

Financial Market Outlook

Basis für das Management der Eigenanlagen und Fonds, die von der BANTLEON AG bewirtschaftet werden

1. Dezember 2025

Kapitalmarktanalyse
Anlagemanagement

Inhalt

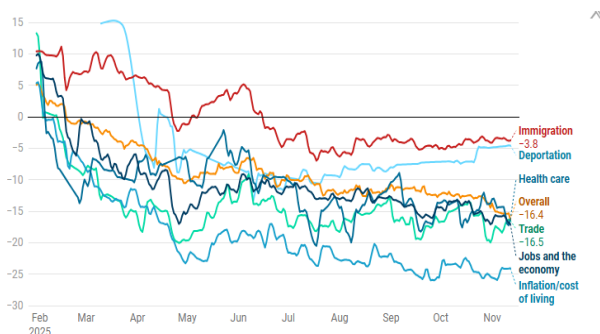
Dr. Harald Preißler
Kapitalmarktstrategie

Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

USA	2
China & Weltwirtschaft	6
Eurozone	9
Finanzmärkte	13
Wichtige Termine der Woche	20

- Die Weltwirtschaft hat den Zollkrieg bislang gut überstanden
- USA taumeln in Richtung Jahresende, 2026 geht es wieder aufwärts
- China wächst zwar stetig, zahlt dafür aber einen hohen Preis
- Europa dürfte 2026 für positive Überraschungen sorgen
- Der Disinflationstrend läuft aus
- Die EZB wartet ab, die Fed senkt weiter – aber wie weit?
- Durationsverkürzung bleibt das Gebot der Stunde
- Enge Creditspreads werden in H1/2026 noch enger
- Aktien sind teuer, dürften aber noch teurer werden

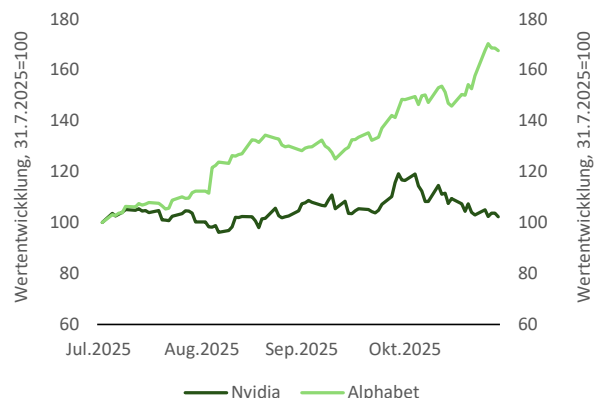
Abbildung 1: Trump verliert an Zustimmung – vor allem beim Thema Inflation



Averages computed by G. Elliott Morris. Approval data from Mary Radcliffe. Based on earlier data from Zenith Research.
*Modeled estimates are a blend of the implied issue-specific average given Trump's overall rating on each day, and a polynomial trend line estimating opinion over time.

Quellen: gelliottmorris.com

Abbildung 2: Werden die Karten im KI-Rennen neu gemischt?



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

USA

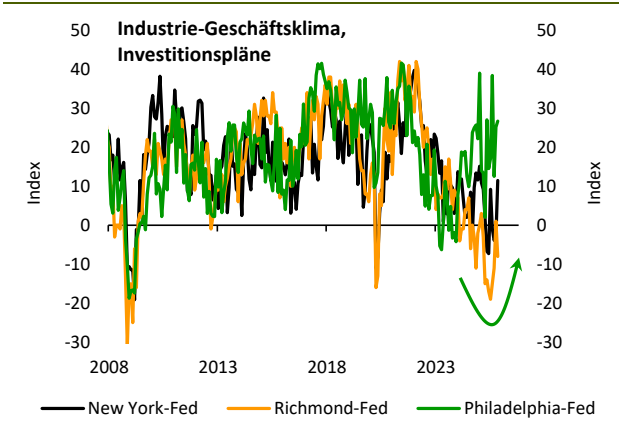
Der Nebel über der US-Wirtschaft lichtet sich nur ganz langsam; ...

... im 3. Quartal dürfte das BIP kräftig expandiert sein; ...

Der Government Shutdown ist beendet und somit haben auch die US-Statistikämter wieder ihre Arbeit aufgenommen. Dennoch wird sich der Nebel über der US-Wirtschaft nur im Schneckentempo lichten, denn die Daten der vergangenen Monate trudeln tröpfchenweise ein. So wird etwa die vorläufige Schätzung zum BIP-Wachstum des 3. Quartals erst Ende Dezember bekanntgegeben – fast zwei Monate nach dem eigentlichen Stichtag.

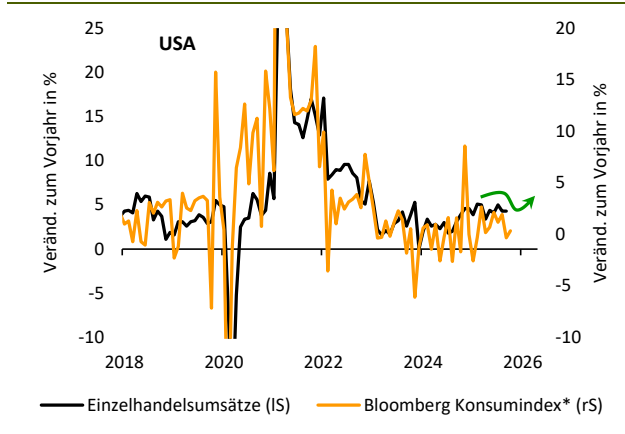
Die bis September vorliegenden Monatsdaten lassen indes darauf schliessen, dass die Wirtschaftsleistung im vergangenen Quartal um kräftige 3,0% bis 3,5% zugelegt haben dürfte (nach durchschnittlich 1,6% im 1. Halbjahr 2025, jeweils in annualisierter Rechnung). Tragende Säule ist unverändert die lebhafteste Investitionstätigkeit, wobei die regionalen Geschäftsklimaindikatoren darauf hindeuten (vgl. Abbildung 3), dass die Belegung immer breiter abgestützt ist und sich nicht mehr nur auf den Aufbau von KI-Kapazitäten konzentriert. Aber auch die Konsumnachfrage ist nach der Schwäche in der ersten Jahreshälfte zu neuem Leben erwacht und dürfte über den Sommer um gut 3,0% zugelegt haben (nach rund 1,5% im 1. Halbjahr).

Abbildung 3: Investitionsbelegung gewinnt an Breite



Quellen: Regionale Notenbanken der Fed, BANTLEON

Abbildung 4: Temporärer Rücksetzer beim privaten Verbrauch



Quellen: Census Bureau, Bloomberg, BANTLEON; * Auswertung von Kreditkartendaten aus einem Panel von über 20 Mio. Konsumenten

... im 4. Quartal sorgt der Government Shutdown aber wieder für einen Rücksetzer; ...

... vor allem bei den ärmeren Bevölkerungsschichten hat sich das Konsumklima eingetrübt.

Im 4. Quartal wird es bei dieser Dynamik aber nicht bleiben. Vielmehr ist wegen der sechswöchigen Zwangspause für die Staatsbediensteten ein technischer Rücksetzer beim BIP unvermeidlich. Nicht nur die Staatsnachfrage, sondern auch der private Verbrauch hat unter der lahmgelegten Bundesverwaltung gelitten. Auf eine Konsumzurückhaltung speziell beim Übergang vom Oktober zum November deuten unter anderem die von Bloomberg ausgewerteten Transaktionen über Kreditkarten hin (vgl. Abbildung 4).

Direkt betroffen vom Shutdown waren insbesondere die einkommensschwachen Bevölkerungsgruppen – so sind unter anderem die Unterstützungszahlungen für Nahrungsmittel (SNAP) ausgeblieben. Dies hat sich entsprechend im Verbrauchervertrauen niedergeschlagen, das bei den unteren Einkommensgruppen regelrecht eingebrochen ist (vgl. Abbildung 5). Dennoch sollte es sich am Ende nur um eine temporäre Delle handeln. Stützfaktoren für die Konsumnachfrage bleiben weiterhin die wohlhabenderen Bevölkerungsschichten, deren Ausgabenfreude von der Aktienhausse beflügelt wird, und das robuste Lohnwachstum.

Wegen Nachholeffekten dürfte das BIP-Wachstum im 1. Quartal 2026 aber bereits wieder hochspringen.

Darüber hinaus werden alle »ausgefallenen« Beamtengehälter und die meisten Transferzahlungen nachbezahlt. Im 1. Quartal 2026 dürfte es demzufolge zu einer Gegenbewegung kommen. **Insgesamt gehen wir davon aus, dass das BIP-Wachstum im laufenden Quartal auf 0,8% absacken wird, um dann wieder auf 2,5% im 1. Quartal 2026 in die Höhe zu springen** (vgl. Abbildung 6). Das Auf und Ab beim BIP bleibt uns daher vorerst erhalten.

Abbildung 5: Unter Trumps Politik leiden besonders die unteren Einkommensklassen

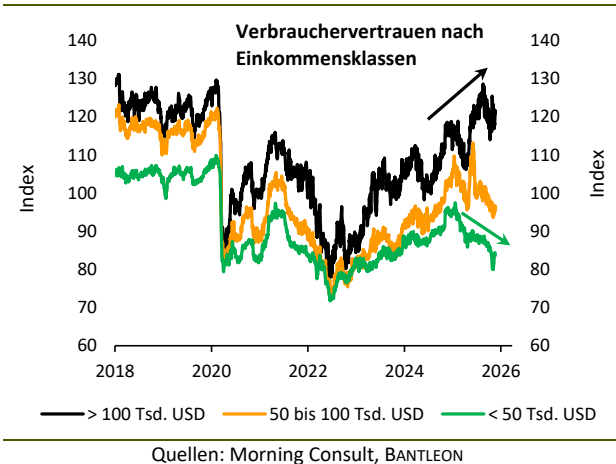
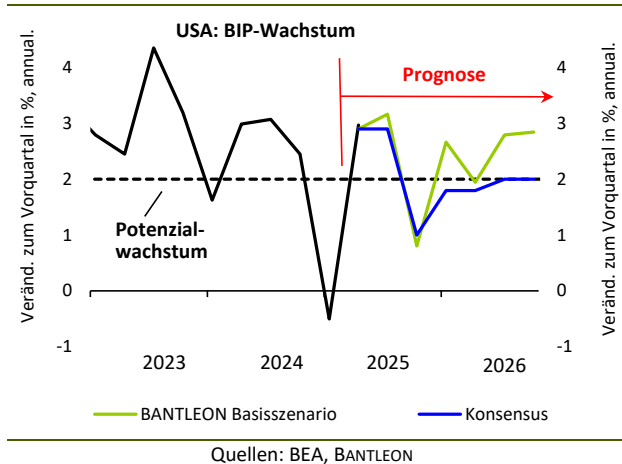


Abbildung 6: Viel Volatilität, mässige Dynamik



Die Frühindikatoren zeichnen unterdessen nach wie vor das Bild einer robusten US-Konjunktur.

Um den konjunkturellen Trend abzuschätzen, ist man besser beraten, auf die Frühindikatoren zu schauen. Sie sind weniger durch die staatlichen Eingriffe verzerrt als die BIP-Zahlen. Und die meisten dieser Barometer zeichnen nach wie vor das Bild einer robusten Wirtschaft. Das gilt allen voran für den Composite-Einkaufsmanagerindex von S&P Global, der sich bei knapp 55,0 Punkten hält und damit ein Wachstum von über 2,5% signalisiert (vgl. Abbildung 7). Aber auch der Service-ISM und die überwiegende Zahl der regionalen Geschäftsklimaindikatoren deuten auf ein solides Expansionstempo hin.

Ein Schönheitsfehler besteht darin, dass sich der Arbeitsmarkt zuletzt kräftig abgeschwächt hat.

Ein Schönheitsfehler in dem an sich freundlichen Bild ist neben der oben skizzierten Eintrübung beim Verbrauchervertrauen die aktuelle Arbeitsmarktabschwächung. Die offizielle Datenlage ist auch hier momentan sehr dünn. Zahlreiche alternative Datenquellen deuten aber darauf hin, dass der Stellenaufbau zuletzt weitgehend zum Erliegen gekommen ist (vgl. Abbildung 8). Diese Abkühlung steht eigentlich im Widerspruch zur robusten Konjunktur. Teilweise lassen sich Sonderfaktoren anführen, wie die von DOGE initiierte Entlassungswelle im öffentlichen Dienst oder der abrupte Einwanderungsstopp – viele Stellen können deswegen gar nicht mehr besetzt werden. Gleichwohl halten sich die Unternehmen auch wegen der Unsicherheit durch die Zollpolitik und anderer Störfaktoren beim Personalaufbau zurück.

Alles in allem hat Trump bislang nicht für mehr Dynamik, sondern in erster Linie für mehr Volatilität in der Wirtschaft gesorgt; ...

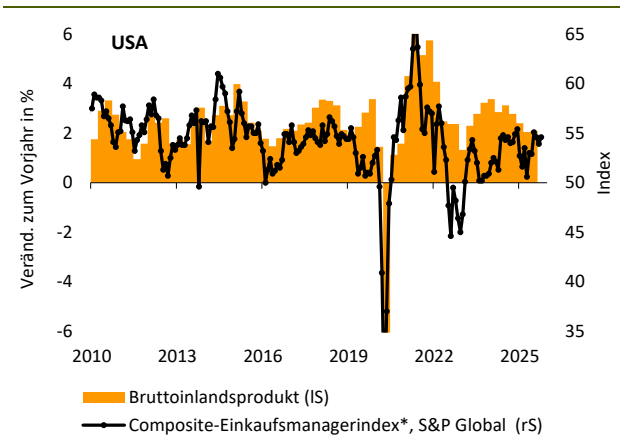
Insgesamt bietet die Wirtschaft ein gemischtes Bild. Donald Trumps Politik hat bislang nicht mehr Dynamik, sondern insbesondere mehr Volatilität erzeugt. 2026 dürfte sich das Blatt jedoch zum Besseren wenden und die schädliche Zollpolitik allmählich in den Hintergrund rücken. *Trump* selbst hat bei einigen Nahrungsmitteln die Importzölle wieder aufgehoben. Im Vorfeld der Midterm-Wahlen kann die republikanische Partei vor allem eines nicht gebrauchen: einen erneuten Inflationsschub.

Anstelle des Zollkriegs sollten immer mehr die positiven Seiten der *Trump'schen* Wirtschaftsagenda zum Vorschein kommen: Steuersenkungen

... der Ausblick für 2026 hellt sich aber auf; ...

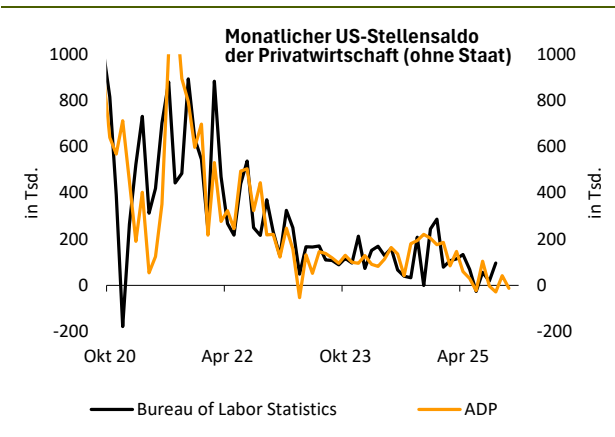
und Deregulierungen. Speziell den KI-Ausbau versucht die Regierung etwa mit der »Genesis Mission« (Schaffung einer gemeinsamen öffentlich-rechtlichen KI-Plattform) weiter voranzutreiben und so die Vormachtstellung der USA in diesem Bereich sicherzustellen. Dass hier 2026 eine weitere Welle anrollt, zeigen die angekündigten Milliarden-Investitionspläne von Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta.

Abbildung 7: US-Wirtschaft zeigt sich weiter robust ...



Quellen: S&P Global, BEA, BANTLEON; * Q4/25 = Oktober/November

Abbildung 8: ... aber der Arbeitsmarkt schwächelt



Quellen: BLS, ADP, BANTLEON

... der KI-Boom wird dabei zusätzlich von der lockeren Geldpolitik angeheizt; ...

... die Investitionsbelebung sollte sich letztendlich auch positiv am Arbeitsmarkt niederschlagen.

Vor dieser Kulisse dürfte sich das Wachstum 2026 wieder oberhalb von 2,0% festsetzen.

Die Abwärtsrisiken zu diesem Basisszenario haben zuletzt nachgelassen.

Der grosse zollbedingte Inflationsschub ist bislang ausgeblieben ...

Damit aber nicht genug, ausgerechnet in dieser Boomphase senkt die Fed die Leitzinsen, womit die Investitionstätigkeit einen zusätzlichen Schub erfährt. Dieses freundliche Umfeld spiegelt sich auch in unseren Frühindikatoren wider, die bis Ende 2026 grünes Licht für eine Wachstumsbeschleunigung geben (vgl. Abbildung 9). Selbst wenn der sich abzeichnende – von den KI-Investitionen – getragene Aufschwung möglicherweise weniger beschäftigungsintensiv ist als vergleichbare Episoden in der Vergangenheit, sollte die Belebung ausreichen, um den Arbeitsmarkt und damit auch die Konsumnachfrage zu stabilisieren.

In Anbetracht dessen gehen wir davon aus, dass sich das BIP-Wachstum 2026 wieder oberhalb der 2%-Marke etabliert und Ende 2026 sogar auf 3,0% zustreben könnte (vgl. Abbildung 6). Im Jahresdurchschnitt, der durch das schwache Q4/2025 belastet wird, ergeben sich daraus 2,3%. Mit dieser Prognose liegen wir über der Konsensschätzung, die für 2026 – wie bereits für 2025 – von 1,9% Wachstum ausgeht.

Die konjunkturellen Abwärtsrisiken haben aus unserer Sicht spürbar nachgelassen, wenn auch weiterhin nicht ganz auszuschliessen ist, dass die Abschwächung am Arbeitsmarkt in Kombination mit einem neuerlichen Inflationsschock (etwa ausgelöst durch eine nochmalige Eskalation des Handelskriegs) doch noch zu einem Absturz der Konsumnachfrage führt. Letztere könnte dann wiederum eine Abwärtsspirale am Arbeitsmarkt auslösen. **Damit dieses Szenario eintritt, müssten aber gleich mehrere unglückliche Umstände zusammenkommen. Wir ordnen ihm daher nur eine Wahrscheinlichkeit von 15% bis 20% zu.**

Während das Wachstum in den USA 2025 leicht nach oben überrascht hat, ist es bei der Inflation umgekehrt. Ein mächtiger zollbedingter Inflationsschub ist bislang ausgeblieben. Die Inflation (CPI und PCE) bewegt sich seit Jahresbeginn weitgehend um 3,0% seitwärts. Während bei den Preisen für Industriegüter durchaus eine anziehende Teuerung beobachtbar ist – die Jahresrate

... und dürfte auch nicht mehr kommen; ...

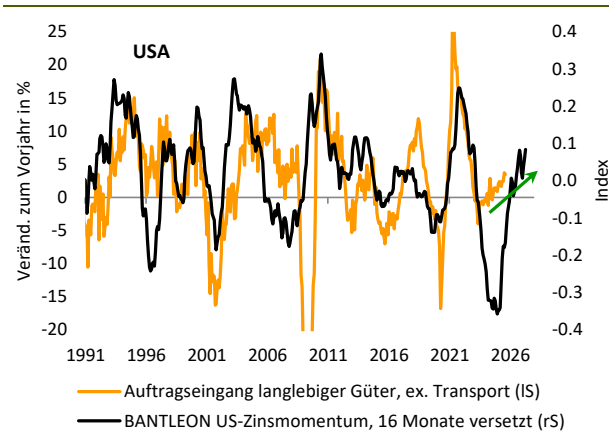
... dies liegt unter anderem daran, dass die effektiven Importzölle gar nicht so hoch sind wie ursprünglich befürchtet.

stieg hier seit Mitte 2024 von -1,7% auf zuletzt +1,5% -, zeigt der Trend bei den Mieten in die andere Richtung. Beides hat sich gegenseitig kompensiert.

Mit Blick nach vorn signalisieren unsere Prognosemodelle nur noch begrenzte Inflationsrisiken (vgl. Abbildung 10). **In Anbetracht dessen gehen wir davon aus, dass die Kernrate (CPI) Mitte 2026 bei 3,2% bis 3,3% ihren Hochpunkt durchschritten hat (aktuell: 3,0%). Der PCE-Kerndeflator (aktuell: 2,9%) dürfte unterdessen kaum die 3,0%-Marke überwinden.**

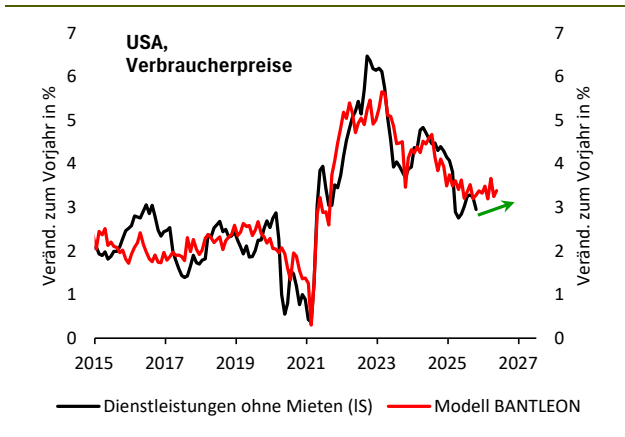
Der lediglich verhaltene Teuerungsanstieg ist unter anderem darin begründet, dass der effektive US-Importzollsatz aller Voraussicht nach nicht ganz so stark ansteigen wird wie ursprünglich befürchtet. Wegen Ausweichreaktionen bzw. Substitutionseffekten und den nach wie vor bestehenden Ausnahmeregelungen (unter anderem sind Pharmaprodukte und bestimmte Elektroartikel weiterhin zollfrei) dürfte der effektive Importzollsatz am Ende nicht bei 15% bis 20%, sondern »nur« bei 10% bis 12% liegen.

Abbildung 9: Freundlicher Investitionsausblick



Quellen: Census Bureau, BANTLEON

Abbildung 10: Nur noch mässiger Teuerungsdruck



Quellen: BLS, BANTLEON

Die Fed ist derzeit gespalten; ...

... ein Teil des FOMC plädiert für eine Zinspause, der andere Teil für eine kraftvolle Fortsetzung der geldpolitischen Lockerungen.

Wir rechnen nur noch mit einer bzw. maximal zwei Zinssenkungen; ...

... aufgrund des politischen Drucks können es aber auch mehr werden.

Aufgrund der zuletzt abnehmenden Inflations- bei gleichzeitig anziehenden Arbeitsmarktrisiken hat sich die Fed im September dazu entschlossen, die Geldpolitik zu lockern und den Leitzinskorridor in zwei Schritten von 4,25% bis 4,50% auf 3,75% bis 4,00% zu senken. Die Mehrheit im Offenmarktausschuss strebt nunmehr ein neutrales Leitzinsniveau an. Inwieweit dieses aber eher bei 3,00% oder eher bei 4,00% liegt, ist umstritten. Innerhalb der Fed wird daher aktuell kontrovers darüber diskutiert, ob im Dezember eine Zinspause eingelegt oder die monetäre Lockerung kraftvoll fortgeführt werden soll.

Aus unserer Sicht rechtfertigen die aktuellen Arbeitsmarktrisiken in den nächsten zwei bis drei Monaten noch eine bzw. maximal zwei Zinssenkungen. **Die Fed-Funds-Rate läge dann bei rund 3,50%, was wir als neutrales Niveau ansehen.** Einen Vorstoss der Geldpolitik in den expansiven Bereich halten wir angesichts unseres freundlichen Makro-Ausblicks für nicht gerechtfertigt. **Mit dieser Prognose liegen wir deutlich über dem eingepreisten Marktszenario, das für Ende 2026 ein Leitzinsniveau von 3,00% unterstellt.**

Natürlich besteht die Gefahr, dass von politischer Seite so viel Druck auf die Fed ausgeübt wird, dass der Offenmarktausschuss am Ende nachgibt und die Leitzinsen auch dann kräftig senkt, wenn die Wirtschaft brummt. Das Risiko einer solch ferngesteuerten Fed ist in unseren Augen zuletzt jedoch ebenfalls kleiner geworden. Unter anderem sind die Favoriten um die Nachfolge von

Fed-Präsident *Jerome Powell* (*Kevin Hassett, Christopher Waller und Kevin Warsh*) allesamt seriöse Kandidaten.

Tabelle 1: Makroprognosen 2025/2026 für die USA

	Annualisiertes Quartalswachstum in %								Jahreswachstum in %			
	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26	2023	2024	2025	2026
BIP	-0.5	3.3	3.2	0.8	2.7	1.9	2.8	2.8	2.9	2.8	1.9	2.3
BIP Konsensus	-	-	2.9	1.0	1.8	1.8	2.0	2.0	-	-	1.9	1.9
BIP (Veränd. z. Vorj.)	2.0	2.0	2.0	1.6	2.4	2.1	2.1	2.6	-	-	-	-
Konsum	0.5	1.5	3.1	1.2	2.0	1.6	2.1	2.1	2.5	2.8	2.2	1.9
Unternehmensinvest.	10.7	2.5	3.0	1.4	7.0	5.3	8.6	8.8	5.8	3.6	3.9	5.3
Exporte	0.4	-1.3	1.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.8	3.3	1.1	2.1
Staat	-0.6	-0.2	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	3.9	3.4	1.5	0.9
Inflationsrate, CPI ¹	2.7	2.5	2.9	3.0	2.8	3.2	3.1	2.9	4.1	2.9	2.8	3.0
PCE-Kerndeflator ¹	2.8	2.7	2.9	3.0	2.9	2.9	2.8	3.1	4.2	2.8	2.9	2.9
Arbeitslosenquote ²	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4	4.4	4.2	4.0	3.7	4.0	4.3	4.2
Fed-Funds-Rate ³	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	4.50	3.75	3.75

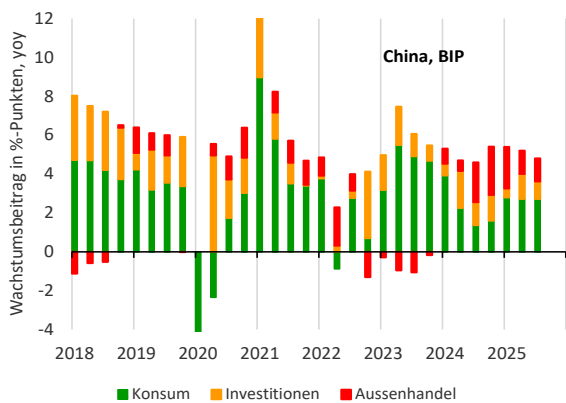
Quellen: Bloomberg, BANTLEON; ¹ Jahres-, Quartalsdurchschnitte, Veränderung zum Vorjahr in %; ² Jahres-, Quartalsdurchschnitte in %; ³ oberer Rand der Zielbandbreite, Jahres-, Quartalsendstände in %

China & Weltwirtschaft

Die chinesische Wirtschaft entwickelte sich allen Angriffen aus den USA zum Trotz auch in 2025 ganz nach Plan.

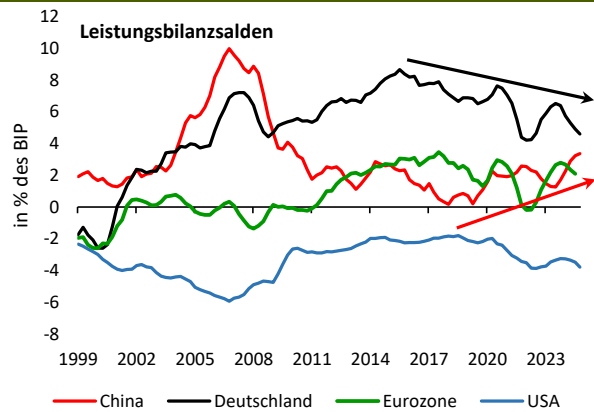
Die chinesische Wirtschaft segelt bislang unbeeindruckt, beinahe trotzig, durch ein stürmisches Jahr 2025 – als gäbe es keinen Handelskrieg mit den USA und keinen Handelskonflikt mit der EU. In den ersten beiden Quartalen legte die Wirtschaftsleistung real um 5,4% bzw. 5,2% gegenüber dem Vorjahr zu, gefolgt von einem Anstieg um 4,8% in Q3.

Abbildung 11: Chinas Wirtschaft wächst stabil – allen Widrigkeiten zum Trotz



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 12: Steigende Exportüberschüsse als konjunktureller Rettungsanker



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Der steigende Exportüberschuss kompensiert die von der anhaltenden Immobilienkrise ausgehenden Wachstumseinbußen.

Als wichtiger Wachstumstreiber entpuppte sich einmal mehr der Aussenhandel, der im laufenden Jahr konstant ca. 1,1%-Punkte zum BIP-Zuwachs beisteuert (siehe Abbildung 11). Nach den stürmischen 2000er Jahren, als der Überschuss der chinesischen Leistungsbilanz in der Spitze 10% der Wirtschaftsleistung ausmachte, sank der Anteil bis 2018/19 schrittweise auf einen Wert nahe null. Seither ist der Saldo allerdings wieder deutlich gestiegen und hat in Q3/2025 mit 3,3% (gemessen am BIP) den höchsten Stand seit 2011 erreicht (siehe Abbildung 12). Der Export füllt somit die Lücke, die durch die

Im Schlussquartal 2025 kündigt sich ein konjunktureller Rücksetzer an.

Die Krise der Bauwirtschaft hat sich in den Sommermonaten nochmals verschärft, ...

... auch der Rückgang der Immobilienpreise hat sich beschleunigt.

Die Schwäche strahlt auf die vorgelagerten Branchen ebenso aus wie auf den Konsum.

Die ohnehin schon expansive Fiskalpolitik wird 2026 nochmals einen Zahn zulegen müssen.

Auch die Geldpolitik dürfte eine Schippe drauflegen.

Die politische Führung wird alles daransetzen, in den Augen der Öffentlichkeit nicht schwach dazustehen.

anhaltende Schwäche der Binnenkonjunktur entstanden ist. Dies betrifft vor allem den Konsum, der im laufenden Jahr 2,7%-Punkte zum Wachstum beigetragen hat – einen vollen Prozentpunkt weniger als 2023 und 2024.

Mit Blick auf das Schlussquartal 2025 kündigt sich ein konjunktureller Durchhänger an. Sowohl im Einzelhandel als auch in der Industrie, der Export- sowie der Bauwirtschaft sind die Aktivitätsdaten im September/Oktober deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Dabei mögen teilweise technische Faktoren eine Rolle gespielt haben (weniger Arbeitstage als im Vorjahr; ungünstige Basiseffekte). Wir gehen dessen ungeachtet davon aus, dass sich das Wachstumstempo im Schlussvierteljahr erkennbar abschwächen und am unteren Rand der 4,5% bis 5,0%-Vorgabe ansiedeln wird.

Grösster Belastungsfaktor der Binnenkonjunktur bleibt die seit bald fünf Jahren andauernde strukturelle Krise am Immobilienmarkt. Die Bauinvestitionen schrumpfen auf breiter Front, seit Ende 2023 sogar mit zweistelligen Raten (vs. Vorjahr). Mehr noch, die Abwärtsdynamik hat sich seit Mitte 2025 nochmals beschleunigt. Im Oktober lagen die privaten Wohnbauinvestitionen 14,7% unter dem Vorjahresniveau, was ausserhalb der Pandemiephase einen neuen Negativrekord darstellt. Auch bei den Immobilienpreisen zeichnet sich keine Wende zum Besseren ab, seit August 2021 fallen die Preise ohne Unterlass; gegenüber dem damaligen Höchststand beläuft sich der kumulierte Rückgang mittlerweile auf 12%. Sinkende Preise schrecken potenzielle Investoren ab, was sich wiederum negativ auf die Bautätigkeit auswirkt – die Abwärtsspirale dreht sich mithin immer schneller.

Die Schwäche am Immobilienmarkt lähmt nicht nur die vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette (z.B. Grundstoffe, Maschinenbau), auch die Stimmung der Verbraucher (= Immobilienbesitzer) wird belastet, was deren Kaufbereitschaft dämpft. Seit dem Frühsommer – und damit parallel zur Beschleunigung des Abwärtstrends am Immobilienmarkt – verliert der Konsum an Schwung. Die Jahresrate der Einzelhandelsumsätze sank seit Mai 2025 von 6,4% auf 2,9%. Offensichtlich lässt die Wirkung der im Herbst 2024 lancierten staatlichen Programme zur Belebung der Konsumausgaben (u.a. Gutscheine für den Kauf von Haushaltsgeräten) nach.

Damit ist klar, dass die Fiskalpolitik auch mit Blick nach vorn expansiv ausgerichtet bleiben dürfte, um den strukturellen Gegenwind zu kompensieren. So gab die Nationale Entwicklungs- und Reformkommission Ende Oktober bekannt, den Provinzen und Regionalregierungen Finanzmittel in Höhe von umgerechnet 170 Mrd. EUR (ca. 1% des BIP) zur Lancierung neuer Infrastrukturprojekte zur Verfügung zu stellen. Darüber hinaus kündigte Finanzminister *Lan Fo'an* in einem Interview an, dass die Fiskalpolitik Anfang 2026 neue Akzente setzen wird.

Ähnliches erwarten wir von der Geldpolitik. Die PBoC hat die monetären Rahmenbedingungen zwar seit Mai 2025 nicht mehr verändert. Die wichtigsten Leitzinsen liegen aber mit 1,4% bis 1,5% deutlich unter dem Nominalwachstum und sorgen damit für entsprechenden Rückenwind. Wir schliessen nicht aus, dass die Geldpolitik die Zinsen nochmals um ein bis zwei Zehntelpunkte senkt.

Die politische Führung in Peking wird weiter alles daransetzen, im Handelskonflikt mit *Donald Trump* das Gesicht zu wahren und keine Schwäche zu zeigen. Nach einem Wachstumsdämpfer im Schlussquartal 2025, sollte die Expansionsdynamik im 1. Halbjahr 2026 daher wieder in Richtung 5,0% anziehen.

Auf längere Sicht lässt sich diese Strategie allerdings nicht durchhalten.

China wird sich von seinen ambitionierten Wachstumszielen verabschieden müssen.

Bis es soweit ist, bleibt der Wettbewerbsdruck auf die europäische und deutsche Investitionsgüterindustrie hoch.

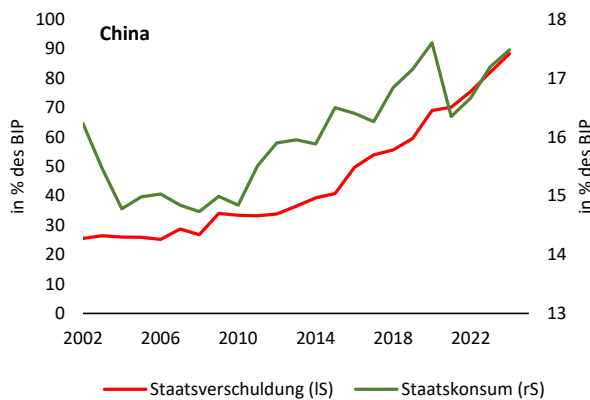
Neben der ungünstigen demografischen Perspektive lässt vor allem die Explosion der Staatsverschuldung die Alarmglocken läuten.

Auf längere Sicht dürfte diese Strategie jedoch nicht aufgehen, weil das Ausland nicht bereit sein wird, das chinesische Wachstum dauerhaft über die Ausweitung des Handelsbilanzüberschusses zu subventionieren. Insofern erachten wir es als fraglich, ob sich das im jüngsten 5-Jahres-Plan der KP propagierte Wachstumsziel von erneut 4,5% bis 5,0% p.a. realisieren lässt. Um diese Vorgabe zu erreichen, müsste der private Konsum mehr als bisher gestärkt werden, insbesondere im Bereich der Dienstleistungen (v.a. Bildung und Gesundheit). Dies wiederum setzt einen allmählichen Rückgang der extrem hohen Sparquote (ca. ein Drittel der verfügbaren Einkommen) voraus. Der dafür notwendige Ausbau der sozialen Sicherungssysteme lässt indes auf sich warten.

Eine weitere zentrale Planvorgabe ist die Stärkung der heimischen Innovationskraft – sprich: Fortschritte bei der technologischen Autonomie. Dabei verschiebt sich der Fokus immer mehr in Richtung höherwertiger Produktkategorien. Von dieser Seite wird der Wettbewerbsdruck auf den europäischen und den deutschen Investitionsgütersektor mit Sicherheit weiter zunehmen.

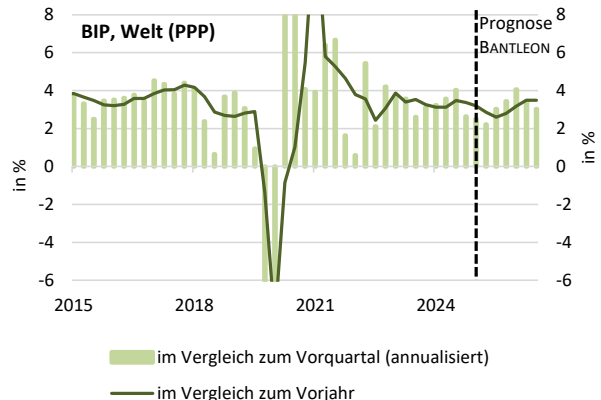
Alles in allem erscheint uns das Wachstumsziel von 4,5% bis 5,0% unrealistisch. Der demografische Gegenwind bläst dem Reich der Mitte immer eisiger entgegen. Die mit immensen staatlichen Subventionen vorangetriebene Industrieoffensive stellt im Kern eine gewaltige Ressourcenverschwendung dar, die in erster Linie die Verschuldungsquote in die Höhe treibt. 2026 dürfte die Staatsverschuldung die 90%-Marke (gemessen am BIP) überschreiten, womit sie sich innerhalb von zehn Jahren verdoppelt hätte (siehe Abbildung 13). Das langfristige Wachstumspotenzial Chinas wird dadurch nicht gesteigert, sondern gedämpft.

Abbildung 13: Die chinesische Fiskalpolitik ist auf einer schiefen Bahn unterwegs



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 14: Die Weltwirtschaft erweist sich noch als resilient



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Für 2026 ist allerdings noch Zuversicht angesagt, neben China werden auch die übrigen Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas ein ordentliches Wirtschaftswachstum erzielen.

Auch in den anderen asiatischen Volkswirtschaften dürfte das Wachstumstempo 2026 dank stimulierender Makropolitik mehrheitlich stabil bleiben. Die Länder Lateinamerikas profitieren zudem von ihrer Rolle als Rohstoffexporteure und sollten im kommenden Jahr ebenfalls stark expandieren. **Für die Weltwirtschaft insgesamt deutet sich damit für die nächsten zwölf Monate eine robuste Entwicklung an, die von der gleichzeitigen Schwäche in den USA und China um den Jahreswechsel 2025/26 nur kurzzeitig gestört wird.**

Eurozone

Die Wirtschaft der Eurozone hat sich gegenüber der Zollkeule von Donald Trump resilient gezeigt; ...

Die Wirtschaft der Eurozone gibt nach wie vor ein gespaltenes Bild ab. In Deutschland herrscht unverändert Katerstimmung. Trotz der mit grossem Pomp angekündigten Fiskalmassnahmen konnte sich die grösste Volkswirtschaft der Währungsunion 2025 noch nicht nachhaltig aus der Stagnation befreien (vgl. Abbildung 15). Gleichzeitig hat sich die Eurozone im Gesamten jedoch erstaunlich resilient gegenüber der Zollkeule von Donald Trump gezeigt. Der von vielen befürchtete Konjunkturerinbruch ist ausgeblieben – selbst in den Sommermonaten ist die Wirtschaft der Eurozone gewachsen.

... zum Jahresende dürfte sich das Wachstum sogar beschleunigen und dabei auch die deutsche Wirtschaft beflügeln.

Mehr noch, im laufenden Quartal zeichnet sich eine Beschleunigung des Expansionstempos ab, die auch die deutsche Wirtschaft erfassen sollte. Dies signalisiert jedenfalls der Composite-Einkaufsmanagerindex, der sich im Oktober/November sowohl in Deutschland als auch der Eurozone über 52,0 Punkten – und damit erkennbar oberhalb der Expansionsschwelle – festgesetzt hat (vgl. Abbildung 16). **Insgesamt dürfte das BIP-Wachstum der Währungsunion daher 2025 im Mittel bei knapp 1,5% liegen, was exakt unserer Prognose vom Dezember 2024 entspricht** (Konsensus damals: 1,3%).

Abbildung 15: Deutschland immer noch Schlusslicht ...

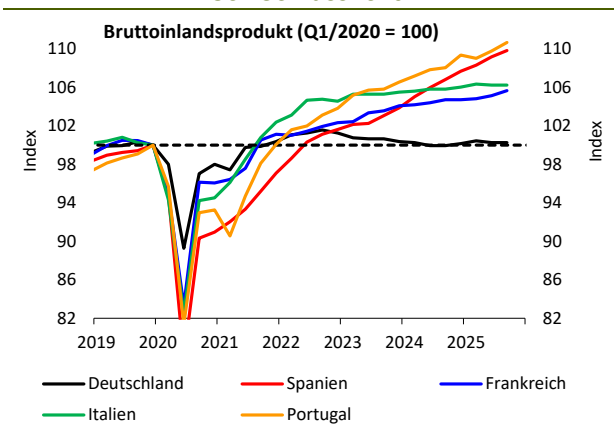
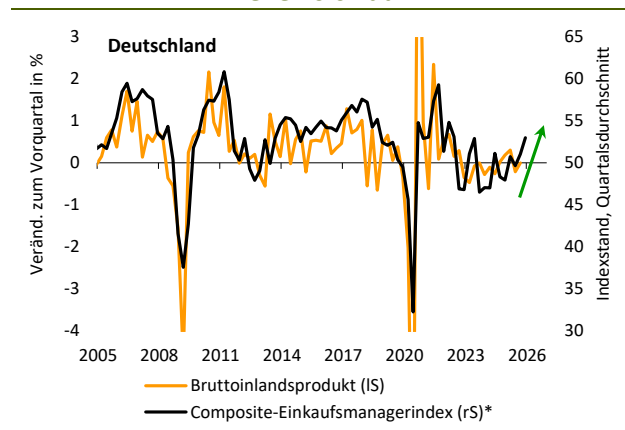


Abbildung 16: ... aber die Perspektiven hellen sich auf



Hinsichtlich der Wirksamkeit des deutschen Fiskalpakets ist Geduld gefragt; ...

Was die Lage in Deutschland und die Wirksamkeit des Fiskalpakets angeht, ist darüber hinaus Geduld gefragt. Da der Bundeshaushalt für das Jahr 2025 erst Anfang Oktober vom Bundestag verabschiedet wurde, galt bis dahin eine »vorläufige Haushaltsführung«, d.h., nur die notwendigen öffentlichen Ausgaben, aber keine neuen Investitionsprojekte durften getätigt werden. Dies zeigt sich etwa bei den Militärausgaben, die im laufenden Etat von 72 Mrd. auf 84 Mrd. Euro gesteigert werden sollen. Davon war aber bis September noch nichts zu sehen (vgl. Abbildung 17). Der Ausgabenschub dürfte mithin erst im 4. Quartal erfolgen – die nunmehr vorliegenden Oktober-Daten deuten dies bereits an. 2026 setzen sich die Ausgabensteigerungen beschleunigt fort – der Verteidigungsetat soll dann auf 108 Mrd. Euro anwachsen.

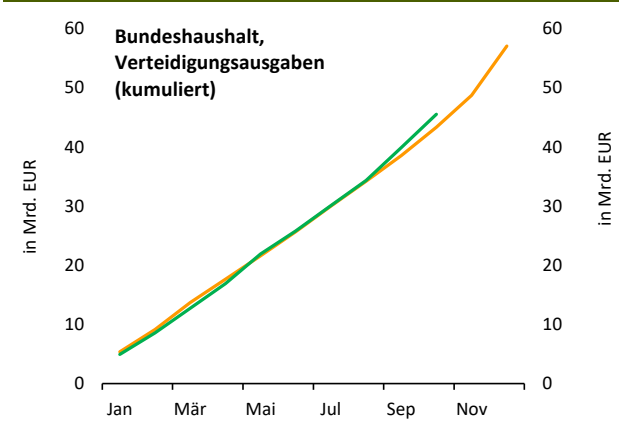
... bis September 2025 galt in Deutschland eine »vorläufige Haushaltsführung«; ...

... nunmehr dürften aber vor allem die Militärausgaben hochgefahren werden; ...

Resultiert daraus aber auch ein Wachstumsimpuls? Ein Einwand, der stets vorgebracht wird, lautet, dass ein Grossteil der Militärausgaben ins Ausland fliesst. Neuste Untersuchungen des Instituts für Weltwirtschaft deuten aber darauf hin, dass in den vergangenen fünf Jahren nur 16% aller Rüstungsaufträge komplett an ausländische Firmen vergeben wurden (der Grossteil davon ging in die USA, vgl. Abbildung 18). Bei den geplanten Ausgaben für

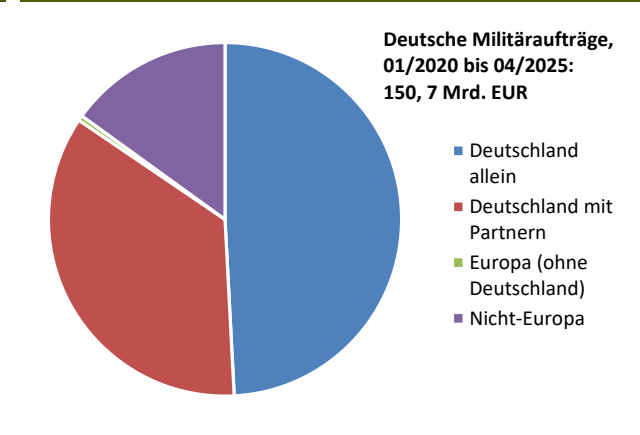
Forschung und Entwicklung kann sogar von einem 100%igen Verbleib in Deutschland ausgegangen werden. **Das Hochfahren der Militärausgaben wird somit namhafte Wachstumseffekte in Deutschland erzeugen.**

Abbildung 17: Bis September galt eine »vorläufige Haushaltsführung« in Deutschland



Quellen: Bundesregierung, BANTLEON

Abbildung 18: Es bleibt einiges in Deutschland hängen



Quellen: IfW, Kiel, BANTLEON

... häufig wird eingewandt, dass ein Grossteil der für Investitionen budgetierten Gelder gar nicht abgerufen wird; ...

Ein weiterer Kritikpunkt gegenüber dem Fiskalpaket ist, dass die Bundesverwaltung ein Umsetzungsproblem hat, d.h., budgetierte Gelder am Ende gar nicht (oder verspätet) abgerufen werden, z.B. weil Planungskapazitäten fehlen. Dies war in den vergangenen Jahren bei Investitionen tatsächlich der Fall. Allerdings entfallen von den 2025/2026 geplanten 125 Mrd. Euro an Mehrausgaben bzw. Mindereinnahmen (= 3,0% des BIP) nur 20% auf »echte« Investitionen.

... wir sind indes zuversichtlich, dass in den nächsten ein- einhalb Jahren der deutsche Staat 100 Mrd. Euro an zusätzlichen Geldern in die Wirtschaft pumpt, ...

Bei den übrigen avisierten Geldern handelt es sich stattdessen: *erstens* um die oben erwähnten Militärausgaben, *zweitens* zusätzliche Sozialausgaben (z.B. für die Mütterrente oder Zuschüsse in die Gesundheitskasse), *drittens* die Gewährung von Subventionen (z.B. Senkung der Energiepreise) und *viertens* um erwartete Steuerausfälle (z.B. wegen der Abschreibungserleichterungen oder der MwSt-Senkung in der Gastronomie). In all diesen Fällen gibt es kein Umsetzungsproblem, d.h., **100 Mrd. Euro (= 2,4% des BIP) werden auf jeden Fall über die nächsten zwölf bis 18 Monate zusätzlich in die Wirtschaft gepumpt.**

... woraus ein mächtiger Wachstumsimpuls resultieren sollte, ...

Aus konjunktureller Sicht ist es dabei zunächst egal, ob die steigenden Ausgaben konsumtiv oder investiv verwendet werden. In der ersten Runde wird dadurch ein entsprechender Wachstumsimpuls erzeugt. Zur Hebung des langfristigen Wachstumspotenzials sind natürlich Investitionen die bessere Wahl. Aber hier soll ja in den nächsten Jahren noch ein weiterer Hochlauf erfolgen.

... der Deutschland aus der Stagnation befreit.

Wir halten daher daran fest, dass es 2026 zu einem kräftigen Fiskalimpuls in Deutschland kommen wird. Wenn erst einmal die ersten Effekte davon sichtbar werden, sollte dies auch positiv auf die Verbraucher- und Unternehmensstimmung ausstrahlen.

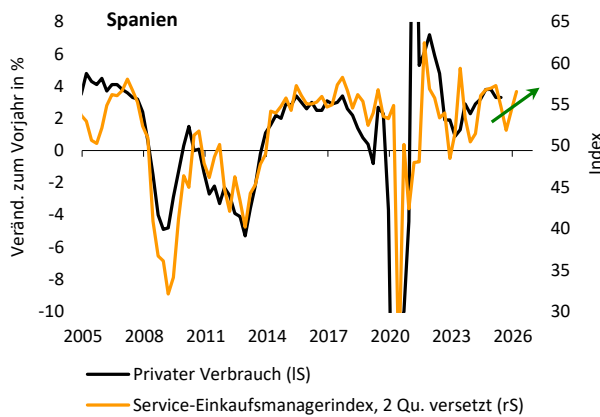
Darüber hinaus spricht alles dafür, dass sich der Konjunkturboom in Südeuropa fortsetzt; ...

Während Deutschland somit zu einem neuen Wachstumsmotor avanciert, dürfte sich die erfreuliche Entwicklung in Spanien, Portugal, Griechenland und Irland fortsetzen. Alle diese Länder zusammen haben innerhalb der Währungsunion immerhin ein Gewicht von knapp 20%, was der Bedeutung Frankreichs entspricht. In Südeuropa beflügelt allerdings schon lange nicht mehr nur der Tourismusboom die Wirtschaft. **Vielmehr hat sich ein**

... hier hat sich mittlerweile ein endogener Aufschwung etabliert.

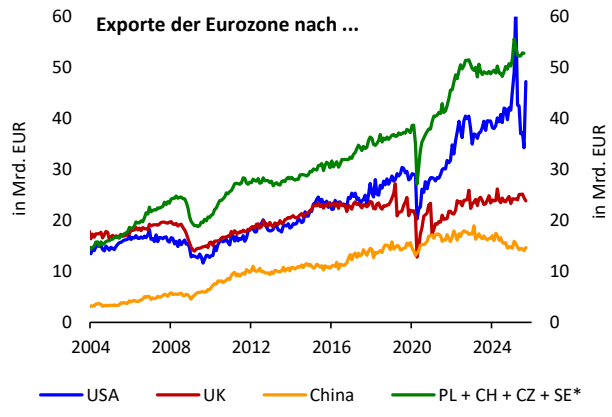
endogener Aufschwung etabliert. Dabei treibt zum einen das robuste Lohn- und Beschäftigungswachstum den Konsum an. In Spanien wächst der private Verbrauch z.B. bereits mit mehr als 3,0%, was sich parallel im Service-Einkaufsmanagerindex widerspiegelt, der sich bei über 56,0 Punkten eingependelt hat (vgl. Abbildung 19). Zum anderen erfährt die Investitionstätigkeit durch die Gelder aus dem EU-Wiederaufbaufonds und die mittlerweile sehr günstigen Finanzierungsbedingungen Rückenwind. **Es spricht alles dafür, dass diese positive Entwicklung in den nächsten Quartalen anhält.**

Abbildung 19: Konsumnachfrage im Aufwind



Quellen: INE, S&P Global, BANTLEON

Abbildung 20: Kein Exporteinbruch!



Quellen: Eurostat, BANTLEON; * Polen, Schweiz, Tschechien und Schweden

Der Export der Eurozone dürfte 2026 kein Wachstumsmotor sein; ...

... die Ausfuhren sollten aber auch nicht einbrechen.

In Anbetracht dessen halten wir daran fest, dass die Wirtschaft der Eurozone 2026 auf ein Wachstum von 2,0% zu-steuert.

Die Kerninflation der Eurozone liegt immer noch erkennbar über 2,0%; ...

... im nächsten halben Jahr sollten die Disinflationseffekte überwiegen und die Kernrate Richtung 2,0% fallen; ...

Als Achillesferse für den Aufschwung der Eurozone könnte sich der Aussenhandel erweisen. Die US-Importzölle werden zweifellos die Ausfuhr in die USA belasten. Bislang hielt sich die Abschwächung beim US-Export indes in Grenzen. Gleichzeitig hat insbesondere das Exportquartett Polen, Schweiz, Tschechien und Schweden ein erfreuliches Gegengewicht gebildet (vgl. Abbildung 20). Die Exporte der Eurozone lagen zum Ende des 3. Quartals 2025 sogar über dem Vorjahresniveau. **Mit Blick voraus gehen wir davon aus, dass die Ausfuhr zumindest stabil bleibt.**

Alles in allem halten wir an unserem optimistischen Konjunkturausblick für die Eurozone fest. Die Wachstumsbelebung sollte 2026 weiter Fahrt aufnehmen. Dabei gehen wir davon aus, dass *erstens* ein Grossteil der Fiskalimpulse in Deutschland wirksam wird. *Zweitens* dürfte der Boom in Südeuropa und Irland anhalten und *drittens* sollte der Gegenwind aus den USA abebben. **In einzelnen Quartalen erwarten wir daher für 2026 annualisierte Wachstumsraten von 2,0%. Im Jahresdurchschnitt rechnen wir mit einem BIP-Zuwachs von 1,8%, womit wir erkennbar über dem Konsensus liegen (1,1%).**

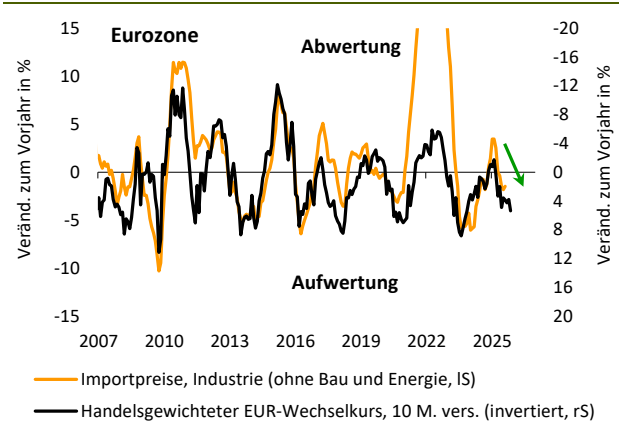
Die Teuerungsrate der Eurozone hat sich seit Jahresbeginn von 2,5% auf 2,2% zurückgebildet, was vor allem dem Disinflationstrend bei den Energiepreisen (speziell Strom und Gas) zu verdanken war. Die Kerninflationsrate (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) verharrte indes zuletzt bei 2,4% und damit immer noch erkennbar oberhalb des Inflationsziels der EZB.

Mit Blick voraus sind insbesondere zwei Effekte relevant. In den kommenden Monaten dürfte zum einen die diesjährige Aufwertung des Euros (+7% gegenüber den wichtigsten Währungen) preisdämpfend wirken (vgl. Abbildung 21). Auch bei einigen Dienstleistungskomponenten (z.B. Kfz-Versicherungen) sollte der Disinflationstrend noch anhalten. **Wir gehen daher davon aus, dass die Kerninflationsrate bis zur Jahresmitte 2026 in Richtung 2,0%**

... mittelfristig nehmen die Inflationsrisiken aber wieder zu.

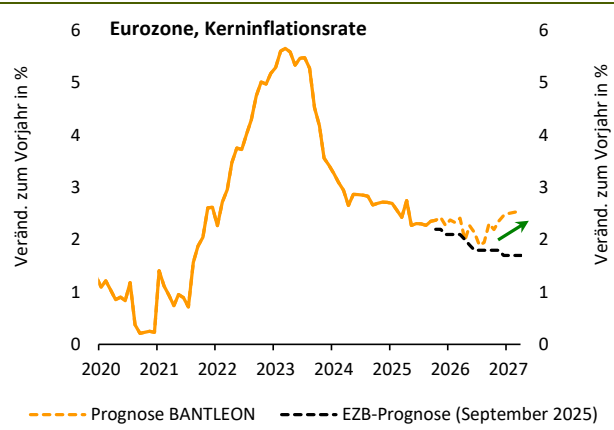
fällt. Zum anderen rechnen wir indes mittelfristig aufgrund der anziehenden Konjunktur wieder mit steigendem Teuerungsdruck. **Ende 2026 sollte die Kerninflationsrate daher erneut in der Nähe von 2,5% liegen.** Damit sind wir weniger zuversichtlich als die EZB, die in den nächsten zwei Jahren von einem kontinuierlich fallenden Inflationstrend ausgeht (vgl. Abbildung 22).

Abbildung 21: Euro-Aufwertung erzeugt Disinflationdruck



Quellen: Eurostat, Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 22: Mittelfristig steigen die Teuerungsgefahren wieder



Quellen: EZB, Eurostat, BANTLEON

Die EZB sieht sich derzeit im »Gleichgewicht« und fährt deshalb geradeaus; ...

Nicht zuletzt aufgrund dieses ermutigenden Inflationsausblicks sehen sich die Währungshüter in Frankfurt derzeit mit ihrer Geldpolitik »im Gleichgewicht«. Die Wirtschaft der Eurozone zeige sich einerseits robust. Andererseits steuere die Inflation auf die Zielrate zu. Die aktuelle monetäre Ausrichtung kann daher in den Augen der meisten Notenbanker beibehalten werden. Die Tauben im EZB-Rat können sich indes durchaus noch eine weitere Leitzinssenkung von 2,00% auf 1,75% vorstellen.

... 2026 sollte die Neigung zu Leitzinssenkungen abebben und stattdessen zunehmend die Debatte um geldpolitische Straffungen geführt werden.

Diese Neigung zu einer zusätzlichen geldpolitischen Lockerung wird aus unserer Sicht in den nächsten Monaten aber verschwinden. Behalten wir recht und die Konjunktur zieht an, ist mithin kein zusätzlicher geldpolitischer Impuls notwendig. **Im 2. Halbjahr 2026 dürfte sich die Debatte dann sogar in Richtung einer erneuten Straffung der Geldpolitik verlagern.** Ob Ende 2026 bereits die erste Zinserhöhung erfolgt, hängt von der Dynamik des Aufschwungs ab. Sollte das Wachstum über 2,0% liegen, ist ein solcher Schritt nicht auszuschließen.

Tabelle 2: Makroprognosen 2025/2026 für die Eurozone

	Quartalswachstum in %									Jahreswachstum in %		
	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26	2024	2025	2026
BIP	0.4	0.6	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.8	1.5	1.8
BIP Konsensus	-	-	-	-	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	-	1.4	1.1
BIP (Veränd. z. Vorj.)	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.7	2.1	2.2	-	-	-
Konsum	0.5	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2	1.3	1.5
Investitionen	0.7	2.5	-1.8	0.3	1.0	1.5	1.2	1.0	1.0	-2.1	2.2	3.6
Exporte	0.1	2.3	-0.5	0.5	0.5	0.7	1.0	1.0	0.5	0.5	2.0	2.6
Staat	0.5	-0.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	2.2	1.5	1.5
Inflationsrate ¹	2.2	2.3	2.0	2.1	2.1	1.9	2.2	2.1	2.4	2,4	2,1	2,2
Kerninflationsrate ¹	2.7	2.6	2.4	2.3	2.4	2.4	2.1	2.1	2.3	2,8	2,4	2,2
EZB-Einlagensatz ³	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	3,00	2,00	2,00

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

Finanzmärkte

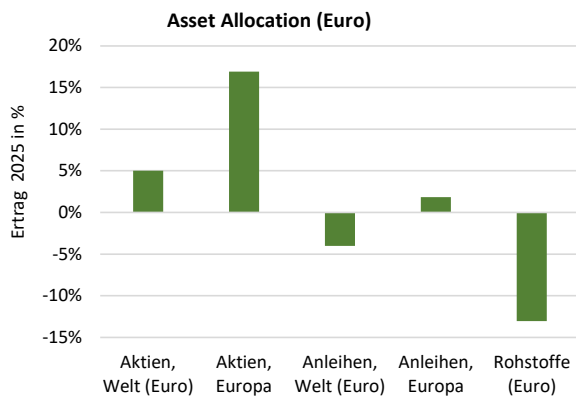
Auch 2025 wurden Anleger für ihren Mut belohnt.

Die Bilanz des Finanzmarktjahres fällt kurz gesagt bislang erfreulich aus. Mut zum Risiko wurde einmal mehr mit attraktiven Erträgen belohnt (siehe Abbildung 23). Gleichzeitig wurden die Nerven der Anleger geschont, was an den tiefen Indexständen der gängigen Stressindikatoren (VIX, Move) abgelesen werden kann.

Trotz der enormen Verunsicherung, die Donald Trump mit seinem Zoll-Kreuzzug über die Welt verbreitete.

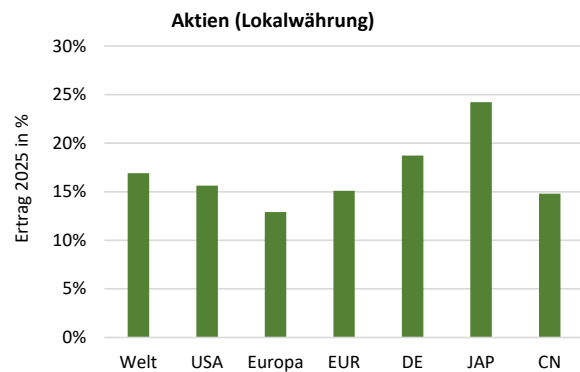
Letzteres erstaunt in Anbetracht der massiven Verunsicherung, die im Zuge des von *Donald Trump* angezettelten Zollkriegs über die gesamte Weltwirtschaft hereingebrochen ist. Risikoassets reagierten anfänglich auch geschockt, globale Aktien brachen innerhalb von drei Tagen um mehr als 14% ein. Allerdings erholten sie sich im Anschluss sehr schnell wieder, als klar wurde, dass die Messe noch nicht gelesen war. Bis Anfang August wurden in rascher Abfolge Handelsdeals in trockene Tücher gebracht – die Börsenindizes quittierten die »Beilegung« der Konflikte mit neuen Höchstständen.

Abbildung 23: Euro-Anlagen waren wegen der US-Dollar-Schwäche 2025 klar im Vorteil



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 24: Die USA 2025 nicht an der Spitze – ein Muster auch für die nächsten Jahre



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Der »Tag der Befreiung« war schnell verdaut; ...

Mit der Rückkehr des Risikoappetits änderten sich allerdings auch die Präferenzen der Anleger, die sich – getrieben vom KI-Hype – wieder primär auf US-Mega-Caps stürzten. So legten die Magnificent 7 seit Anfang April um knapp 70% zu. Im Zuge dessen konnten die US-Indizes den Anfang des Jahres entstandenen Performancerückstand gegenüber dem Rest der Welt deutlich verringern. Dies galt zumindest in Lokalwährung. Ende November liegen DAX & Co gut 20% im Plus, die wichtigsten asiatischen Indizes stehen sogar bei 25% (Nikkei225) bzw. 30% (Hang Seng). Ausgerechnet die Hauptleidtragenden des Handelskonflikts schnitten damit besser ab als der S&P500, der *ytd* »nur« 16% hinzugewinnen konnte. Auf Länderebene stechen Ungarn und Südkorea mit +71% bzw. +66% heraus.

... die einsetzende konjunkturelle Belebung – und der KI-Hype – sorgten ab Sommer für neue Börsen-Höchststände.

Ein hohes US-Dollar-Gewicht hätte allerdings einen Grossteil der Performance gekostet, der Greenback wertete gegenüber dem Euro 12% ab.

In Euro bilanzierende Investoren waren 2025 gut beraten, den Fokus auf die heimischen Märkte zu richten, denn die Euro-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar (*ytd* +12%) zehrte den Grossteil der in US-Dollar generierten Erträge wieder auf. An den Anleihenmärkten verwandelte der Währungseffekt den stattlichen Total Return des Global-Aggregate-Marktes von knapp 8% in -4%. Dagegen nehmen sich die +1,8%, die der Euro-Aggregate abwarf, fast schon üppig aus.

Mit Blick nach vorn wird die Luft für Risikoassets in Anbetracht der rekordhohen Bewertungen dünn.

Bewertungsrelationen sind allerdings kein guter Börsenratgeber für die nächsten sechs bis zwölf Monate.

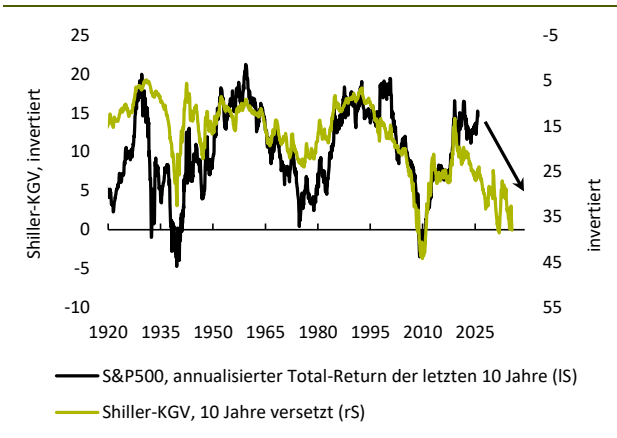
Im Aufschwung werden teure Indizes im Regelfall noch teurer.

Erst auf sehr lange Sicht werden hohe Bewertungen zu einem schweren Performance-rucksack.

Nach drei Jahren mit überdurchschnittlich guter Performance von Risikoassets wird die Luft naturgemäss dünner. Die Bewertungen von Aktien und Unternehmensanleihen haben in Europa die Extremzone erreicht (nur in 10% der Zeit waren die Bewertungen noch höher), in den USA wurden sogar Rekordstände erreicht. Dies gilt zumindest für die prominenten Large-Cap-Indizes, bei den Small und Mid Caps hinken die Bewertungen hinterher und befinden sich nahe ihren historischen Mittelwerten (Europa und USA).

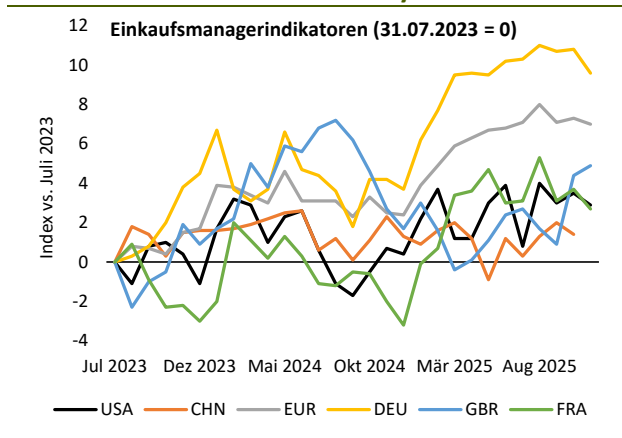
Allein aus dem Bewertungsblickwinkel betrachtet, scheint es mithin, abgesehen von Nischenthemen, keine Argumente für eine Übergewichtung von Aktien zu geben. Allerdings zeigt die Börsenhistorie der zurückliegenden 150 Jahre, dass hohe Bewertungen keine Vorboten einer schwächeren (oder gar negativen) Performance in den nächsten sechs oder zwölf Monaten sind. Im Gegenteil, Bewertungen sind prozyklisch und bewegen sich parallel zum Konjunkturtrend – teure Indizes werden im Aufschwung mithin noch teurer. Statistisch signifikant werden Bewertungsextreme erst bei einem Betrachtungszeitraum von ca. zehn Jahren (!) – dann gilt die eherne Regel: Je höher die Bewertungen heute sind, umso geringer ist der zu erwartende durchschnittliche Ertrag in der folgenden Dekade (siehe Abbildung 25). **Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass der breite US-Markt nicht nur 2025, sondern auch auf längere Sicht hinter der Konkurrenz aus Asien und Europa zurückbleiben wird.**

Abbildung 25: Die rekordhohen Bewertungen von US-Aktien sind ein schwerer Rucksack



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 26: Deutschland und Europa mit starker relativer Zyklizität



Quellen: S&P-Global, BANTLEON

In Anbetracht unserer positiven Konjunktureinschätzung gehen wir im 1. Halbjahr 2026 von weiter steigenden Aktienmärkten aus.

Europa dürfte auch im kommenden Jahr auf der Überholspur unterwegs sein – das Aufholpotenzial ist gross.

Aus taktischer Perspektive, d.h. mit Blick auf das 1. Halbjahr 2026, hängt die Aktienmarktperformance primär von den Konjunkturperspektiven ab, die wir nach Massgabe unserer BANTLEON Frühindikatoren als positiv erachten. Auch in dieser Hinsicht sehen wir die Non-US-Märkte im Vorteil. Dies gilt vor allem für Europa, das in international ausgerichteten Portfolios nach wie vor stark untergewichtet ist. Wir sind vor dem Hintergrund der massiven fiskalpolitischen Stimuli in Deutschland deutlich optimistischer für den Konjunkturverlauf im kommenden Jahr als der Konsensus (siehe Eurozone). So dürfte der grösste Mitgliedsstaat der Währungsunion 2026 endlich aus seinem sechsjährigen Dornröschenschlaf erwachen. Davon sollte vor allem der geschundene Industriesektor profitieren (siehe Abbildung 26). Auf europäischer Ebene dürfte dadurch das Wachstumstempo über die Potenzialrate klettern, die zwischen 1,0% und 1,5% zu verorten ist (aktuell: 1,3%). Dies sollte ausreichen, um den »schlechten Ruf«, den europäische Aktien landläufig geniessen, abzulegen. In Anbetracht dessen erachten wir die Gewinn-

schätzungen der Analysten für Deutschland (+5,7%) und Europa ($\pm 0,0\%$) als zu pessimistisch und rechnen mit Indexanstiegen von ca. 10% bis Mitte 2026.

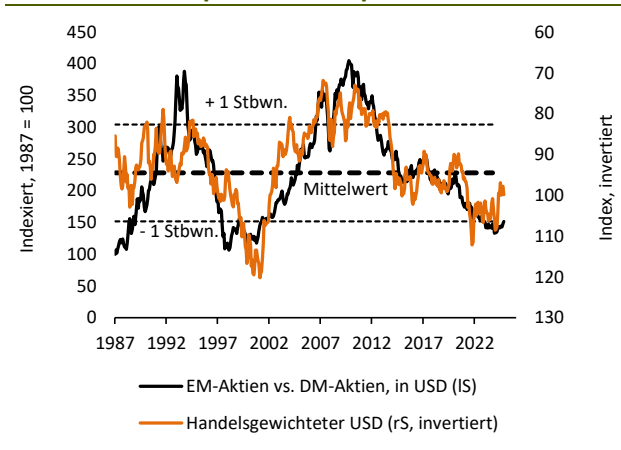
Für die US-Märkte sind wir angesichts des hohen Klumpenrisikos im Big-Tech-Bereich und ambitionierter Gewinnerwartungen skeptisch.

Umgekehrt sehen wir die US-Indizes wegen der enormen Klumpenrisiken (die zehn grössten Unternehmen im S&P500 haben ein Gewicht von 40%) im Tech-Sektor kritisch. Darüber hinaus stellen die gewaltigen Investitionen der Hyperscaler (>500 Mrd. USD in 2026) eine äusserst optimistische Wette auf die Zukunft dar. **Wegen der damit verbundenen Risiken und des deutlich grösseren (positiven) Überraschungspotenzials in Europa bleiben wir auf taktischer Ebene in den USA untergewichtet.**

Emerging Markets erachten wir demgegenüber weiterhin als attraktiv.

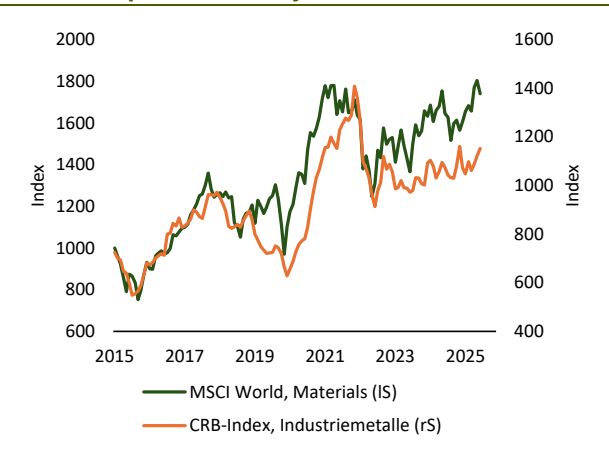
Auch für die Emerging Markets sind wir unverändert zuversichtlich. Die Bewertungen sind im Vergleich zu den entwickelten Märkten weniger überdehnt und wir gehen davon aus, dass die Gewinnschätzungen nach oben korrigiert werden müssen. Entsprechend rechnen wir im 1. Halbjahr 2026 mit einer Outperformance gegenüber dem Gesamtmarkt, die umso grösser ausfallen wird, je schwächer sich der US-Dollar entwickelt (siehe Abbildung 27).

Abbildung 27: Emerging Markets mit Outperformancepotenzial



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 28: Grundstoffaktien profitieren vom positiven Konjunkturausblick



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Sektoral setzen wir auf Industrie, Infrastruktur, Grundstoffe und Financials, die zulasten von Tech-Titeln übergewichtet sind.

Auf sektoraler Ebene bleiben wir im IT-Komplex (inkl. Telekommunikation) untergewichtet. Aufgrund unserer positiven Einschätzung der europäischen Konjunkturperspektiven und des massiven Anstiegs der Infrastrukturinvestitionen auf dem alten Kontinent (inkl. Verteidigung und Wiederaufbau der Ukraine) bevorzugen wir stattdessen Unternehmen aus den Bereichen Industrie, Infrastruktur und Grundstoffe (siehe Abbildung 28). Darüber hinaus signalisiert die zu erwartende Versteilerung der EUR-Zinskurve (s.u.) weiteres Outperformancepotenzial von Financials.

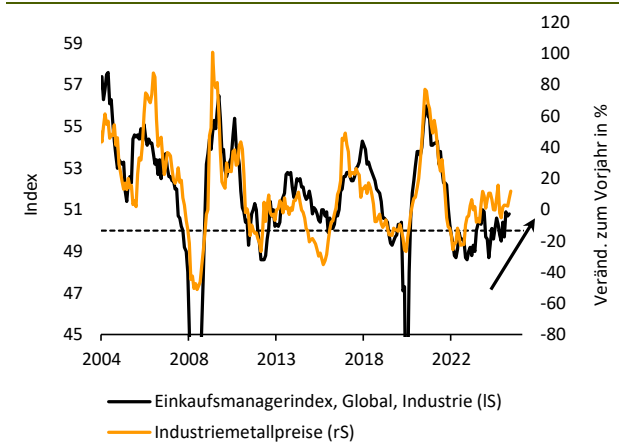
Wir gehen von einem weiter steigenden Goldpreis aus; ...

Im Rohstoffbereich halten wir an unserer Erwartung weiter steigender Goldpreise fest. Die geopolitischen Risiken dürften auf mittlere bis längere Sicht hoch bleiben. Sollte *Donald Trump* weiter die Unabhängigkeit der Fed beschädigen, dürfte das Edelmetall noch stärker als bislang schon US-Treasuries die Rolle eines Safe-Havens streitig machen. **Darüber hinaus sehen wir auch bei Industriemetallen attraktives Ertragspotenzial.** Der Bedarf an Kupfer & Co. dürfte in den kommenden Jahren im Zuge der grünen Transformation rasant wachsen, während das Angebot kaum oder nur sehr langsam ausgedehnt werden kann, weil über mehr als ein Jahrzehnt hinweg (viel) zu wenig in die Erschliessung neuer Vorkommen investiert wurde. Neben diesem strukturellen Faktor sollte aber auch die weltweit anziehende

... auch Industriemetalle dürften 2026 deutlich teurer werden.

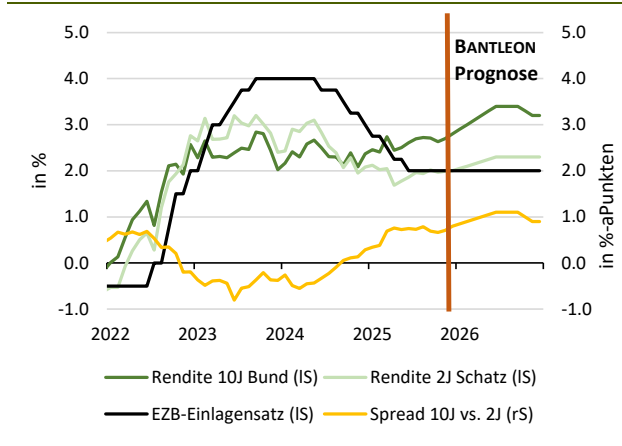
Industriekonjunktur Aufwärtsdruck auf die Metallpreise ausüben, denen wir bis Herbst 2026 einen Anstieg um 20% zutrauen.

Abbildung 29: Industriemetalle strukturell und zyklisch attraktiv



Quellen: S&P-Global, Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 30: BANTLEON Zinsprognose legt Verkürzung der Duration in H1/2026 nahe



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Das Makroumfeld stellt die Anleihenmärkte vor Herausforderungen.

Positive Konjunkturaussichten, steigende Fiskaldefizite und ein Auslaufen des Disinflationstrends sorgen im kommenden Jahr für ein herausforderndes Umfeld an den Anleihenmärkten. Dies gilt vor allem für deutsche Bundesanleihen, die infolge der fiskalpolitischen Zeitenwende in den kommenden Jahren einen Gutteil ihrer über Jahrzehnte hinweg aufgebauten Qualitätsprämie abgeben dürften.

Wir erwarten weiter steigende Renditen bei 10-jähriger Bundesanleihen ...

Es spricht somit einiges dafür, dass sich die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen mittelfristig ihrem Fair-Value annähern werden, der nach unseren Berechnungen bei ca. 3,50% liegt (= neutraler realer Leitzins + lfr. Inflationserwartung + Laufzeitprämie - Qualitätsprämie = 0,5% + 2,50% + 1,00% - 0,5%). Wie schnell die Annäherung erfolgt, wird im Wesentlichen von der Kraft der konjunkturellen Entwicklung bestimmt. Anders als der Konsensus rechnen wir für die nächsten Monaten mit einer deutlichen Belebung (siehe Eurozone), die dazu führen wird, dass die EZB sowohl ihre BIP- als auch ihre Inflationsprojektion im kommenden Frühjahr nach oben korrigieren muss. Die Falken im EZB-Rat dürften daher immer lauter nach prophylaktischen Zinserhöhungen rufen, um nicht wieder zu spät zu kommen.

... und rechnen im Zuge dessen mit einer Versteilerung der Zinskurve.

Die Renditen 10-jähriger Bunds sollten daher bereits in Q1/2026 die 3,00%-Marke angreifen und schlussendlich überwinden. Parallel dazu wird sich die Zinskurve versteilern, der Spread 10J vs. 2J könnte bis Sommer 2026 auf 100 Bp steigen und damit seinen historischen Mittelwert erreichen (siehe Abbildung 30). **Wir präferieren daher aus strategischer Sicht eine Laufzeitverkürzung unter Benchmarkniveau, kombiniert mit einer durationsneutralen Steepening-Position (Bear-Steepener).**

Inflationsbesicherte Anleihen dürften 2026 wieder attraktiv werden, ...

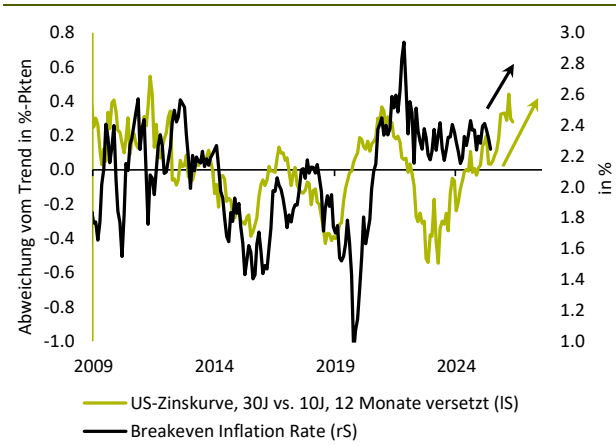
Ergänzend dazu könnten Nominalbonds durch inflationsbesicherte Anleihen substituiert werden. Die sogenannten Linker performen immer dann besser als ihre nominalen Pendanten, wenn die Inflationserwartungen nach oben angepasst werden, was im Regelfall eine Reaktion auf steigende Rohstoffpreise ist. Noch bewegt sich der breit gefasste S&P GSCI in einer Seitwärtsrange. Sobald diese nach oben verlassen wird, empfehlen wir den Aufbau von Linker-Positionen im Laufzeitbereich drei bis fünf Jahre.

... sobald die Rohstoffpreise anziehen.

Die Risikoprämien von EUR-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen dürften sich weiter einengen.

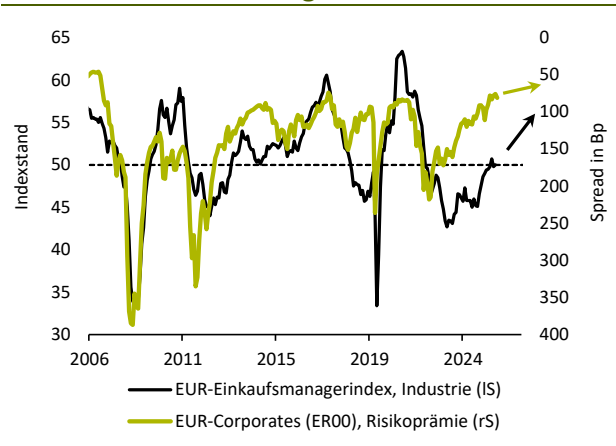
EUR-Staatsanleihen ausserhalb Deutschlands bieten zwar nur noch sehr geringe Risikoprämien. Wir bleiben aber wegen der relativen Verschlechterung der deutschen Fiskalposition trotzdem Übergewichtet, insbesondere in Italien, Spanien und Griechenland. In Frankreich besteht weiterhin ein grosses politisches Risiko, das jederzeit erneut hohe Wellen schlagen kann, weswegen wir dort eine Untergewichtung, bestenfalls eine neutrale Positionierung empfehlen.

Abbildung 31: Inflationsbesicherte Anleihen werden 2026 wieder interessant



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 32: Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen engen sich weiter ein



Quellen: S&P-Global, Bloomberg, BANTLEON

Am langen Ende der japanischen Zinskurve sind die Renditen 2025 deutlich gestiegen.

Eine Normalisierung der Geldpolitik Nippons ist mit hin grösstenteils eingepreist.

Japanische Pensionskassen dürften künftig wieder stärker am Heimatmarkt aktiv werden, was zulasten von französischen und US-amerikanischen Staatsanleihen gehen würde.

In den USA haben sich die Investoren (zu) stark am Fed-Ausblick orientiert, weswegen die Renditen im gesamten Laufzeitspektrum gesunken sind.

2026 dürfte der Trend am langen Ende wieder nach oben drehen – auch und gerade wegen der Geldpolitik der Fed.

An den internationalen Staatsanleihenmärkten sind derzeit divergierende Trends zu beobachten. Besonders auffällig ist das Bear-Steepening japanischer Staatsanleihen. Die Renditen 30-jähriger JGBs sind *ytd* um 100 Bp auf 3,35% gestiegen, ein neues Allzeithoch. 10-jährige Fälligkeiten haben mit 1,81% immerhin den höchsten Stand seit 2007 erreicht. Am langen und ultralangen Ende der japanischen Zinskurve ist eine vollständige Normalisierung der seit 35 Jahren ultraexpansiv ausgerichteten Geldpolitik der BoJ eingepreist. So sind die langfristigen Leitzinserwartungen (5J) im Jahresverlauf um 60 Bp auf 1,60% gestiegen (aktuell: 0,50%). Wir gehen davon aus, dass die JGB-Renditen am langen Ende nahe ihren Höchstständen angelangt sind. Von Relevanz ist diese Entwicklung auch für Europa und die USA, denn die japanischen Pensionskassen zählen zu den weltweit bedeutendsten institutionellen Investoren und waren in der Vergangenheit Grossabnehmer für Staatsanleihen aus Frankreich und den USA. Mit Blick nach vorne und unter Berücksichtigung der hohen Hedgingkosten bieten sich nun auch im Inland attraktive Anlagemöglichkeiten – was die Laufzeitprämie von OATs und US-Treasuries nach oben drücken dürfte.

Anders als in Japan (und Deutschland) war in den USA ein Bull-Steepening zu beobachten. Die Renditen 10- bis 30-jähriger Bonds sind im Jahresverlauf um 60 Bp bzw. 15 Bp gesunken, bei 2-jährigen Notes waren es sogar knapp 80 Bp. Dahinter steckt die Erwartung weiterer Leitzinssenkungen der Fed, deren Offenmarktausschuss von *Donald Trump* sukzessive in einen Taubenschlag verwandelt wird – dekoriert mit irrwitzigen Forderungen nach Leitzinssenkungen im Umfang von 200 Bp. »IMMEDIATELY!« Die Gefahr ist in der Tat gross, dass die US-Geldpolitik einen zu expansiven Kurs einschlägt, der letztlich die Inflation befeuert. Vor dieser Kulisse gehen wir davon aus, dass sich die US-Zinskurve mittelfristig weiter versteilert, allerdings getrieben von steigenden Renditen am langen Ende (= steigende Inflationsprämie). Kurzfristig spricht das technische Bild zwar eher für sinkende Renditen,

Wir erwarten ein Bear-Steepening.

EUR-Unternehmensanleihen sind bereits teuer, dürften aber vom positiven Konjunkturausblick profitieren und daher noch teurer werden.

Wir präferieren nach wie vor IG-Hybrids gegenüber High-Yield-Anleihen.

Fazit: Unsere Grundausrichtung für das Jahr 2026 bleibt offensiv.

In unserem Risikoszenario gleiten die USA doch noch in eine Rezession; ...

... aber selbst dann sollten sich Risikoassets vom anfänglichen Schreck schnell wieder erholen, sobald die Fed entschlossen gegensteuert.

insbesondere wenn die symbolträchtige 4,00%-Marke nach unten durchbrochen wird. Im kommenden Jahr sollte der Trend indes nach oben drehen und die 5,00%-Marke in Angriff genommen werden. **In diesem Umfeld bietet sich neben einer strategischen Durationsverkürzung der Tausch von Nominalbonds in inflationsbesicherte Treasuries an.**

EUR-Unternehmensanleihen haben sich im laufenden Jahr als wichtiger Performancetreiber erwiesen (Total Return ytd: +3,25%, verglichen mit +2,60% bei Staatsanleihen gleicher Laufzeit). Wir hatten bereits zu Jahresbeginn darauf hingewiesen, dass wir mit neuen mehrjährigen Tiefstständen bei den Risikoprämien im IG-Segment rechnen, die schliesslich im Oktober erreicht wurden. Corporates mit guter Bonität rentierten nur noch 75 Bp über Bunds, noch engere Spreads gab es zuvor Anfang 2018 (72 Bp). Wir gehen davon aus, dass auch diese Marke Anfang 2026 fallen wird. Unternehmensanleihen sollten daher übergewichtet bleiben, wobei wir insbesondere am unteren Ende des Ratingspektrums attraktive Opportunitäten sehen.

Um Non-IG-Anleihen machen wir wegen der negativen Rating-Drift weiterhin einen Bogen und setzen stattdessen auf Hybrid-Anleihen (Non-Financial) mit IG-Rating, die annähernd die gleiche Rendite (Yield-to-call) vorweisen können, dafür aber deutlich bessere Qualität bieten.

Fazit: In unserem Basisszenario bleibt die Ausrichtung dank sich verbessernder Konjunkturaussichten offensiv. Die Diskussion über das Platzen der KI-Blase dürfte für zwischenzeitliche Volatilität sorgen, gegenwärtig sehen wir aber keinen Grund für ein Ende des Booms. Dieser rückt erst dann näher, wenn die Anleihenrenditen übermässig in die Höhe schnellen.

In unserem Risikoszenario unterstellen wir, dass die US-Wirtschaft unter der Last der politischen Verunsicherung doch noch in die Stagnation oder gar in eine Rezession abdriftet, und damit auch der Rest der Welt in Mitleidenschaft gezogen wird. In diesem Fall dürften Risikoassets temporär deutlich unter Druck geraten, an den Aktienmärkten wäre eine Korrektur um 15% bis 20% realistisch. Allerdings dürfte es nicht lange dauern, bis die US-Währungshüter entschlossen gegensteuern – »ermutigt« durch Präsident Trump, der sich vor den im Herbst anstehenden Mid-Terms keine wirtschaftliche Schwäche leisten kann. Risikoassets sollten sich daher schnell wieder erholen.

»BANTLEON Prognosen«		Dez 24	Mär 25	Jun 25	Sep 25	Dez 25	Mär 26	Jun 26	Sep 26	Dez 26
Renditen (%)	Fed-Funds (Obergrenze)	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	10J Treasuries	4.57	4.21	4.23	4.15	4.30	4.70	5.10	5.10	5.00
	EZB-Einlagensatz	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	10J Bundesanleihen	2.37	2.74	2.61	2.71	3.00	3.15	3.30	3.30	3.20
	2J Bundesanleihen	2.08	2.05	1.86	2.02	2.20	2.30	2.35	2.35	2.30
Spreads (Bp)	Bund/Pfandbriefe (10J)	51	35	41	38	35	30	25	25	30
	Bund/Unternehmensanleihen	102	94	90	78	75	65	60	65	70
	Bund/Hochzinsanleihen	335	355	318	282	275	250	230	250	270
Aktien	DAX	19'909	22'163	23'909	23'880	25'500	26'000	26'500	26'000	25'500
	Eurostoxx50	4'895	5'248	5'303	5'529	5'750	5'900	5'950	5'900	5'800
	SMI	11'600	12'598	11'921	12'109	12'900	13'100	13'300	13'100	12'900
	S&P500	5'881	5'611	6'204	6'688	6'900	7'000	7'100	6'900	6'700

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Tabelle 3: Aktuelle Asset-Allocation-Empfehlung*

	Untergewicht --	-	Neutral 0	+	Übergewicht ++
Aktien					
Gesamtexposure				●	
Nordamerika			●		
Europa					●
Emerging Markets				●	
Small/Large Caps				●	
Anleihen					
Duration Bunds		●			
Bunds Steepener					●
Duration Treasuries		●			
Staatsanleihen Peripherieländer				●	
Quasi-Staatsanleihen/Pfandbriefe				●	
Linker				●	
Unternehmensanleihen IG				●	
Unternehmensanleihen HY			●		
Rohstoffe					
Gold				●	
Industriemetalle				●	

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

Wichtige Termine der Woche 01.12.2025 – 05.12.2025

Land	Indikator/Ereignis	Periode	Uhrzeit	Einheit	Prognose		Vor- periode
					BANTLEON	Konsens	
Montag, 01.12.2025							
Schweiz	EMI, Industrie	Nov	09:30	Index	48,5	48,9	48,2
Eurozone	EMI, Industrie, endgültige Schätzung	Nov	10:00	Index	49,7	49,7	49,7
USA	ISM-Einkaufsmanagerindex, Industrie	Nov	16:00	Index	48,9	49,0	48,7
Dienstag, 02.12.2025							
USA	Kfz-Verkäufe	Nov	N.V.	Mio., ann.	-	15,43	15,32
	<i>Rede und Panel-Debatte J. Powells zu George Schultz</i>	-	02:00	-	-	-	-
Eurozone	Verbraucherpreise, 1. Schätzung	Nov	11:00	yoy, %	2,2	2,1	2,1
	Kerninflation, 1. Schätzung	Nov	11:00	yoy, %	2,4	2,4	2,4
	Arbeitslosenquote	Okt	11:00	%	6,3	6,3	6,3
Mittwoch, 03.12.2025							
Schweiz	Verbraucherpreise	Nov	08:30	yoy, %	-	0,1	0,1
Eurozone	EMI, Dienstleister, endgültige Schätzung	Nov	10:00	Index	53,1	53,1	53,1
	Erzeugerpreise	Okt	11:00	mom, %	0,2	0,2	-0,1
USA	ADP-Arbeitsmarktbericht	Nov	14:15	Tsd.	-	10	42
	Industrieproduktion	Sep	15:15	mom, %	0,2	0,1	0,1
	ISM-Einkaufsmanagerindex, Dienstleister	Nov	16:00	Index	51,9	52,0	52,4
Eurozone	<i>Halbjahr-Statement C. Lagardes vor Europaparlament</i>	-	16:30	-	-	-	-
Donnerstag, 04.12.2025							
Schweiz	Arbeitslosenquote, saisonbereinigt	Nov	09:00	mom, %	-	3,0	3,0
Eurozone	Einzelhandelsumsätze	Okt	11:00	mom, %	0,0	0,0	-0,1
USA	Ankündigung von Massenentlassungen	Nov	13:30	Tsd.	-	-	153'074
	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	Nov	14:30	Tsd.	-	222	216
Freitag, 05.12.2025							
Deutschland	Auftragseingänge Industrie	Okt	08:00	mom, %	1,0	0,5	1,1
Frankreich	Industrieproduktion	Okt	08:45	mom, %	0,1	-0,1	0,8
Eurozone	Bruttoinlandsprodukt, 3. Schätzung	Q3/25	11:00	qoq, %	0,2	0,2	0,2
USA	Verbrauchervertrauen, Uni Michigan, 1. Schätzung	Dez	16:00	Index	51.8	52.0	51.0
	PCE Deflator, Kernindex	Sep	16:00	mom, %	0,2	0,2	0,2
	Konsumausgaben	Sep	16:00	mom, %	0,4	0,3	0,6

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.