



ELLWANGER.GEIGER

PRIVATBANKHAUS SEIT 1912

Kapital & Märkte

GEDÄMPFTER OPTIMISMUS

Zum Ende des Jahres 2025 fielen die Konjunkturdaten in Europa schwächer als erwartet aus. Nicht nur der Industriesektor bereitet Sorgen. Auch der zuletzt sehr schwach ausgefallene GfK-Konsumklimaindex verdeutlicht die Unsicherheit der deutschen Konsumenten. Schlechte Wirtschaftsstimmung und Angst um den eigenen Arbeitsplatz hemmen die Kauflaune. Das Weihnachtsgeschäft blieb hinter den Erwartungen zurück. Viele Investoren hoffen nun auf das Jahr 2026. Große Investitionen in Infrastruktur, Bildung und Verteidigung wurden beschlossen. Diese sollen die Wirtschaft in den kommenden Jahren stärken.

Europa entwickelt sich etwas besser

Die Wirtschaftsleistung der Eurozone dürfte sich sowohl 2025 als auch 2026 besser als in Deutschland entwickeln. Frankreich hat zwar politische Probleme und hohe Schulden. Dennoch profitiert die Euro-Wirtschaft vom guten Wachstum in der Süd-Peripherie (allen voran Spanien). Auch Italien entwickelt sich stabil. Zusammen mit dem erwarteten Wachstumsschub in Deutschland sollte das Bruttoinlandsprodukt in Europa um etwa 1,5 und 2,0% wachsen.

Welthandel bleibt stabil

Die Ankündigung von unerwartet hohen Zöllen auf viele Importe durch die USA im April verunsicherte die Handelspartner zunächst. Am Ende fielen die Zölle niedriger als befürchtet aus und liegen nun bei 10 bis 15%. Dennoch belasten diese die internationalen Warenströme und sorgen für einen latenten Inflationsdruck in den USA. Viele US-Unternehmen konnten Preiserhöhungen bisher abfedern, zum Beispiel durch Lagerhaltung und Margen-Zugeständnisse. Deshalb bewegen sich die Inflationsraten auf niedrigerem Niveau als befürchtet. Außerdem scheint die Wirtschaft in den USA stärker als erwartet zu wachsen. Allerdings gibt es Zweifel an der Zuverlässigkeit der Wirtschaftsdaten. Kündigungen in der US-Verwaltung und Unterbrechungen bei der Datenerhebung während des US-Shut downs - der ab Ende Januar wieder droht - verzerren vermutlich die Zahlen. Der Welthandel ist bisher noch nicht eingebrochen. Vielen Ländern ist es gelungen ihre Warenströme umzuleiten. China exportiert zum Beispiel mehr nach Europa. Die EU steht zwischen den USA und China unter Druck. Das sorgt nicht überall für Zustimmung. Die größte Herausforderung des ersten Quartals wird es

sein, eine passende Zollpolitik mit diesen beiden Handelsblöcken zu finden.

Geopolitische Sorgen belasten

Gleichzeitig bestehen weiterhin geopolitische Risiken wie der nicht enden wollende Russland-Ukraine-Krieg, der US-Angriff in Venezuela und die Spannungen zwischen China und Taiwan. Die Investoren agieren bis dato besonnen und schichteten Investitionen in defensiven Sektoren (Gold, Verteidigung). Dennoch bleibt abzuwarten, inwieweit die zunehmenden Sorgen vor weiteren geopolitischen Eskalationen, die Kurse an den Finanzmärkten beeinflussen.

ABONNIEREN SIE
KAPITAL & MÄRKTE

WWW.PRIVATBANK.DE/NEWS





AKTIEN – KI-BOOM, ABER NOCH KEINE BLASE

Im Anlagejahr 2025 setzte sich an den Aktienmärkten die Rekordjagd fort. So gut wie alle Aktienmärkte entwickelten sich positiv. Währungseffekte, etwa durch den schwächelnden US-Dollar, schmälerten teilweise die Rendite. Als wichtigste Performancetreiber erwiesen sich einmal mehr die großen Tech-Werte in den USA. Viele davon profitierten vom Trend zur Künstlichen Intelligenz (KI).

Bewertungen und Gewinne im Fokus

Die Ankündigung der hohen US-Zölle im April ließ die Aktienkurse deutlich fallen. Vor allem die stark gestiegenen großen US-Tech-Titel (Mag7) wie Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia verloren deutlich an Wert. Wegen der hohen Bewertungen kamen Befürchtungen auf, dass sich eine ähnliche Aktienmarktblase gebildet hat wie zur Jahrtausendwende. Damals rutschten die Indizes nach einer langanhaltenden Aktienhausse abrupt bis zu 65% ab. Im Unterschied zu damals erzielen diese Unternehmen sehr hohe Gewinne und begründen die hohen Bewertungen. Insofern basieren die Kur-

se nicht nur auf Zukunftshoffnungen. Künstliche Intelligenz ist zwar auch ein Zukunftsthema, wird aber bereits heute in vielen Bereichen eingesetzt. Weiter ist das Potential für eine großangelegte Transformation unbestritten und verändert Wirtschaft, Forschung, Gesundheit, Bildung oder Verwaltung.

Abbildung 1 zeigt, wie sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Technologieaktien im Vergleich zum breiten Markt in den letzten fünf Jahren entwickelt hat.

Investitionen in die Zukunft

Nach der Erholung im Sommer 2025 richteten die Anleger ihren Blick auf die Unternehmensgewinne. Viele Tech-Unternehmen erfüllten oder übertrafen die hohen Gewinnerwartungen. In diesem Umfeld entwickelte sich die Tech-Branche wieder zu einem Aktienmarkt-Zugpferd. Gleichzeitig wird diskutiert, ob sich die exorbitanten Investitionen in KI-Entwicklung, Rechenzentren und Energieversorgung langfristig lohnen. Die Analysten-Meinungen gehen in diesem Punkt zurzeit noch stark auseinander.

Einige sehen bereits eine Blase während andere ein neues Wachstumszeitalter sehen.

Wir sehen derzeit einen starken Boom, aber noch keine breite Überbewertung beziehungsweise keine ausgeprägte breit angelegte Blasenbildung. Umso wichtiger wird es in 2026 sein genau hinzuschauen. Einfache Gewinne mit der ganzen Branche sind wohl vorbei. Im Analyseprozess ist der Fokus auf das Potential zur Monetarisierung der Innovationen und die Finanzierungsfähigkeit der Unternehmen zu richten.

Chancen in Schwellenländern

Auch in Schwellenländern spielte der Technologie-Sektor eine wichtige Rolle. Allerdings sind die Bewertungen dort deutlich niedriger als bei den großen US-Tech-Titeln.

Auffällig ist, dass viele Schwellenländer in den letzten Jahren wesentlich weniger Schulden gemacht haben als westliche Staaten. Dadurch hatten sie die Inflation deutlich besser im Griff. Somit verfügen die Zentralbanken in diesen Regionen über größeren geldpolitischen Spielraum. Zudem profitieren sie von einer schwächeren US-Währung sowie von höheren Wachstumschancen. Besonders die kleineren sogenannten Frontiermärkte (Länder, die sich in einem früheren Entwicklungsstadium als Schwellenländer befinden) bieten Potential. Es bestehen somit gute Aussichten, dass sich Schwellenländer-Aktien auch in 2026 positiv entwickeln und die Industriemärkte erneut schlagen können.

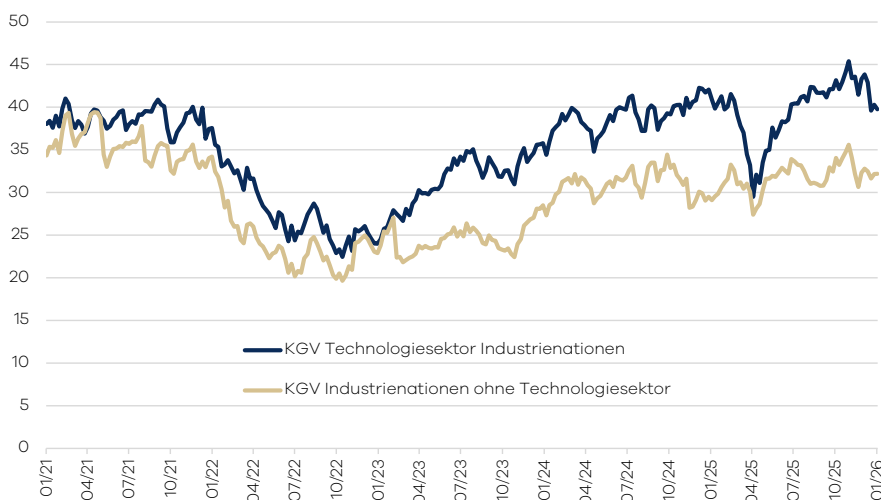


Abb. 1 Vergleich des Kurs-Gewinn-Verhältnis des Technologiesektors im Vergleich zum breiten Aktienmarkt
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung



ANLEIHEN – STEIGENDE SCHULDEN VERUNSICHERN

Die Staatsverschuldungen steigen weltweit an. Auch Deutschland wird sich in den nächsten Jahren stärker verschulden müssen. Grund ist ein großes Investitionsprogramm für Infrastruktur und Verteidigung. Gemäß den Haushaltsplanungen wird sich die Neuverschuldung 2026 um 180 Mrd. Euro erhöhen.

Unsicherheit wächst

Trotz der stark steigenden Verschuldung in Deutschland bleibt die Gesamtverschuldungsquote mit etwas über 60% im internationalen Vergleich moderat. Anders ist die Lage in Frankreich. Die Verschuldungsquote liegt bei fast 120% des Bruttoinlandsprodukts. Die Zinslast beansprucht die Finanzkraft des Landes extrem. Andauernde politische Unsicherheiten verschärfen die Situation, nachdem es in letzter Zeit nicht gelungen ist eine stabile Regierung zu bilden. Positiv ist die Entwicklung der einstigen Euro-Sorgenkinder, wie Italien, Spanien und Griechenland. Sie stabilisieren den Euro-Anleihenmarkt. Die weltpolitische Lage bleibt jedoch angespannt, auch wegen der unberechenbaren Politik der USA.

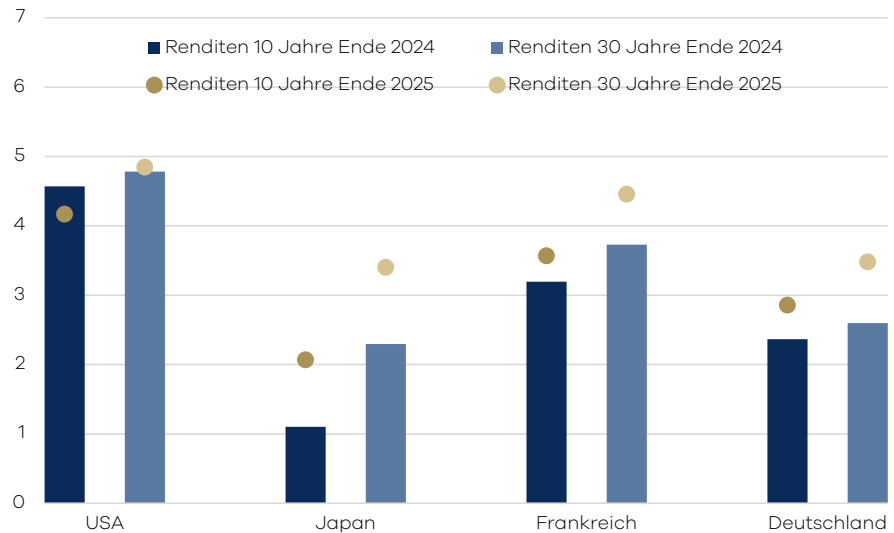


Abb. 2 Vergleich von Renditen für 10- und 30-jährige Staatsanleihen in verschiedenen Ländern 2024 und 2025
Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Laufzeiten eher kurz halten

Sowohl in Teilen Europas (z.B. Frankreich), als auch in den USA könnten in 2026 die Bonitäts-Einstufungen hinterfragt werden. In den USA bleibt das Haushaltsdefizit hoch bei 6-7%. Die absolute Verschuldungsquote bewegt sich ähnlich wie in Frankreich in Richtung 120% des BIP.

In diesem Umfeld gelten Staatsanleihen nicht mehr als sicherer Hafen. Dies

führt mittel- bis langfristig zu einem steigenden Rendite-Niveau insbesondere bei länger laufenden Staatsanleihen. Abzulesen ist das bereits in den Renditeentwicklungen der 30-Jährigen Staatsanleihen Japans wie Abbildung 2 veranschaulicht. Deshalb sind für 2026 eher kurze bis mittlere Laufzeiten sinnvoll. Die Beimischung von ausgewählten höher verzinslichen Schwellenländeranleihen zur Risikodiversifikation können das Portfolio ergänzen.

BULGARIEN WIRD EURO-LAND

Bulgarien führt am 1. Januar 2026 den Euro ein und wird das 21. Mitglied der Eurozone. Eigentlich wollte das Land bereits 2009 die Euro-Währung einführen. Politische Widerstände im Land und wichtiger Kriterien verzögerten den Beitritt.

Heute weist das Land mit 28% eine der niedrigsten Staatsschuldenquote in der EU auf. Die Bevölkerung nimmt die neue Währung mit gemischten Gefühlen auf, da Inflationstendenzen befürchtet werden. Vorteile wie der Wegfall des Währungsumtausches dürften

bald erkannt werden und die Akzeptanz erhöhen. Es bleibt abzuwarten, ob die gemeinsame Währung auch zu höherer politischer Stabilität im Land führt. Die kommende Parlamentswahl wird ein Indikator sein..



GOLD UND SILBER STARK GEFRAGT

Die seit Jahren andauernde positive Wertentwicklung von Edelmetallen nahm im zweiten Halbjahr 2025 an Fahrt auf. Gold stieg um 64,5% in US-Dollar, Silber verdoppelte sich fast. Die allgemeine Rohstoff-Knappheit verteuerte die industriell nutzbaren Edelmetalle – sind aber nicht der Hauptgrund für den Gesamtanstieg. Wichtiger sind geopolitische Krisen. In Zeiten von hoher Unsicherheit (Russland-Ukraine, Naher Osten, China-Taiwan) gilt Gold als sicherer Hafen und trieb die Kurse nach oben. Zudem wächst das Misstrauen gegenüber

Staatsanleihen und Papierwährungen. aufgrund der weiter steigenden Staatsverschuldungen, insbesondere in den USA. Viele Schwellenländer-Zentralbanken, allen voran China, haben in den letzten Jahren ihre Goldkäufe stark gesteigert. Sie wollen unabhängiger vom US-Dollar werden. Das Einfrieren der russischen Vermögen als Sanktion infolge des russischen Angriffskrieges schreckte einige Zentralbanken auf. So investieren auch viele private und institutionelle Anleger zunehmend – auch sie wollen an dem Gold-Preisboom partizipieren. Abzulesen war dies an den steigenden Goldkäufen über indirekte ETF- und ETC-Produkte. Verstärkt wurde der Aufwärtstrend durch Hedgefonds und sogenannte Momentum-Trader (kurzfristige Händler, die auf den fahrenden Zug aufsprangen). Vor diesem Hintergrund erwarten nicht wenige Marktbeobachter ein weiteres Ansteigen des Goldpreises auf 5.000 USD in 2026.

Marktentwicklung

WERTENTWICKLUNG	ytd	1 Jahr	5 Jahre
MSCI World USD AC	20,60%	20,60%	57,00%
Stoxx 50	14,14%	14,14%	58,22%
DAX	23,01%	23,01%	78,52%
Dow Jones 50 USD	12,97%	12,97%	57,04%
Nasdaq	20,17%	20,17%	95,91%
Nikkei 225 JPY	26,18%	26,18%	83,43%
Hang Seng	27,77%	27,77%	-5,88%
Shanghai Composite	18,41%	18,41%	14,27%
MSCI Emerging Markets USD	30,58%	30,58%	8,76%
EUR/USD	13,50%	13,44%	-3,85%
Ölpreis/ Brent USD	-15,73%	-15,73%	20,87%
Gold USD	64,59%	64,58%	127,53%
Gold EUR	45,01%	45,07%	136,60%
RENDITE ZU STICHTAGEN	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2020
Bundesanleihe 10J.	2,855%	2,367%	-0,569%
USD-Staatsanleihe 10J.	4,167%	4,569%	0,9132%

Quelle: Bloomberg Stand 31.12.2025

Impressum, Wichtige Hinweise

KONTAKT

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER AG
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart

Michael Beck
Leiter Asset Management /Redaktion
michael.beck@privatbank.de

www.privatbank.de/news
Ausgabe 4. Quartal 2025

Amtsgericht Stuttgart, HRB 766641
Vorstand: Philipp Stodtmeister, Harald Brenner
Aufsichtsratsvorsitzender: Lars Hille

HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Bei den Performancedarstellungen handelt es sich um die Betrachtung früherer Wertentwicklungen. Diese Angaben, Vergleiche und Betrachtungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Trotz eines erfahrenen Portfoliomanagements mit umfassendem und aktivem Managementansatz lassen sich auch bei breiter Streuung insbesondere die Risiken von Kursschwankungen, die Länder- und Bonitätsrisiken der Emittenten sowie Währungsrisiken nicht ausschließen. Auch ein bisher bewährter Analyseansatz garantiert keine zukünftigen Anlageerfolge. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

