuls erhalten, was eine konjunkturelle Erholung in den kommenden Monaten begünstigen sollte (vgl. Abbildung 10).

Daneben wurden umfangreiche Hilfen für den Immobilienmarkt auf den Weg gebracht (u.a. Senkung der Hypothekenzinsen, Reduktion der Eigenmittelanforderungen, Aufkauf von Leerständen durch Lokalregierungen). In einzelnen Immobiliendaten ist entsprechend bereits der Beginn einer Bodenbildung zu erkennen (vgl. Abbildung 9). Ausserdem wurden die Kaufprämien beim privaten Konsum verlängert und ausgeweitet sowie weitere Unterstützungsmassnahmen angekündigt. Anlässlich der Sitzung des Nationalen Volkskongresses, die am 5. März beginnt, dürften diesbezüglich zusätzliche Details bekanntgegeben werden. Unter anderem ist mit konkreteren Informationen zum Umfang der Konsumhilfen zu rechnen. Allerdings dürfte sich die Regierung unverändert einen Teil ihres Pulvers trocken halten, um bei einer Eskalation des Zollkonflikts noch stärker gegensteuern zu können.

Japan

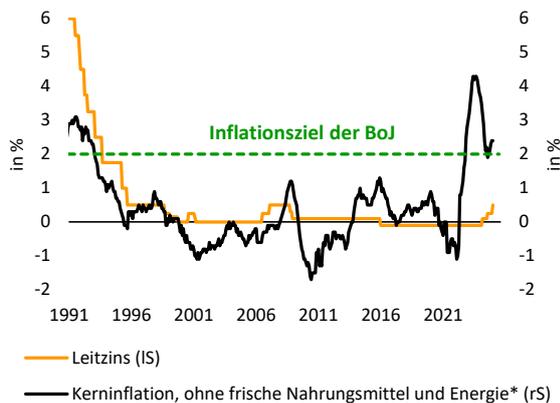
Die japanische Notenbank tanzt mit Zinserhöhungen aus der Reihe; ...

Während weltweit die meisten Notenbanken die Geldpolitik aktuell lockern, tanzt die Bank of Japan aus der Reihe. Vor rund zwölf Monaten hat sie begonnen, die Leitzinsen anzuheben – zum ersten Mal seit 17 Jahren. Der

... Grund ist die Zeitenwende bei der Inflation, die zum ersten Mal seit über drei Jahrzehnten wieder auf Kurs ist.

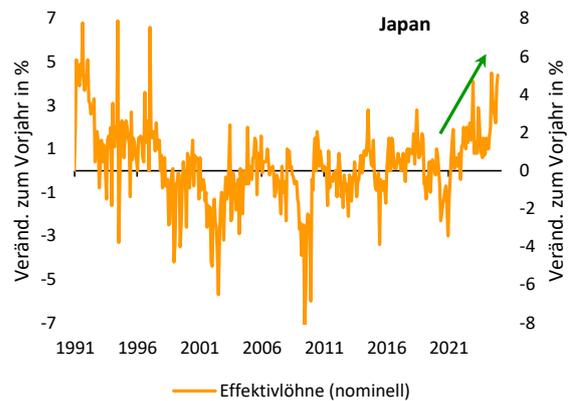
Grund für diese Kehrtwende ist das sich ändernde Inflationsumfeld. Hatte die viertgrößte Volkswirtschaft viele Jahrzehnte mit Deflation bzw. kaum steigenden Preisen zu kämpfen, ist die Teuerung inzwischen zu neuem Leben erwacht. Seit mehr als zwei Jahren bewegt sich die Kerninflationsrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) über der 2%-Zielmarke der Notenbank – zuletzt war das Anfang der 1990er Jahre der Fall (vgl. Abbildung 11).

Abbildung 11: Zeitenwende bei der japanischen Inflation



Quellen: Statistics Bureau, BoJ, BANTLEON; * ohne MwSt.-Anhebungen

Abbildung 12: Lohnwachstum zieht nachhaltig an



Quellen: MHLW, BANTLEON

Dass die Deflation nachhaltig überwunden ist, dafür sprechen nicht zuletzt die kräftig steigenden Löhne; ...

Die Notenbank schreitet nun auch deswegen zur Tat, weil sie den Inflationsanstieg als breit abgestützt ansieht. Vor allem die Lohnentwicklung ist hier entscheidend. Nachdem die Löhne lange Jahre auf der Stelle traten oder sogar nachgaben, sind sie vor rund drei Jahren in einen Aufwärtstrend eingeschwenkt (vgl. Abbildung 12).

... vieles deutet auf eine Fortsetzung dieses Trends hin; ...

Gegenwärtig deutet vieles darauf hin, dass die Löhne auch künftig weiter steigen werden. Ein wichtiges Signal sollte dabei von den Lohnforderungen für das laufende Jahr ausgehen, die vom Gewerkschaftsverband wie immer im Frühjahr im Rahmen der landesweiten Tarifverhandlungen (Shuntō) formuliert werden. Im vergangenen Jahr waren die Forderungen mit 5,1% so hoch ausgefallen wie seit 1991 nicht mehr und haben damit die zuletzt zu beobachtende nochmalige Beschleunigung beim Lohnwachstum korrekt vorgezeichnet. Laut den jüngsten Äusserungen des Verbands sollen in diesem Jahr mindestens genau so hohe Steigerungsraten wie im vergangenen Jahr ausgehandelt werden. Die Gewerkschaften der Metallindustrie haben vor Kurzem mit einem Plus von 14% sogar eine weitere Beschleunigung angemahnt.

... wenn die Gewerkschaften bei den anstehenden Verhandlungen erneut ein kräftiges Plus herauschlagen, ...

... dürfte die Bank of Japan mit den Zinserhöhungen fortfahren; ...

Mitte März sollten erste Ergebnisse der Lohnverhandlungen vorliegen. Wenn sich die Erwartungen erneut hoher Abschlüsse erfüllen, dürfte das die Notenbank in ihrem Vorhaben bestätigen, die Leitzinsen weiter anzuheben. Wird darüber hinaus davon ausgegangen, dass die Weltwirtschaft im Laufe des Jahres weiter Fahrt aufnimmt und Donald Trump nicht nachhaltig Sand ins Getriebe des Welthandels streut (vgl. unsere Analyse vom 25. Februar 2025), rechnen wir nach den bisherigen Leitzinsanhebungen um zusammen 60 Bp seit März 2024 bis Ende dieses Jahres mit zwei weiteren 25-Bp-Schritten. Die an den Geldterminmärkten eingepreisten +44 Bp erscheinen vor diesem Hintergrund etwas zu zurückhaltend.

... wir halten zwei weitere Anhebungen um jeweils 25 Bp im laufenden Jahr für plausibel.

Eurozone

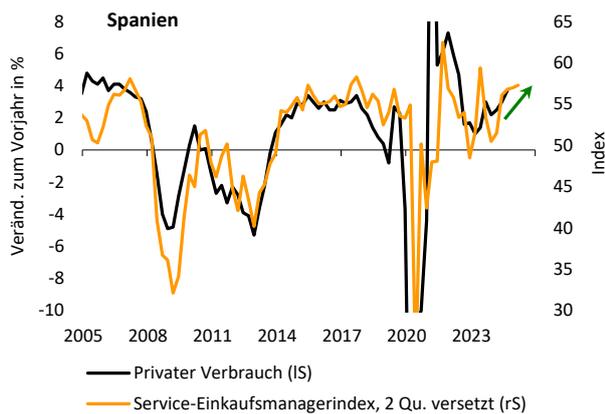
Der Konjunkturtrend in der Eurozone zeigt nach oben, auch wenn es immer wieder Rückschläge gibt; ...

Zwei Schritte vor und einer zurück, so könnte man derzeit die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone beschreiben. Mithin kommt es nach hoffnungsvollen Verbesserungen immer wieder zu einzelnen Rückschlägen. Das jüngste Beispiel dafür ist der unerwartete Einbruch im französischen Composite-Einkaufsmanagerindex. Mit 44,5 Punkten (nach 47,6) sackte er laut erster Schätzung im Februar auf einen 1½-jährigen Tiefststand ab. Ein Grund dafür dürfte nach wie vor die instabile politische Lage sein. Dessen ungeachtet überwiegen jedoch seit Jahresbeginn die positiven Überraschungen, was sich auch im Economic Surprise Index der Citigroup für die Eurozone widerspiegelt, der sich zuletzt in positives Terrain zurückgekämpft hat.

... vor allem zwei Entwicklungen machen Mut: Zum einen zieht die Konsumnachfrage in Südeuropa an; ...

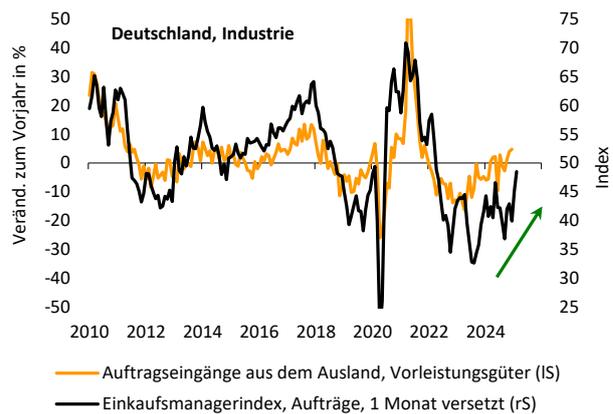
Vor allem zwei Entwicklungen machen derzeit Mut: **Zum einen hält in Südeuropa der positive Trend an.** Die Nachholeffekte im Tourismus beginnen zwar abzubauen, dafür springt aber immer mehr der inländische Konsum ein, der von steigenden Realeinkommen beflügelt wird. In Spanien lag der private Verbrauch zuletzt knapp 4,0% über dem Vorjahresniveau – und eine Verlangsamung ist derzeit nicht in Sicht (vgl. Abbildung 13).

Abbildung 13: Spanien immer noch im Höhenflug



Quellen: INE, S&P Global, BANTLEON

Abbildung 14: Silberstreife am Horizont



Quellen: Destatis, S&P Global, BANTLEON

... zum anderen zeigt die deutsche Industrie erste Anzeichen für eine Belebung, ...

Noch bedeutsamer für den Konjunkturausblick sind jedoch zum anderen die ersten grünen Pflänzchen in Deutschland. Schliesslich ist die deutsche Industrie nach wie vor der wichtigste Zyklostreiber in der Währungsunion. Eines dieser Pflänzchen sind die Auftragseingänge des verarbeitenden Gewerbes, die – unter Ausklammerung von Grossaufträgen – seit Ende 2024 wieder über dem Vorjahresniveau liegen. Dies trifft speziell auf Bestellungen aus dem Ausland für Vorleistungen zu (z.B. Stahl- oder Chemieprodukte). Laut Einkaufsmanagerumfrage dürfte sich diese Entwicklung zu Jahresbeginn noch beschleunigt haben (vgl. Abbildung 14). Die anziehende Nachfrage trifft dabei auf leergefegte Lager, wovon positive Effekte für die Industrieproduktion ausgehen sollten. **Nach drei Jahren des Niedergangs gehen wir entsprechend 2025 wieder von einem Produktionsplus aus.**

... die sich in den nächsten Monaten noch verstärken sollte; ...

... dafür spricht nicht nur die Aufhellung des makroökonomischen Umfelds, ...

Dabei sind es nicht nur Nachholeffekte, welche die Trendwende in der Industrie befeuern. **Hinzu kommt, dass sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen in vielfacher Hinsicht aufgehellt haben.** Zu nennen sind unter anderem die anziehenden Realeinkommen, die weniger restriktive Geldpolitik und die Aussicht auf eine konjunkturelle Belebung in China. Wir

... auch im politischen Bereich hat sich einiges zum Positiven gewendet – allen voran zeichnet sich in Deutschland die Bildung einer stabilen Regierung ab; ...

... daneben deutet sich bei den europäischen Rüstungsausgaben ein gewaltiger Hochlauf an; ...

... der grösste Teil davon wird über eine höhere Staatsverschuldung finanziert, ...

... womit zugleich die Basis für einen massiven Fiskalimpuls gelegt ist, ...

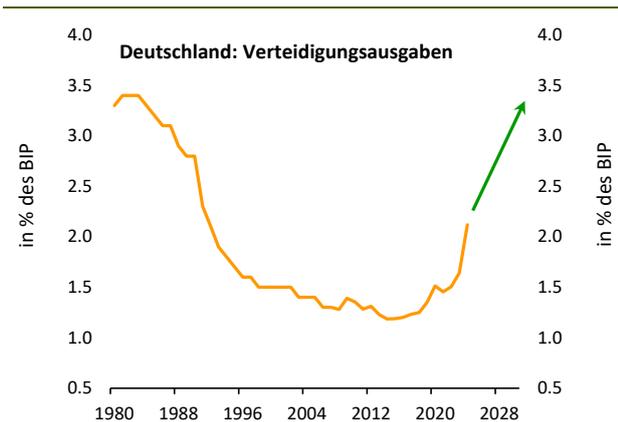
... der speziell in Deutschland auf fruchtbaren Boden fallen wird.

haben hierauf bereits mehrfach hingewiesen (vgl. unter anderem *FMO* vom 27. Januar 2025). **Sieht man von den Trump'schen Störfeuern ab, wendet sich derzeit aber auch in politischer Hinsicht vieles zum Besseren – gerade in Deutschland.** So ist die sich abzeichnende neue Regierung von CDU/CSU und SPD zwar keine Liebesheirat. Es spricht jedoch einiges dafür, dass die Konstellation stabiler ist als die Vorgängerregierung. Ausserdem sind die Wahlprogramme beider Aspiranten gespickt mit Stimulierungsmassnahmen für die Wirtschaft. Unter anderem sollen die Steuern gesenkt, die Energiekosten reduziert und bürokratische Hemmnisse beseitigt werden.

Die Avancen von *Donald Trump* gegenüber *Wladimir Putin* haben überdies jedem vor Augen geführt, dass sich Europa nicht mehr auf die Sicherheitsgarantien seines wichtigsten Verbündeten verlassen kann. Der alte Kontinent muss in der Verteidigungspolitik stattdessen lernen, auf eigenen Füßen zu stehen. **Ein Hochfahren der Rüstungsausgaben ist somit in den nächsten Jahren unerlässlich.** Allein um die Militärausgaben von derzeit knapp 2% auf über 3% des BIP zu steigern (vgl. Abbildung 15), wären in Deutschland zusätzliche Mittel von rund 50 Mrd. EUR und in der Eurozone von etwa 170 Mrd. EUR erforderlich. Es herrscht weitgehend Konsens, dass diese Kraftanstrengung nicht durch Ausgabenkürzungen an anderer Stelle, sondern nur durch zusätzliche Verschuldung bewerkstelligt werden kann.

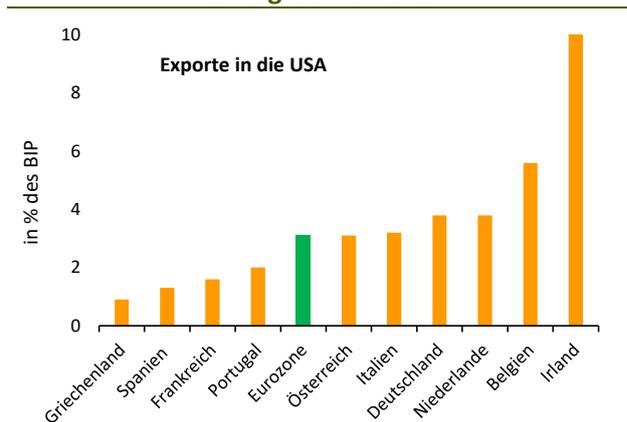
Dabei werden bereits verschiedene Lösungswege diskutiert. So könnten z.B. Verteidigungsausgaben von den EU-Fiskalregeln ausgeklammert werden, um zusätzlichen Handlungsspielraum zu schaffen. **Wie auch immer die Umsetzung am Ende erfolgt, es läuft auf eine expansivere Fiskalpolitik – und somit zusätzliche Wachstumsimpulse – in den nächsten Jahren hinaus.** Gerade in Deutschland könnte der Schub vonseiten der Verteidigungsausgaben auf fruchtbaren Boden treffen. Wegen der Autokrise werden derzeit Kapazitäten in zahlreichen Industriebereichen frei (Fahrzeug- und Maschinenbau sowie Metallindustrie), die mit der Rüstungsindustrie eng verknüpft sind.

Abbildung 15: Zurück zum kalten Krieg



Quellen: NATO, BANTLEON

Abbildung 16: Südeuropa von Zöllen weniger betroffen



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Hinzu dürfte ein Wiederaufbauprogramm für die Ukraine kommen.

Schliesslich dürften auch die Aussichten auf einen Waffenstillstand in der Ukraine über verschiedene Kanäle positive Wirkungen in der Eurozone entfalten. Der Gaspreis hat bereits reagiert und ist seit Ende Januar um über 20% gefallen. Ausserdem werden die Europäer Wiederaufbauhilfe in der Ukraine leisten müssen – und auch hier ist klar, dass dies hauptsächlich über

Zum Teil sind die Impulse zwar Zukunftsmusik – vielen Unternehmen bieten sich aber neue Perspektiven.

Ein Wermutstropfen bleibt der Handelskonflikt mit den USA; ...

... Strafzölle in Höhe von 25% auf alle EU-Exporte in die USA stehen im Raum; ...

... macht Trump ernst, würde dies einen namhaften Wachstumsdämpfer nach sich ziehen.

zusätzliche Schulden geschehen wird. Die EU-Kommission hat bereits einen neuen Fonds ins Spiel gebracht, der mit EU-Bonds refinanziert werden soll.

Es ist klar, dass viele der oben skizzierten Fiskalimpulse erst 2026 oder 2027 zum Tragen kommen werden. **Die Aussicht auf einen breit angelegten Kapazitätsaufbau in Teilen des verarbeitenden Gewerbes dürfte aber schon heute in den entsprechenden Unternehmen für positive Stimmung sorgen.**

Bei allem Positiven bleibt als Wermutstropfen der Handelskonflikt mit den USA. Präsident *Trump* hat mittlerweile ein ganzes Potpourri an Drohungen – auch gegenüber der EU – ausgesprochen. Bereits beschlossen sind Zölle auf Stahl und Aluminium, deren Bedeutung im Exportportfolio der Eurozone jedoch vernachlässigbar ist (< 2%). Auch die für Anfang April angekündigten reziproken Zölle wären vermutlich verkräftbar, da der Unterschied in den Zollsätzen zwischen den USA und der EU mit wenigen Ausnahmen (z.B. bei Autos) gering ist. Damit aber nicht genug. Neben Mexiko und Kanada droht *Trump* nunmehr auch der EU mit pauschalen Strafzöllen in Höhe von 25%. Schliesslich sei die EU nur darauf bedacht, die USA über den Tisch zu ziehen.

Würden Strafzölle in dieser Grössenordnung umgesetzt, wären die Folgen für den Export der Eurozone in die USA schwerwiegend. Selbst wenn die Aufwertung des USD gegenüber dem EUR (seit Oktober 2024 gut 7%) ein Teil der Zollkeule kompensiert, müsste mit einem Exporteinbruch von 10% bis 15% gerechnet werden. **Ohne weitere Ausstrahleffekte zu berücksichtigen, liesse sich allein daraus ein Dämpfer beim BIP-Wachstum der Eurozone von ca. 0,5%-Punkten ableiten.** In Deutschland, das 2024 Waren im Wert von 160 Mrd. EUR (= 3,8% des BIP) in die USA geliefert hat, wären es noch ein oder zwei Zehntel mehr.

Tabelle 2: Makroprognosen 2025/2026 für die Eurozone

	Quartalswachstum in %									Jahreswachstum in %		
	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	2024	2025	2026
BIP	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,7	1,2	1,6
BIP (Veränd. z. Vorj.)	0,4	0,5	0,9	1,1	1,0	1,1	1,1	1,3	1,5	-	-	-
Konsum	0,3	0,0	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	1,5	1,5
Investitionen	-2,3	-2,4	2,0	0,2	0,2	0,0	0,5	0,5	0,5	-2,1	1,1	1,7
Exporte	1,1	1,5	-1,5	0,5	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	1,0	1,1	2,5
Staat	0,1	1,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,5	1,2
Inflationsrate ¹	2,6	2,5	2,2	2,2	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3
Kerninflationsrate ¹	3,1	2,8	2,8	2,7	2,6	2,3	2,1	2,3	2,1	2,8	2,3	2,2
EZB-Einlagensatz ³	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	3,00	2,25	2,25

Quellen: Bloomberg, BANTLEON; ¹ Jahres-, Quartalsdurchschnitte, Veränderung zum Vorjahr in %; ² Jahres-, Quartalsdurchschnitte in %; ³ Jahres-, Quartalsendstände in %

Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die EU und die USA am Ende auf einen Deal einigen und somit ein Grossteil der Zölle wieder aufgehoben wird.

Wir wollen nicht ausschliessen, dass es tatsächlich zur Einführung dieser Zölle kommt. **Allerdings dürften sie am Ende – nach Verhandlungen – wieder aufgehoben bzw. zumindest reduziert werden. Alles andere wäre auch für die USA ein Spiel mit dem Feuer.** Würde *Trump* gegenüber all seinen wichtigsten Handelspartnern (Mexiko, Kanada, China und die EU) Zölle in Höhe von 20% bis 25% verhängen, würde die Inflationsrate in den USA 2025 einen Satz von über 2,0%-Punkten nach oben machen (vgl. unsere Analyse vom 25. Februar 2025: *Mit Strafzöllen schneiden sich die USA ins eigene Fleisch*), was dem US-Konsum schwer zusetzen würde. Ausserdem zeigen die bisherigen Erfahrungen, dass *Trump* in erster Linie an Deals interessiert ist. Wenn die Gegenseite Zugeständnisse macht (also sich z.B. zum Import zusätzlicher

Alles in allem dürften die positiven Auftriebskräfte im Laufe des Jahres die Oberhand gewinnen ...

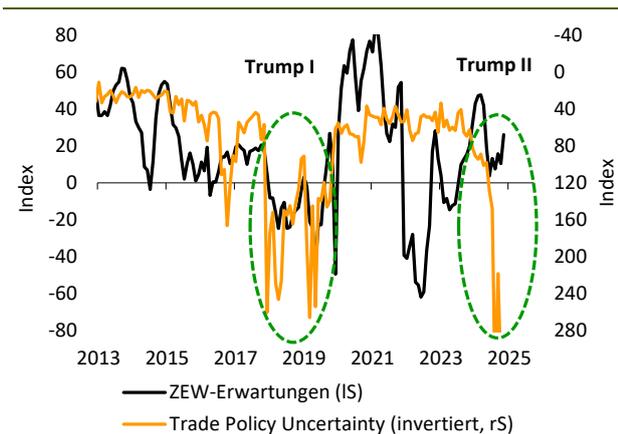
... und entsprechend der Aufschwung in der Eurozone an Kraft gewinnen.

US-Güter verpflichtet), wird die Zollandrohung rückgängig gemacht. Wie aus Verhandlungskreisen zu vernehmen ist, sind die Europäer durchaus kompromissbereit.

Zieht man ein Fazit, ist der Tisch für eine konjunkturelle Erholung in der Eurozone gedeckt. Der Zollkonflikt stellt allerdings kurzfristig einen Belastungsfaktor dar, der dämpfend wirkt. Dessen ungeachtet zeigt sich bereits jetzt ein gewisser Gewöhnungseffekt. Hatten Indikatoren wie der ZEW-Index und die ifo-Geschäftserwartungen während der ersten Amtszeit von Donald Trump auf Zollandrohungen noch mit heftigen Einbrüchen reagiert, ist dies aktuell nicht der Fall (vgl. Abbildung 17).

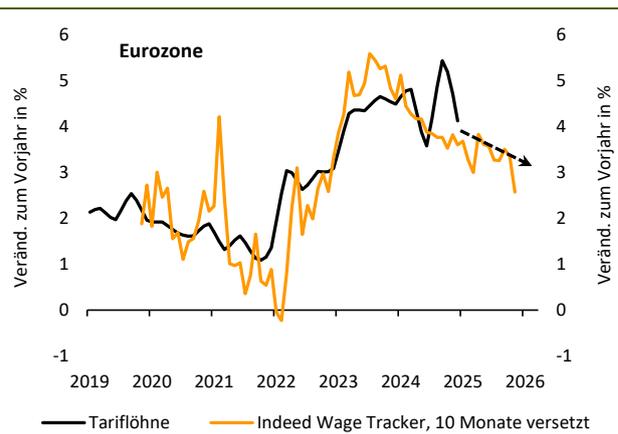
Insgesamt gehen wir daher davon aus, dass die Summe an positiven Auftriebskräften – allen voran die expansivere Geld- und Fiskalpolitik – stärker wiegt und wir insbesondere ab dem 2. Halbjahr 2025 eine Beschleunigung der zyklischen Belebung in der Eurozone sehen. Das Wachstum sollte dann im Vorjahresvergleich auf über 1,0% anziehen. Obwohl wir damit optimistischer sind als der Konsensus, kommt dies im laufenden Jahr in der Durchschnittsbetrachtung des BIP-Zuwachses nur marginal zum Ausdruck (BANTLEON: 1,0% bis 1,1%, Konsensus: 0,9%). Umso mehr zeigt es sich dann aber im Jahr 2026 (BANTLEON: 1,6%, Konsensus: 1,2%).

Abbildung 17: Gewöhnung an Trump?



Quellen: ZEW, Macrobond, BANTLEON

Abbildung 18: Lohndruck lässt nach



Quellen: EZB, Indeed, BANTLEON

Die Kerninflationsrate der Eurozone ist auf Kurs in Richtung 2,0%.

Das gibt der EZB den Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen – ...

Die Inflation der Eurozone hat sich zuletzt wieder deutlich oberhalb der 2%-Marke festgesetzt (Januar: 2,5%). Der Februar dürfte jedoch den Auftakt für eine erneute Trendwende bilden. Dies gilt nicht zuletzt auch für die Kerninflationsrate (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel), die erstmals seit sechs Monaten wieder gefallen sein sollte (von 2,7% auf 2,5% bzw. 2,6%). Mut macht dabei, dass auch die Teuerung bei den Dienstleistungspreisen zunehmend nach unten dreht. Mit Blick nach vorne dürfte sich diese Tendenz verstärken, da der Kostendruck nachlässt. Dies gilt allen voran für die Löhne. Sowohl die Ergebnisse aktueller Tarifverhandlungen als auch der Indeed Wage Tracker (wertet Lohnangebote in Stellenanzeigen aus, vgl. Abbildung 18) deuten hier auf eine spürbare Entspannung hin. **Wir halten daher daran fest, dass die Kerninflationsrate bis zur Jahresmitte in Richtung 2,0% fällt.**

Ungeachtet dieses erfreulichen Inflationsausblicks werden die kommenden Monate für die EZB herausfordernd. Der nächste Zinsschritt von 2,75% auf 2,50% im Rahmen der anstehenden Notenbanksitzung ist zwar »gebongt«. Danach ist aber die Zeit der einfachen geldpolitischen Lockerungen vorbei.

... dank der konjunkturellen Belebung dürfte der Zinssenkungszyklus jedoch zur Jahresmitte auslaufen.

Einige EZB-Vertreter sehen bei 2,50% bereits ein neutrales Leitzinsniveau als erreicht an. Für andere besteht hingegen noch deutlicher Spielraum nach unten. **Tritt unser Szenario einer konjunkturellen Belebung ein, schliesst sich in der zweiten Jahreshälfte das Zeitfenster für Leitzinssenkungen.** Bis dahin sind – neben der Senkung im März – noch ein oder zwei weitere Schritte auf dann 2,25% bzw. 2,00% denkbar. Wie aggressiv die EZB in den nächsten Wochen agiert, hängt nicht zuletzt von den Verhandlungen der EU im Handelskonflikt mit den USA ab. **Aus unserer Sicht bleibt es ein Close Call, ob der Zinssenkungszyklus bei 2,00% oder 2,25% ausläuft.**

Finanzmärkte

Donald Trump »entkernt« mithilfe von Elon Musk die US-Bürokratie, ...

... übt den Schulterchluss mit Putin ...

... und treibt die verutzten Europäer mit Sicherheits- und Zollandrohungen vor sich her.

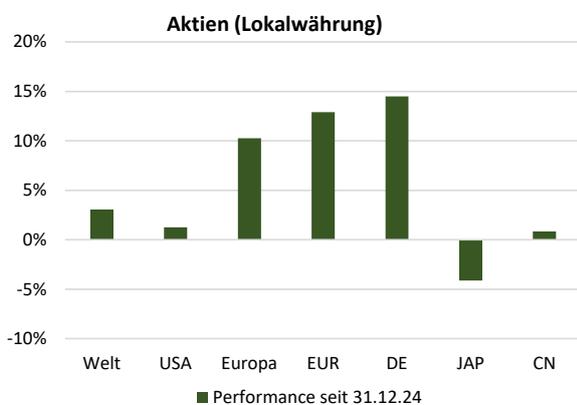
Die Finanzmärkte ignorieren das politische Getöse – ...

... zumindest noch.

Die viel beschriebene geopolitische Neuordnung nimmt Formen an. Donald Trump löst die USA aus ihrer 80-jährigen »Westbindung« und übt im UN-Sicherheitsrat bereits den Schulterchluss mit Russland. Mehr noch, gemeinsam planen Trump und Putin künftig die Rohstoffe der Ukraine auszubeuten, die damit für den russischen Überfall sowohl vom Aggressor als auch seinem wichtigsten Unterstützer bestraft wird. Die dadurch fehlenden Mittel für den Wiederaufbau des Landes werden mehrheitlich die Europäer stemmen müssen. Der alte Kontinent, von der gesamten Entwicklung vollkommen überrascht, muss sich plötzlich um seine Sicherheit sorgen und seinerseits schnellstens verteidigungspolitische Nägel mit Köpfen machen. Als wäre das nicht genug, feuert der US-Präsident im Tagesrhythmus Zollkanonaden auf die Handelspartner ab.

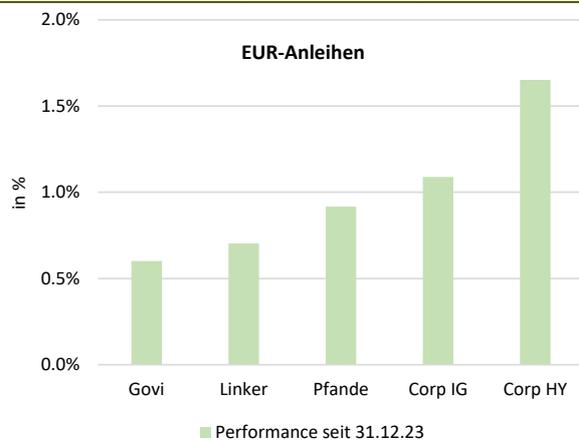
An den Finanzmärkten ist von geopolitischer Zeitenwende derweil nur wenig zu erkennen – wenn man vom anhaltenden Höhenflug der Rüstungsgüterhersteller absieht (Rheinmetall ytd +60%). An den Aktienmärkten insgesamt herrscht beinahe gespenstische Ruhe, der MSCI-Welt-Index setzt seinen seit Herbst 2023 bestehenden Aufwärtstrend im bisherigen Jahresverlauf 2025 unverdrossen fort (siehe Abbildung 19). Die letzte Korrektur um mehr als 15% stammt aus dem Jahr 2022. Seitdem fingen sich die Märkte jeweils nach -5%- bis -10%igen Rücksetzern.

Abbildung 19: Die Aktienmärkte sind fulminant ins Jahr gestartet – vor allem in Europa



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 20: Auch die Anleihenmärkte liefern passable Erträge



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Die Wahrscheinlichkeit für einen baldigen Rücksetzer an den Aktienmärkten ist deutlich gestiegen.

Das Sentiment hat sich zuletzt markant eingetrübt.

Ausserdem verliert die US-Konjunktur wegen der politischen Verunsicherung erkennbar an Fahrt.

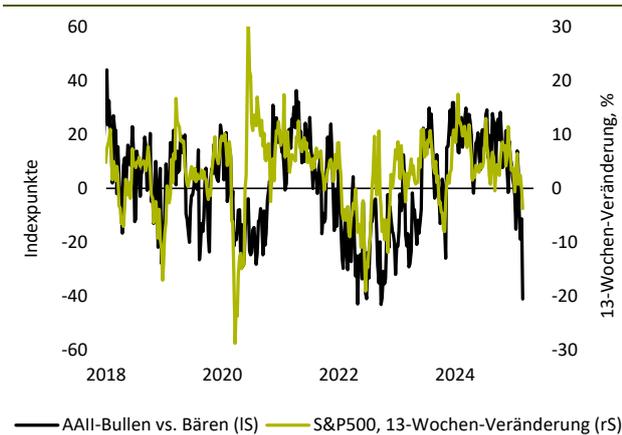
Wir stellen uns daher auf einen holprigen Übergang der Aktienmärkte ins Frühjahr ein.

Allein diese lange Phase der Ruhe macht einen Rückschlag an den Aktienmärkten immer wahrscheinlicher. Zumal die Cash-Quoten grosser institutioneller Anleger gemäss aktueller BofAML-Umfrage extrem tief sind – entsprechend gering ist das Potenzial für Nachkäufe. Auch das Sentiment der Investoren hat sich zuletzt eingetrübt: Der »Fear & Greed«-Index ist erstmals seit Anfang August 2024 wieder in die Panikzone abgetaucht, in der wöchentlichen AAIU-Umfrage sind seit Ende Januar die Bären in der Überzahl. Mehr noch, der Bull-Bear-Spread ist so weit wie seit September 2022 nicht mehr. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Sorgen über die geopolitischen Umbrüche sowie die Nachwehen des DeepSeek-Schocks könnte der ein oder andere Investor davon absehen, am bewährten Buy-the-Dip-Mantra festzuhalten.

Erschwerend kommt hinzu, dass sich die US-Konjunkturaussichten seit einigen Wochen erkennbar eintrüben. Mit Beginn der Arbeit der neu formierten Administration ist die Euphorie, die mit dem Wahlsieg *Trumps* aufgekommen war, in Ernüchterung – teilweise sogar blankes Entsetzen – umgeschlagen. Die Entlassungswelle im öffentlichen Dienst und das arrogante Auftreten der DOGE-»Behörde« hinterlassen offenkundig Eindruck, und zwar keinen guten. Das jedenfalls spiegeln unisono die Umfragen zum Sentiment im so bedeutenden Sektorservice und bei den Verbrauchern sowie die überraschend schwachen Konsumausgaben wider (siehe USA). Ein konjunktureller Durchhänger der USA im 1. Halbjahr 2025 erscheint uns damit plausibel.

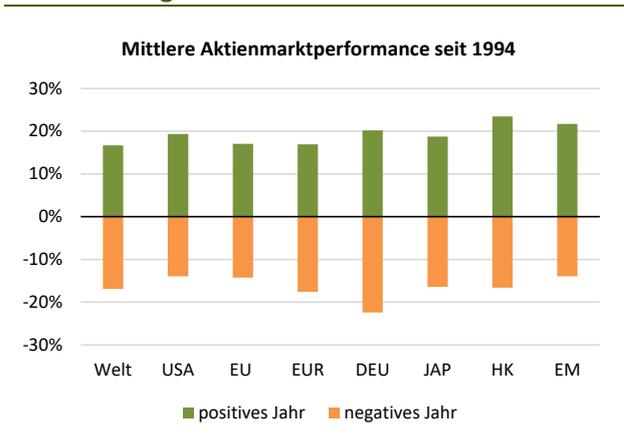
Im Lichte dessen sollten Investoren nicht zu offensiv ausgerichtet in die nächsten Monate gehen, insbesondere mit Blick auf US-Tech-Titel im Allgemeinen und die Mega Caps im Besonderen. Ein Schwächeanfall der Wall-Street (Rücksetzer um 10% bis 15%) würde den Rest der Welt sicherlich nicht kalt lassen – trotz der Emanzipation, die in Europa und China in jüngerer Zeit an den Aktienmärkten zu erkennen ist.

Abbildung 21: Das Sentiment der Investoren hat sich deutlich verschlechtert



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 22: In einem positiven Aktienmarktjahr steigt der DAX im Mittel um 20%



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Unser übergeordneter View bleibt allerdings konstruktiv, ...

Letzteres ist darauf zurückzuführen, dass die konjunkturellen Perspektiven auf dem alten Kontinent und in Asien besser sind als in den USA. In Anbetracht der Zolldrohungen seitens *Donald Trump* mag dies wie ein Widerspruch klingen. Wir gehen zwar davon aus, dass die Zölle zumindest temporär steigen werden, wir erwarten aber keine ultimative Eskalation. Dafür steht selbst für die USA zu viel auf dem Spiel, und die jüngsten

... nicht zuletzt wegen der positiven Konjunkturaussichten in Europa und China.

Die globale Industrie steht am Beginn einer zyklischen Erholung, ...

... die Hausse von DAX & Co dürfte sich daher fortsetzen.

Auch chinesische Aktien sowie die Rohstoffbörsen in Lateinamerika verfügen über grosses Potenzial.

Die überfällige Aufholbewegung von Small- und Mid Caps verzögert sich wegen des schwelenden Handelskonflikts.

Aufgeschoben ist aber nicht aufgehoben.

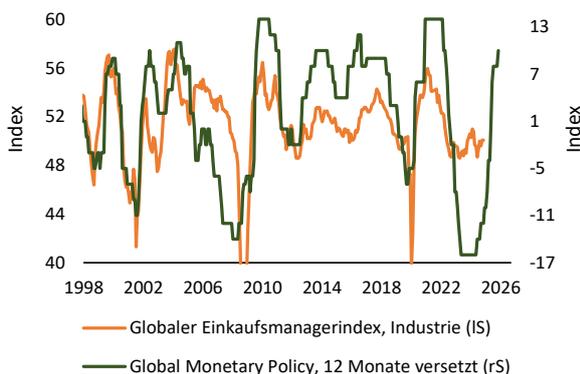
konjunkturellen Einschlüge sind auch für *Trump* ein Denkbild. Davon abgesehen werden die Europäer ihre Gegenleistung in Form von Zusagen zum Kauf von Energie und Rüstungsgütern erbringen müssen, daran führt wohl kein Weg vorbei. Genau zu diesem Zweck wird ja die Fiskalpolitik auf dem alten Kontinent durch neue Sondervermögen und gelockerte Schuldenbremsen gerade im Schweinsgalopp »ertüchtigt«.

Hinzu kommt, dass die globale Industriekonjunktur nach drei Jahren Stagnation/Rezession anspringt (siehe Abbildung 23). Davon profitieren die exportstarken Volkswirtschaften in Europa und Asien in besonderem Masse. Wir gehen daher davon aus, dass die Aktienmärkte in Europa – Deutschland vorneweg – ihren jüngsten Outperformancetrend vs. USA/Welt im weiteren Jahresverlauf fortsetzen können. **Natürlich hat der DAX mit einem ytd-Ergebnis von 13,5% bereits einiges an guten Nachrichten vorweggenommen. Im Durchschnitt legt der DAX aber in einem positiven Jahr 20% zu (siehe Abbildung 22). Wenn sich gleichzeitig die Konjunktur verbessert hat, waren es sogar 23% – somit besteht durchaus noch Luft nach oben.**

China dürfte ebenfalls auf der Überholspur bleiben. Das Politbüro hat mit wiederholten Appellen an die heimischen Grossanleger (insb. Versicherungen), verstärkt in den chinesischen Aktienmarkt zu investieren, ein wichtiges Commitment abgegeben und muss nun »liefern«. Auch die rohstofflastigen Börsen (Brasilien, Chile) gewinnen bei einer stärkeren Nachfrage aus den Industrieländern an Attraktivität.

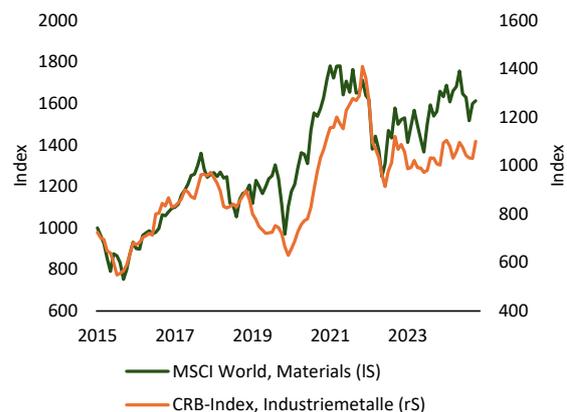
Normalerweise sollten in diesem Umfeld kleine und mittelgrosse Unternehmen besser abschneiden als die Large Caps. Der schwelende Handelskonflikt könnte die resultierende Aufholbewegung indes verzögern, denn die Grossunternehmen haben es üblicherweise leichter, Handelshemmnisse durch Produktionsverlagerungen zu umgehen oder wenigstens abzumildern. Den zumeist stärker lokal/national verankerten Mittelständlern fällt dies naturgemäss schwerer. Auf mittlere Sicht sehen wir allerdings die Small- und Mid Caps im Vorteil.

Abbildung 23: Expansive Geldpolitik hilft der globalen Industriekonjunktur auf die Beine



Quellen: S&P Global, Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 24: Steigende Industriemetallpreise spielen Bergbauunternehmen in die Hände



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Die anziehende Industriekonjunktur wird die Industriemetallpreise in die Höhe treiben; ...

Die anziehende Industriekonjunktur dürfte überdies die Nachfrage nach Industriemetallen befeuern. In dieselbe Richtung wirken die gewaltigen Investitionen, die allein die Europäer für neue Rüstungsgüter aufzuwenden haben. Nach Schätzungen des Thinktanks Bruegel müssen die europäischen

... davon profitieren auch die Bergbauunternehmen.

NATO-Partner für eine glaubwürdige Abschreckung mindestens 1.400 zusätzliche Panzer, 2.000 Schützenpanzer und 700 Artilleriesysteme beschaffen. Die Nachfrage nach Industriemetallen nimmt daher exponentiell zu, trifft aber auf ein wenig elastisches Angebot. Zweistellige Preissteigerungen binnen Jahresfrist sollten in diesem Umfeld nicht überraschen – davon dürften auch Bergbauunternehmen profitieren (siehe Abbildung 24).

Eine grosse Unbekannte bleibt der Rohölpreis.

Eine grosse Unbekannte ist mit Blick nach vorn der Ölpreis – wie so oft. Die OPEC+ haben ihre angekündigte Anhebung der Fördermengen zum wiederholten Mal verschoben. Gleichzeitig lockert die neue US-Administration bisherige Beschränkungen bei der Exploration. Auch ein Friedensabkommen zwischen Russland und der Ukraine dürfte das Angebot an den Ölmärkten pushen, weil als Gegenleistung die westlichen Sanktionen gegen die russische Ölindustrie gelockert oder sogar ganz aufgehoben werden. Dagegen steht eine konjunkturell bedingt anziehende Nachfrage – der Nettoeffekt ist ungewiss.

An den Anleihenmärkten wirken gegenläufige Kräfte; ...

An den Anleihenmärkten sind wieder einmal gegenläufige Kräfte am Wirken, was die Ausbildung eines klaren Renditetrends zuletzt verhindert hat. *Erstens* divergieren die konjunkturellen Makrodaten in den USA (Abkühlung) und dem Rest der Welt (Erholung). *Zweitens* ist der Disinflationstrend in den vergangenen Monaten ins Stocken geraten – die Frühindikatoren zeichnen dessen ungeachtet eine weitere Abwärtswelle in Richtung 2,0%-Marke vor. *Drittens* wird die internationale Fiskalpolitik immer expansiver, selbst die neu gewählte deutsche Bundesregierung wirft das traditionelle haushaltspolitische Leitbild der sparsamen schwäbischen Hausfrau über Bord.

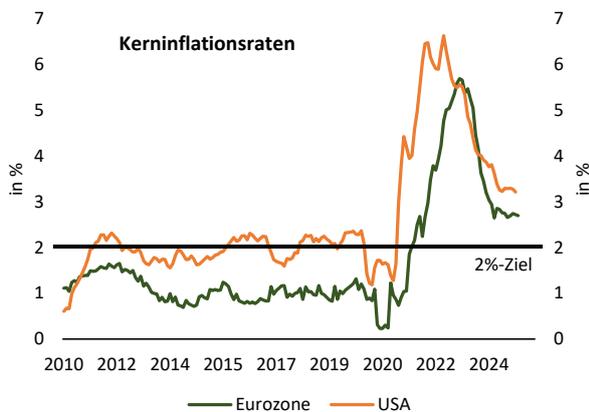
... dem Disinflationstrend stehen die konjunkturelle Belebung sowie die strukturell steigende Staatsverschuldung gegenüber.

Noch überwiegt das günstige Inflationsumfeld, weswegen die Geldpolitik vor weiteren Lockerungen steht; ...

Was folgt daraus für die Leitzinsen? Die EZB hat klar signalisiert, dass der Einlagensatz bis Mitte 2025 auf 2,00% bis 2,25% gesenkt werden soll. Im Sommer dürfte das Kräfteverhältnis zwischen realwirtschaftlicher Belebung und expansiver Fiskalpolitik auf der einen und Disinflationstrend auf der anderen zugunsten von ersteren gekippt sein. Deshalb erwarten wir ab Spätsommer keine weiteren Zinssenkungen mehr. Demgegenüber wird an den Geldterminmärkten einer Senkung im 2. Halbjahr (auf 1,75%) eine ca. 80%ige Chance eingeräumt.

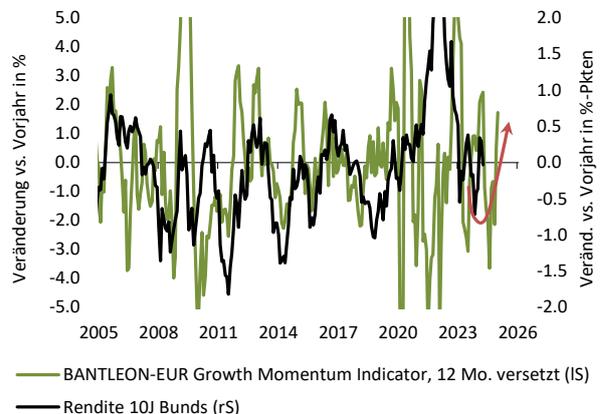
... in der Eurozone ...

Abbildung 25: Die nächste Welle im Disinflationstrend steht bevor – kurzfristig positiv für Anleihen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 26: Mittelfristig werden die Renditen jedoch steigen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

... und auch in den USA.

Die Fed hat bereits eine abwartende Haltung eingenommen. Das Treiben der neuen Trump-Administration dürfte in den kommenden Monaten einiges an Volatilität in den Makrodaten verursachen, was die Analyse erschwert. Per

Saldo sollten aber die Sorgen vor einem zu starken konjunkturellen Rücksetzer überwiegen, weswegen wir in den USA mit zwei weiteren Leitzinssenkungen bis Sommer rechnen (FOMC-Obergrenze: ab Juli bei 4,00%). Damit liegen wir unter dem an den Märkten eingepreisten Szenario, das bis zur Jahresmitte nur eine Senkung vorsieht, dafür eine zweite im 2. Halbjahr.

Tabelle 3: Finanzmarktprognosen 2025/2026

»BANTLEON Prognosen«		Mär 24	Jun 24	Sep 24	Dez 24	Mär 25	Jun 25	Sep 25	Dez 25	Mär 26
Renditen (%)	Fed-Funds (Obergrenze)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00
	10J Treasuries	4.20	4.37	3.78	4.57	4.10	4.30	4.70	4.90	5.00
	EZB-Einlagensatz	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25
	10J Bundesanleihen	2.30	2.50	2.12	2.37	2.30	2.40	2.60	2.80	3.00
	2J Bundesanleihen	2.85	2.83	2.07	2.08	1.95	2.00	2.10	2.20	2.30
Spreads (Bp)	Bund/Pfandbriefe (10J)	60	64	57	51	55	50	45	40	35
	Bund/Unternehmensanleihen	116	120	117	102	95	90	85	75	75
	Bund/Hochzinsanleihen	377	378	367	335	330	360	330	310	300
Aktien	DAX	18'492	18'235	19'324	19'909	21'500	20'500	21'500	23'000	24000
	Eurostoxx50	5'083	4'894	5'000	4'895	5'200	5'000	5'300	5'650	5'900
	SMI	11'730	11'993	12'168	11'600	12'300	11'700	12'300	13'000	13'500
	S&P500	5'254	5'460	5'762	5'881	5'700	5'400	5'700	6'100	6'300

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

In den nächsten Wochen bleiben die Anleihenmärkte somit fundamental unterstützt.

Daraus folgt unmittelbar, dass wir an unserer Prognose temporär fallender Renditen 10-jähriger US-Treasuries festhalten. Auf den Bruch der Renditemarke bei 4,40% folgte in den vergangenen Tagen ein Sprint in Richtung 4,20%; ein Angriff auf 4,00% ist in den nächsten Wochen durchaus realistisch.

Die US-Renditen dürften leicht sinken, Bunds bewegen sich seitwärts.

Bei Bunds sind wir weniger optimistisch. Das an den Märkten eingepreiste Leitzinsszenario lässt schlicht keinen Raum für einen nachhaltigen Renditerückgang. Mit einem Bruch des zyklischen Renditetiefs bei 2,30% rechnen wir mithin nicht, sondern bleiben bei unserer Prognose einer Seitwärtsrange zwischen 2,30% und 2,70%.

Im Laufe des Frühjahrs sollte der Renditetrend allerdings nach oben drehen.

Die Entspannungstendenzen bei den Anleihenrenditen diesseits und jenseits des Atlantiks sollten jedoch von kurzer Dauer sein. Mit fortschreitender Zeit wird die Kombination aus konjunktureller Belebung und strukturell steigender Staatsverschuldung gegenüber dem Disinflationstrend die Oberhand gewinnen. Die Folge sind steigende Renditen und das Erreichen neuer zyklischer Höchststände. 10-jährige US-Treasuries dürften um den Jahreswechsel 2025/26 die 5,00%-Marke ins Visier nehmen, deutsche Bunds sehen wir bis dahin bei 3,00%.

Die Zinskurven versteilern sich weiter.

Der Versteilerungstrend der Zinskurven (10J vs. 2J) sollte in den USA und in Europa noch bis ins 3. Quartal 2025 hinein anhalten, anschliessend aber in ein Re-Flattening zurück in Richtung Nulllinie übergehen. Der Kurvenspread im Segment 10J vs. 3M, der in der Eurozone schon bald wieder über die Nulllinie zurückkehren wird (aktuell -6 Bp), dürfte in den nächsten zwölf Monaten positiv bleiben.

Die Bund-Swap-Spreads sind am langen Ende negativ, ...

Der fiskalpolitische Paradigmenwechsel in Europa hinterlässt an den Kreditmärkten sichtbare Spuren. So rentieren Bunds bei Laufzeiten ab acht Jahren über den korrespondierenden Interbanken-Swaps – der Beginn einer dauerhaften Zeitenwende. In den USA ist dies schon länger der Fall, was angesichts

... was sich so schnell nicht ändern dürfte.

EUR-Corps mit IG-Rating bleiben auf der Überholspur.

Wir bevorzugen auch weiterhin Hybrids gegenüber High-Yields.

Fazit: Wir sind für Risikoassets moderat zuversichtlich.

eines Schuldenbergs, der – im Verhältnis zum BIP – die 120%-Marke passiert hat, kein Wunder ist.

Auch die anhaltende Outperformance von EUR-Unternehmensanleihen (Investment Grade) ist zum Teil auf die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit der Staatsanleihen zurückzuführen. Die Risikoprämie von IG-Corps ist seit Jahresbeginn von 101 Bp (ER00) auf 86 Bp abgeschmolzen und lag damit so tief wie seit Oktober 2021 nicht mehr. Wegen der im historischen Vergleich überdurchschnittlich guten Kreditqualität der Corps (tiefer Verschuldungsgrad) halten wir eine weitere Einengung der Spreads für wahrscheinlich. Die nächste Zielmarke bildet mit 72 Bp das zyklische Tief von Anfang 2018.

Bei EUR-Unternehmensanleihen aus dem High-Yield-Segment wurde in der vergangenen Woche unser Spreadziel von 300 Bp (Jahresstart: 330 Bp) erreicht. In Anbetracht des geringen Risikopuffers ziehen wir Corporate Hybrids mit IG-Rating vor. Die Renditen sind in diesem Bereich bezogen auf den ersten Call-Termin mit 4,85% fast identisch mit denjenigen von HY-Corps, allerdings bei deutlich besserer Kreditqualität.

Fazit: Trotz extrem hoher Bewertungen dürften Risikoassets im weiteren Jahresverlauf deutlich zulegen – bei steigender Volatilität. Voraussetzung dafür ist, dass die geopolitischen Unwägbarkeiten den gerade entstehenden Konjunkturaufschwung in Europa und Asien nicht in seinen Grundfesten erschüttern. Beim Durationsmanagement ist ein gutes Händchen gefordert.

Tabelle 4: Aktuelle Asset-Allocation-Empfehlung*

	Untergewicht		Neutral		Übergewicht	
	--	-	o	+	++	
Aktien						
Gesamtexposure			●●			
Nordamerika		●	●			
Europa			●		●	
Asien Developed			●		●	
Emerging Markets					●●	
Value/Growth			●			
Small/Large Caps					●●	
Anleihen						
Duration Bunds			●●			
Duration Treasuries			●●			
Staatsanleihen Peripherieländer			●●			
Quasi-Staatsanleihen/Pfandbriefe			●		●	
Linker			●		●	
Unternehmensanleihen IG			●		●	
Unternehmensanleihen HY		●	●			
Rohstoffe						
Gold					●●	
Industriemetalle			●		●	

Stand: 3. März 2025; * ● strategisch (3 bis 6 Monate) ● taktisch (1 bis 3 Monate)

Risikoszenario 1 basiert auf einer starken Reflationierung der Weltwirtschaft.

Risikoszenario 1 (konjunkturpositiv): Im Falle einer raschen Einigung in den Handelskonflikten – gegebenenfalls begleitet von einem baldigen Waffenstillstand in der Ukraine – würden die ohnehin bestehenden konjunkturellen Auftriebskräfte zusätzlichen Schwung erfahren. Das Wirtschaftswachstum der Eurozone dürfte bereits in Q2 die Potenzialrate überragen und

der dabei entstehende Inflationsdruck würde die EZB im Herbst zu einem geldpolitischen Richtungswechsel zwingen. Der Anleihenmarkt geriete massiv unter Druck, die Renditen am langen Ende könnten in Richtung 4,00% marschieren (USA: >5,50%). Die Aktienmärkte würden zwar wegen starker Unternehmensgewinne zunächst weiter steigen, zinsbedingt allerdings bei deutlich zunehmender Volatilität. Im Jahr 2026 dürfte der Zinsschock des Vorjahres die Aktienmärkte um 20% nach unten drücken.

Risikoszenario 2 bezieht sich auf einen eskalierenden Handelskrieg.

Risikoszenario 2 (konjunkturnegativ): Sollte die Zollpolitik *Donald Trumps* vollends eskalieren, würden nicht nur die Handelspartner, sondern auch die USA in schweres konjunkturelles Fahrwasser geraten. Eine Rezession der Weltwirtschaft dürfte die Aktienmärkte aus der Bahn werfen und eine Korrektur um 30% nach sich ziehen. Ein weites Öffnen der geldpolitischen Schleusen wäre unvermeidlich, die US-Leitzinsen dürften auf 2,0% sinken, in der Eurozone auf 1,0%. Die Renditen 10-jähriger T-Notes und Bunds könnten auf 3,00% (USA) bzw. auf 1,50% (DEU) fallen.

Wichtige Termine der Woche 03.03.2025 – 07.03.2025

Land	Indikator/Ereignis	Periode	Uhrzeit	Einheit	Prognose		Vor- periode
					BANTLEON	Konsens	
Montag, 03.03.2025							
USA	Kfz-Verkäufe	Feb	N.V.	Mio., ann.	-	16,1	15,6
China	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Feb	2.45	Index	50,6	50,5	50,1
Schweiz	Einkaufsmanagerindex, verarbeitendes Gewerbe	Feb	9.30	Index	48,2	48,2	47,5
Eurozone	Einkaufsmanagerin., verarb. Gewerbe, endg. Schätz.	Feb	10.00	Index	47,3	47,3	47,3
	Verbraucherpreise, erste Schätzung	Feb	11.00	yoy, %	2,3	2,3	2,5
	Kerninflation, erste Schätzung	Feb	11.00	yoy, %	2,5	2,5	2,7
USA	ISM-Einkaufsmanagerindex, verarb. Gewerbe	Feb	16.00	Index	51,2	50,8	50,9
Dienstag, 04.03.2025							
Japan	Verbrauchervertrauen	Feb	6.00	Index	-	35,3	35,2
Eurozone	Arbeitslosenquote	Jan	11.00	%	6,3	6,3	6,3
Mittwoch, 05.03.2025							
Schweiz	Verbraucherpreise	Feb	8.30	yoy, %	-	0,2	0,4
Frankreich	Industrieproduktion	Jan	8.45	mom, %	0,9	0,5	-0,4
Italien	Bruttoinlandsprodukt, endgültige Schätzung	Q4/24	10.00	mom, %	0,0	0,0	-0,02
Eurozone	Einkaufsmanageri., Dienstleistungss., endg. Schätz.	Feb	10.00	Index	50,7	50,7	50,7
	Erzeugerpreise	Jan	11.00	mom, %	0,3	0,3	0,4
USA	ADP-Arbeitsmarktbericht	Feb	14.15	Tsd.	-	146	183
	ISM-Einkaufsmanagerindex, Dienstleistungssektor	Feb	16.00	Index	52,3	52,7	52,8
	Auftragseingang, gesamt	Jan	16.00	mom, %	1,8	1,6	-0,9
	Beige Book der Fed	-	20.00	-	-	-	-
Donnerstag, 06.03.2025							
Schweiz	Arbeitslosenquote	Feb	7.45	%	-	2,9	3,0
Eurozone	Einzelhandelsumsätze	Jan	11.00	mom, %	0,1	0,1	-0,2
USA	Ankündigung von Massenentlassungen	Feb	13.30	Tsd.	-	-	49795
Eurozone	EZB-Leitzins, Depositenrate	März	14.15	%	2,50	2,50	2,75
USA	Handelsbilanz	Jan	14.30	Mrd. USD	-	-128,7	-98,4
	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	-	14.30	Tsd.	-	235	242
Freitag, 07.03.2025							
China	Währungsreserven	Feb	N.V.	mom, %	-	-	3209,04
Deutschland	Auftragseingänge Industrie	Jan	8.00	mom, %	-1,5	-2,5	6,9
Eurozone	<i>Rede C. Lagardes, Konferenz zum intern. Frauentag</i>	-	10.40	-	-	-	-
	Bruttoinlandsprodukt, dritte Schätzung	Q4/24	11.00	qoq, %	0,1	0,1	0,1
USA	Stellensaldo	Feb	14.30	%	165	160	143
	Arbeitslosenquote	Feb	14.30	Index	4,0	4,0	4,0

Rechtlicher Hinweis

Der Financial Market Outlook ist in erster Linie an die Gremien der BANTLEON AG gerichtet. Die hier gegebenen Kommentare, Analysen und Meinungen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung des vorliegenden Dokuments sowie die Verwendung oder Übernahme von Inhalten aus dem Dokument – ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form – sind ohne vorherige Zustimmung der BANTLEON AG nicht gestattet.

Zurverfügungstellung von Analysen (Research)/Qualifikation unter MiFID II

Nach Art. 24 Abs. 7, 8 und 9 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID-II-Richtlinie) bzw. § 70 Abs. 1 WpHG (n.F.) darf ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen grundsätzlich keine Zuwendungen wie Provisionen, Gebühren, sonstige Geldleistungen oder nichtmonetäre Vorteile von Dritten annehmen, sofern nicht bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind.

Das vorliegende Dokument qualifiziert als Finanzanalyse/Research und gilt somit als nichtmonetärer Vorteil. Für die Annahme von Analysen (Research) gilt die Sonderregelung in Art. 13 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 bzw. § 70 Abs. 2 WpHG (n.F.).

Sofern Ihr Haus ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne der MiFID-II-Richtlinie ist, ist eine **Annahme künftiger Versionen der vorliegenden Analyse auch ab dem 3. Januar 2018 unter folgenden Voraussetzungen möglich:**

1. Verwendung nur im Rahmen der Verwaltung eigener Kapitalanlagen
Sofern Ihr Haus die Analyse ausschliesslich im Rahmen der Verwaltung der eigenen Kapitalanlagen verwendet, so ist die Annahme der Analyse nicht als Zuwendung im Sinne der MiFID-II-Regulierung zu qualifizieren. Ein Bezug ist daher weiterhin ohne Weiteres zulässig.
2. Übrige Verwendung gegen Bezahlung
Sofern Ihr Haus die Analyse im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen nutzt, ist die Annahme der Analyse nur dann nicht als Zuwendung im Sinne der MiFID-II-Regulierung zu qualifizieren, wenn Ihr Haus im Gegenzug dafür eine direkte Zahlung aus eigenen Mitteln erbringt. Bitte setzen Sie sich mit uns in Verbindung, damit wir Sie über die anwendbaren Preise informieren können.