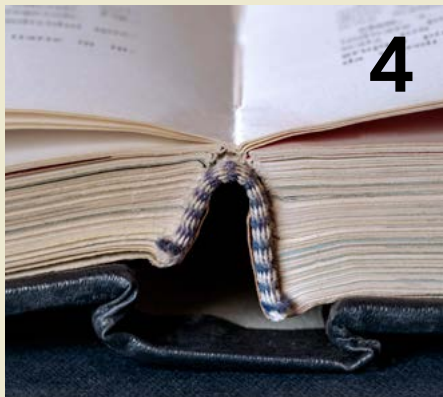


Vontobel

Investors' Outlook

Ein neues Kapitel

Dezember 2025



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Eine volatile Passage für die Märkte

6 Markt-Highlights

Multipolarität – Die neue Weltordnung

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

19 Referenzen

Glossar und Quellen

Herausgeber
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion
Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autoren*
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Erscheinungsweise
Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 29. Januar 2026)

Konzept
MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation
Vontobel

Bilder
Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss
3. Dezember 2025

Bemerkungen
Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Ein neues Kapitel



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Wir sind nun beim letzten Kapitel des Jahres angekommen, und die Märkte scheinen es mit einer Mischung aus Reflexion und Vorsicht abzuschliessen, bevor sie sich auf 2026 neu ausrichten.

Die Diskussion über die Bewertungen von Technologieaktien hat sich im vergangenen Monat verschärft, wobei sich die Märkte in Bezug auf die Bewertung von Infrastruktur für künstliche Intelligenz (KI) und die galoppierenden Ausgaben zunehmend nervös zeigen. Die Ergebnisse von Nvidia für das dritte Quartal und der positive Ausblick haben einige dieser Bedenken zerstreut.

Wir finden es bemerkenswert, wie die Anleger die Entwicklungen im KI-Sektor mit der Dotcom-Blase vergleichen. Dies zeigt, wie wachsam die Märkte derzeit sind. Die Sorge vor einem durch Hype ausgelösten Investitionszyklus, der zu Überinvestitionen und anschliessenden Wertminderungen führen könnte, prägt das Verhalten der Anleger bereits im Vorfeld, beinahe bevor sich überhaupt eine neue Blase bilden kann. So oder so halten wir diese Abkehr von einer unkritischen Euphorie gegenüber KI für positiv. Sie hat den Bewertungsmultiplikatoren im Technologiesektor Raum gegeben, sich wieder auf ein tragfähigeres Fundament einzupendeln.

Eine weitere ermutigende Entwicklung ist die Abkehr der Märkte von ihrer jahrelangen Fixierung auf Zentralbanken, Inflation und Geldpolitik. Die Inflation scheint weitgehend unter Kontrolle zu sein – ebenso wie die damit verbundenen Sorgen –, und die Zentralbanken der Industrieländer senken die Zinsen. Die US-Notenbank Fed setzt ihre Lockerungspolitik fort, wenn auch in einem langsameren Tempo. Doch die grundsätzliche Richtung ist nicht mehr umstritten.

Die Anleger haben die jüngsten Fed-Protokolle und den verspäteten Arbeitsmarktbericht für September dennoch sorgfältig analysiert, um Hinweise auf die bevorstehende Zinsentscheidung zu erhalten. Die Erwartungen an eine

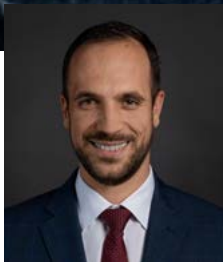
Zinssenkung schwankten stark. Vorübergehend fielen sie unter 50 % bevor die Märkte eine Zinssenkung wieder einpreisten¹. Die Protokolle der Oktober-Sitzung zeigen, dass die Fed-Mitglieder uneins darüber sind, ob die Zinsen im Dezember unverändert bleiben sollen. Das Beschäftigungswachstum in den USA übertraf im September die Erwartungen, während die Arbeitslosenquote anstieg. Unseres Erachtens ist es nicht entscheidend, ob die Fed im Dezember oder Anfang 2026 eine Zinssenkung vornimmt. Wichtiger ist unseres Erachtens, dass die Märkte eine klare Orientierung hin zu neutralen Zinssätzen erhalten.

Die Aufmerksamkeit richtet sich jedoch zunehmend wieder auf die Unternehmensgewinne, wobei die Rückschlüsse auf den Gesamtmarkt erneut im Fokus stehen. Wir gehen davon aus, dass dies zu Beginn des Jahres 2026 eher zur Norm wird.

In diesem Investors' Outlook finden Sie eine ausführliche Analyse der Multi Asset Boutique zur heutigen multipolaren Welt, um zu verstehen, wie die aktuelle geopolitische Lage Investitionsentscheidungen beeinflussen könnte, einen genaueren Blick auf die Welt der Sojabohnen sowie Überlegungen und Fragen rund um KI.

Diese Publikation meldet sich mit der Februar-Ausgabe zurück. In der Zwischenzeit danken wir Ihnen für Ihr anhaltendes Vertrauen. Wir halten die Augen offen für Überraschungen und werfen für Sie bereits einen Blick ins nächste Kapitel.

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 19



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Eine volatile Passage für die Märkte

Der November brachte Volatilität, da sich die Verbesserung der Handelsbeziehungen und das Ende des längsten Regierungs-Shutdowns in der Geschichte der USA mit einer schwankenden Stimmung gegenüber KI und Kryptowährungen überschnitten.

Die Handelsspannungen liessen nach, als sowohl die USA als auch China Zugeständnisse machten und die USA die Zölle auf über 200 Lebensmittel- und Getränkeprodukte senkten. Zudem haben sich die USA vorläufig bereit erklärt, die Zölle für die Schweiz zu reduzieren. Diese Schritte signalisierten, dass nun potenziell mit weniger Störungen des globalen Handels zu rechnen ist. Umfragen zeigten, dass die Sorge um steigende Lebenshaltungskosten Donald Trumps Zustimmungswerte belastete und den republikanischen Kandidaten bei den jüngsten Wahlen schadete².

Der 43-tägige Shutdown der US-Regierung endete mit einem Finanzierungspaket, das den Regierungsbetrieb bis zum 30. Januar sicherstellt. Während des Stillstands stellten die Statistikämter ihre Tätigkeit ein, wodurch sich mehrere Publikationen für September verzögerten und die Erhebung der Daten für Oktober ausfiel. Nachdem der Betrieb nun wieder aufgenommen wurde, können die Märkte in den kommenden Wochen mit einer Flut neuer Daten rechnen, auch wenn die Anleger deren Zuverlässigkeit

möglicherweise infrage stellen werden. Diese Entwicklungen wurden teilweise von der wachsenden Skepsis der Anleger gegenüber KI-bezogenen Aktien überschattet, da sie befürchten, dass sich die Hausse einer Blase nähern könnte. Kryptowährungen erlebten einen Ausverkauf in Höhe von USD 1 Billion.

Unseres Erachtens dürfte die Geldpolitik im nächsten Jahr unterstützend bleiben. Die politischen Entscheidungsträger dürften eine wachstumsfreundliche Haltung einnehmen und daran arbeiten, die politische Unsicherheit zu verringern. Inmitten der Debatten darüber, ob die US-Notenbank im Dezember die Zinsen senken wird oder noch nicht, konzentrieren wir uns eher darauf, ob die Währungshüter weiterhin grundsätzlich entschlossen bleiben, eine Zinssenkung einzuleiten. Wir rechnen zudem mit breiteren Bemühungen zur Verringerung der Unsicherheit, da sich die USA den Zwischenwahlen nähern. Anzeichen dafür sind bereits in Trumps Rücknahme der Lebensmittelzölle, seinem versöhnlicheren Ton gegenüber Handelspartnern wie China und der Schweiz sowie seiner seltenen Anerkennung sinkender Zustimmungswerte zu erkennen³.

Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET ⁴		NEUTRAL ⁵	ÜBERGEWICHTET ⁴		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Unsere neutrale Haltung gegenüber Liquidität bleibt unverändert. Wir sind bereit, zu handeln, sobald sich Chancen bieten.
2 Anleihen		→				Im Anleihensegment bevorzugen wir Staatsanleihen sowie Anleihen aus Schwellenländern und halten zugleich an unserer neutralen Gesamtpositionierung fest. In Investment-Grade-Unternehmensanleihen bleiben wir untergewichtet, da aufgrund der Verengung der Renditeaufschläge seit dem Liberation Day die aktuellen Renditen im historischen Vergleich und unter Berücksichtigung der Risiken und der Marktvolatilität keine ausreichende Kompensation mehr bieten. Aus ähnlichen Gründen behalten wir auch eine Untergewichtung in Hochzinsanleihen bei.
3 Aktien				→		Wenn sich die in unserem Basisszenario getroffenen Annahmen einer unterstützenden globalen Geld- und Fiskalpolitik sowie wachstumsorientierter politischer Agenden bestätigen, dürften Aktien weiterhin besser abschneiden als Anleihen. Daher halten wir an unserer Übergewichtung in Aktien fest. Zwar erscheinen die Bewertungen einiger Titel hoch, insbesondere in den USA, doch werden Aktien in unseren bevorzugten Regionen (Eurozone und Schwellenländer) aus unserer Sicht auf attraktiverem Niveau gehandelt. Neben den attraktiven Bewertungen dürften diese beiden Regionen zudem von einem schwächeren US-Dollar und länderspezifischen Konjunkturmassnahmen profitieren. Unsere neutrale Haltung gegenüber Schweizer, US- und japanischen Aktien behalten wir bei.
4 Gold			→			Unsere Sicht auf Gold ist neutral. Das Edelmetall notiert derzeit bei rund USD 4200 pro Unze und verzeichnet seit Jahresbeginn einen Anstieg von rund 60 % (in US-Dollar). Mittlerweile scheint Gold jedoch in eine volatile Phase eingetreten zu sein, in der markante Ausschläge nach oben wie nach unten zur neuen Normalität werden. Während die langfristigen Treiber – etwa Sorgen über die Staatsverschuldung, Befürchtungen einer Währungsabwertung oder die Entdollarisierungsbestrebungen einiger Zentralbanken – weiterhin intakt sind, scheinen Anleger, und insbesondere ETF-Investoren, derzeit auf einen neuen Impulsgeber zu warten. Kurzfristig rücken Risiken wie eine Erholung des US-Dollars und ein langsames Tempo der Zinssenkungen wieder in den Fokus.
5 Rohstoffe			→			Gegenüber Rohstoffen bleiben wir neutral eingestellt. Die Weltwirtschaft ist 2025 über weite Strecken unter ihrem Potenzial gewachsen, belastet durch Handelsspannungen und politische Unsicherheiten. Sollten sich unsere wirtschaftlichen Annahmen bestätigen, könnte diese zyklische Anlageklasse Aufwärtspotenzial bieten. Bevor wir jedoch zu einer Übergewichtung übergehen, würden wir eine spürbare Verringerung des Überangebots an den globalen Ölmärkten bevorzugen.
6 Alternative Strategien			→			Wir behalten unsere neutrale Haltung gegenüber alternativen Fonds und Immobilien bei.

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist November 2025. Änderungen vorbehalten.

Multipolarität – Die neue Weltordnung

Mit dem Aufstieg neuer Mächte und Belastungsproben für alte Allianzen befindet sich die Welt an einem Scheideweg.





Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Seit Jahrhunderten wird die globale Ordnung vom Aufstieg und Fall grosser Mächte geprägt – angetrieben von wirtschaftlicher Dominanz, industriellen Revolutionen und sich wandelnden geopolitischen Allianzen. Das 19. Jahrhundert stand unter dem Zeichen der Pax Britannica (1815 – 1914), einer Phase relativer Stabilität unter britischer See- und Wirtschaftsmacht, getragen von der industriellen Revolution und kolonialer Expansion. Diese Ordnung zerfiel zu Beginn des 20. Jahrhunderts, als Grenzen, Volkswirtschaften und Bündnisse im Chaos zweier Weltkriege aus den Fugen gerieten. Die Nachkriegszeit mündete in den Kalten Krieg (1947 – 1991), eine Epoche, die vom ideologischen und militärischen Ringen

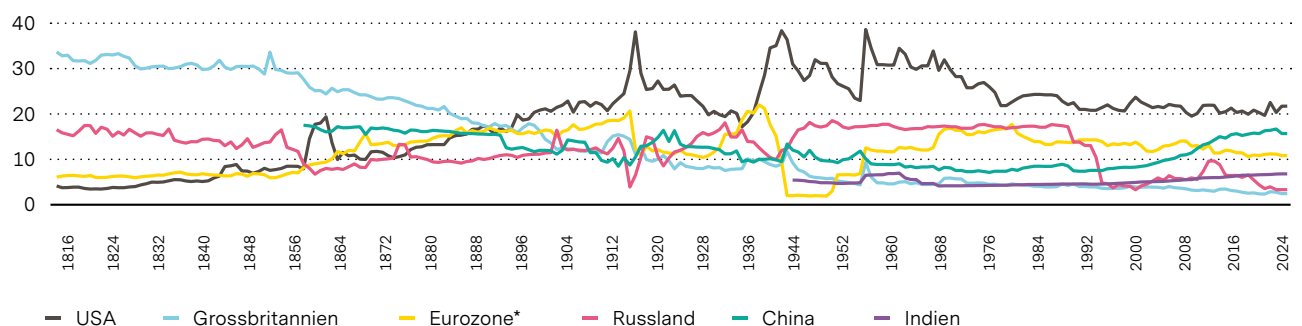
zwischen den USA und der Sowjetunion bestimmt wurde. Mit dem Fall der Berliner Mauer stiegen die USA zur unangefochtenen Weltmacht auf und leiteten die Pax Americana ein – eine Phase US-geführter Globalisierung und wirtschaftlicher Integration (Grafik 1).

Seit den frühen 2000er Jahren zeigt die Pax Americana jedoch deutliche Ermüdungserscheinungen. Ein erster markanter Einschnitt erfolgte 2001, als China der Welt handelsorganisation (WHO) beitrug, seinen Aufstieg zur globalen Wirtschaftsmacht beschleunigte und die US-Dominanz im Welthandel infrage stellte. Chinas 2013 lancierte Belt-and-Road-Initiative⁷ dehnte seine wirtschaftliche und geopolitische Reichweite zusätzlich aus, indem sie Infrastrukturprojekte finanzierte – insbesondere in Schwellenländern.

Die schrittweise Erosion der Pax Americana lässt sich klar an Daten ablesen. China ist zur zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen und erreicht inzwischen eine Grössenordnung, die mit der gesamten Europäischen Union vergleichbar ist. Die USA bleiben zwar die grösste Volkswirtschaft, doch ihre Dominanz hat in wichtigen Bereichen nachgelassen. Ihr Anteil an der globalen Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe sank von 25 % im Jahr 2000 auf 17 % im Jahr 2023, und ihr Anteil an den weltweiten Militärausgaben fiel im selben Zeitraum von 53 % auf rund 43 %.

Von der Pax Britannica (1815 – 1914) über das Chaos der Weltkriege (1914 – 1945) und den Kalten Krieg (1945 – 1991) zur Pax Americana (bis 2008)

Geopolitischer Machtindex



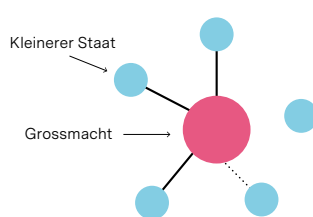
*Die Eurozone umfasst Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und die Niederlande.

Hinweis: Daten vor 1990 basieren auf dem «National Capability Index». Daten ab 1990 beruhen auf Gesamt- und Stadtbevölkerung, Bruttoinlandsprodukt (BIP), Importen, Militärausgaben, Rüstungsexporten und Primärenergieverbrauch.

8 Markt-Highlights

Grafik 2: Drei Arten von Weltordnungen

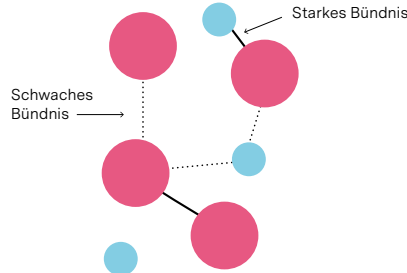
Unipolarität



Eine Supermacht dominiert die globale Ordnung, ohne dass ein anderer Staat ihre Stellung ernsthaft infrage stellen kann.

Beispiel:
Pax Americana (1991 – 2008)

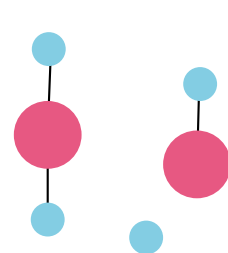
Multipolarität



Drei oder mehr Grossmächte konkurrieren um globale Vorherrschaft, ohne dass eine von ihnen eindeutig dominiert.

Beispiel:
Grosse Teile der Weltgeschichte

Bipolarität



Zwei Supermächte ringen um die Vorherrschaft und zwingen kleinere Staaten, sich für eine Seite zu entscheiden.

Beispiel:
Kalter Krieg (1945 – 1991)

Quelle: The Tragedy of Great Power Politics (John Mearsheimer), Vontobel. Per 3. Dezember 2025.

Auch die Stimmungslage zeigt eine Verschiebung, denn die Finanzkrise von 2008 legte Schwachstellen des US-geführten Systems offen, erschütterte das internationale Vertrauen in das amerikanische Wirtschaftsmodell und veranlasste viele Regierungen, ihre wirtschaftlichen Partnerschaften breiter aufzustellen. Die Wahl von Donald Trump im Jahr 2016 und erneut 2024 markierte einen weiteren Wendepunkt, da seine «America First»-Politik⁸ und der Rückzug aus multilateralen Abkommen eine Abkehr von jener stabilisierenden Rolle signalisierten, die die USA über Jahrzehnte in globalen Angelegenheiten eingenommen hatten.

Eine aktuelle Ipsos-Umfrage⁹ in 29 Ländern vom April 2025 belegt den Rückgang des weltweiten Ansehens der USA. Auf die Frage, ob die USA künftig einen positiven Einfluss auf das Weltgeschehen haben werden, stimmten nur 46% zu – deutlich weniger als die im September/Oktober 2024, kurz vor Trumps Wiederwahl, verzeichneten 59%. Besonders stark ist der Reputationsverlust in Ländern, die lange als enge Verbündete galten: So fiel der Anteil der Befragten mit einem positiven Bild der USA im Nachbarland Kanada von 52% auf lediglich 19%.

Zudem deutet vieles darauf hin, dass die Amerikaner selbst der traditionellen Rolle ihres Landes als «Weltpolizei» zunehmend überdrüssig werden. Die zwischen 2017 und 2022 durchgeführte World Values Survey¹⁰ zeigt eine

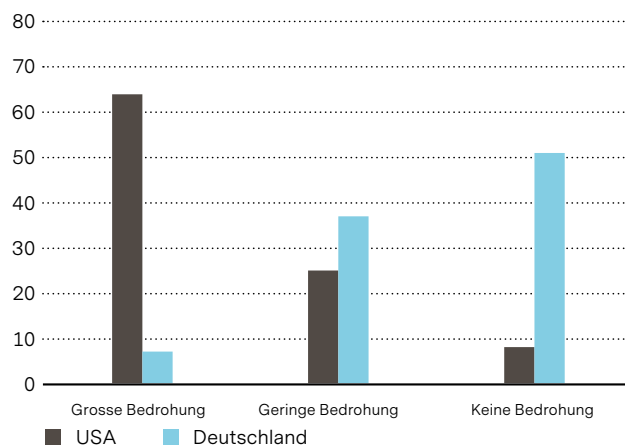
deutliche Generationenkluft beim Thema militärisches Engagement. Die Frage, ob sie bereit wären, in einem Krieg für ihr Land zu kämpfen, bejahten nur 41% der 15- bis 24-Jährigen, während 72% der 55- bis 64-Jährigen ihre Bereitschaft erklärten. Damit weichen die USA deutlich vom Durchschnitt der 91 befragten Länder ab, in denen 68,5% der jüngeren und 64% der älteren Befragten kampfbereit waren. In China war die Bereitschaft um einiges ausgeprägter: Rund 90% aller Befragten gaben an, im Konfliktfall dienen zu wollen.

Unipolarität, Bipolarität und Multipolarität – ein Verständnis globaler Machtverschiebungen

Die Konzepte der Unipolarität, Bipolarität und Multipolarität helfen, die aktuellen Verschiebungen in der globalen Machtdynamik zu verstehen (Grafik 2). Unipolarität beschreibt eine Welt, die von einer einzigen Supermacht dominiert wird – wie in der Ära der Pax Americana. Bipolarität bezeichnet ein System, in dem zwei dominierende Mächte oder Blöcke um Einfluss konkurrieren, wie während des Kalten Krieges zwischen den USA und der Sowjetunion. Multipolarität hingegen ist durch eine Machtverteilung auf mehrere einflussreiche Staaten oder Blöcke gekennzeichnet und führt zu einem fragmentierteren, wettbewerbsintensiveren globalen Umfeld.

Grafik 3: Europäische Verbündete betrachten China nicht als Sicherheitsbedrohung

Antworten, in %



Anteil der Befragten, die China als militärische Bedrohung für die eigene Sicherheit ansehen.

Quelle: Im Sommer 2022 durch das PEW Research Center und der Körber Stiftung durchgeführte Umfragen, LSEG, Vontobel. Daten per 10. November 2025.

Diese Entwicklung wirft eine entscheidende Frage auf: Wie wird die neue Weltordnung in den kommenden Jahren aussehen?

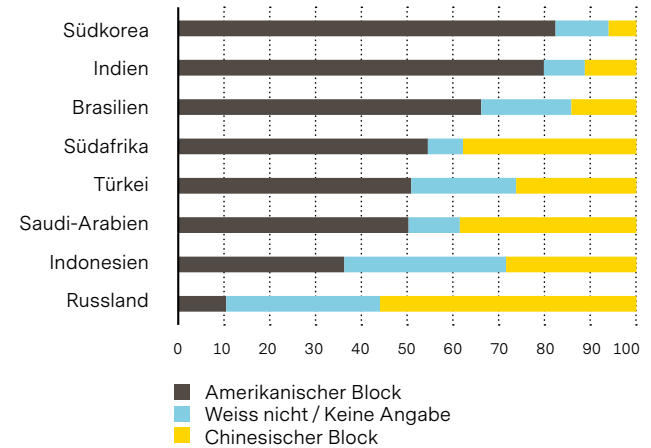
Warum Multipolarität – und nicht Bipolarität?

Für manche weckt die zunehmende Rivalität zwischen den USA und China Erinnerungen an die ideologischen Konfrontationen des Kalten Krieges und die Sorge vor einer Rückkehr zu einer bipolaren Weltordnung. Wir sind jedoch der Auffassung, dass die gegenwärtige globale Landschaft treffender als multipolar beschrieben werden kann.

Warum? Erstens sind unseres Erachtens weder China noch die USA tatsächlich bereit für eine bipolare Welt. Im Falle Chinas zeigt sich dies besonders deutlich, wenn man das wirtschaftliche und militärische Gewicht des mutmasslichen chinesischen Lagers (China, Russland, Iran) dem westlichen Lager (USA, EU, Grossbritannien, Kanada, Australien, Japan, Südkorea) gegenüberstellt. Gemessen am weltweiten BIP entfielen 2024 rund 19% auf das chinesische Lager, während das westliche Lager etwa 56% ausmachte. Die logische Konsequenz für Chinas exportorientierte Wirtschaft? Sie benötigt Märkte jenseits des eigenen «Bündnisses». Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den Militärausgaben: Das westliche Lager trägt rund 57% der weltweiten Ausgaben bei, das chinesische lediglich etwa 18%.

Grafik 4: Kleinere Mächte wählen Bündnisse pragmatisch nach wirtschaftlichen und sicherheitspolitischen Interessen

Antworten, in %*



*Antworten auf die Frage: Wenn Ihr Land sich zwischen einem amerikanischen und einem chinesischen Block entscheiden müsste – welchem Block sollte es sich Ihrer Meinung nach anschliessen?

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 10. November 2025.

Die USA wiederum haben – anders als im Kalten Krieg – aus unserer Sicht ein ureigenes Interesse daran, die Handelsbeziehungen zu China aufrechtzuerhalten. Dies betrifft insbesondere die quasi-monopolistische Stellung Chinas im Markt für Seltene Erden, die für die Herstellung von Magneten, Katalysatoren und Leuchtstoffen unverzichtbar sind und in der erneuerbaren Energiegewinnung, Elektronik und Verteidigungstechnik eingesetzt werden. China verfügt Schätzungen zufolge über die Hälfte der weltweiten Seltenerdreserven und produziert 69% der globalen Förderung sowie 92% der Raffination; zudem dominiert es mit 98% die weltweite Magnetproduktion.

Abgesehen von Fragen der Bereitschaft verhalten sich die USA auch nicht so, als strebten sie eine bipolare Welt an. Washington hat zahlreiche Länder mit Zöllen belegt – unabhängig davon, ob sie als (potenzielle) Verbündete gegen China in Frage kommen.

Für eine multipolare Ordnung spricht zudem die etwas abweichende Haltung europäischer Verbündeter zur Frage, ob China eine militärische Bedrohung darstellt (Grafik 3). Während mehr als 60% der befragten US-Personen China als grosse Bedrohung der inneren Sicherheit sehen, teilen nur 7% der Deutschen diese Einschätzung; 51% betrachten China überhaupt nicht als militärische Gefahr.

10 Markt-Highlights

Die multipolare Welt wird besonders sichtbar, wenn man die Perspektiven regionaler Mächte betrachtet (Grafik 4). Auf die Frage, welchem Block sich ihr Land anschliessen sollte, wenn sie zwischen dem amerikanischen und dem chinesischen Lager wählen müssten, zeigten sich über 35% der indonesischen und mehr als 33% der russischen Befragten unentschlossen. In Saudi-Arabien bevorzugte etwa die Hälfte den amerikanischen Block, während 38% eine Annäherung an China befürworteten. Dies deutet darauf hin, dass viele Länder ihre Bündnisse nicht ideologisch, sondern pragmatisch wählen – und dabei wirtschaftlichen sowie sicherheitspolitischen Interessen Vorrang einräumen. Ein weiteres Beispiel hierfür bot die UN-Abstimmung im Mai 2022 zur Verurteilung der russischen Invasion in der Ukraine: Eine Mehrheit stimmte zwar zu, doch 34 Länder – darunter einflussreiche Akteure wie Indien, Vietnam und Südafrika – enthielten sich, und sechs stimmten gar dagegen.

Sicherheitspolitische Konsequenzen der neuen Weltordnung

Das Entstehen einer neuen multipolaren Weltordnung hat sicherheitspolitische Auswirkungen auf globaler wie nationaler Ebene. Weltweit fällt auf, dass das Fehlen einer einzigen dominanten Macht, die Stabilität gewährleisten könnte, mit einer höheren Zahl bewaffneter Konflikte einhergeht. Nach Angaben des Uppsala Conflict Data Program ist die Zahl der zwischenstaatlichen und internationalisierten innerstaatlichen Konflikte von einstelligen Werten in den frühen Jahren der Pax Americana auf mehr als 50 Konflikte seit 2019 gestiegen¹¹.

Unserer Meinung nach bedeutet die zunehmende Zahl von Konflikten jedoch nicht, dass ein Dritter Weltkrieg unmittelbar bevorsteht. Statt gross angelegter Weltkriege hat die Verbreitung von Atomwaffen – geschätzt 4309 Sprengköpfe in Russland, 3700 in den USA und 600 in China – die Natur der Konflikte hin zu Stellvertreterkriegen verschoben, in denen Grossmächte indirekt über regionale Verbündete konkurrieren und damit die Instabilität fragiler Staaten weiter verschärfen¹².

Auf nationaler Ebene sehen sich viele Länder, insbesondere in Europa, mit steigenden Sicherheitsausgaben konfrontiert, da sie ihre Verteidigungsfähigkeiten angesichts wachsender Bedrohungen und sinkender amerikanischer Sicherheitsgarantien stärken müssen. Daten des Stockholm International Peace Research Institute zufolge haben alle NATO-Mitglieder ausser den USA ihre Militärausgaben als Anteil am BIP im vergangenen Jahrzehnt erhöht¹³. Wir gehen davon aus, dass der Druck zur weiteren Anhebung der Verteidigungsbudgets anhalten wird.

Auch in Asien dürften die Verteidigungskosten künftig steigen. Jahrzehntlang hatten die USA durch ein weit verzweigtes Netz von Luft- und Marinestützpunkten im Nahen Osten eine starke Präsenz und fungierten in der Region als Sicherheitsgarant. Veränderte sicherheitspolitische Prioritäten und neue Dynamiken in den Beziehungen zu den Gastgeberstaaten haben jedoch zu einer Neuordnung der Standorte und Aufgaben der US-Streitkräfte geführt, was umso relevanter ist, als ein Grossteil des nahöstlichen Öls inzwischen nach Asien fliesst, allen voran nach China und Indien.

Schliesslich ist Taiwan zu einem neuen Risikofaktor geworden, den es zu beobachten gilt. Chinas Anspruch auf die Insel ist keineswegs neu. Obwohl Taiwan seit 1949 als faktisch selbstverwaltete Demokratie existiert, betrachtet die Volksrepublik es weiterhin als Teil ihres Staatsgebiets im Rahmen der Ein-China-Politik¹⁴. In den vergangenen Jahren haben sich die Spannungen jedoch deutlich verschärft, auch aufgrund des technologischen Wettlaufs um die Vorherrschaft in der Halbleiterindustrie. Taiwan spielt hier eine Schlüsselrolle, da es mehr als 60% der weltweiten Halbleiterfertigung ausmacht sowie über 90% der modernsten Chips herstellt.

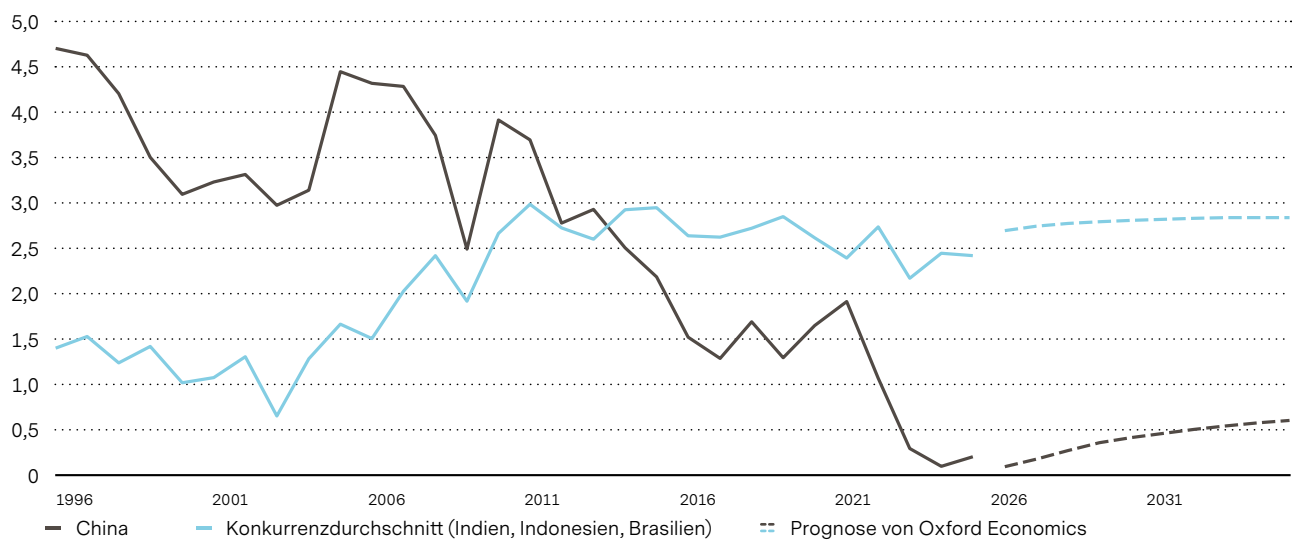
Wir sehen ein wachsendes Risiko, dass China eines Tages versuchen könnte, Taiwan einzunehmen – und je stärker das Land wird, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios (das in einer unipolaren Welt weit weniger denkbar gewesen wäre). Noch ist China zu isoliert und militärisch nicht stark genug, um entschlossen handeln zu können, doch je länger es zuwartet, desto stärker entfernt sich die taiwanische Bevölkerung von einer chinesischen Identität. Nach Angaben des Election Study Center der Universität Chengchi¹⁵ identifizierten sich 2025 mehr als 62% der Befragten als Taiwaner, gegenüber nur 17% bis 20% in den frühen 1990er Jahren. Der Anteil jener, die sich als Chinesen verstehen, sank dagegen von 25% auf 2,3%. Diese Entkopplung zeigt sich auch im Handel: 2021 entfielen noch 30% der taiwanischen Exporte auf China, Ende 2025 waren es nur noch 16%, während die Exporte Taiwans in die USA im gleichen Zeitraum von 15% auf über 27% stiegen.

Wirtschaftliche Konsequenzen der neuen Weltordnung

Die wirtschaftlichen Auswirkungen einer multipolaren Welt hängen stark von der jeweiligen Perspektive ab. Optimisten argumentieren, dass der Wettbewerb der Grossmächte Investitionen beflügeln könnte, da Länder in einen neuen technologischen Wettlauf eintreten; dass breitere Diversifizierung die Abhängigkeit von einer einzigen wirtschaftlichen Führungsmacht verringert; und

Grafik 5: Aufstrebende Regionalmächte zogen zuletzt mehr ausländische Direktinvestitionen an – zulasten Chinas

Ausländische Direktinvestitionen (Zuflüsse), in % des BIP



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. November 2025.

dass Aussenpolitik nüchtern betrachtet werden müsse – ohne dauerhafte Freunde oder Feinde, sondern geleitet von nationalen Interessen.

Pessimisten hingegen warnen, dass die zunehmende politische Unsicherheit einer multipolaren Ordnung Unternehmen und Konsumenten dazu veranlassen könnte, Entscheidungen aufzuschieben; dass neue Handelshemmnisse das Wachstum dämpfen; und dass globale Lieferketten verwundbarer werden, wenn kein einzelner Hegemon mehr als ordnende Kraft fungiert. Zudem sehen sie die Gefahr vermehrter Konflikte, darunter auch Stellvertreterkriege.

Die potenziellen Gewinner der neuen Weltordnung

Wir sind der Ansicht, dass drei Gruppen von Ländern in einer multipolaren Welt besonders profitieren könnten.

- **Aufstrebende Regionalmächte.** In einer multipolaren Ordnung intensiviert sich häufig der Wettbewerb der Grossmächte um Einfluss, Handelsbeziehungen und Investitionen. Schwellenländer können diese Rivalität nutzen, um bessere Handelsabkommen auszuhandeln, ausländische Direktinvestitionen anzuziehen und Zugang zu fortschrittlichen Technologien zu erhalten (Grafik 5). Beispiele sind Indien, Brasilien und Indonesien.

- **Rohstoffreiche Staaten.** Länder mit umfangreichen natürlichen Ressourcen gewinnen an strategischer Bedeutung, wenn mehrere Mächte um Zugang konkurrieren, was zu höheren Einnahmen und besseren Konditionen für rohstoffexportierende Staaten führen kann. Beispiele sind Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate und Chile.
- **Neue Produktionsknotenpunkte.** Staaten, die ihre Handelsstrukturen breiter aufstellen und ihre Abhängigkeit von einer dominanten Macht – etwa den USA oder China – reduzieren, können ein ausgewogeneres Wachstum erzielen. Niedrigkostenländer haben zudem die Chance, ihren Anteil an der globalen Industrieproduktion auszuweiten, da die grossen Mächte durch ihre geopolitischen Rivalitäten gebunden sind. Beispiele sind Vietnam, Bangladesch und Polen.

Allerdings gilt unseres Erachtens, dass Länder, die diese Chancen nutzen wollen, zunächst ihre «Hausaufgaben» machen müssen: Sie sollten ihre institutionellen Grundlagen stärken, strukturelle Schwächen angehen und nachhaltige Entwicklung fördern. Nur so können sie sich als verlässliche und leistungsfähige Akteure auf der globalen Bühne etablieren.

Zwischen den Zeilen lesen



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Durch den Shutdown der US-Regierung fehlen wichtige Konjunkturdaten, sodass Anleger den Zyklus ohne die gewohnten Indikatoren einschätzen müssen. Die Märkte reagieren daher stärker auf Schlagzeilen und Zentralbankaussagen, was die Volatilität trotz stabiler Grundlagen erhöhen kann.

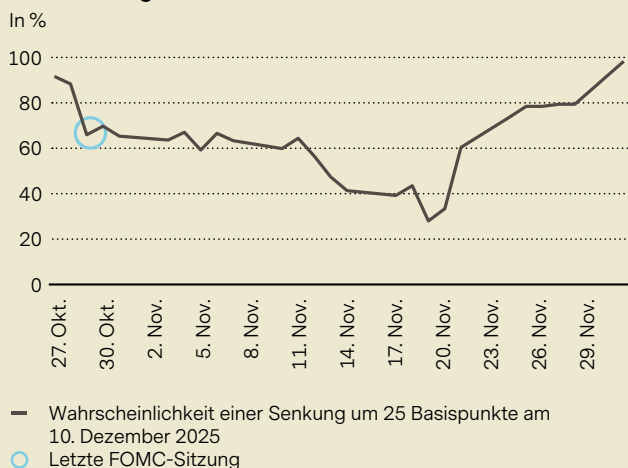
Die Märkte hatten ihre Erwartungen an eine dritte Zinssenkung in Folge zunächst zurückgeschraubt, da Vertreter mit einer restriktiven Haltung gewarnt hatten, dass die Inflation weiterhin zu hoch sei. Die implizite Wahrscheinlichkeit einer weiteren Senkung um einen Viertelpunkt fiel von fast 70 % auf rund 30%. Mittlerweile hat sich das Bild jedoch erneut gedreht. Eine Reihe eher locker klingender Aussagen wichtiger Fed-Vertreter, die auf eine Abkühlung am Arbeitsmarkt verwiesen, hat diese Wahrscheinlichkeit wieder steigen lassen. Händler haben damit eine Kehrtwende vollzogen (Grafik 1). Ob die Fed im Dezember erneut senkt oder nicht: Fed-Chef Jerome Powell muss einen gespaltenen Ausschuss mit nur wenigen verfügbaren Daten zusammenhalten.

Der Anleihenmarkt trifft auf den KI-Superzyklus

Seit September haben Oracle, Microsoft, Meta, Alphabet und Amazon KI- und Cloud-bezogene Anleihen im Wert

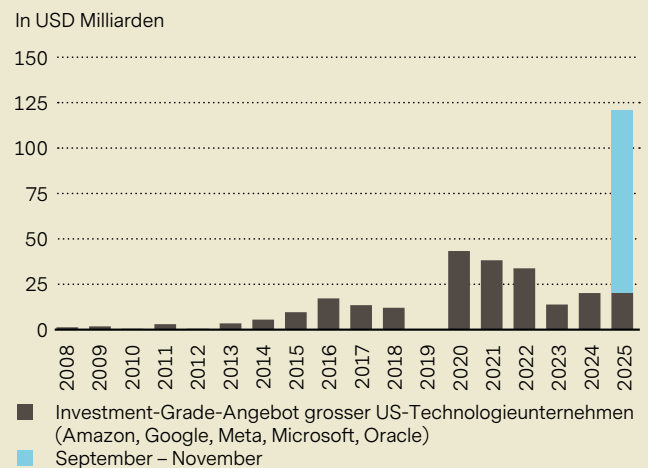
von rund USD 88 Milliarden verkauft. Oracle konnte im September USD 18 Milliarden beschaffen, Meta emittierte in seiner bislang grössten Transaktion Anleihen im Wert von USD 30 Milliarden mit Laufzeiten von 5 bis 40 Jahren, Alphabet verkaufte Anfang November Anleihen im Wert von USD 25 Milliarden und Amazon folgte mit USD 15 Milliarden. Meta half ausserdem dabei, ein Private-Debt-Paket in Höhe von USD 27 Milliarden für den KI-Rechenzentrumscampus Hyperion zu schnüren, das hauptsächlich durch Private-Credit- und Anleihenfonds über ein Joint Venture finanziert wurde. Zwar bleibt Metas Bilanz unbelastet, doch das Muster ist klar: Die KI-Infrastruktur wird zunehmend über langfristige Anleihen statt über Rücklagen oder Eigenkapital finanziert. Diese Unternehmen emittieren nicht, weil ihnen die Liquidität fehlt. Für die KI sind enorme Vorabinvestitionen in Rechenzentren, Strom, Netzwerke und GPUs¹⁶ erforderlich, und Anleihen mit langer Laufzeit passen natürlich gut zu diesen langlebigen Vermögenswerten. Mit starken Bilanzen und einer geringen Nettoverschuldung können Investment-Grade-Anleihen helfen, die Finanzierungskosten zu senken, Liquiditätspuffer zu erhalten und dennoch Spielraum für Rückkäufe und Dividenden zu lassen. Für Anleiheninvestoren bedeutet dies ein höheres Angebot an langfristigen, KI-bezogenen Anleihen erstklassiger Emittenten (Grafik 2). Am kurzen Ende scheinen die Anleihen nach wie vor eine hochwertige Rendite zu bieten. Am langen Ende der Kurve setzt man darauf, dass der Superzyklus der KI-Investitionen die künftigen Cashflows so stärkt, dass ein 30- bis 40-jähriges Big-Tech-Exposure auch bei engen Renditeaufschlägen tragfähig bleibt. Letztlich zwingen diese Angebote Anleiheninvestoren dazu, sich dieselbe Frage zu stellen wie Aktienanleger: Wie nachhaltig ist der KI-Investitionsboom?

Grafik 1: Fed-Aussagen lassen die Erwartungen für eine Zinssenkung im Dezember stark schwanken



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 1. Dezember 2023.

Grafik 2: Markt der Unternehmensanleihen erlebt «Flut» an KI-orientierten Emissionen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. November 2023.

Die Seiten blättern ungestüm – aber die Bindung hält



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Die Angst vor einer KI-Blase wächst, da zunehmend die Frage nach der Monetarisierung und Finanzierung von KI-Investitionen in den Fokus rückt und die wachsende Schuldenfinanzierung klarer sichtbar wird.

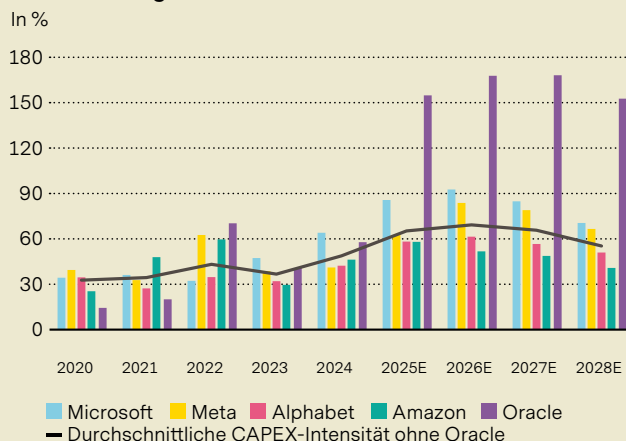
Anfang November waren viele Voraussetzungen für eine weithin erwartete Marktkonsolidierung bereits erfüllt: Teile des Aktienmarktes markierten neue Höchststände, die Bewertungen in den USA näherten sich ihren höchsten Niveaus seit 15 Jahren, und die Marktbreite blieb gering. Technologie- und KI-Aktien, insbesondere die grössten US-Mega-Caps, bestimmen seit Jahresbeginn die Performance, sodass ein Rückgang unvermeidlich erscheint – offen ist nur der Zeitpunkt.

Auch die Debatte über eine mögliche KI-Blase wird mit zunehmender Dringlichkeit geführt. Die Umsatzpotenziale dieser noch reifenden Technologie sind bislang nur schemenhaft sichtbar. Der sprunghafte Anstieg der Investitionsausgaben für künstliche Intelligenz sowie die Vielzahl an Finanzierungswegen, von Anleihenemissionen über Risikokapital bis hin zu «kreativeren» ausserbilanziellen Strukturen, haben ebenfalls Zweifel aufkommen lassen. Unsere Einschätzung bleibt jedoch positiv.

Aus Umsatzperspektive ist zu bedenken, dass wir uns noch in der frühen Einführungsphase von KI befinden. Investitionen in Infrastruktur sind unerlässlich, um zukünftiges Wachstum, die Nutzung durch Unternehmen und Konsumenten sowie kontinuierliche Innovation zu ermöglichen. Trotz der begrenzten Sichtbarkeit sind die Einnahmen aus KI bereits erheblich und wachsen rasant, bei einer geschätzten Marktdurchdringung von unter 1%. Das zugrunde liegende Umsatzwachstum, die Margenstrukturen, der operative Cashflow und die Investitionsintensität (CAPEX) der meisten Hyperscaler sind nach wie vor solide (Grafik 1). Dies ist ein weiterer deutlicher Unterschied zur Dotcom-Ära. Es wird erwartet, dass die für die nächsten drei Jahre prognostizierten kumulierten Investitionen in KI-Infrastruktur von rund USD 3 Billionen überwiegend aus internen Mitteln – also dem operativen Cashflow und Private Equity – finanziert werden und nur etwa zu 40% aus privaten Krediten oder Anleihenemissionen (Grafik 2). Obwohl die Emission von Technologieanleihen zuletzt zugenommen hat, insbesondere bei Hyperscalern bleibt die Nettoverschuldung des Sektors insgesamt unter Kontrolle. Wir verfolgen die Anleihenmärkte weiterhin aufmerksam, doch die aktuellen Preise für Credit Default Swaps deuten lediglich vereinzelt auf moderate Spannungen hin und liegen weit unter den Niveaus früherer Blasen.

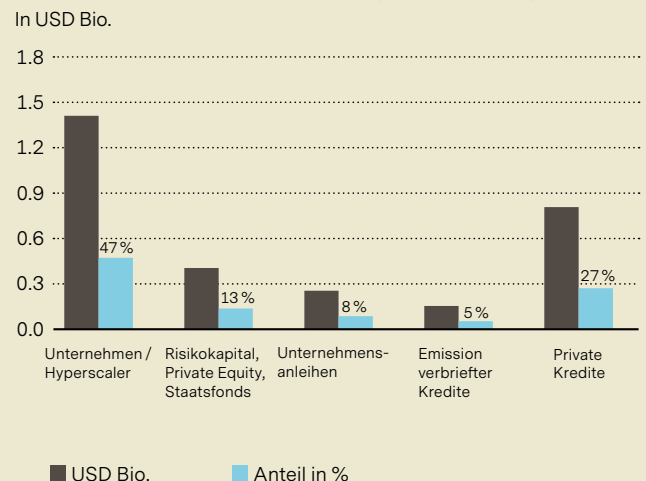
Trotz der jüngsten Volatilität sind wir der Ansicht, dass der allgemeine Aufwärtstrend an den Aktienmärkten intakt bleibt. Legt man die historische Entwicklung zugrunde, sind Korrekturen von 5% bis 10% während Einführungsphasen neuer Technologien ein normaler Bestandteil intakter Hausse-Märkte und kein Hinweis auf eine grundlegende Verschlechterung.

Grafik 1: Investitionsausgaben als Prozentsatz des Netto-Cashflow zeigen eine Phase hoher CAPEX-Intensität



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. November 2025.

Grafik 2: Finanzierung der geschätzten globalen Investitionen für Rechenzentren (2025 – 2028E)



Quelle: Morgan Stanley, Vontobel. Daten per 20. November 2025.

US-Soja interessiert China nicht die Bohne



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Einst nur ein Grunderzeugnis der amerikanischen Landwirtschaft, stehen Sojabohnen heute im Zentrum einer Auseinandersetzung, die ein ganz neues Kapitel im Welthandel aufschlägt. Im Handelskrieg zwischen den USA und China wurde diese unscheinbare Hülsenfrucht zum Symbol wirtschaftlicher Macht, und die Landwirte gerieten zwischen die Fronten.

Die USA sind ein bedeutender Akteur auf dem Sojabohnenmarkt. 2024 produzierten sie rund 118 Millionen Tonnen und waren damit nach Brasilien (169 Millionen Tonnen) der zweitgrösste Erzeuger weltweit¹⁷. Da die US-Sojabohnenproduktion die Inlandsnachfrage übersteigt, wird etwa die Hälfte der Ernte exportiert.

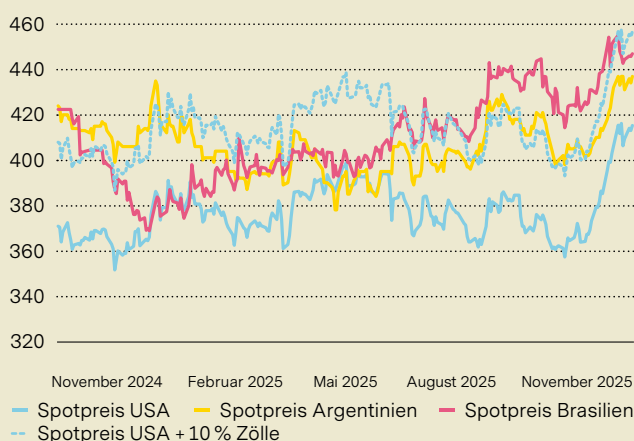
Es ist jedoch China, das in dieser Geschichte den Ton angibt. Angetrieben durch seinen grossen Viehsektor (China ist der weltweit grösste Schweinefleischproduzent) und seine dominante Aquakulturindustrie¹⁸ (die grösste weltweit) importiert das Land jährlich über 100 Millionen Tonnen Sojabohnen. Historisch ging die Hälfte der US-Sojabohnenexporte nach China. Doch dieses langjährige Zusammenspiel hat sich verändert. Als der Handelsstreit eskalierte, verhängte Peking Zölle und weitere Abgaben

auf US-Agrarprodukte. Dadurch waren US-Sojabohnen gegenüber etwa brasilianischen Sojabohnen bei chinesischen Käufern weniger wettbewerbsfähig (Grafik 1). Im Mai wies China seine Importeure an, den Kauf von US-Sojabohnen einzustellen. Im September importierte China keine US-Sojabohnen mehr¹⁹. Dies war ein schwerer Schlag für die US-Landwirte – eine wichtige republikanische Wählerbasis, die bereits mit hohen Produktionskosten kämpft²⁰. Sojabohnen schafften es sogar auf die Traktandenliste des Treffens zwischen US-Präsident Donald Trump und seinem chinesischen Amtskollegen Xi Jinping in Südkorea. Im Vorfeld des Gipfels legten Sojabohnen um 8,8% zu. Dieser Optimismus verflieg jedoch, als das Weisse Haus bekannt gab, dass China bis Jahresende nur 12 Millionen Tonnen kaufen würde (2024: 21 Millionen Tonnen). Zwar hat China seither einige Ladungen bestellt, doch unseres Erachtens ist es fraglich, ob das Land seine Käufe deutlich steigern wird. Nach einem kräftigen Anstieg der Importe aus Südamerika erreichten die chinesischen Sojabohnenvorräte Anfang November einen Rekordwert von 10,3 Millionen Tonnen. Dies führte zu einem Überangebot an Sojamehl, das zur Mast von Tieren verwendet wird. Infolgedessen kämpfen chinesische Verarbeiter, sogenannte «Crusher», seit August mit negativen Margen (Grafik 2).

Künftig dürfte der Sojabohnenmarkt diese «neue Normalität» widerspiegeln: Wir gehen davon aus, dass China seinen Bedarf weiterhin zum tiefstmöglichen Preis decken wird, während die US-Landwirte ohne eine klare politische Kursänderung nicht auf eine Rückkehr zu früheren Exportmengen nach China hoffen können. Und die südamerikanischen Exporteure stehen bereit, um diese Lücke zu schliessen.

Grafik 1: US-Sojabohnen wären wettbewerbsfähig ... wenn da nicht die Zölle wären

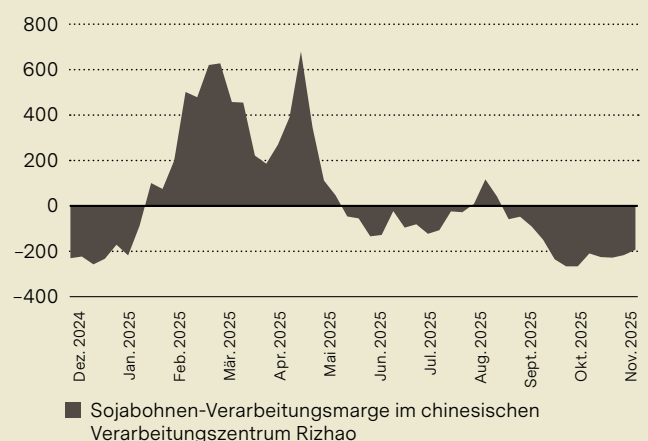
Regionale Sojabohnenpreise (vereinfachtes Modell), in USD pro Tonne



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per November 2025.

Grafik 2: Die Verarbeitung von Sojabohnen ist für chinesische «Crusher» nicht mehr lukrativ

Chinesische Yuan pro Tonne



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per November 2025.

Starker Franken drückt Schweizer Inflation unangenehm tief



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Die Inflation ist unangenehm niedrig, aber nicht tief genug, um die Schweizerische Nationalbank (SNB) zu drastischen Schritten zu zwingen. Solange die Teuerung nahe null bleibt und der Franken stark, dürfte der Leitzins lange bei 0% verharren, mit Betonung auf Geduld und Datenabhängigkeit. Negativzinsen kämen nur bei klarer, anhaltender Deflation infrage; Zinserhöhungen erst bei einem deutlich stärkeren globalen Umfeld und höherer Inlandinflation. Unser Basisszenario bleibt eine unveränderte SNB-Politik.

Die Inflation in der Schweiz ist wieder auf null gefallen, was den Druck auf die SNB erhöht, dem starken Franken entgegenzuhalten und das Preiswachstum zu stützen. Der Gesamt-KPI²¹ lag im November unverändert bei 0,0% gegenüber dem Vorjahr, während ein Anstieg von 0,1% erwartet worden war. Die Kerninflation sank weiter von 0,5% auf 0,4%. Die Rolle des Franken als sicherer Hafen hat ihn gegenüber Euro und US-Dollar nahezu auf ein Zehnjahreshoch getragen, die Importpreise weiter gedämpft und die Inflation nach unten gezogen.

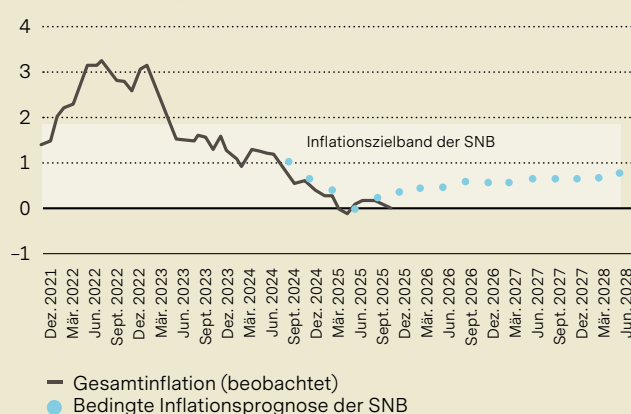
Die jüngsten Zahlen sind ein Rückschlag für die SNB, die mit einer Festigung der Inflation zum Jahresende und bis

2026 gerechnet hatte (Grafik 1). Im September hatten die Entscheidungsträger argumentiert, dass eine Senkung auf null eine allmähliche Erhöhung der Inflation begünstigen würde. Ihre Handlungsspielräume sind begrenzt, und jede Option birgt eigene Risiken. Eine erneute Intervention am Devisenmarkt würde die bereits grosse Bilanz weiter anschwellen lassen und könnte die US-Behörden verärgern. Eine Rückkehr zu Negativzinsen könnte Teile des Finanzsystems unter Druck setzen, alte Sorgen um die Bankrentabilität neu beleben und die öffentliche Unterstützung schwächen. SNB-Präsident Martin Schlegel hat wiederholt betont, dass die Hürde für die Wiedereinführung negativer Zinsen höher liegt als für eine gewöhnliche Zinssenkung.

Die SNB dürfte klare Signale fallender Preise abwarten und die Zinsen daher wohl bis nächstes Jahr bei 0% belassen, während sie Franken und Daten genau verfolgt. Die Risiken reichen in beide Richtungen. Auf der negativen Seite könnten ein Exportdämpfer, eine erneute Frankenaufwertung und mehrere Monate negativer Gesamtinflation, welche die bedingte Inflationsprognose der SNB klar unter null drücken, eine vorübergehende Rückkehr zu Negativzinsen auslösen – als Reaktion auf steigende Deflationsrisiken. Auf der positiven Seite könnten eine raschere globale Erholung, ein schwächerer Franken und eine über die bedingte Inflationsprognose hinaus steigende Inflation im Inland später eine Erhöhung um 25 Basispunkte rechtfertigen – vor allem, um zu verhindern, dass die Realzinsen zu weit unter null rutschen, und um geldpolitischen Spielraum zurückzugewinnen. Selbst dann wäre ein Straffungszyklus wohl flach und jederzeit umkehrbar. Derzeit bleibt dieses Szenario jedoch eher ein Randrisiko (Grafik 2).

Grafik 1: Schweizer Konsumentenpreise fallen auf das niedrigste Tempo seit Frühsommer zurück

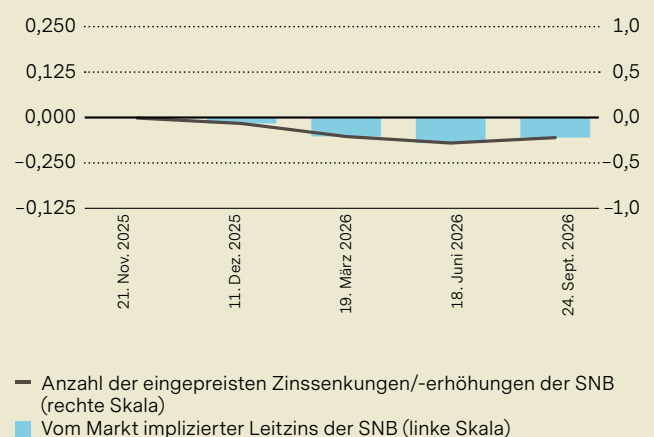
Jahresveränderung, in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 3. Dezember 2025.

Grafik 2: Die Markteinschätzung zum geldpolitischen Kurs der SNB

Vom Markt implizierter Leitzins der SNB, in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. November 2025.

Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2024 sowie Konsensprognosen für 2025 und 2026 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

BIP (IN %)	2024 ¹	AKTUELL ²	KONSENS 2025	KONSENS 2026	
Global (G20)	3,0	3,3	2,4	2,5	
Eurozone	0,9	1,4	1,4	1,1	
USA	2,8	2,1	1,9	1,8	
Japan	0,1	1,1	1,1	0,7	
Grossbritannien	0,9	1,3	1,4	1,1	
Schweiz	1,4	1,3	1,2	1,2	
Australien	1,0	1,8	1,8	2,2	
China	5,0	4,8	4,9	4,3	
					VONTOBEL-AUSBLICK IN 2026 ³
INFLATION	2024 ³	AKTUELL ⁴	KONSENS 2025	KONSENS 2026	
Eurozone	2,4	2,1	2,1	1,8	→
USA	3,0	3,0	2,8	2,9	↓
Schweiz	1,1	0,1	0,2	0,5	→
					VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
EUR (Einlagenzins)	3,00	2,00	1,96	1,97	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,00	3,62	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,01	-0,01	→
					VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
EUR (Deutschland)	2,37	2,69	2,77	2,93	↓
USD	4,57	4,11	4,10	4,08	→
CHF	0,33	0,18	0,34	0,50	→
					VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
CHF je EUR	0,94	0,93	0,94	0,95	↑
CHF je USD	0,91	0,80	0,79	0,81	↓
USD je EUR	1,04	1,16	1,19	1,22	↑
					VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
Brent-Rohöl, USD je Barrel	75	63	61	62	↑
Gold, USD je Feinunze	2625	4105	4000	4150	→
Kupfer, USD je Tonne	8768	10720	10500	10600	→

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 19. November 2025. Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und Annahmen. Änderungen vorbehalten. Sie stellen keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

¹ Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)
² Letztverfügbares Quartal
³ Vorbehaltlich von Überarbeitungen
⁴ Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich
⁵ ↑ über Konsens, → im Einklang mit dem Konsens, ↓ unter Konsens

Offenlegungen und Disclaimer

1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Die Informationen, Analysen und Meinungen auf dieser Website wurden von Vontobel Asset Management erstellt. Vontobel Asset Management ist der Markenname für das Asset-Management-Geschäft der Vontobel Holding AG und ihrer weltweiten Tochtergesellschaften, einschliesslich Vontobel Asset Management, Inc.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots. Die in diesem Dokument bereitgestellte Analyse stellt keine Unterstützung einer politischen Partei dar und darf auch nicht als solche ausgelegt werden.

Dieses Material kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die Unsicherheiten und Eventualitäten unterliegen, die ausserhalb der Kontrolle von Vontobel liegen. Empfänger sollten sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunftsgerichteten Aussagen verlassen. Es ist zu beachten, dass ein Risiko besteht, dass Prognosen, Vorhersagen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder angedeutet werden, sich als nicht korrekt erweisen könnten. Anlegen ist mit Risiken verbunden, einschliesslich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals, und positive Renditen, einschliesslich Erträgen, sind nicht garantiert. Verweise auf Unternehmen dienen ausschliesslich zu Illustrationszwecken. Es sollte keine Annahme über die Rentabilität oder Wertentwicklung von damit verbundenen Wertpapieren getroffen werden. Sie sollten nicht davon ausgehen, dass eine Investition rentabel ist oder sein wird. Der Wert von Investitionen, wie zum Beispiel in Anleihen, Aktien, Währungen, Rohstoffe oder Gold, ist nicht garantiert und kann aufgrund von Marktbedingungen, Liquidität oder Wechselkursen sowie anderen Faktoren schwanken.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Die Website von Vontobel Asset Management dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung hinsichtlich der Eignung einer bestimmten Investition dar. Ebenso wenig ist sie ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, zur Durchführung von Transaktionen oder zum Abschluss sonstiger Rechtsgeschäfte. Ob die bereitgestellten Informationen für Sie geeignet sind, sollte unter Berücksichtigung Ihrer Ziele, Ihrer finanziellen Situation und Ihrer Bedürfnisse bewertet werden. Die Nutzung der hier bereitgestellten Informationen erfolgt ausschliesslich auf eigenes Risiko des Lesers.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

Indizes dienen ausschliesslich Illustrationszwecken, sind nicht verwaltet und berücksichtigen weder Marktbedingungen noch mit Investitionen verbundene Kosten. Darüber hinaus kann die Strategie des Unternehmens Anlagetechniken und -instrumente einsetzen, die bei der Indexbildung nicht verwendet werden. Daher ist die Wertentwicklung des Unternehmens und der Indizes nicht direkt vergleichbar.

MSCI-Daten sind ausschliesslich für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen weder weiterverteilt noch im Zusammenhang mit dem Ausarbeiten oder Anbieten von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. MSCI und jegliche

18 Rechtliche Hinweise

andere beim Zusammentragen, Berechnen oder Erstellen von MSCI-Daten beteiligte oder damit in Verbindung stehende Drittpartei (die «MSCI-Parteien») leisten bezüglich dieser Daten (oder der durch deren Verwendung erlangten Resultate) keinerlei Gewähr, weder ausdrücklich noch impliziert. Hiermit lehnen sämtliche MSCI-Parteien ausdrücklich jegliche Gewähr für die Echtheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Marktgängigkeit dieser Daten oder für deren Eignung zu einem bestimmten Zweck ab. Ohne Einschränkung des Vorangehenden haftet auch in keinem Fall irgendeine der MSCI-Parteien für direkte, indirekte, spezielle, Straf- oder Folgeschäden (einschliesslich Gewinnausfälle), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

«BLOOMBERG®» und die hierin aufgeführten Bloomberg-Indizes (die «Indizes») sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Verwalter der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden vom Vertreiber dieses Dokuments (dem «Lizenznehmer») für die Verwendung zu bestimmten Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit dem Lizenznehmer verbunden und Bloomberg genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt die hier genannten Finanzprodukte (die «Produkte») nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen im Zusammenhang mit den Produkten.

2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossar und Quellen

- ¹ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 25. November 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut)
 - ² Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 7. November 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shutdown-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shutdown-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability)
 - ³ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 19. November 2025. [reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-with-smart-people-2025-11-19/](https://www.reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-with-smart-people-2025-11-19/)
 - ⁴ «Untergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine geringere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen weniger attraktiv ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, die Anlage vollständig zu meiden, sondern um den Hinweis auf eine reduzierte Gewichtung.
 - ⁵ «Neutral» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine niedrigere Präferenz für eine Anlage- oder Subanlageklasse hat. Dies spiegelt eine ausgewogene Sichtweise wider, bei der erwartet wird, dass sich die Anlageklasse im Einklang mit ihrer historischen oder marktüblichen Entwicklung verhält. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, aktiv zu werden, sondern um den Hinweis, die aktuelle Gewichtung beizubehalten.
 - ⁶ «Übergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine höhere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen attraktiver ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, stark zu investieren, sondern um den Hinweis auf eine erhöhte Gewichtung.
- Die Klassifizierungen «Untergewichtet», «Neutral» und «Übergewichtet» sind interne Einschätzungen des Investment Committees und sollten nicht als Empfehlungen für einzelne Anleger oder als Handlungsaufforderung verstanden werden. Sie spiegeln lediglich die Erwartungen von Vontobel hinsichtlich der Wertentwicklung einer bestimmten Anlageklasse wider. Diese Einschätzungen werden ausschliesslich zu Informationszwecken an ein breiteres Publikum weitergegeben und sind nicht auf eine spezifische Kundengruppe zugeschnitten.
- ⁷ Ein globales Infrastruktur- und Entwicklungsprojekt, das von China initiiert wurde, um Strassen, Eisenbahnlinien, Häfen und andere Verbindungen aufzubauen, die den Handel und die Investitionen zwischen China und dem Rest der Welt stärken.
 - ⁸ Ein politischer Ansatz, der die Interessen, die Sicherheit und das wirtschaftliche Wohlergehen der USA über jene anderer Länder stellt. Damit einher gehen eine protektionistische Handelspolitik, eine geringere Beteiligung an ausländischen Konflikten sowie strikte Grenzkontrollen.
 - ⁹ Quelle: Ipsos-Pressemitteilung, veröffentlicht am 23. Mai 2025. [ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf](https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf)
 - ¹⁰ Quelle: World Values Survey 2017–2022, worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp
 - ¹¹ Quelle: Uppsala Conflict Data Program, Berechnungen von Vontobel.
 - ¹² Quelle: Kristensen, Korda, Johns, Knight-Boyle (2025), fas.org/initiative/status-world-nuclear-forces/
 - ¹³ Quelle: Stockholm International Peace Research Institute laut Daten der LSEG, Berechnungen von Vontobel.
 - ¹⁴ Die Auffassung, dass Staaten nur eine chinesische Regierung (die Volksrepublik China) anerkennen und Taiwan nicht offiziell als unabhängigen Staat behandeln.
 - ¹⁵ Quelle: Election Study Center, National Chengchi University, veröffentlicht am 7. Juli 2025. esc.nccu.edu.tw/upload/44/doc/6961/People202506.png
 - ¹⁶ Grafik-Prozessor, eine elektronische Schaltung, die in der digitalen Bildverarbeitung verwendet wird.
 - ¹⁷ Quelle: US-Landwirtschaftsministerium (USDA). Daten per 17. November 2025. fas.usda.gov/data/production/commodity/2222000
 - ¹⁸ Aquakultur ist die Zucht von Wasserorganismen wie Fischen, Schalentieren und Pflanzen in kontrollierter Umgebung für verschiedene Zwecke, darunter Lebensmittelproduktion, Wiederherstellung von Lebensräumen und Wiederaufbau von Arten.
 - ¹⁹ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 20. Oktober 2025. [reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/](https://www.reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/)
 - ²⁰ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 3. Oktober 2025. [reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/](https://www.reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/)
 - ²¹ Der Konsumentenpreisindex (KPI) misst die durchschnittliche Preisentwicklung für Waren und Dienstleistungen, die Haushalte konsumieren.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

