

The background image is a photograph of a modern, multi-story atrium. The architecture features curved glass balconies on multiple levels, creating a sense of depth and openness. In the foreground, there is a large, red, abstract sculpture composed of several rectangular blocks. To the left, there is a circular planter area with palm trees and other greenery. The floor is a light-colored, polished surface. The overall atmosphere is bright and contemporary.

Secular Outlook 2026

Unsere Sicht auf die langfristige Kapitalmarktentwicklung



Inhalt

1. Einleitung	4
2. Die Phase nach der Zeitenwende: Gastbeitrag von Prof. Dr. Henning Vöpel	6
3. Rückblick und Veränderungsbetrachtung	8
4. Fokusthemen	12
4.1 Künstliche Intelligenz (KI)	13
4.2 Fragmentierung	16
4.3 Staatsverschuldung	19
5. Ökonomisches Umfeld	23
5.1 Konjunktur	24
5.2 Inflation	29
5.3 Geldpolitik	31
6. Unsere Sicht auf die Anlageklassen	33
6.1 Anleihen	34
6.2 Aktien	38
6.3 Rohstoffe: Gold und Öl	43
7. Ableitung für die Vermögensallokation	46
8. Prognoseübersicht	48

1. Einleitung



Ein „Secular Outlook“ gibt Investoren einen langfristigen Ausblick auf die mögliche Entwicklung der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte. Das Ziel besteht darin, diese langfristigen wirtschaftlichen Trends und ihre möglichen Auswirkungen auf die Kapitalmärkte zu verstehen, um daraus Ableitungen für die Vermögensallokation zu treffen. Der von uns betrachtete Zeitraum erstreckt sich über zehn Jahre. Auf den ersten Blick mag dies als ein relativ langer Zeitraum erscheinen, über den sich heute nur wenige handfeste Ableitungen treffen lassen. Zugegebenermaßen ist dies teilweise wahr, aber einige Entwicklungen, die bereits heute eingetreten sind, können sich über Jahre hinweg entfalten und nicht ohne Weiteres rückgängig gemacht werden. Zur Relativierung des Horizonts ist es wichtig, im Hinterkopf zu behalten, dass beispielsweise die Amtszeit eines US-Präsidenten bei erfolgreicher Wiederwahl acht Jahre beträgt und die Entscheidungsträger von Notenbanken in der Regel ebenfalls langfristig im Amt sind (in den USA zum Teil 14 Jahre). Hinzu kommt, dass längerfristige Erwartungen über zehn

Jahre bereits gegenwärtig, beispielsweise in Form von längerfristigen Anleihen, am Markt gehandelt werden. Dennoch gibt es mit Blick in die Zukunft keine eindeutigen Antworten, sondern „säkulare“ (also langfristige) Tendenzen. Daher ist es bei größeren Strukturbrüchen und neu eingeschlagenen Wegen mit längerfristigen Auswirkungen erforderlich, bestehende Szenarien und Prognosen zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Die Welt ist im Wandel und das heutige System wird mit großer Wahrscheinlichkeit auf langer Sicht einem anderen weichen, das unter Umständen nur wenige Gemeinsamkeiten mit dem aktuellen System aufweist. Bezüglich der Zeitdimension erwarten wir jedoch, dass sich die Welt in der kommenden Dekade weitgehend innerhalb der bereits jetzt unbestreitbar weitreichenden Grenzen des bestehenden Systems bewegen wird.

Für Finanzmarktteilnehmer ist es eine große Herausforderung, langfristig erwartbare Entwicklungen mit ihren häufig kurzfristigen Anlagezielen in Einklang zu brin-



gen. Denn die Finanzmärkte sind in vielerlei Hinsicht kurzfristig, opportunistisch und renditegetrieben. Längerfristige Trends können daher leicht durch volatile Entwicklungen, Unternehmensergebnisse, Aussagen einzelner Personen oder Entscheidungen überlagert werden. Wer seine Investitionsentscheidungen ausschließlich an säkularen Überlegungen ausrichtet, dem können bis zur Verwirklichung dieser erwarteten Entwicklungen viele kurzfristige bis mittelfristige Renditechancen entgehen. Auf der anderen Seite sollten säkulare Entwicklungen schon allein aus Risikogesichtspunkten nicht außer Acht gelassen werden.

In einer sich immer schneller wandelnden Welt scheint es daher umso wichtiger, bei der Vermögensallokation die richtige Balance zwischen kurz- und längerfristigen Einflussfaktoren zu finden. Oder anders ausgedrückt: Es geht darum, die Gratwanderung zwischen kurzfristigen Opportunitäten und langfristigen Trends zu finden. Hinzu kommt, dass es zumindest mit Blick auf die vergan-

genen Jahre immer schwieriger wird, von der Mikro- auf die Makroebene zu schließen und umgekehrt. Die Mikroebene bezieht sich auf eine Größenordnung, die sich über einzelne Unternehmen, Sektoren und Finanzmarktsegmente erstreckt. Die Makroebene bezieht sich auf höhere Aggregationsstufen, insbesondere die nationale und internationale Makroökonomie und Politik. Gegenwärtig ist die Mikroebene beispielsweise von relativ geringer Volatilität gekennzeichnet, während makroökonomische Risiken deutlich erhöht sind. Eine Zustandsbestimmung von der einen auf die andere Ebene ist aktuell nicht eindeutig möglich. Damit eng verbunden ist auch die steigende Anzahl großer, global aufgestellter Unternehmen, deren Marktkapitalisierung

Es geht um die Gratwanderung zwischen langfristigen Trends und kurzfristigen Opportunitäten.“

mittlerweile den Wert ganzer Bruttoinlandsprodukte einzelner Länder übersteigt. In unserem Secular Outlook befassen wir uns mit den von uns identifizierten langfristigen Trends und treffen dabei Ableitungen für die Vermögensallokation von liquiden Anlageklassen. Ein besonderer Fokus liegt dabei auf den drei Kernthemen Künstliche Intelligenz (KI), politische Fragmentierung und Staatsverschuldung. Denn diese Bereiche dürften einen besonders großen Einfluss auf die Vermögensallokation und die einzelnen Anlageklassen haben. Aus unserer Sicht ist es für eine gute Kapitalanlage unabdingbar, Annahmen über die möglichen zukünftigen geopolitischen, politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen zu treffen. Dieses Unterfangen sollte jedoch immer mit großer Demut angegangen werden. Denn wie in unserem letzten Secular Outlook gilt das bekannte Zitat: „Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen.“ Die von uns erstellten Prognosen zum möglichen Anlageumfeld der kommenden Dekade und zu der möglichen Entwicklung von Anlageklassen sind natürlich wie alle die Zukunft betreffenden Aussagen mit großer Unsicherheit verbunden. Sie stellen daher keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. Ein Kapitalverlust bei Kapitalanlagen ist grundsätzlich nicht auszuschließen. ■

2. Die Phase nach der Zeitenwende

Gastbeitrag von Prof. Dr. Henning Vöpel: Warum die Zukunft zur Systemfrage wird

Was bedeutet die Zeitenwende aus makroökonomischer Sicht und welche mittel- bis langfristigen Konsequenzen ergeben sich daraus für die Zukunft? Makroökonomisch könnte die derzeitige Lage der Weltwirtschaft wohl kaum fragiler sein: Der Protektionismus ist zurück, die Schuldenstände wachsen und die Wirtschaft steckt in einer gewaltigen Transformation. Das alles sind aber, so lässt sich argumentieren, lediglich die Symptome eines viel bedeutenderen Übergangs. Die Zeit nach der Zeitenwende wird durch Systemfragen entschieden.

”

Es ist so, als spiele man auf der Titanic Roulette.“

Prof. Dr. Henning Vöpel über die Schwierigkeit, in Übergangszeiten valide Prognosen anzustellen

Eine Zeitenwende heißt so, weil sie den Übergang von einem Zeitalter in das nächste markiert. In diesem Übergang herrschen Unordnung und Unsicherheit – Unordnung, weil die bestehenden Institutionen zunehmend dysfunktional geworden sind, Unsicherheit, weil unklar ist, was nach der Zeitenwende sein wird. Die Gegenwart ist von Mehrdeutigkeit und Unbestimmtheit gekennzeichnet. Scheinbar unbedeutende Ereignisse können plötzlich zu Kipp-Punkten werden und unvorhersehbare Kaskadeneffekte auslösen. In einem Umfeld der Unordnung und Unsicherheit ist es unmöglich, einigermaßen verlässliche Voraussagen und Prognosen anzustellen. Alles wird denkbar, nichts lässt sich mehr ausschließen.

Das ist letztlich der Grund, weshalb im gegenwärtigen geopolitischen Sturm eine eigentümliche makroökonomische Ruhe herrscht. Diese Ruhe ist das Resultat eines Erwartungsparadoxons: Gerade die Erwartung, dass sich alles fundamental verändern wird, begründet die Annahme, dass erst mal alles so bleiben könne. In welche Richtung sollten die Märkte denn auch Korrekturen vornehmen, auf welche Aktien, Anleihen und Währungen setzen? Die Unsicherheit über die Zukunft ist zu groß, um auf ein bestimmtes Szenario zu setzen. Es gibt dafür weder begründete Annahmen noch belastbare Erfahrungen. Der Status quo ist der einzig verfügbare, gleichwohl provisorische Anker. Es ist also – nicht nur im Sinne der alten Börsenregel – rational, nur das anzunehmen, was man wirklich versteht. Kollektiv führt dies dazu, dass sich die Herde – also der Markt – erst einmal ruhig verhält und beieinanderbleibt. Die „noise-to-signal ratio“ steigt zwar stark an, die gestiegene Volatilität bewegt



Unser Gastautor Prof. Dr. Henning Vöpel ist Vorstand des Centre for European Policy Network.

„Das Nachdenken über die Zukunft in Systemen mag unbequem sein, weil es die ganz großen Fragen stellt und ebenso große Antworten benötigt. Aber es ist notwendig, weil unvermeidlich, das zu tun.“

Prof. Dr. Henning Vöpel

sich aber um ein stationäres Erwartungsgleichgewicht herum. Es ist so, als spielte man auf der Titanic Roulette. Man kennt die Wahrscheinlichkeiten der Kugeln am Tisch, aber nicht die Gefahr eines Eisbergs im weiten Ozean.

In dieser Lage einen mittel- bis langfristigen Ausblick auf die Welt und die Weltwirtschaft zu geben, ist prinzipiell unmöglich. Die Frage ist daher, wie man sinnvoll über die Zukunft und ihre möglichen Szenarien nachdenken kann. An dieser Stelle kommt wieder die Zeitenwende ins Spiel. Unterschiedliche Zeitalter waren historisch immer durch unterschiedliche Paradigmen, Systeme und Modelle gekennzeichnet. Wenn wir über die Zeit nach der Zeitenwende nachdenken, müssen wir also in Paradigmen, Systemen und Modellen denken. Welche könnten das sein? Mindestens vier bedeutende Systemfragen lassen sich identifizieren:

- Die erste Systemfrage betrifft die Zukunft der Globalisierung. Sie hängt wesentlich vom Ausgang des hegemonialen Konflikts zwischen den USA und China ab. Es ist nicht weniger als der Kampf um die zukünftige Vorherrschaft über Deutungshoheiten, Interessen und Technologien. Bleiben wir in der Konfrontation oder kehren wir zu einer kooperativen Ordnung zurück?
- Die zweite Systemfrage betrifft die Zukunft des Weltwirtschafts- und internationalen Währungssystems. Bleibt der US-Dollar als Weltreservewährung der Stabi-

litätsanker der Weltwirtschaft? Oder erleben wir gar den Übergang in ein Krypto-Zeitalter?

- Die dritte bedeutende Systemfrage betrifft die Zukunft der Technologien, vor allem der Künstlichen Intelligenz. Nicht zufällig sprechen wir über KI-Systeme, die – je nachdem, welche Interessen und Werte sie repräsentieren – sehr unterschiedliche Folgen haben können.
- Die vierte Systemfrage betrifft den Klimawandel. Wird es global möglich sein, in ein klimaneutrales Wirtschaftssystem einzutreten, das nachhaltiges Wachstum zulässt, oder müssen wir Wege finden, mit den womöglich desaströsen Folgen des Klimawandels umzugehen?

Das Nachdenken über die Zukunft in Systemen mag unbequem sein, weil es die ganz großen Fragen stellt und ebenso große Antworten benötigt. Aber erstens ist es notwendig, weil unvermeidlich, das zu tun, und zweitens ermöglicht es uns auch einen wieder konstruktiveren Blick in die Zukunft. In der Zeit nach der Zeitenwende wird es wieder Sicherheit, Stabilität und Fortschritt geben – aber erst wieder in neuen Systemen, die mit den Herausforderungen der Zukunft konstruktiv umzugehen vermögen. Es ist gut, sich bereits heute damit auseinanderzusetzen – sowohl in der Politik als auch auf den Märkten. Angst ist bekanntermaßen ein schlechter Ratgeber. Nur mit Mut und Zuversicht lässt sich neu über Zukunft nachdenken. ■

The background of the slide is a composite image. The top left features a dark background with several bright red, curved light trails, suggesting motion or energy. The top right shows a vertical wooden slat wall. The bottom half of the slide is dominated by a large, abstract image of a modern building's interior or exterior, featuring a curved, metallic structure with a grid of red light trails and a large, curved, metallic surface with a grid of white lines.

3. Rückblick und Veränderungs- betrachtung

Wir stellen unseren Blick auf zehn langfristige Trends auf den Prüfstand: von der Neuordnung der Geopolitik über Digitalisierung und Künstliche Intelligenz bis zur De-Demokratisierung. Und nehmen zwei Themen neu ins Visier.

Insgesamt können wir mit Blick auf die vergangenen zwölf Monate viele der von uns erwarteten Entwicklungen bestätigen. Unsere Grundannahmen bezüglich der langfristigen Trends bleiben somit bestehen. In der Tendenz haben sich einige Entwicklungen sogar noch beschleunigt.

Multipolare Weltordnung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Eines der Kernthemen unseres letzten Secular Outlooks war die multipolare Weltordnung und in diesem Zusammenhang die Neuordnung der Geopolitik. Dabei wurden China und die USA als die zentralen Pole identifiziert. Mit der Neuordnung der Geopolitik geht eine Trennung zwischen dem „Globalen Norden“ unter der Führung der USA und dem „Globalen Süden“ unter der Führung Chinas einher. Durch die aktuelle US-Außenpolitik kommt es jedoch zunehmend zu einer unerwartet deutlichen Fragmentierung innerhalb des Westens. So schien es im vergangenen Jahr äußerst unwahrscheinlich, dass sich eine US-Regierung sowohl wirtschaftlich als auch politisch gegen engste Verbündete stellt (z. B. in Form von Zöllen, Versuchen, auf die nationale Politik einzuwirken, Erhebung von Gebietsansprüchen auf Grönland oder Einstellung von gemeinsamen Programmen und militärischer Unterstützung). Die Wahlen in den USA könnten die bereits zu beobachtende Entwicklung hin zu einer multipolaren Weltordnung beschleunigt haben. Das amerikanische Volk hat sich mit der Wahl von Donald Trump für die nächsten vier Jahre mehrheitlich für eine nationalzentrierte Politik ausgesprochen. Ein teilweiser Rückzug der USA von der globalen auf die nationale Ebene könnte in vielen Bereichen ein Machtvakuum entstehen lassen, das vor allem China zur Stärkung seiner geopolitischen Interessen ausfüllen dürfte. Die aktuelle US-Regierung scheint die globale Führungsrolle der USA nicht mehr auf die bisherige Weise sicherstellen zu wollen, sondern verfolgt andere Ansätze. Mit Blick auf die angekündigten Zölle gegen enge Verbündete wie Kanada oder die EU sowie eine Schwächung internationaler Institutionen könnte die künftige US-Geopolitik darauf abzielen, die Bildung bzw. Stärkung anderer Machtblöcke zu verhindern. Ein derartiger Ansatz könnte allerdings viele Länder eher in Richtung Chinas und der BRICS-Staaten lenken und so die geostrategische Position der USA letztendlich schwächen. Ein wichtiges Beispiel in diese Richtung ist die jüngste Annäherung zwischen China und Indien. Im Fall von Europa könnte der Ansatz zudem eine stärkere Vereinigung und Kooperation innerhalb des Kontinents begünstigen. Die aktuellen Entwicklungen könnten somit die Initialzündung für eine stärkere Integration und eine Festigung des

europäischen Gewichts auf der Weltbühne als Alternative zu den USA und China sein. Einen weiteren Pol in der neuen Weltordnung könnten die ASEAN-Staaten bilden, die vor allem in den säkularen Themen Wachstum und Demografie hervorstechen. Alles in allem dürften jedoch die USA und China längerfristig die dominierenden Pole bleiben. Die Vereinigung des Globalen Südens ist bislang langsamer eingetreten als von uns in den letzten Jahren erwartet. Der Rückzug der USA von der globalen Weltbühne und das Verprellen bisheriger Handelspartner könnte hier jedoch als Katalysator dienen und den Zeitplan beschleunigen sowie die Tiefe der Integration im Globalen Süden dramatisch erhöhen.

Rüstung und Sicherheitspolitik (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↑)

Bereits im letzten Secular Outlook haben wir das langfristige Bild einer deutlichen Zunahme der Rüstungsinvestitionen skizziert. Auch hier hat die gegenwärtige und längerfristige Geschwindigkeit dieser Entwicklung deutlich zugenommen. Die Hemmschwelle für den Einsatz militärischer Mittel ist deutlich gesunken (z. B. Krieg in Gaza, Indien-Pakistan-Konflikt, Ukrainekrieg). Die Neuausrichtung der US-Geopolitik mit dem Rückzug der USA (zumindest in der Wahrnehmung) aus ihrer Funktion als „Weltpolizei“ dürfte dabei eine nicht unwesentliche Rolle gespielt haben. Diese Entwicklungen befeuerten den Bedarf an Rüstungsinvestitionen. Unerwartet kam hier insbesondere die überraschende Erhöhung der im NATO-Vertrag festgeschriebenen Ausgaben für Rüstungsgüter von 2 Prozent auf 5 Prozent des BIP hinzu. Aber auch außerhalb der EU dürften die Militärausgaben angesichts zunehmender geopolitischer Spannungen in den nächsten Jahren weltweit weiter ansteigen und zu einer wachsenden Nachfrage nach Rüstungsgütern führen. Auch die hybride Kriegsführung nimmt kontinuierlich zu, beispielsweise in Form von staatlich beauftragten Hackerangriffen oder Sabotageakten gegen kritische Infrastruktur. Zur Abwehr dieser Form der Kriegsführung sind zusätzliche Rüstungsausgaben notwendig. Die Anpassung von Abwehrsystemen gegen modernere Waffentechniken dürfte ebenfalls enorme Rüstungsinvestitionen zur Folge haben. Hier ist insbesondere die stetige Zunahme von Drohnen hervorzuheben. Während die Herstellungskosten von Drohnen marginal sind, sind Abwehrsysteme gegen Drohnen sehr kostspielig und nur begrenzt effektiv.

Grüne Transformation (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↓)

Die Welt benötigt kontinuierlich immer mehr Energie, insbesondere für KI-Rechenzentren und Elektromobilität. Gegenwärtig lässt sich dieser Bedarf auf globaler Ebene jedoch nicht durch grüne Energien decken. Dies könnte die grüne Transformation potenziell sowohl verlangsamen als auch beschleunigen. Diese gegensätzlichen Möglichkeiten zeigen sich bereits. So kommt es zunehmend zu divergierenden Ansichten zwischen den beiden größten Volkswirtschaften, den USA und China. Während sich die USA immer weiter von der grünen Transformation distanzieren, setzt China voll und ganz auf erneuerbare Energien. In vielen Bereichen hat China mittlerweile Produktionskapazitäten und komparative Kostenvorteile erreicht, die von anderen Nationen nur schwer erreicht werden können. Auch mit Blick auf die Zukunft liegen viele Patente mit direktem Bezug zu grünen Technologien in China. In der EU hadern zuletzt Teile der Politik mit den Klimazielen. Aufgrund des hohen Energiebedarfs und des aufwendigen Wandels erlebt die Atomkraft auf globaler Ebene eine Renaissance. Die Geschwindigkeit der grünen Transformation dürfte sich somit insgesamt verlangsamen. Da diese Transformation jedoch letztlich alternativlos bleiben dürfte, behält dieser Trend seine Relevanz.

Protektionismus und Reglobalisierung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↑)

Die Welt entwickelt sich zunehmend von der Hyperglobalisierung weg und hin zur nationalen Sphäre. Die Abkehr von einer stark international arbeitsteiligen, globalisierten Welt, die häufig mit den Begriffen „Friendshoring“ und „Homeshoring“ umschrieben wird, bedeutet, dass wieder mehr Produktion vor Ort stattfinden wird – beispielsweise in den USA und in Europa. Dieses Tempo wurde jüngst durch die explizite Forderung des US-Präsidenten, Produktionsstätten unter Androhung von Strafzöllen nach Amerika zu verlegen, beschleunigt. Hinzu kommen geforderte Investitionszusagen von Ländern im Zuge von Zollvereinbarungen. In unserem letzten Secular Outlook haben wir eine deutliche Zunahme protektionistischer Maßnahmen prognostiziert. Auch hier hat der Schwenk in der amerikanischen Außenpolitik mit den höchsten Zollerhöhungen seit fast 100 Jahren und der Ankündigung sehr hoher sektoraler Zölle die globalen Handelshemmnisse deutlich erhöht. Das zeitgleiche Vorgehen der US-Regierung gegen sämtliche Handelspartner kam für uns überraschend. Hier schien ein von den USA initiiertes gemeinsames

Vorgehen ihrer westlichen Handelspartner gegenüber dem „Globalen Süden“ im Allgemeinen und China im Besonderen deutlich wahrscheinlicher. Etwas unerwartet war somit die deutliche Zunahme von Handelshemmnissen innerhalb der Länder des „Globalen Nordens“. Die bereits einsetzende Neuordnung von Wertschöpfungsketten, der Wunsch, kritische Waren aus geostrategischen Gründen im eigenen Land zu produzieren, der Schutz vor „Preisdumping“ und die Einführung von Straf- und Gegenzöllen werden den globalen Handel weiterhin zunehmend erschweren. Zölle sind üblicherweise schnell eingeführt, aber nur langsam wieder zurückzufahren. Der säkulare Trend des Protektionismus bleibt intakt und dürfte sich somit in den kommenden Jahren fortsetzen.

Demografie (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Der demografische Wandel bleibt ein strukturelles Thema bzw. eine Herausforderung, die sich bestenfalls langsam beeinflussen lässt. Gerade in den entwickelten Ländern stellt die Überalterung der Bevölkerung und das Ausscheiden der Babyboomer eine erhebliche Herausforderung für viele Bereiche wie das Sozialsystem und das Wirtschaftswachstum dar. Doch auch in vielen asiatischen Ländern wie beispielsweise China oder Japan gehen mit der Überalterung enorme Herausforderungen einher. Insgesamt hat sich unsere Bewertung der Entwicklung nicht geändert, sodass unser Bild weiterhin gültig ist. Mittelfristig erwarten wir positive Impulse für überalterte Gesellschaften aus den Bereichen Digitalisierung, KI und dem Gesundheitswesen.

Digitalisierung und KI (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Analoge Geschäftsmodelle werden durch Digitalisierung, Automatisierung und Künstliche Intelligenz zunehmend infrage gestellt. Letztere ist wahrscheinlich eine der größten technologischen Errungenschaften der Menschheit. Wie bei jeder neuen Zukunftstechnologie ist der disruptive Charakter, der unweigerlich alle Bereiche der Zivilisation durchdringen wird, aus heutiger Sicht schwer abzuschätzen. Er dürfte jedoch enorm sein und mit vielen Chancen und Risiken einhergehen. Der Technologiebereich bleibt einer der größten Wachstumsmotoren und ist ein wesentlicher Grund für die Wachstumsschere zwischen Europa, den USA und China. Wann und in welchem Umfang KI flächendeckend zum Einsatz kommt und in welchem Maße limitierende Faktoren wie beispielsweise bürokratische und aufsichtsrechtliche Reglementierungen erwartbare Produktivi-

tätsgewinne zumindest kurzfristig beeinflussen, ist noch immer schwer abzuschätzen. Das Thema behält seine Relevanz, ohne dass sich das von uns erwartete Tempo ändert.

De-Dollarisierung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↑)

Der US-Dollar ist die globale Leitwährung. In unserem letzten Secular Outlook haben wir das Bild eines langfristigen, graduellen Rückgangs des US-Dollars in seiner Funktion als globale Leitwährung (De-Dollarisierung) gezeichnet. Gründe hierfür sind vor allem in der wachsenden ökonomischen Bedeutung des Globalen Südens und der US-Schuldenproblematik zu finden. Jüngste Entwicklungen wie die infrage gestellte Unabhängigkeit der US-Notenbank oder eine Politik, die offenbar auf eine Schwächung des Dollars abzielt, haben dem Image und dem Wert des Dollars deutlich geschadet. Die starken Wertzuwächse von Gold sind in den vergangenen Jahren insbesondere auf Zentralbanken zurückzuführen, die ihre Reserven zunehmend in das gelbe Metall umtauschen. Auch Änderungen in den globalen Transaktionsströmen, die sich jenseits der traditionell von den USA dominierten Finanzarchitektur bewegen, dürften weiter an Relevanz gewinnen. Neben einer stärkeren asiatischen Finanzarchitektur dürften auch dezentrale, auf Kryptowährungen basierende Transaktionssysteme an Relevanz gewinnen. In beiden Fällen könnte die globale Rolle und somit der Wert des US-Dollars sinken. Jüngst unterstrich auch die extreme Zunahme währungsgesicherter Transaktionen ausländischer Investoren an den US-Finanzmärkten die wachsende Sorge vor einer anhaltenden Dollar-Schwäche. Insgesamt muss festgehalten werden, dass das Bild der De-Dollarisierung intakt bleibt, sich die Geschwindigkeit jedoch erhöht haben dürfte.

De-Demokratisierung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↑)

Die alteingesessenen Demokratien kämpfen nach wie vor mit den Herausforderungen der „Zunahme des Populismus“ und des Aufkommens autokratischer Strukturen. Zuletzt war dies vor allem in den USA zu beobachten. Doch auch in Europa setzt sich der rechtspopulistische Trend weiter fort. Auf globaler Ebene scheinen insbesondere junge und sich im Entstehen befindliche Demokratien in der sich wandelnden Weltordnung zerbrechlich zu sein. Denn in einer Welt, in der sich die USA zunehmend aus der Verbreitung von Demokratie zurückziehen, das chinesische Systemmodell beim Handel weitgehend vom Regierungssystem ab-

trahiert und die globale Bedeutung Europas geschwächt ist, bleibt Autokratie für die Eliten vieler Schwellenländer grundsätzlich attraktiver als Demokratie. Ihre Herrschaft wird nicht infrage gestellt, eine aufgeklärte Zivilgesellschaft, eine korruptionsresistente Verwaltung und Rechtsstaatlichkeit werden nicht gefordert.

Blockchain-Technologie (neu aufgenommen)

Die Blockchain-Technologie ist auf dem Vormarsch und durchdringt dabei sämtliche Wirtschaftsbereiche. Eines der wichtigsten Anwendungsfelder sind Kryptowährungen, die in den vergangenen Jahren vor allem im Zahlungsverkehr und in der Vermögensallokation für große Veränderungen gesorgt haben. Eine Entwicklung, die sich unserer Erwartung nach auch in den kommenden zehn Jahren fortsetzen dürfte. Hinzu kommt, dass Regierungen und klassischen Währungen von immer mehr Menschen zunehmend kritisch betrachtet werden. Vor diesem Hintergrund ist es besonders reizvoll, dass die Blockchain-Technologie als dezentrales globales Netzwerk losgelöst von staatlichen Institutionen angewendet werden kann.

Industriepolitik (neu aufgenommen)

Das Wachstum aus alten Technologien und Märkten, wie der klassischen Automobilindustrie, neigt sich dem Ende zu. Nicht die klassische Ingenieursleistung, sondern die informationstechnische Vernetzung rückt in den Vordergrund. Daher müssen sich Industrieländer zur Wahrung ihres Wohlstands in diesem geänderten Umfeld im Grunde neu erfinden. Vor diesem Hintergrund dürfte die Industriepolitik in den kommenden Jahren wieder stärker in den Vordergrund rücken. Sie wird sich insbesondere in Form von Steuervergünstigungen, staatlichen Subventionen und der Schaffung günstigerer Standortbedingungen (z. B. Infrastruktur) niederschlagen. Subventionen, insbesondere im Exportsektor, dürften jedoch Gegenreaktionen (vor allem in Form von Zöllen) der Handelspartner nach sich ziehen. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass Subventionen, Steuererleichterungen und die Verbesserung von Standortbedingungen den Staatshaushalt belasten und zu einer höheren Staatsverschuldung führen. Dennoch dürfte die Industriepolitik gerade für Europa Chancen bieten, um Unternehmen („European Champions“) zu schaffen, die mit den Großunternehmen aus den USA und China konkurrieren können. ■

4. Fokusthemen

Im vorangegangenen Kapitel haben wir einen Überblick über viele der großen säkularen Entwicklungen gegeben, die wir für die kommende Dekade und darüber hinaus erwarten. Mit Blick auf das Anlageumfeld in den nächsten zehn Jahren stechen unserer Meinung nach vor allem drei Themenblöcke hervor, auf die wir im Folgenden einen Fokus legen werden. Diese Fokusthemen sind Künstliche Intelligenz (KI), politische Fragmentierung und Staatsverschuldung. Wir erwarten, dass diese in der kommenden Dekade einen besonders großen Einfluss auf die Vermögensallokation und die einzelnen Anlageklassen haben dürften.



4.1 Künstliche Intelligenz (KI)

In den vergangenen Jahren hat sich die Künstliche Intelligenz (KI) von einem überwiegend akademischen Forschungsfeld zu einem der dynamischsten Treiber wirtschaftlicher, gesellschaftlicher und politischer Veränderungen entwickelt. Die öffentliche Aufmerksamkeit für Systeme wie z. B. Chat-GPT führte zu einer regelrechten „Generativen-KI-Welle“, die nicht nur Suchvolumina und Medienberichte dominierte, sondern auch in Unternehmensberichten zu den am häufigsten diskutierten Themen avancierte.

Dabei gibt es auch kritische Stimmen. KI-gesteuerte Algorithmen beeinflussen in sozialen Medien zunehmend das Nutzerverhalten, prägen den Prozess der Meinungsbildung und tragen zu einem veränderten Konsumverhalten bei. Filterblasen tragen zu einer Erosion des demokratischen Diskursprozesses bei und hemmen somit die Notwendigkeit, strukturelle Themen differenziert zu betrachten. In ihrem Buch „System Error“ von 2021 weisen die Autoren Reich, Sahami und Weinstein daraufhin, dass die digitale Technologieentwicklung – insbesondere durch KI, Algorithmen und Big Data – nicht neutral, sondern wertgeladen ist und dass KI-basierte Systeme primär auf Effizienz, Skalierung und Optimierung ausgerichtet sind – nicht aber auf ethische oder gesellschaftliche Werte.

Wenig verwunderlich begegnen Regierungen und internationale Organisationen zunehmend mit Regulierung, Strategie und geopolitischer Positionierung auf diese Entwicklungen, um Sicherheit, Transparenz und ethische Standards für KI zu schaffen. Damit stehen sie im geopolitischen Wettbewerb um technologische Vorherrschaft, sodass sich KI zum strategischen Machtinstrument in globalen Handels- und Sicherheitsfragen entwickeln dürfte.

Trotz der gesellschaftlichen und ethischen Herausforderungen scheinen für viele Unternehmen dennoch die ökonomischen Chancen zu überwiegen. Besonders deutlich wird dies bei den großen Technologiekonzernen – den sogenannten „M7“ –, die als zentrale Treiber und Profiteure der KI-Revolution gelten. Am Beispiel von Nvidia lässt sich eindrucksvoll nachvollziehen, wie stark die Kapitalmärkte auf die Dynamik und Innovationskraft im Bereich der Künstlichen Intelligenz reagieren. Der Aktienkurs des Unternehmens stieg in den vergangenen fünf Jahren um über 1.200 Prozent.

Parallel zu dieser Entwicklung nahm allerdings auch das KI-Investitionsvolumen insgesamt zu. Laut dem KI-Index-Report der Stanford-Universität belief sich der Gesamtwert der Unternehmensinvestitionen im Bereich KI im Jahr 2024 auf rund 252 Mrd. US-Dollar. Das entspricht mehr als dem BIP Griechenlands. Allen voran investierten Unternehmen in den Ausbau von Rechenzentren, spezialisierte Halbleiter und Cloud-Infrastrukturen, um die enorme Nachfrage nach Rechenleistung zu decken. Die UBS geht davon aus, dass die Investitionen im Jahr 2025 und 2026 auf 375 Mrd. respektive 500 Mrd. US-Dollar ansteigen könnten – das entspräche knapp dem BIP Österreichs. Warum sind solche gigantischen Investitionen notwendig?

Laut der Unternehmensberatung McKinsey erfordern generative KI-Anwendungen eine Steigerung der Rechenleistung um den Faktor 125 von 0,2 Quetta-Gleitkommaoperationen (QFLOP, einem Maß für die Leistungsfähigkeit von Computerchips) in diesem Jahr auf 25 QFLOPs im Jahr 2030. Server für KI-Anwendungen könnten so rund 10 Prozent des Stroms weltweit verbrauchen. Dementsprechend wird auch der Energiebedarf ansteigen. Die Internationale Energieagentur geht davon aus, dass sich allein der Stromverbrauch von Rechenzentren bis 2030 auf nahezu 1.000 TWh verdoppeln könnte – den heutigen Strombedarf Japans.

Die Entwicklungen im Bereich KI zeigen, dass sie nicht nur technologisch, sondern auch gesellschaftlich, politisch, ökonomisch und ökologisch zu einem maßgeblichen Treiber globaler Erwartungen geworden ist. Die Debatte um die langfristigen ökonomischen Effekte der KI wird zunehmend von zwei zentralen Dimensionen bestimmt: dem Arbeitsmarkt und den Produktivitätseffekten. Beide sind eng miteinander verknüpft und bestimmen nachhaltig das makroökonomische Potenzial von KI in der Zukunft.

Der Internationale Währungsfonds schätzt, dass etwa 40 Prozent der weltweiten Beschäftigung Tätigkeiten umfasst, die in unterschiedlichem Maße KI-exponiert sind; in entwickelten Volkswirtschaften liegt dieser Anteil sogar noch höher. Dabei handelt es sich weniger um unmittelbar drohende Arbeitsplatzverluste, sondern um tiefgreifende Verschiebungen von Aufgabenprofilen. KI ersetzt standardisierte Tätigkeiten, ergänzt aber auch komplexere Arbeitsschritte. Dies verlangt umfassende

Weiterbildungs- und Umschulungsinitiativen, um die Beschäftigten auf neue Rollen vorzubereiten und Ungleichheiten zu vermeiden.

Diese Einschätzung des IWF verdeutlicht, dass der Einsatz von Künstlicher Intelligenz nicht nur technologische, sondern auch strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt auslöst. Während die unmittelbaren Beschäftigungseffekte häufig überschätzt werden, liegt die eigentliche Herausforderung in der Anpassung bestehender Tätigkeitsprofile und Organisationsstrukturen.

Die Diskrepanz zwischen Mikro- und Makroergebnissen beim Einsatz generativer KI beschreibt das Spannungsfeld zwischen beobachteten Produktivitätsgewinnen auf individueller Ebene und dem bislang ausbleibenden wirtschaftlichen Mehrwert auf Unternehmens- oder gesamtwirtschaftlicher Ebene. Auf der Mikroebene – also bei einzelnen Beschäftigten oder Arbeitsprozessen – zeigen empirische Studien wie die von Brynjolfsson et al. (2023), dass generative KI deutliche Effizienzsteigerungen bewirken kann. In einer groß angelegten Feldstudie mit Servicemitarbeitern führte der Einsatz eines KI-basierten Assistenzsystems zu einer durchschnittlichen Produktivitätssteigerung von rund 14 Prozent. Besonders weniger erfahrene Mitarbeiter profitierten, da KI als Kompetenzverstärker fungierte: Sie kodifizierte Wissen, beschleunigte Lernprozesse und half, bewährte Praktiken schneller im gesamten Team zu verbreiten.

Auf der Makroebene, also der Ebene ganzer Unternehmen oder der Gesamtwirtschaft, zeigt sich jedoch ein anderes Bild. Laut dem MIT-Report „The GenAI Divide: State of AI in Business 2025“ berichten rund 95 Prozent der befragten Unternehmen, dass der Einsatz generativer KI bislang keinen messbaren finanziellen Nutzen oder Kapitalrendite erbracht hat. Nur eine kleine Minderheit der Projekte konnte tatsächlich zu Umsatzsteigerungen oder Kosteneinsparungen beitragen.

Diese scheinbar widersprüchlichen Ergebnisse lassen sich dadurch erklären, dass Mikro- und Makroanalysen unterschiedliche Dinge messen. Auf der Mikroebene wird die Produktivität einzelner Personen betrachtet – etwa, wie viele Kundenanfragen ein Mitarbeiter pro Stunde bearbeitet. Auf der Makroebene hingegen geht es um betriebswirtschaftliche Kennzahlen wie Gewinn, Umsatz oder Gesamtproduktivität. Eine Steigerung individueller Effizienz führt also nicht automatisch zu höheren Unternehmensgewinnen, wenn organisatorische Strukturen, Prozesse und Geschäftsmodelle unverändert bleiben.

Mehrere Faktoren tragen zu dieser Lücke bei. Erstens entstehen organisatorische Reibungsverluste, wenn nur einzelne Abteilungen KI nutzen, die Effizienzgewinne aber nicht im gesamten Unternehmen wirksam werden. Zweitens fehlen oft komplementäre Investitionen – etwa in Schulungen, Datenmanagement oder Prozessanpassungen –, die nötig wären, um die Potenziale der Technologie voll auszuschöpfen. Drittens gibt es zeitliche Verzögerungen: Kurzfristig steigen häufig die Kosten für Implementierung und Integration, während die Erträge erst langfristig sichtbar werden. Die Effekte sind oft sehr unterschiedlich verteilt. Einige Mitarbeiter profitieren stark, viele jedoch nur geringfügig. Auf Unternehmensebene ergibt sich somit letztendlich ein gedämpfter Durchschnittseffekt.

Insgesamt zeigt diese Diskrepanz, dass generative KI zwar auf der operativen Ebene klare Leistungssteigerungen ermöglicht, diese aber nicht automatisch zu makroökonomischem Wachstum führen. Oder anders formuliert: KI kann Menschen produktiver machen, doch Organisationen und Strukturen sind bislang oft nicht ausreichend darauf vorbereitet, diese individuellen Effizienzgewinne in nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg zu übersetzen.



Entscheidend ist, ob Gesellschaften die Schattenkosten der KI strategisch abfedern und Unternehmen die Potenziale in reale Zuwächse umsetzen können.“

Somit kommt die OECD wenig überraschend zu dem Ergebnis, dass KI einen dauerhaften Produktivitätsschub erzeugen kann. Ob und in welchem Umfang, hängt jedoch stark von Komplementärinvestitionen in Daten, Infrastruktur, Humankapital und Unternehmensführung ab. Ohne diese flankierenden Maßnahmen bleibt KI-Nut-

Tabelle 1: Erwarteter Einfluss generativer KI auf Wirtschaftswachstum

Quelle	Jahr	BIP-Effekt, global, kumuliert	Zeitraum
Brookings Institute	2024	0–1 %	bis 2035
OECD	2023	0,5–1 %	10 Jahre
Bank of England	2024	1–3 %	10–15 Jahre
IWF (pessimistisches Szenario)	2025	1,2 %	10 Jahre
EZB	2024	2 %	10 Jahre
IWF Basisszenario	2025	4 %	10 Jahre
Goldman Sachs – Global Economics Analyst	2023	7 %	ca. 10 Jahre

*Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.
Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.*

zung oft punktuell ohne breitenwirksame Wachstumsimpulse. Darüber hinaus können entsprechende Investitionen die sogenannten Schattenkosten von KI senken. Diese verdeckten Kosten schmälern das Netto-Wachstumspotenzial und umfassen Ausgaben in den Bereichen Energie, Umwelt, Investitionen und Regulatorik etc.

Dies zeigt, dass Komplementärinvestitionen und Diffusion als „Make or Break“-Komponente zu sehen sind. Die Technologie ist nur die Startbedingung. Komplementäre Inputs (Daten, Cloud/Chips/Netze, Sicherheit), operative Neugestaltung (Prozesse, Verantwortlichkeiten, Qualitätssicherung) und Humankapital (Weiterbildung in prompt-/tool-gestützter Arbeit, Datenkompetenz, Urteilsfähigkeit) konvertieren KI-Potenzial in reale Zuwächse der Gesamtfaktorproduktivität. Bleiben diese Investitionen aus, drohen Produktivitätsparadoxien: hohe Ausgaben ohne messbaren Output. Das erklärt, warum viele Prognosen heute im Rahmen weiter Spannen berichten – sie spiegeln die Unsicherheit über Adoptionsgeschwindigkeit und Skalierung wider.

Für das Wachstum zählt aber auch, wer profitiert. Werden Tätigkeiten vor allem im oberen Qualifikationssegment ergänzt, kann dies Lohnschere vergrößern und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpfen; werden

dagegen breite Qualifikationsgruppen produktiver (wie im Service-Experiment beobachtet), stärkt das die inklusiven Effekte. Gleichzeitig fordert die stärkere KI-Durchdringung robuste Unternehmensführung (Bias, Sicherheit, Transparenz), um Reputations- und Systemrisiken zu begrenzen, die ansonsten Investitionen und Diffusion bremsen könnten. Diese Balance aus Anreizen und Leitplanken wird ein Kernthema der kommenden KI-Dekade bleiben.

Fazit

Künstliche Intelligenz ist ein plausibler Wachstumstreiber der kommenden Dekade. Die Mikroevidenz zeigt, dass deutliche Produktivitätsgewinne möglich sind, während die Makroprognosen von vorsichtigen 0,1 Prozentpunkten bis zu optimistischen 7 Prozent kumuliertem Wachstumsbeitrag zum globalem BIP in zehn Jahren reichen. Entscheidend ist, ob Gesellschaften die Schattenkosten – Energieverbrauch, Ungleichheit und Regulierungslasten – durch geeignete Strategien abfedern und ob Unternehmen die Potenziale von KI in reale Zuwächse der Gesamtfaktorproduktivität umsetzen können. Erst dann können die Potenziale von KI nachhaltig und inklusiv in volkswirtschaftliches Wachstum übersetzt werden. ■

4.2 Fragmentierung

Diagnose, Hintergrund und Treiber

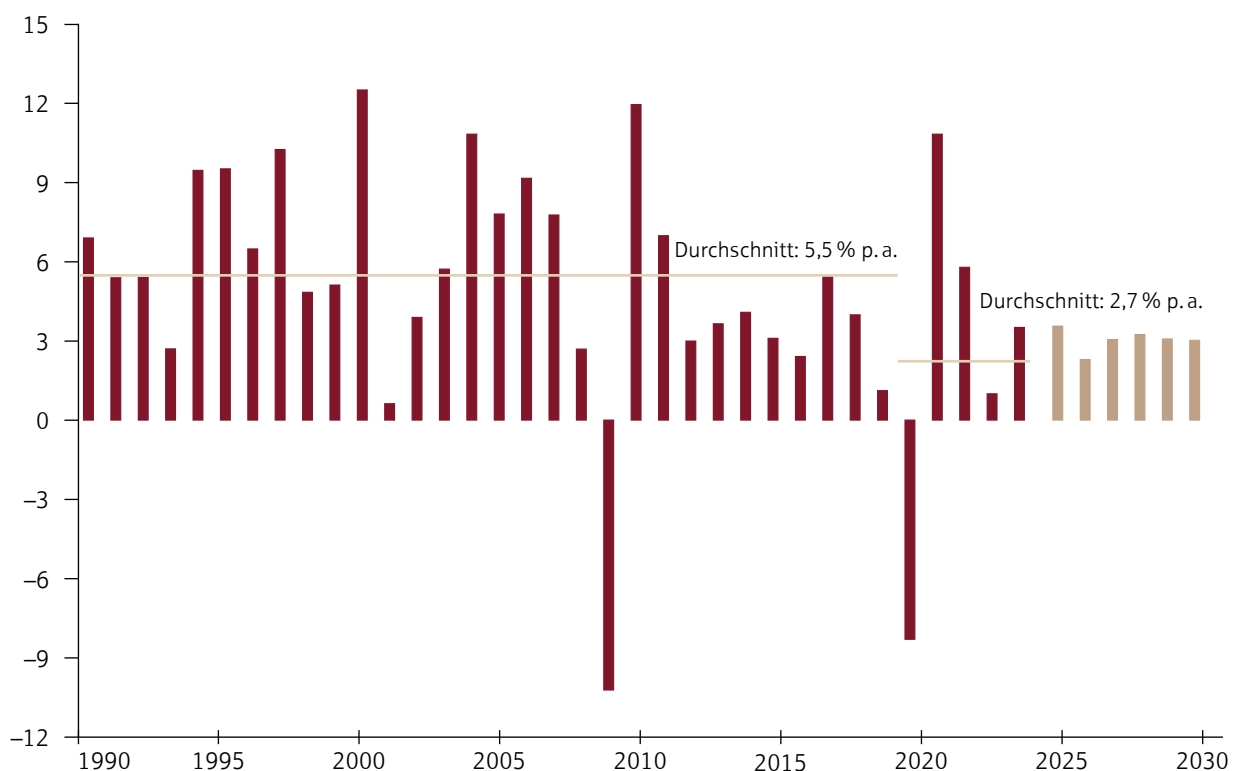
Die Zeit nach dem Ende des Kalten Krieges war geprägt von einer Hyperglobalisierung. In den 1990er- bis Ende der 2010er-Jahre stieg das globale Handelsvolumen von Waren und Dienstleistungen jährlich um durchschnittlich 5,5 Prozent. „Offshoring“ war das Gebot der Stunde. Durch die Verlagerung von Produktionsstandorten ins Ausland konnten deutliche Kosteneinsparungen realisiert werden. Insbesondere China entwickelte sich, auf Basis eines umfangreichen und kostengünstigen Arbeitskräfteangebots, zur Werkbank der Welt. Von dieser Symbiose profitierten beide Seiten. Die Industrieländer konnten ihren Verbrauchern günstige Güterpreise anbieten und in den Schwellenländern wurden Arbeitsplätze geschaffen und wurde der Wohlstand gesteigert.

Mit der wachsenden ökonomischen Kraft Chinas und dem Wegfall zahlreicher Industriearbeitsplätze im Wes-

ten traten die systemischen Unterschiede gegenüber den reinen Geschäftsinteressen in den Vordergrund. Teilweise stark eingeschränkte Eigentumsrechte, das Fehlen echter demokratischer Strukturen und die Verletzung von Menschenrechten wurden zunehmend angeprangert und führten zu einer „Rivalität der Systeme“. Letztlich zeigte aber ein exogener Schock, die Coronapandemie, die entstandene Anfälligkeit auf. Die globale Arbeitsteilung wurde so kleinteilig und undurchsichtig (manche Unternehmen kannten eigene Lieferketten gar nicht mehr vollumfänglich), dass die Lieferketten empfindlich gestört wurden, weshalb es beim Angebot zahlreicher Produkte zu Engpässen kam. Mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine folgte der nächste Schock, der die Abhängigkeit auf einzelne Zulieferer vor Augen führte.

Entsprechend folgte eine Phase, in der das Re- bzw. Friendshoring diskutiert wurde. Kritische Teile von Lieferketten sollten zurückgeholt oder zumindest in be-

Abbildung 1: Welthandel



■ Veränderung des weltweiten Handelsvolumens (Güter und Dienstleistungen) zum Vorjahr ■ Prognose des IWF

Quelle: LSEG Datastream Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

freundete Länder verlegt werden. Die extremste Ausprägung dieses Vorgehens sind wohl die von der US-Administration beschlossenen Zölle. Diese sind so hoch wie noch nie seit Ende des Zweiten Weltkriegs. Zudem wurden in den „Zoll-Deals“ häufig Investitionsversprechen erzwungen.

Dies bezeichnet eine Abkehr von der bekannten Welt- und Handelsordnung. Bisher wurde der faire Welthandel von den USA als Hegemon in einem Multilateralismus mittels ihrer herausragenden militärischen und ökonomischen Stärke verbreitet, durchgesetzt und abgesichert. In der neuen Ordnung scheint jeder für sich selbst zu stehen und das Recht des Stärkeren zu gelten. Der Slogan „America first“ scheint mehr und mehr zum US-Egoismus und „America only“ zu werden. Die bisherigen Bündnisse und gewachsenen Strukturen scheinen nur noch wenig Wert zu sein. So ist der Einfluss der Welthandelsorganisation (WTO) inzwischen sehr begrenzt.

Auf der anderen Seite des Pazifiks strebt das an Macht und Einflussphäre gewinnende Reich der Mitte nach Autarkie. Zum Beispiel werden erneuerbare Energien ausgebaut, um unabhängig von Energieimporten zu sein. Zudem denkt China in Dekaden statt in Wahlzyklen, weshalb es strategisch geduldig ist. So konnte Peking im Handelskonflikt Zähne zeigen und Gegenzölle beschließen, ohne den Unmut der Wirtschaft oder der Bevölkerung fürchten zu müssen. Insgesamt zeigt sich eine zunehmende Überschneidung von Geopolitik, Sicherheitspolitik und Ökonomie. Es gibt mehr und mehr Protektionismus und Subventionen. Neben den US-Zöllen sind hier der Inflation Reduction Act (IRA), aber auch der EU Green Deal oder die chinesische Industriepolitik als Beispiele zu nennen. Zudem folgte auf die US-Exportkontrollen bei Halbleitern eine Anweisung Pekings an seine Unternehmen, keine US-Halbleiter zu kaufen.

Die Beziehung zwischen China und den USA wird zunehmend komplex und es zeichnet sich eine Fragmentierung ab. Europa sitzt dabei zwischen den Stühlen und ist von beiden Seiten abhängig. Die Positionierung der Schwellenländer ist noch nicht in Stein gemeißelt. Zuletzt wurde die Orientierung Richtung USA aufgrund der Einführung von Zöllen, der Einstellung von USAID oder auch der Machtdemonstration mit Militärparaden unattraktiver, während sich China engagiert zeigt. Doch wird es z. B. von Indien auch als Kontrahent gesehen. Das ambivalente Verhältnis zwischen den beiden Schwellenländern zeigt sich z. B. auch darin, dass Indien dem weltgrößten Freihandelsabkommen RECP aus Sorge vor einer Flut günstiger Güter aus China nicht beigetreten ist.

Die Beziehung zwischen China und den USA wird komplexer und es zeichnet sich eine Fragmentierung ab. Europa sitzt dabei zwischen den Stühlen.“

Der Begriff der Deglobalisierung mag übertrieben erscheinen, aber zumindest ist der Anstieg des Handelsvolumens seit 2020 auf durchschnittlich 2,7 Prozent gesunken. Die Auswirkungen der US-Zölle sind dabei noch nicht enthalten, wohl aber der innerhalb des asiatisch-pazifischen Raums kräftig weiterwachsende Handel. Insofern kann zumindest von einem Ende der Hyperglobalisierung, einer Reglobalisierung und einer Fragmentierung in Handels-Teilblöcke gesprochen werden.

Ableitung für die Makroökonomie und die Kapitalmärkte

Die zunehmende Fragmentierung dürfte zu einem Rückgang oder zumindest einer Stagnation der globalen Arbeitsteilung führen. Wenn jeder Handelsblock autark sein möchte, müssen „alle alles können“. Damit sinkt die Effizienz durch Skaleneffekte und Spezialisierung. Dies dürfte das Potenzialwachstum drücken.

Des Weiteren dürfte die Inflation befeuert werden. Denn Redundanzen und Absicherungen kosten Geld. Diese höheren Kosten könnten zwar temporär zulasten der Unternehmensmargen gehen, werden aber in der langen Frist an die Verbraucher weitergegeben.

Für Anleihen würde die gedämpfte Wachstumswirkung für niedrigere und der Inflationsdruck für höhere Renditen sprechen. Beide Effekte dürften sich etwa die Waage halten, sodass wir im Vergleich zu heute von wenig veränderten bis leicht höheren Zinsen ausgehen.

Auf Aktien dürfte dieses makroökonomische Umfeld eine äußerst differenzierte Wirkung haben. Einzelne Branchen in einzelnen Ländern könnten profitieren,

während sie in anderen Ländern leiden könnten. Der detaillierte Blick auf das genaue Geschäftsmodell, die Absatzmärkte und die Lieferketten wird zunehmend wichtig. Unter diesen Annahmen wird das Auswählen einzelner Titel („stock picking“) wichtig sein. Doch auch mit einer aktiven Einzeltitelselektion gehen natürlich Risiken und Verlustpotenziale einher. Neben der Wahl unattraktiver Unternehmen besteht hier vor allem das idiosynkratische Risiko. Ferner dürften – angenommen, die Politik wirkt nicht entgegen – „Große immer größer werden“, da sie mehr Marktmacht und damit mehr Einfluss auf Lieferketten haben. Zudem könnten sich Großunternehmen innerhalb ihrer Wertschöpfungsketten zumindest einige Skaleneffekte erhalten.

”**Fragmentierung ist nicht auf das Zerschneiden in einzelne Handelsblöcke und die Ökonomie beschränkt. Sie betrifft auch die Gesellschaft.“**

Unter den Alternativen Anlagen könnten eine Verknappung und strategische Vorratshaltung die Preise von Rohstoffen treiben. Bei Schlüsselrohstoffen zeigten sich zuletzt Abhängigkeiten von einzelnen Ländern – so z. B. bei Seltenen Erden aus China. Hier dürfte es aus geostrategischen Überlegungen zu Diversifikation durch Kapazitätsaufbau kommen, der auch bei Förderungskosten über Marktpreisen aufrechterhalten werden könnte. Möglicherweise gibt es nicht mehr einen Weltmarktpreis, sondern fragmentierte Regionalmarktpreise. Gold dürfte angesichts der zunehmenden Überschneidung von Geopolitik, Sicherheitspolitik und Ökonomie als unabhängiges Reservevehikel weiterhin gefragt sein.

Klassische Korrelationen könnten aufbrechen. Sinkende Renditen müssen nicht mit sinkenden Aktienindizes einhergehen. Und starke Börsenkurse nicht eine zeitgleiche Abkehr von Gold bedeuten. Insgesamt scheint sich keine einzelne Anlageklasse besonders hervorzutun,

sondern die Diversifikation wird noch wichtiger, um eine Robustheit des Portfolios sicherzustellen.

Exkurs: Fragmentierung der Gesellschaft

Die Fragmentierung ist nicht auf das Zerschneiden in einzelne Handelsblöcke und auf die Ökonomie begrenzt. Sie ist auch in der Gesellschaft zu beobachten. Hier dürfte die Digitalisierung einen wesentlichen Beitrag leisten. Bedeutete die Anfangszeit des Internets noch eine bessere Zugänglichkeit und Gleichverteilung von Informationen, schlagen inzwischen Such-Algorithmen Benutzern vorrangig die Themen vor, die sie zuvor bereits interessiert haben. Vorschläge und Aussagen werden immer extremer, um aufzufallen und geklickt zu werden. Damit driftet der Benutzer immer weiter ab und es kommt zu einer Polarisierung.

Auch Künstliche Intelligenz (KI) ändert daran nichts. Im Gegenteil, KI bestätigt den Benutzer meist, statt ihm zu widersprechen. Im digitalen Raum befinden sich Menschen damit zunehmend in Echokammern, die sie immer wieder selbst bestätigen und das Verständnis für andere Standpunkte schwindet. Hinzu kommt, dass es immer leichter wird, täuschend echte Falschmeldungen zu produzieren und immer schneller geht, diese zu verbreiten. Es wird zunehmend schwer, zwischen Wahrheit und Fiktion zu unterscheiden.

Innerhalb von Demokratien kann das zu einer politischen Blockade führen, da Kompromisse als Verlust und nicht als Gewinn gesehen werden. Aber auch zwischen Ländern kann diese Polarisierung Verhandlungen deutlich erschweren und das Risiko für Eskalationen erhöhen. ■

4.3 Staatsverschuldung

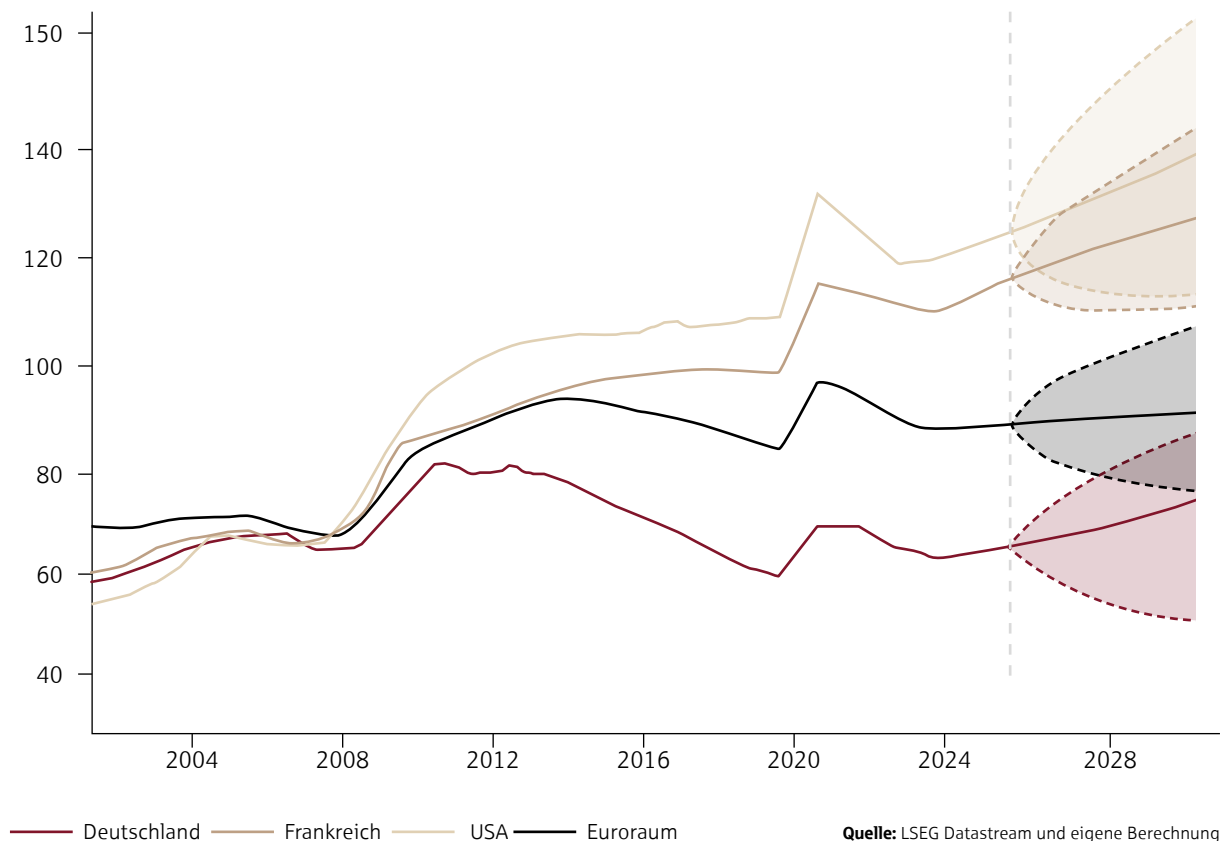
In den letzten Jahrzehnten ist eine deutliche Zunahme der Staatsschulden weltweit zu beobachten. Dieses Thema dürfte auch in den kommenden zehn Jahren eines der größten Damoklesschwerter über den globalen Finanzmärkten bleiben.

Zentrales Problem sind die Ausgaben, nicht die Schulden

Vor allem im Zuge der Corona-Pandemie haben groß angelegte staatliche Konjunktur- und Rettungspakete die Schuldenstände in vielen Ländern deutlich in die Höhe getrieben. Das zentrale Problem ist jedoch weniger die Verschuldung an sich als vielmehr die Nachhaltigkeit der Staatsausgaben. Hier sind vornehmlich strukturelle Defizite zu nennen. Eine dauerhafte Defizitreduktion ist ein üblicherweise langjähriger Prozess, der sich auch deutlich über zehn Jahre hinausziehen kann. Gerade die USA und Frankreich dürften in der kommenden Dekade mit

den negativen Folgen ihrer Haushaltspolitik konfrontiert sein. Dies könnte sich insbesondere in Form von steigenden Finanzierungskosten und schuldeninduzierter Inflation bemerkbar machen. Die aktuellen Entwicklungen in beiden Ländern sprechen eher gegen eine zeitnahe Defizitreduktion. In den USA dürfte die Verabschiedung des „Big Beautiful Bill“ das Staatsdefizit über Jahre hinweg in die Höhe treiben. In der Tat sind Zinskosten bereits jetzt der am schnellsten wachsende Posten im US-Haushaltsbudget. In Frankreich wird die Umsetzung weitreichender Sparmaßnahmen durch eine Regierungskrise beeinträchtigt. Doch auch in Asien stehen vor allem Japan und China vor größeren Herausforderungen bei ihrer Haushaltspolitik, insbesondere mit Blick auf die Überalterung der Bevölkerung mit sinkenden Steuern und höheren Sozialaufwendungen. Die Lockerung der Schuldenbremse in Deutschland und die Umsetzung des großen Konjunkturpakets dürften auch in der größten Volkswirtschaft des Euroraums mehrjäh-

Abbildung 2: Schuldenquoten mit Prognosen



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.
Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

rige Defizite mit sich bringen und die Schuldenquote sukzessive in die Höhe treiben. In Ländern, in denen der Staatssektor bereits einen hohen Anteil am BIP ausmacht und entsprechend hohe Steuern erhoben werden, sind zusätzliche Steuererhöhungen kaum möglich. Ein weiteres Problem sind die absehbaren Ausgaben, insbesondere in Ländern mit umlagefinanzierten Sozialsystemen. Die Europäische Union hat die impliziten Rentenverbindlichkeiten für die Mitgliedsländer berechnet. Würden diese in die Ermittlung der Verschuldungsquote einbezogen, läge Frankreich bei einem Wert von über 500 Prozent des BIP und selbst das derzeit vergleichsweise wenig verschuldete Deutschland bei über 400 Prozent. Doch auch auf die USA kommt durch den Renteneintritt der „Babyboomer“ ein enormer Anstieg der Sozialleistungen zu. Insgesamt dürfte die Demografie in der kommenden Dekade ein deutlicher Schuldentreiber werden.

”**Die Frequenz von Schwarzen Schwänen hat sich im historischen Vergleich erhöht. Diese Entwicklung dürfte sich in den nächsten Dekaden fortsetzen.“**

Notwendigkeit von fiskalischem Handlungsspielraum

Die Frequenz von Schwarzen Schwänen, also extremen und weitreichenden negativen Ereignissen wie der Dot-com-Krise, der großen Finanzkrise von 2007/2008 oder der Corona-Pandemie, hat sich im historischen Vergleich erhöht. Eine Entwicklung, die sich angesichts der hohen geopolitischen Unsicherheit auch in der nächsten Dekade fortsetzen dürfte. Jede Krise ist anders, aber eine wichtige Gemeinsamkeit der letzten größeren Krisen war eine deutliche Zunahme der Staatsausgaben, um die negativen Folgen zu mindern. Ein solider Haushalt mit geringer Schuldenquote verschafft Staaten finanziellen Spielraum. Dadurch können sie in Krisenzeiten

Geld in großem Umfang aufnehmen, ohne dass die Finanzierungskosten enorm ansteigen und es zu einer Schuldenkrise oder steigender Inflation kommt. Wir erwarten, dass es vielen Ländern, die bereits nahe ihrer „fiskalischen Belastungsgrenze“ sind, bei der nächsten Krise deutlich schwerer als bei der Corona-Pandemie fallen wird, benötigte Mittel an den Kapitalmärkten aufzunehmen. Unter Umständen könnte dies die negativen Folgen der eigentlichen Krise zusätzlich verschärfen, wenn der fehlende fiskalische Spielraum über „Ansteckungseffekte“ (Spill-over-Effekte) auf andere Märkte überspringt. Eine Entwicklung, für die insbesondere der Euroraum anfällig sein dürfte.

Entschuldung durch Inflation – keine Lösung

In vielen Fällen weisen derartige groß angelegte Fiskalpakete Parallelen zur „Kriegsfinanzierung“ auf. In Kriegen steigen die Staatsausgaben enorm an, die Zentralbanken monetarisieren die Schulden (sie kaufen Anleihen, was zu einer Erhöhung der Geldmenge führt) und halten die Zinsen niedrig. Die Inflation bricht unweigerlich und beabsichtigt aus, wodurch die Halter von ausstehenden Staatsanleihen einen Großteil der Kriegsausgaben tragen. Ein überraschender Inflationsschub verringert den realen Wert der Schuldenlast eines Kreditnehmers unmittelbar und überträgt somit Vermögen von den Kreditgebern auf die Kreditnehmer. Allerdings dürften dadurch auch die künftigen Kreditkosten steigen. Denn in diesem Fall führt die Erwartung einer höheren Inflation üblicherweise dazu, dass höhere Nominalrenditen verlangt werden, um für den erwarteten Kaufkraftverlust und die damit verbundene Unsicherheit entschädigt zu werden. Eine „Weg-Inflationierung“ von Schulden dürfte somit keine Option für eine nachhaltigere Schuldenpolitik sein, zumal das Kernproblem in den kommenden Jahren strukturell erhöhte Defizite bleiben dürften und das Schuldenniveau somit relativ schnell wieder ansteigen dürfte.

Defizitreduktion durch Zolleinnahmen?

Importzölle sind aus fast allen ökonomischen Blickwinkeln wenig sinnvoll. Da sie letztendlich von den heimischen Verbrauchern gezahlt werden, sind Zölle jedoch eine Form von Steuern. Zusätzliche Steuereinnahmen sind mit Blick auf die Defizitreduktion prinzipiell vorteilhaft zu bewerten. Allerdings dürften diese Einnahmen tendenziell geringer ausfallen als die Steuerinnahmen, die aufgrund der negativen Folgen von Importzöllen wegbrechen. In diesem Zusammenhang sind insbeson-

dere ein geringeres Wirtschaftswachstum, steigender inflationärer Druck und damit einhergehende höhere Zinsen sowie mögliche Gegenzölle zu nennen.

Zunehmende Verdrängung privater Investitionen

Steigende Staatsausgaben dürften zunehmend private Investitionen verdrängen. Einerseits werden Kapital und Arbeitskräfte gebunden, andererseits kann das gesamte Zinsumfeld durch nichtnachhaltige Staatsausgaben ansteigen. Ein höheres Zinsumfeld führt in der Regel zu steigenden Kreditkosten für Unternehmen und Haushalte, was dazu führen kann, dass Investitionen ausgesetzt werden. Viele staatliche Ausgaben in den kommenden zehn Jahren dürften konsumtiver Natur sein und/oder für „unproduktive“ Investitionen genutzt werden, d. h. solche, die nicht das langfristige strukturelle Wachstum erhöhen. Dies sind beispielsweise Investitionen in Rüstung oder die für die „Grüne Transformation“ aufgebracht werden müssen. Die Verdrängung von privaten durch schuldenfinanzierte staatliche Investitionen dürfte das strukturelle Wachstum in stark verschuldeten Ländern dämpfen.

” **Viele staatliche Ausgaben in den kommenden Jahren dürften konsumtiver Natur sein und nicht Wachstum fördernde Investitionen betreffen.“**

Wachstum als Weg aus den Schulden?

Ein hohes Wirtschaftswachstum bietet die Möglichkeit, hohe Schuldenstände zu „überwinden“. Dies hängt jedoch von vielen Faktoren ab, sodass in vielen Fällen lediglich eine Verlangsamung des Schuldenwachstums

erreicht werden kann. Liegt der Zinssatz, den die Regierung für ihre Schulden bezahlen muss, dauerhaft unter der BIP-Wachstumsrate, kann ein Staat seine Schulden durch die Aufnahme neuer Schulden begleichen. Dadurch sinkt das Verhältnis von Schulden zu BIP. Demnach könnte ein Staat beispielsweise ausgehend von einer Schuldenquote von 100 Prozent und einer Wachstumsrate, die 1 Prozent über dem Zinssatz liegt, ein Defizit von 1 Prozent fahren. Strukturelle Defizite von über 5 Prozent, wie beispielsweise in den USA, zeigen schnell die Limitationen dieses Mechanismus auf. Gerade vor dem Hintergrund der von uns erwarteten globalen Wachstumsverlangsamung und der exponentiellen Schuldenausweitung in vielen Ländern dürfte sich eine Schuldenreduzierung auf diesem Weg in Grenzen halten. Je nach Potenzial und Adaption könnte KI ein stärkeres Wachstum mit sich bringen und die Schuldenquote durch einen größeren Nenner senken; entscheidend ist hierbei jedoch, dass das Produktivitätswachstum durch KI strukturell erhöht werden müsste.

Abhilfe aus der Krypto-Welt?

Die US-Regierung forciert derzeit den großflächigen Einsatz von Stablecoins. Dabei handelt es sich um Kryptowährungen, die von privaten Emittenten herausgegeben werden und versuchen, den Wert des US-Dollars eins zu eins abzubilden. Um den Wert zu fixieren, hinterlegen die Emittenten insbesondere die sehr kurzfristigen US-Staatsanleihen „Treasury Bills“. Bereits im Jahr 2024 war der Herausgeber des größten Stablecoins der sechsgroßte Käufer am Markt für Treasury Bills und lag damit noch vor den Ländern Kanada, Taiwan und Mexiko. Die Emittenten profitieren von der Sicherheit und der Rendite der Anleihen, während das US-Finanzministerium einen Abnehmer findet, der völlig preis- bzw. zinsunempfindlich ist. Zudem wird angesichts der angespannten geopolitischen Lage die Abhängigkeit des Anleihemarkts von der Nachfrage aus anderen Staaten verringert. Mit aktuell rund 6,4 Bio. US-Dollar ausstehenden Treasury Bills könnten Stablecoin-Emittenten zu den größten Akteuren in diesem Segment werden. Da es nur wenige Anbieter gibt, geht von ihnen ein deutliches Emittentenrisiko aus. Sollten diese in Schieflage geraten, könnte es zu größeren Verwerfungen an den Rentenmärkten kommen. Zudem besteht für die Regierung der Anreiz, sich zunehmend über kurzfristige Anleihen zu refinanzieren. Dies würde die durchschnittliche Laufzeitstruktur der Schulden herabsetzen und mit einem großen Zinsänderungsrisiko einhergehen. Die meisten Schuldenkrisen beginnen üblicherweise in der kurzen Frist.

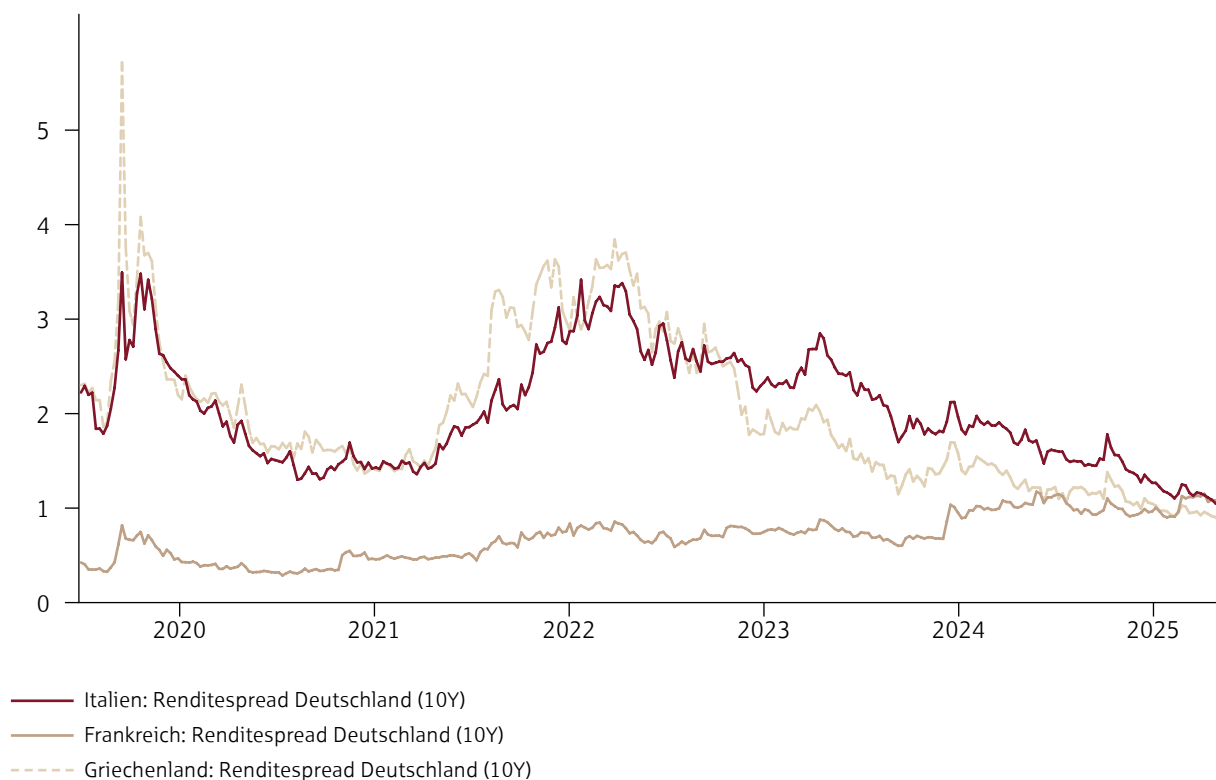
Die Dekade der Bond Vigilantes?

Die nächste Dekade dürfte zunehmend im Zeichen der „Bond Vigilantes“ stehen. Mit diesem in den 1980er-Jahren geprägten Begriff werden Investoren bezeichnet, die Staatsanleihen verkaufen, wenn sie die Fiskalpolitik als inflationär oder unverantwortlich betrachten. Genau das konnte man im Jahr 2025 beobachten, als die Rendite 30-jähriger Staatsanleihen in großen Industrieländern auf langjährige Rekordhochs kletterte. Wir erwarten, dass diese „markteigene Korrekturmaßnahme“ in den nächsten zehn Jahren an Bedeutung gewinnen wird. Ein starker Einfluss dürfte insbesondere in kleineren Volkswirtschaften wie beispielsweise Großbritannien zu spüren sein. In den USA dürfte ihr Gewicht jedoch geringer ausfallen, da die US-Zentralbank im Zweifelsfall eher Anleihen kaufen wird und es in vielen Fällen keine umfangreichen Alternativen zu US-Treasuries gibt. Insbesondere mit Blick auf kleinere Volkswirtschaften sollte der Einfluss der Bond Vigilantes jedoch nicht unterschätzt werden, da er einen spürbaren Einfluss auf die Umsetzung nationaler Haushaltsentscheidungen haben dürfte.

Haushaltsdisziplin und Schuldenabbau: schmerzhaft, aber notwendig

Die „schlechte“ Nachricht für Staaten lautet: Schulden müssen letztendlich in irgendeiner Form zurückgezahlt werden. Um eine hohe Inflation oder eine Schuldenkrise abzuwenden, müssen hohen Ausgaben große Steuererhöhungen oder große Ausgabenkürzungen folgen. Die Geschichte Griechenlands, Italiens und Spaniens zeigt, dass der Markt Defizitreduktionen und eine nachhaltigere Haushaltspolitik honoriert. Dies passiert nicht von heute auf morgen. Im Fall Italiens dauerte es bis zur ersten Ratingverbesserung viele Jahre. Im Jahr 2025 hatten Anleihen Griechenlands ähnliche Risikoaufschläge gegenüber deutschen Bundesanleihen wie die von Frankreich. In dem in diesem Secular Outlook betrachteten Zeitraum von zehn Jahren ist es daher durchaus möglich, weitreichende Veränderungen der Haushaltsfinanzen umzusetzen und die Schulden auf einen nachhaltigeren Pfad zu bringen. Ob und in welchem Umfang hochverschuldete Staaten diesen Weg beschreiten werden, dürfte weniger aus einer intrinsischen Motivation heraus geschehen als vielmehr von der weiteren Entwicklung der staatlichen Finanzierungskosten abhängen. ■

Abbildung 3: Renditespreads im Euroraum



Quelle: LSEG Datastream Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.



5. Ökonomisches Umfeld

In diesem Kapitel beschreiben wir vornehmlich aus Makroperspektive unsere Erwartungen an die langfristige Entwicklung der ökonomischen Rahmenbedingungen für die kommenden zehn Jahre. Der Fokus liegt dabei auf der Beschreibung des sich wandelnden Marktumfelds durch die säkularen Entwicklungen.

5.1 Konjunktur

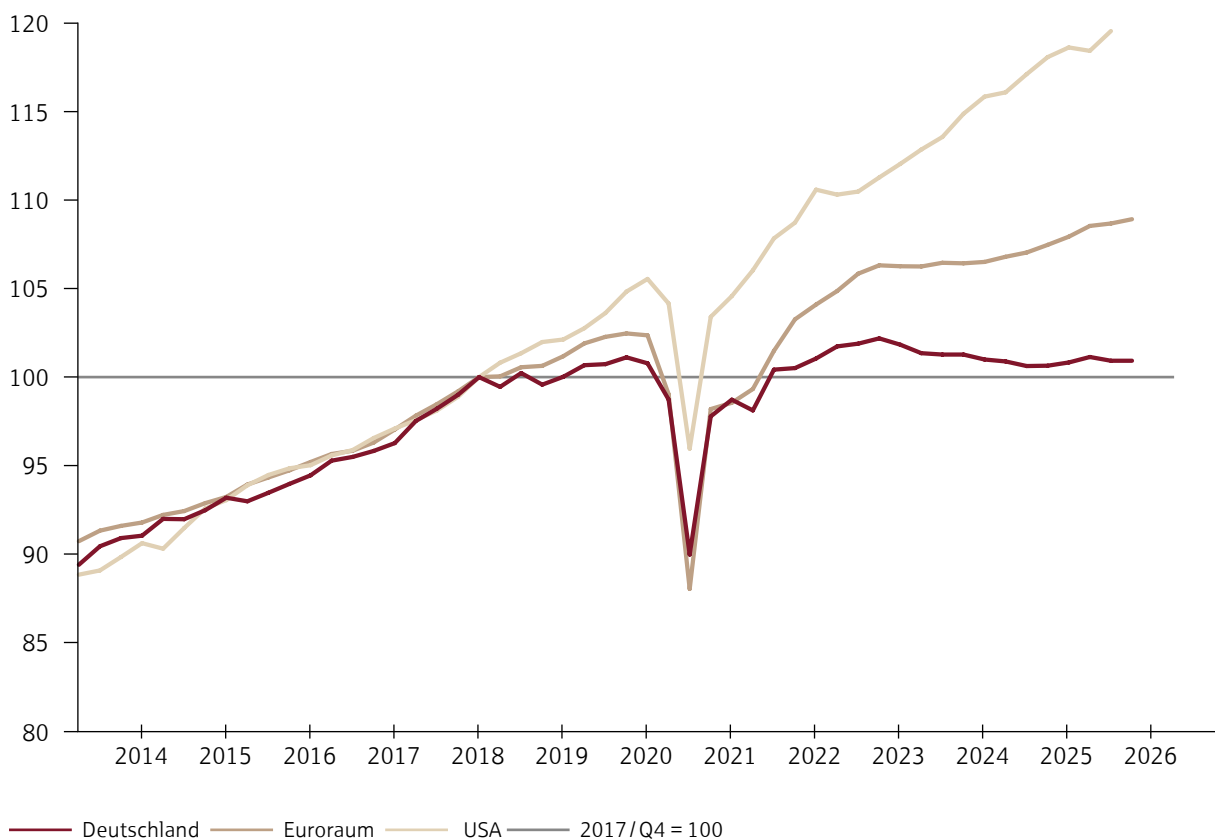
Rückblick und Ausgangslage

Deutschland feierte sich lange als Exportweltmeister und war einer der großen Profiteure der Hyperglobalisierung. Doch inzwischen ist diese Stärke zu einer Schwäche geworden. Die extreme Abhängigkeit von Ausfuhren lassen die Bundesrepublik nun auch überproportional unter den Folgen der Fragmentierung und der Reglobalisierung leiden. Der Exportüberschuss erreichte 2016 mit fast 250 Mrd. EUR sein Maximum. Der Durchschnitt seit 2020 liegt nur noch bei gut 180 Mrd. EUR, entsprechend negativ fielen die Außenbeiträge zum BIP seither aus. Das deutsche Geschäftsmodell, mit günstiger Energie aus Russland für die Absatzmärkte in China (und den USA) zu produzieren und dabei kostenlose Sicherheit durch die USA zu erhalten, ist auf allen drei Ebenen ausgelaufen. Dies erklärt die wirtschaftliche Stagnation, die bereits Ende der 2010er-Jahre einsetzte.

Die USA konnten aufgrund des großen Vertrauens in den US-Dollar und der militärischen Stärke lange Zeit über ihre Verhältnisse leben. Der Greenback wurde vor allem als Weltreserve- und Handelswährung nachgefragt, was ihn kräftig aufwerten ließ. Das ungebrochene Interesse an US-amerikanischen Kapitalanlagen führte zu einer positiven Kapitalbilanz. Weil die Zahlungsbilanz ausgeglichen sein muss, führte dies zwangsläufig zu einer negativen Leistungsbilanz (bestehend vor allem aus Dienstleistungs- und Handelsbilanz). Damit baute sich ein wachsendes Handelsbilanzdefizit auf. Auch ermöglichte der starke US-Dollar, inklusive seiner Rolle als globale Leitwährung, eine zunehmende Staatsverschuldung.

Der Nachteil der starken Währung waren bzw. sind vergleichsweise herausfordernde Exportbedingungen. Es konnten nur Waren oder Dienstleistungen im Ausland verkauft werden, bei denen höchste Effizienz realisiert

Abbildung 4: Indexierte BIP-Entwicklung



Quelle: LSEG Datastream

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.
Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

wurde. Auf der einen Seite entstand dadurch der „Rust Belt“: Große Teile der Industrieproduktion im Nordosten der USA wurden aufgrund teurer Lohnstückkosten ins Ausland verlagert. Auf der anderen Seite entstand eine Technologieführerschaft im Digitalbereich durch neu gegründete innovative Unternehmen an der Westküste, vor allem im Großraum San Francisco (Silicon Valley). Software und Digitalplattformen erforderten kluge Köpfe, konnten dafür aber extrem skaliert werden. Einmal entwickelt, können sie ohne viel Aufwand in alle Welt exportiert werden. Ähnliches gilt für die Finanzwirtschaft. So erklärt sich, dass die USA in den Feldern mit den höchsten Netzwerk- und Skaleneffekten weltweit führend sind. In der Vergangenheit wurde diese internationale Arbeitsteilung als Win-win-Situation gesehen, in dem jedes Land auf der Erde ein Stück vom insgesamt wachsenden Kuchen abbekommt.

Allgemeiner Ausblick

Das Wirtschaftswachstum lässt sich klassischerweise in drei Bestandteile (Faktoren) aufteilen: 1. Arbeitskräftezuwachs, 2. Entwicklung des Kapitalstocks und 3. technischer Fortschritt (bzw. Produktivität). Die Stärke dieser Faktoren bestimmt das Potenzial- bzw. Trendwachstum. Die Konjunktur schwankt dabei um dieses Trendwachstum. Für unseren langfristigen Blick blenden wir diese Schwankungen aus und fokussieren uns auf das Potenzialwachstum.

In vielen Industriestaaten dürfte der Wachstumsbeitrag durch den Arbeitskräftezuwachs begrenzt sein oder sogar ins Negative drehen. Durch den demografischen Wandel sinkt die Zahl der Menschen im erwerbsfähigen Alter. Zudem dürfte das Potenzial durch den Anstieg der Erwerbsbeteiligung allmählich ausgeschöpft sein. So stieg die Erwerbstätigenquote¹ von Frauen in Deutschland zwischen 1995 und 2019 von rund 55 Prozent auf 73 Prozent, hielt sich seither aber etwa auf diesem Niveau konstant. Auch bei den Männern verharret die Quote seither bei etwas über 80 Prozent.

Der Kapitalstock umfasst das Anlagevermögen einer Volkswirtschaft, das für die Produktion von Waren und Dienstleistungen eingesetzt wird. Er umfasst physisches Vermögen (wie Maschinen, Betriebsgebäude und Fahrzeuge), Infrastruktur (wie Straßen, Stromnetze und öffentliche Bauten) sowie immaterielles Anlagevermögen

¹ Erwerbstätigenquote = Anteil der Erwerbstätigen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre).
Quelle: destatis, WSI (<https://www.wsi.de/de/erwerbsarbeit-14617-erwerbstaetigenquoten-und-erwerbsquoten-14877.htm>).

(wie Software, Patente und Forschungsergebnisse). Der Wachstumsbeitrag dieses Faktors dürfte über verschiedene Ländern hinweg deutlich unterschiedlich sein.

Der technische Fortschritt hängt mit den ersten beiden Faktoren, Arbeit und Kapital, eng zusammen, da er deren Einsatz effizienter bzw. produktiver machen kann. Wir erwarten, dass die Themen der Künstlichen Intelligenz (KI) und Automatisierung auf Sicht der nächsten zehn Jahre die wesentlichen Treiber sein dürften. Allerdings könnte sich ein Phänomen der Digitalisierung wiederholen: „Sie können das Computerzeitalter überall sehen, nur nicht in den Produktivitätsstatistiken“ (Robert Solow, Nobelpreisträger). Das soll heißen, dass KI das Leben und den Alltag der Menschen ähnlich stark verändern könnte wie das Internet, dass diese Veränderung aber nicht automatisch in messbaren Produktivitätssteigerungen sichtbar wird. Hier ist zu berücksichtigen, dass technischer Fortschritt nicht nur aus Produktivitätssteigerung besteht, sondern auch aus verbessertem Kundennutzen.

Die Fragmentierung und Reglobalisierung, die derzeit zu beobachten ist und sich noch weiter fortsetzen dürfte, bremst Effizienzgewinne aus der Globalisierung oder dreht diese gar zurück. Statt maximale Skaleneffekte zu realisieren und durch Spezialisierung die Investitionen in technischen Fortschritt zu verteilen, möchte „jeder alles können“. Dies steht einer effektiven Allokation von Ressourcen entgegen und drückt das globale Potenzialwachstum.

Durch den KI-induzierten Strukturwandel können wir uns vorstellen, dass es „Wachstumsinseln“ in einzelnen Branchen bzw. Bereichen geben könnte (z. B. in der IT und Energiebranche), aber keine breite Wachstumsfront und auch keinen globalen synchronen Wachstums- und Konjunkturzyklus.

Ausblick Deutschland und Euroraum

In Deutschland gehen dem Arbeitsmarkt mit dem Ausscheiden der Babyboomer knapp ein Drittel der heutigen Arbeitskräfte verloren. In den nächsten 15 Jahren erreichen 13,4 Mio. Erwerbspersonen das gesetzliche Rentenalter². Jüngere Generationen werden dies nicht kompensieren können. So gibt es derzeit nur 11,7 Mio. unter 15-Jährige. Wendet man die durchschnittliche Erwerbstätigenquote von gut 77 Prozent an, würden nur etwa 9,1 Mio. Erwerbstätige aus der jüngsten Kohorte auf den Arbeitsmarkt kommen. Sofern nicht mindestens 300.000 Menschen aus dem Ausland in den Arbeits-

² https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2025/08/PD25_N048_13.html.

markt migrieren oder die weitgehend ausgereizte Erwerbstätigenquote noch weiter gesteigert wird, sinkt das Arbeitskräfteangebot. Entsprechend gehen wir von einem negativen Wachstumsbeitrag durch den Faktor Arbeit aus. Wir schätzen den Effekt auf knapp 0,5 Prozent p. a. im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre.

”**Insgesamt halten wir das Fiskalpaket kurzfristig für überschätzt und langfristig für unterschätzt.“**

Das im März 2025 beschlossene Fiskalpaket für Infrastruktur und Verteidigung ist auf zwölf Jahre ausgelegt und hat – volkswirtschaftlich gesprochen – die Ausweitung des (öffentlichen) Kapitalstocks zum Ziel. Der Prozess von Planung und Genehmigung über Vergabe bis hin zur Umsetzung, wenn also die ersten Maschinen rollen, kann sich über Jahre ziehen. Nichtsdestotrotz gehen Ökonomen bei Infrastrukturausgaben mit von den höchsten Multiplikatoreffekten aus. Bei einem Multiplikator von zwei führt jeder ausgegebene Euro zu 2 EUR Wachstum. Im Verteidigungsbereich ist der Effekt umstrittener und wird meist mit einem Faktor deutlich unter eins angenommen. Letztlich ist entscheidend, ob das Geld (1) in unproduktive Bereiche wie Munition fließt oder in Forschung und Entwicklung mit Spillover-Effekten für die Privatwirtschaft und (2) bei heimischen oder ausländischen Unternehmen ausgegeben wird. Insgesamt halten wir das Fiskalpaket kurzfristig für überschätzt und langfristig für unterschätzt. Über die nächsten zehn Jahre gehen wir von einem Wachstumsbeitrag von durchschnittlich 1,0 Prozent p. a. aus.

Der Wachstumseffekt durch technischen Fortschritt ist am schwierigsten zu prognostizieren. So liegen die Schätzungen zum Beitrag von Künstlicher Intelligenz über die nächsten zehn Jahre zwischen 1,3 Prozent (Daron Acemoglu) und über 20 Prozent (PWC) des globalen BIP. Wir gehen definitiv von einer produktivitätssteigernden Wirkung aus, aber womöglich nur in einem modera-

ten Umfang. Letztlich ist nicht die Erfindung selbst, sondern die Umsetzung des technischen Fortschritts in den Betrieben entscheidend. Noch schwieriger wird es, die Effekte in Abhängigkeit der individuellen Wirtschaftsstruktur eines Landes abzuschätzen. Zwar ist Deutschland im unmittelbaren KI-Bereich nicht führend, doch wird der Schlüssel die Anwendung im Mittelstand sein. Vermutlich ist dafür ein höherer Grad an Individualisierung notwendig, weshalb die Skalierbarkeit geringer sein dürfte als bei digitalen Geschäftsmodellen. Dies dürfte den Wachstumseffekt begrenzt halten, aber auch die Gefahr für Monopolbildung und Verlagerungen ins Ausland reduzieren. Insgesamt schätzen wir den Wachstumsbeitrag durch technischen Fortschritt für Deutschland auf durchschnittlich 0,5 Prozent pro Jahr.

Strukturell ergibt sich für Deutschland also ein prognostiziertes Potenzialwachstum von rund 1,0 Prozent. Dies würde unter dem Trendwachstum der Vergangenheit liegen. Dieses lag zwischen 1990 und 2019 bei durchschnittlich 1,5 Prozent und zuletzt im Durchschnitt der 2010er-Jahre sogar bei knapp 2,0 Prozent.

Für den Euroraum gehen wir ebenfalls von einem Potenzialwachstum von rund 1,0 Prozent aus. Allerdings ist die Zusammensetzung etwas anders. Die negativen Effekte des demografischen Wandels auf das Arbeitskräfteangebot fallen etwas kleiner aus. Andererseits dürften auch die Ausstrahleffekte des Fiskalpakets im restlichen Euroraum kleiner sein als direkt in Deutschland. Bezüglich des technischen Fortschritts dürfte die Lage dagegen vergleichbar sein.

Ausblick USA

Als klassisches Einwanderungsland mit Migration in den Arbeitsmarkt wird bereits ein gewisser Teil des BIP-Anstiegs der Vereinigten Staaten durch den Bevölkerungszuwachs erklärt. Der ausgeprägte und attraktive Finanzmarkt zieht Kapital aus aller Welt an. Die geringe Regulierung beschleunigt die Entwicklung und Adaptation neuer Technologien, was zu Produktivitätsgewinnen führt. Dies erklärt, warum das Wachstum der USA in den vergangenen Jahren innerhalb der Industrieländer am höchsten war. Die Politik der aktuellen Trump-Administration stellt jedoch eine Gefahr für alle drei Wachstumsäulen dar.

Von 1990 bis 2019 stieg die Zahl der Erwerbspersonen um durchschnittlich 1,0 Prozent pro Jahr, zwischen 2010 und 2019 sogar um 1,2 Prozent. Mit der Einführung deutlich höherer Zuwanderungshürden und der Verbreitung von Angst unter Migranten ist die Zahl der im Aus-

land geborenen Erwerbspersonen seit dem Regierungswechsel rückläufig. Die Gesamtzahl der Erwerbstätigen stagniert. Das gedämpfte Migrationsklima dürfte über die Amtszeit hinweg wirken. Wir rechnen mit keinem positiven Wachstumsbeitrag aus dem Arbeitskräftezuwachs mehr – aber auch nicht (wie in Deutschland) mit einem negativen.

Aktuell sieht man extrem hohe Investitionen in Soft- und Hardware rund um das Thema KI. Die beeindruckende Leistung US-amerikanischer Technologiekonzerne zieht (noch) einen hohen Kapitalfluss in die USA. Die Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank und Diskussionspapiere über die Benachteiligung ausländischer Investoren (Stichwort „Mar-a-Lago Accord“) sind dem Vertrauen in den US-Dollar jedoch nicht zuträglich. Sollten die Zölle, wie beabsichtigt, das Handelsbilanzdefizit reduzieren, würde im Umkehrschluss auch die Kapitalbilanz gedrückt. Es würde also weniger ausländisches Kapital in die USA fließen. Über zehn Jahre hinweg könnten sich die Effekte die Waage halten, weshalb wir von keiner Veränderung zu vergangenen Werten ausgehen. Den Wachstumsbeitrag schätzen wir auf durchschnittlich 0,5 Prozent pro Jahr.

Häufig wurden Zölle eingeführt, um inländische Industrien vor ausländischer Konkurrenz zu schützen. Dieser Protektionismus kann Unternehmen aufgrund des fehlenden Wettbewerbs jedoch träge und weniger innovativ machen. Dies bremst den technologischen Fortschritt. Solch ein Effekt wäre jedoch erst in der langen Frist zu erwarten. Kurzfristig sind die US-Unternehmen in vielen Technologien führend und tätigen extrem hohe Investitionen in Forschung und Entwicklung. Für die nächsten zehn Jahre gehen wir daher von einem, im Ländervergleich überdurchschnittlichen, Wachstumsbeitrag von 1,0 Prozent aus.

Zusammengefasst ergibt sich dadurch eine Wachstumsprognose von durchschnittlich 1,5 Prozent über die nächsten zehn Jahre. Dies würde eine moderate Abkühlung bedeuten. Lag doch das Wachstum zwischen 1990 und 2019 als auch im Durchschnitt der 2010er-Jahre bei 2,5 Prozent pro Jahr.

Ausblick China

Da sich China als Schwellenland fortwährend weiterentwickelt hat, ist es ganz natürlich, wenn die Wachstumsraten sich langsam reduzieren. Viele Menschen vom Land zogen als Wanderarbeiter in die Städte. Die starken Beiträge zum BIP-Zuwachs, die die Urbanisierung lieferte, dürften jedoch endlich sein. Hinzu kommt die jahr-

zehntelange Ein-Kind-Politik, die den Arbeitskräftezuwachs beschränkt. Die Produktion der Industrieanlagen in den Ballungszentren war stark auf Ausfuhren ausgerichtet, der Binnenkonsum zog jedoch noch nicht im selben Maße nach. Entsprechend sind auch wachstumsdämpfende Effekte aus der Transformation von der extremen Exportorientierung hin zu mehr Binnenkonsum zu erwarten.

Staatliche Investitionen in Infrastruktur und den Immobiliensektor sorgten erst für gute Multiplikatoreffekte, wurden aber so weit getrieben, dass es nun erhebliche Überkapazitäten gibt. Die Krise im Immobiliensektor dürfte zwar innerhalb der nächsten zehn Jahre überwunden sein, wirkliche Impulse sind dagegen nicht zu erwarten.

”**Beeindruckende Leistungen US-amerikanischer Technologiekonzerne ziehen (noch) einen hohen Kapitalfluss in die USA. Doch das Vertrauen in den US-Dollar sinkt.“**

In vielen Technologiebereichen hat das Reich der Mitte kräftig aufgeholt bis überholt. Im Bau von Elektroautos, aber auch im Clean-Tech-Sektor ist es führend. Im Bereich der KI dürfte es nur knapp hinter den USA an zweiter Stelle rangieren. Insofern dürfte sich das BIP-Zuwachs künftig stärker durch technologischen Fortschritt speisen.

Unsere Wachstumsprognose von durchschnittlich 3,5 Prozent pro Jahr in den nächsten zehn Jahren liegt zwar unter dem Durchschnitt von 1990 bis 2019 von 9,4 Prozent und der 2010er von 7,7 Prozent. Gleichzeitig wandelt sich China aber zunehmend von einem Schwellenland zu einer technologisch führenden Nation.



Derzeit weist Indien Wachstumsraten um 7 Prozent aus und überholte im Jahr 2021 die ehemalige Kolonialmacht, das Vereinigte Königreich, bei der Wertschöpfung.“

Ausblick Emerging Markets

Nach China ist Indien das zweitgrößte Schwellenland (Emerging Market). Vielfach wird diskutiert, ob das südasiatische Land momentan dort steht, wo China vor 20 bis 25 Jahren stand, als es Wachstumsraten im zweistelligen Bereich hatte. Im Jahr 2005 überholte das Reich der Mitte gerade Frankreich und setzte sich auf Platz fünf der größten Volkswirtschaften. Derzeit weist Indien Wachstumsraten um 7 Prozent aus und überholte im Jahr 2021 die ehemalige Kolonialmacht, das Vereinigte Königreich, bei der Wertschöpfung.

Was für einen langfristigen starken Wachstumspfad in Indien spricht, ist die schiere Größe von 1.451 Mio. Einwohnern und das junge Durchschnittsalter der Bevölkerung von schätzungsweise 28,4 Jahren. Zum Vergleich: Deutschland hat rund 84 Mio. Einwohner mit einem Durchschnittsalter von 44,9 Jahren. Zudem kann durch die Digitalisierung die finanzielle Teilhabe verbessert werden. Außerdem hat das südasiatische Land durchaus gute Bildung im Bereich IT. Auch könnten, trotz der Fragmentierung, die Handelsströme innerhalb Asiens steigen und könnte damit auch Indien als Gewinner der Regionalisierung hervorgehen. Immerhin stieg das Handelsvolumen des Landes binnen fünf Jahren um über 40 Prozent. Nichtsdestotrotz ist Indien nicht eins zu eins mit dem chinesischen Beispiel vergleichbar. Die Gesellschaft ist viel heterogener bezüglich Kultur, Reli-

gion, Sprache etc. und viel weniger zentralistisch gesteuert als das Reich der Mitte, was eine koordinierte Wachstumsagenda deutlich erschwert. Zudem sind fast 20 Prozent der Inder Analphabeten und die Bruttoeinschreibungsquote (tertiäre Bildung) der 18- bis 23-Jährigen liegt noch immer unter 30 Prozent. Auch dürfte sich das Potenzial für (weitere) Verlagerungen von Industrieproduktionsstätten in Grenzen halten.

In Summe spricht dies für einen überdurchschnittlichen BIP-Anstieg, aber nicht für eine Wiederholung des chinesischen Wegs. Der Internationale Währungsfonds (IWF) sieht Indien ab 2027 mit einem nominalen BIP von rund 5,1 Bio. US-Dollar auf Augenhöhe mit Deutschland und einem geteilten Platz 3. Drei Jahre später geht er schon von 20 Prozent mehr Wertschöpfung als die Bundesrepublik aus.

Für die südostasiatischen Länder im ASEAN-Verbund gilt vieles ähnlich wie für Indien. Wir gehen von einem langfristig überdurchschnittlichen wirtschaftlichen Aufstiege aus, wenngleich nicht so fulminant wie die jüngste Geschichte Chinas.

Insgesamt könnten die Schwellenländer davon profitieren, wenn der US-Dollar nicht mehr ganz so stark ist wie in den letzten zehn Jahren. Es würde den (realen) Schuldendienst entlasten, Importe vergünstigen und damit die Kaufkraft in den Ländern steigern. ■

5.2 Inflation

Eine Kernaussage unseres letzten Secular Outlooks war, dass die Inflation zurückgekehrt ist und bleiben dürfte. Wie im Folgenden beschrieben, sprechen viele der großen säkularen Trends für strukturell erhöhte Inflationsraten. Allerdings dürften einige Entwicklungen gleichzeitig disinflationär wirken. Insgesamt gehen wir in den kommenden Jahren von höheren Inflationsraten aus. Während wir im Euroraum lediglich ein leichtes Überschreiten des 2-Prozent-Inflationsziels erwarten, dürften die USA deutlich darüber liegen. In China dürfte die Teuerungsrate insbesondere durch eine Stärkung der Binnennachfrage und demografische Faktoren den gegenwärtigen Deflationsbereich verlassen und sich längerfristig um die 2 Prozent einpendeln.

Wachstumsverlangsamung als Preisdämpfer

Ein starkes Wachstum, das mit einer „Überhitzung“ der Wirtschaft einhergeht, bewirkt in der Regel einen Aufwärtsdruck auf die Preise. Dabei trifft eine anziehende Nachfrage auf ein weniger stark steigendes Angebot. Die von uns erwartete strukturelle Wachstumsverlangsamung in den USA, Europa und China spricht daher für einen geringeren Preisdruck auf diesem vornehmlich nachfrageseitigen Weg.

Teuerungen durch geopolitische Fragmentierung

Auf der Angebotsseite werden vor allem Produktivitätsverluste preistreibend wirken. Ein wichtiger Grund hierfür ist unsere Erwartung hinsichtlich der Reglobalisierung. Mit Blick auf die Teuerungsraten sind hier vor allem die Neuverknüpfung von Lieferketten zu nennen, die nicht zwangsläufig aus komparativen Kostenvorteilen resultieren, sondern auch geopolitischen Interessen geschuldet sein dürften (z. B. „Friendshoring“ oder „Nearshoring“). Auch die Verteuerung von Importen durch Handelsbeschränkungen dürfte zu steigenden Preisen führen. Einhergehend mit der von uns erwarteten stärkeren Fokussierung auf nationale Interessen gehen wir zudem von strengen Einwanderungsregeln aus. Diese können zu einem Fachkräftemangel (sinkende Produktivität) und zu einer generellen Verknappung des Produktionsfaktors Arbeit führen. Die Folge dürften höhere Lohnforderungen sein, die letztendlich inflationär wirken würden.

Demografie: steigende Kosten für Arbeit

Mit Blick auf arbeitsmarktseitige Preissteigerungen ist auch die Demografie zu nennen. Die Überalterung der Bevölkerung in Europa, China und den USA dürfte durch die steigende Zahl der Renteneintritte zu einem geringeren Arbeitsangebot sowie zum Ausscheiden von Expertise (Fachkräftemangel) führen. Dies dürfte ebenfalls zu steigenden Löhnen führen. Mit der Überalterung gehen steigende staatliche Sozialausgaben für beispielsweise Renten, Pensionen, Gesundheit und Pflege einher. Dies könnte zu steigenden Staatsschulden führen, die, wie unten beschrieben, ebenfalls inflationär wirken dürften.

„KI hat enormes Potenzial, um die demografisch bedingte Verknappung des Faktors Arbeit in vielen Bereichen auszugleichen.“

KI und Automatisierung sind potenziell disinflationär

KI hat ein enormes Potenzial, um die durch den demografischen Wandel bedingte Verknappung des Faktors Arbeit in vielen Bereichen auszugleichen. Dies dürfte vor allem für Dienstleistungen, beispielsweise in der Verwaltung, gelten. Eine zunehmende Automatisierung dürfte ebenfalls eine weitere Kompensation bieten. Neben der klassischen Produktion sind hier auch das Transportwesen (autonomes Fahren), die Lagerlogistik und viele weitere (Rechtswesen, Consulting etc.) zu nennen. Viele große Unternehmen haben bereits einen Stellenabbau in Rekordhöhe verkündet und beabsichtigen, die Arbeitsplätze durch KI und Robotik zu ersetzen. Derartige

Entwicklungen dürften den arbeitsmarktseitigen Inflationsdruck in der kommenden Dekade dämpfen.

Schuldeninduzierte Inflation

Wir erwarten, dass sich durch die Staatsverschuldung, insbesondere durch nicht nachhaltige Defizite, ein zunehmender Inflationsdruck aufbaut. Dies ist umso wahrscheinlicher, je weniger die Marktteilnehmer daran glauben, dass die Schulden letztendlich zurückgezahlt werden. Hinzu kommen zu erwartende Anleihekäufe von Notenbanken. Denn diese schöpfen neues Geld, wenn sie Anleihen kaufen. Die Ausdehnung der Geldmenge führt nicht zwangsläufig zu Inflation, kann dies jedoch tun. Dies ist insbesondere der Fall, wenn die Notenbank nicht in der Lage oder nicht bereit ist, die Geldmenge durch den Verkauf von Vermögenswerten zu reduzieren. Mögliche Gründe hierfür sind die Sorge vor steigenden langfristigen Zinsen oder das Nichtvorhandensein geeigneter Anleihen in der Bilanz, da diese beispielsweise im Zuge der Staatsschuldenproblematik „ausgefallen“ oder stark herabgestuft worden sind.

Tabelle 2: Durchschnittliche Inflationsraten

Inflationsrate	Durchschnittliche Inflationsraten 2011 – 2020	Schätzungen Haspa Marktanalytik 2026 – 2035
USA	1,7 %	2,8 %
China	2,5 %	2,0 %
Euroraum	1,2 %	2,3 %

Quellen: LSEG Datastream

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Steuerung von Inflationserwartungen elementar

Da die kommende Dekade von deutlichen Inflationsrisiken geprägt sein dürfte, ist es umso wichtiger für Notenbanken, Inflationserwartungen möglichst fest zu verankern. Denn die Erwartung steigender Inflation führt üblicherweise dazu, dass Preise im Vorfeld erhöht werden und die Inflation somit zu einer sich selbst erfüllenden

Prophezeiung wird. Wie im Kapitel zur Geldpolitik beschrieben, dürfte es den Notenbanken angesichts der wachsenden Dominanz der Fiskalpolitik und des starken Inflationsanstiegs der letzten Jahre zunehmend schwerer fallen, sich als effektive Bekämpfer der Inflation zu präsentieren. Sollte dies nicht vollständig gelingen, spricht auch dies für strukturell höhere Teuerungsraten, die sich aus anziehenden Inflationserwartungen speisen.

Volatilere Inflationsentwicklung durch Schocks

Wir sehen das Risiko größerer Krisen in den kommenden zehn Jahren als erhöht an. Unerwartete exogene Schocks können je nach Art und Dauer sowie ergriffenen Gegenmaßnahmen die Inflationsraten unterschiedlich beeinflussen. Dies spricht in unseren Augen in der kommenden Dekade für eine phasenweise volatile Inflationsentwicklung, die sowohl ein deutliches und länger anhaltendes Über- als auch Unterschreiten des 2-Prozent-Ziels der Notenbanken beinhalten könnte. ■

5.3 Geldpolitik

In der kommenden Dekade werden die Wechselwirkungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik voraussichtlich wieder deutlich stärker sichtbar werden. Dabei stellt sich vor allem die Frage, wie sie einander ergänzen oder einschränken werden. In den USA dürfte es der Fed angesichts ausufernder Schulden, geringeren Wachstums und politischen Drucks immer schwerer fallen, die Preisniveaustabilität unabhängig, das heißt losgelöst von den Entscheidungen des US-Finanzministeriums, sicherzustellen. Auch in Europa wird die Autonomie der Zentralbank durch die hohen Schuldenstände und den politischen Druck nur bedingt bestehen. Dies wird umso mehr der Fall sein, je langsamer eine stärkere fiskalische Integration unter den Euroländern zustande kommt. Denn ohne komplementäre fiskalische Instanz und/oder die Möglichkeit, einen Staatsbankrott ohne Verlassen der Währungsunion zuzulassen, werden Euroraumschulden und die Geldpolitik der EZB untrennbar bleiben. Aufgrund der immer stärker zutage tretenden nationalen Interessen erachten wir die Wahrscheinlichkeit einer umfassenden Überarbeitung des geld- und fiskalpolitischen Rahmenwerks im Euroraum in den nächsten zehn Jahren als eher gering. Eine weitere wichtige Komponente für die globalen Notenbanken werden Zinsdifferenzen und somit Wechselkurse sein. Letztere werden auch durch fiskalische Komponenten bestimmt, sodass auch hier vieles für weitere fiskalische Einflüsse (z. B. die Einführung von Zöllen) auf die Geldpolitik spricht. Die Geldpolitik dürfte künftig zunehmend dieser „fiskalischen Dominanz“ unterliegen und sich entsprechend verhalten.

Notenbankunabhängigkeit im Fokus

Weltweit haben sich mehr oder weniger unabhängige Zentralbanken etabliert. Eine umfangreiche wirtschaftswissenschaftliche Literatur kommt zu dem Schluss, dass Unabhängigkeit mit einer niedrigeren Inflation und einer insgesamt besseren makroökonomischen Leistung verbunden ist. In einer Demokratie gehen mit der Unabhängigkeit ein eingeschränktes Mandat und eingeschränkte Instrumente einher. Die Notenbank ist eine öffentliche Behörde, die den Bürgern dient. Eine Einflussnahme durch die Politik, also durch vom Volk gewählte Akteure, ist dabei in gewissem Maße explizit gewünscht. Der Grad an Autonomie ist also nicht in Stein gemeißelt. Mit Blick auf die kommende Dekade und darüber hinaus dürfte die Politisierung der US-Institutionen

weiter voranschreiten. Die jeweils amtierende Regierungspartei dürfte daher versuchen, die aus politischer Ideologie eingestellten Funktionäre der vorangegangenen Administration abzusetzen. Das gegenwärtige Fed-System hält dem Druck bislang stand, z. B. durch lange Amtszeiten der Fed-Gouverneure (über die Amtszeiten von Präsidenten hinaus). Doch das Rahmenwerk könnte per Gesetzesänderungen relativ leicht geändert werden. In den kommenden Jahren könnte das Image der Fed als stabiler Anker infrage gestellt werden. Sollte die Fähigkeit oder Bereitschaft zur Wahrung der Preisstabilität angezweifelt werden, dürfte sich dies negativ auf die Währung und positiv auf die Anleiherenditen auswirken. Eine Notenbank kann jedoch auch zu unabhängig sein, wenn eine politische Einflussnahme kaum möglich ist und sie andere Zielgrößen, wie beispielsweise die Bekämpfung des Klimawandels, definiert und verfolgt. Ohne eine Form der Fiskalunion wird die EZB (als nicht direkt vom Volk gewählte Institution) in den kommenden Jahren wahrscheinlich mit zusätzlichen Aufgaben betraut werden. Das primäre Ziel, die Sicherstellung der Preisniveaustabilität, dürfte somit auch im Euroraum in der kommenden Dekade zunehmend infrage gestellt werden, was ebenfalls Abwärtsdruck auf den Euro und Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen ausüben dürfte.

„Unabhängige Zentralbanken sind insgesamt betrachtet mit niedriger Inflation und einer besseren makroökonomischen Leistung verbunden.“

Leitzinsen eher am unteren Band

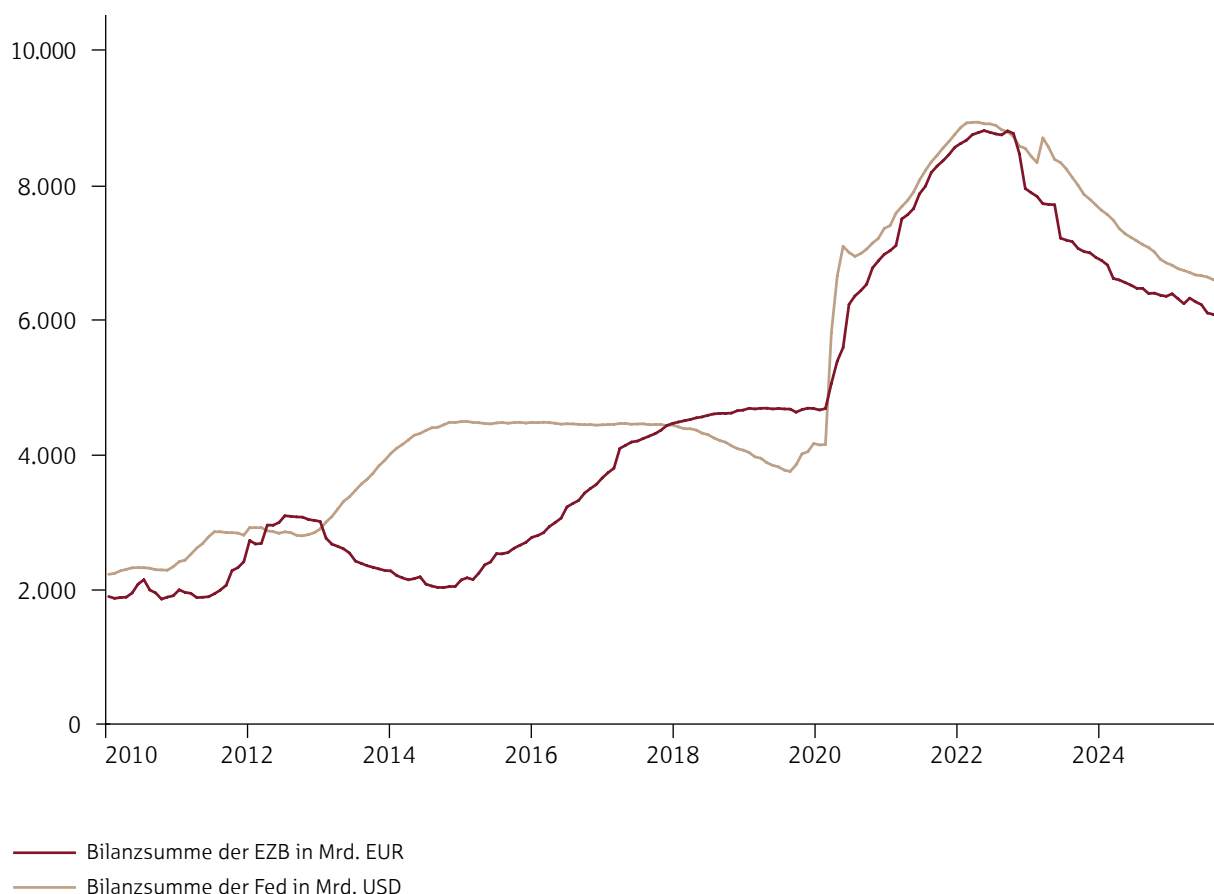
In den nächsten zehn Jahren erwarten wir insgesamt eine lockerere Geldpolitik, die leicht erhöhte Inflationsraten zugunsten einer Stimulierung der Konjunktur in Kauf nimmt. Wir erwarten daher, dass die Leitzinsen in den USA und Europa, ausgehend von der aktuellen Situation und unter der Voraussetzung, dass es zu keinen Schocks kommt, leicht unterhalb des Bandes liegen werden, in dem wir den neutralen Zinssatz verorten, also den Zinssatz, der die Konjunktur weder bremst noch stimuliert. Ergo dürften Leitzinsen höher liegen als in den 2010er-Jahren. Aufgrund unserer höheren Erwartungen an Inflation und Wachstum erwarten wir in der kommenden Dekade durchschnittlich höhere Leitzinsen in den USA als in Europa. Das untere Band des neutralen Zins-

satzes sehen wir im Euroraum in den kommenden Jahren bei 1,75 Prozent und in den USA bei 3,00 Prozent.

Geldpolitische Eingriffe auf Devisenmärkte

In Zeiten schwächeren Wachstums und zunehmenden Protektionismus ist davon auszugehen, dass einige Zentralbanken vermehrt zu Währungsmanipulationen greifen werden. Ein wichtiges Motiv für eine herbeigeführte Abwertung der eigenen Währung ist die Unterstützung des Exportsektors. Obwohl derartige Versuche allgemein verrufen sind, wurde dieses Vorgehen in der jüngeren Vergangenheit vor allem der Schweiz, Japan und China vorgeworfen. ■

Abbildung 5: Bilanzsummen Fed und EZB



Quelle: LSEG Datastream *Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.*



6. Unsere Sicht auf die Anlageklassen

In diesem Kapitel nehmen wir vornehmlich die Mikroperspektive ein und beschreiben unsere Erwartungen an die Entwicklung auf den Märkten für liquide Anlageklassen in den kommenden zehn Jahren. Unser Hauptaugenmerk liegt dabei auf dem möglichen Einfluss der von uns identifizierten langfristigen Trends auf die Wertentwicklung von Anleihen, Aktien und Rohstoffen.

6.1 Anleihen

„Anleihen sind zurück“ – das war eine der Kernaussagen unseres vorangegangenen Secular Outlooks. Die jüngsten Entwicklungen bekräftigen uns in dieser Ansicht. Insbesondere vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit erwarten wir, dass Anleihen mit zwei ihrer Kerncharakteristika punkten können: einer relativ starken Stabilität gegenüber anderen Vermögenswerten wie beispielsweise Aktien und der Generierung eines beständigen Einkommensstroms. Da wir von einem langfristig erhöhten Renditeniveau ausgehen, bleiben Anleihen vor allem aus diesem Grund ein essenzieller Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios. Entscheidend sind hier die Bonität und die Qualität, wenn es darum geht, Aktienrisiko zu diversifizieren und einen möglichst sicheren und kontinuierlichen Einkommensstrom zu generieren.

Wir betrachten die nächsten zehn Jahre. Dies entspricht genau der Laufzeit, die auf den meisten Märkten als Referenzgröße für längerfristige Zinsen für beispielsweise Hypotheken und private Kredite dient. Die Zukunft, also das explizite Zahlungsversprechen in der weiter entfernten Zukunft, wird somit bereits heute am Markt gehandelt. Eine Möglichkeit, um Rückschlüsse auf die Renditeentwicklung in den nächsten zehn Jahren zu ziehen, ist die Betrachtung der bereits am Markt gehandelten Staatsanleihen mit längerfristigen Laufzeiten. Eine Interpretationsmöglichkeit ist die Aufschlüsselung in eine Laufzeitenprämie und die erwartete durchschnittliche Rendite, die man innerhalb dieser zehn Jahre mit ständiger Wiederanlage in kurzfristigen Anleihen erhält. Da wir davon ausgehen, dass Zentralbanken aufgrund von Krisen und Schuldenproblematik eher eine unterstützende und lockere Geldpolitik umsetzen werden, dürfte dies eher die kürzerfristigen Renditen drücken. Doch gerade die Laufzeitprämie, unter der häufig Inflations- und ganz allgemein Risikoaufschläge subsumiert werden, wird von einer Vielzahl von Faktoren determiniert, die unserer Erwartung nach insgesamt für niedrigere Anleihepreise, also höhere langfristige Renditen, sprechen. Dies spricht dafür, dass Zinsstrukturkurven (abseits von Krisen) in der kommenden Dekade wieder eine deutliche Steilheit aufweisen dürften.

Kursdämpfer durch Anleiheschwemme

Im Vergleich zu unserem letzten Secular Outlook hat sich eine unserer Erwartungen deutlich beschleunigt:

das erwartete Emissionsvolumen von Anleihen. Viele der aktuellen Entwicklungen dürften hierbei wie ein Katalysator wirken. So hat die aggressive geopolitische Neuorientierung der USA das Risiko globaler Krisen deutlich erhöht und dürfte im Falle extremer Ereignisse staatliche Interventionen zwingend notwendig machen. Vor dem Hintergrund des geringen fiskalpolitischen Spielraums vieler Länder dürfte dies nur über Neuverschuldung realisierbar sein. Eine weitere Beschleunigung des Emissionsvolumens deutscher Anleihen ist vor allem in der Aufweichung der deutschen Schuldenbremse und dem damit einhergehenden großen Fiskalpaket zu finden. Maßnahmen, die noch vor wenigen Jahren kaum denkbar waren.

Das Aufkommen kriegerischer Auseinandersetzungen und die nach der US-Wahl noch deutlichere Erkenntnis Europas, dass man sich bei der Verteidigung nicht zu stark auf die USA verlassen kann, unterstreichen die Notwendigkeit, Ausgaben zu vergrößern und den Zeitplan der Umsetzung nach vorne zu verschieben. Auch die Anhebung der jährlichen NATO-Ausgaben beschleunigt diese Entwicklung. Grundsätzlich dürfte eine Zunahme der Anleihen zu steigenden Anleiherenditen führen. Solange jedoch eine entsprechende Nachfrage besteht, führt ein größeres Anleiheangebot je nach Marktumfeld nicht zwangsläufig zu steigenden Renditen. Denn insbesondere in Krisenzeiten und Zeiten von schwächerem Wirtschaftswachstum werden Anleihen üblicherweise verstärkt nachgefragt. Auch wenn das Image von US-Anleihen durch die jüngsten geopolitischen Entwicklungen Schaden genommen hat, bleibt der Treasury-Markt mit Blick auf Größe, Tiefe und Liquidität zumindest kurz- bis mittelfristig relativ konkurrenzlos. US-Staatsanleihen sind ein elementarer Baustein des gegenwärtigen Finanzsystems. Diese Eigenschaft ist kein Garant für moderate längerfristige Zinsen, hat aber durchaus einen stützenden Effekt, der durch unsere „säkularen“ Trends jedoch tendenziell abnehmen dürfte.

Demografie auch auf Rentenmärkten spürbar

Gerade mit Blick auf die demografische Entwicklung ist davon auszugehen, dass große Institutionen, wie beispielsweise Rentenkassen, vermehrt in ertragreichere, aber zugleich risikoreichere Anlageklassen wechseln.

Ein aktuelles Beispiel für diese Entwicklung ist die Änderung der Anlagepolitik der niederländischen Pensionskassen, die zu den Hauptakteuren am längerfristigen Anleihemarkt im Euroraum zählen. Durch die Umstellung von leistungs- auf beitragsorientierte Modelle sinkt die Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen. Die Annahme, dass es auch in anderen Ländern zu ähnlichen Entwicklungen kommt, scheint begründet. Die geringere Nachfrage dürfte zunehmend Aufwärtsdruck auf die Renditen längerfristiger Staatsanleihen ausüben. Zeitgleich führt die Überalterung der Gesellschaft in vielen Fällen zu steigenden Sozialausgaben, was tendenziell höhere Schulden und größere Anleihe-Emissionen erfordern dürfte.

Zentralbanken in Käuferposition?

Sofern Staatsanleihekäufe bei künftigen Krisen von den Zentralbanken als probates Hilfsmittel angesehen werden, ist davon auszugehen, dass diese nicht zögern werden, auf den Rentenmärkten aktiv zu werden. Wir erwarten, dass die Hemmschwelle selbst bei kleineren Krisen gering sein dürfte. In diesen Marktphasen dürften die Anleiherenditen durch die erhöhte, nicht preisempfindliche Nachfrage der Zentralbanken sinken und die Zinsstrukturkurven somit zunehmend abflachen. Nach einem etwaigen Ende der Krise können die Auswirkungen eines „Rückdrehens“ von QE jedoch je nach Ausgestaltung und Umfang in der Gegenbewegung zu größeren Verwerfungen und steigenden Renditen an den Rentenmärkten führen.

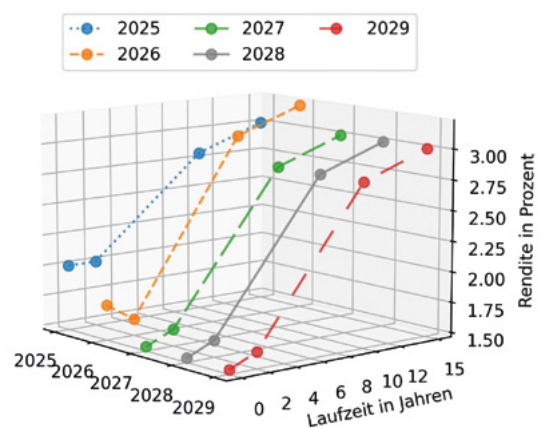
Werden Covered Bonds die sicherere Alternative?

Angesichts der wachsenden Schuldenproblematik in vielen Ländern und der zu erwartenden Anleiheschwemme stellt sich die Frage, ob Staatsanleihen, die letztlich lediglich ein verbrieftes Versprechen darstellen, ihre historische Sicherheit und Stabilität bewahren können. Als Alternative bieten sich hier gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) wie beispielsweise Pfandbriefe an, die durch die Hinterlegung von Sicherheiten eine zusätzliche Absicherungsstufe bieten. Das Emissionsvolumen dürfte jedoch selbst bei deutlich steigender Nachfrage nach dieser zusätzlichen Sicherheitskomponente begrenzt bleiben. Aufgrund der geringeren Rendite gegenüber Staatsanleihen bieten sich gedeckte Schuldverschreibungen mittelfristig eher als Beimischung an. Definitorisch ist es jedoch durchaus möglich, dass diese Anleihen den Referenzzins für den risikolosen Vermögenswert darstellen könnten.

Mit inflationsgeschützten Anleihen in die kommende Dekade?

Wie im Kapitel zur Inflation beschrieben, dürfte die Teuerung dauerhaft zurück sein. Inflationsgeschützte Anleihen stellen hier prinzipiell eine Absicherungsoption dar. Allerdings profitieren diese in erster Linie von unerwarteter Inflation. Wird eine erhöhte Inflation bereits vom Markt erwartet, sind diese Risiken entsprechend eingepreist, sodass die Absicherungsprämie inflationsgeschützter Anleihen gegenüber nominalen Anleihen bei konstant erhöhter Inflation ohne größere und unerwartete Anstiege die Erträge mindern dürfte. Da die geopolitischen Risiken hoch bleiben und somit die Wahrscheinlichkeit von Schocks, die die Inflationsraten deutlich in die eine oder andere Richtung bewegen können, in den kommenden zehn Jahren in unserer Erwartung erhöht bleiben dürfte, kann eine Beimischung inflationsgeschützter Anleihen die Resilienz des Portfolios erhöhen.

Abbildung 6: Prognose Bundesanleihen Renditenstruktur



0 Jahre = EZB Leitzins (Einlagesatz). Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Quelle: Haspa Marktanalytik

Unternehmensanleihen bleiben wichtiger Baustein

Mit Blick auf den Markt für Unternehmensanleihen bleiben wir vor allem bei Unternehmen zuversichtlich, die von unseren langfristig erwarteten „säkularen“ Entwicklungen profitieren dürften. Ein Schwinden des Vertrauens in Staatsfinanzen – zumindest solange dies nicht zu einer handfesten Schuldenkrise führt – dürfte sich positiv auf die Preise von Unternehmensanleihen guter bis mittlerer Bonität auswirken. Allerdings dürfte es, insbe-

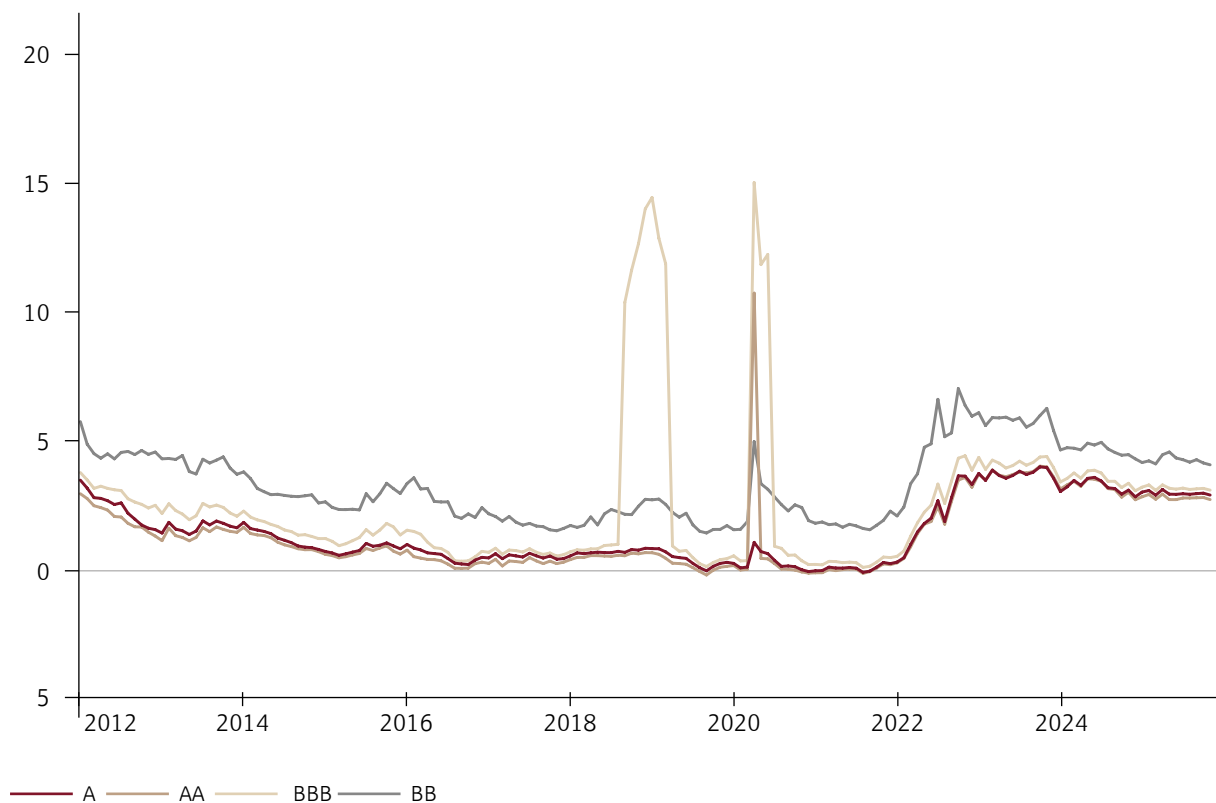
sondere mit Blick auf die von uns erwartete erhöhte geopolitische Unsicherheit, die Verschiebung von Wertschöpfungsketten, eine lockere Geldpolitik und steigende Staatsschulden, auch bei den Renditen von Unternehmensanleihen zu einer höheren Volatilität kommen. Dies gilt insbesondere für Sektoren und Länder, die sensibel auf geopolitische und makroökonomische Entwicklungen reagieren. In dem von uns erwarteten dynamischen Marktumfeld dürften sich in den kommenden zehn Jahren zwischenzeitlich größere Bewertungsunterschiede zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen ergeben. Eine Situation, in der Unternehmen teilweise sicherer als Staaten angesehen werden, spiegelt sich gegenwärtig am Markt wider. Dabei darf allerdings nicht vergessen werden, dass die Unternehmen letztendlich in Ländern mit höherem Risiko sitzen und im Gegensatz zu Staaten nicht über Zugang zur Geld-Druckerpresse verfügen. Am Ende des Tages können Staatsanleihen auf diesem Wege immer bedient werden. Sollten Staaten tatsächlich in den Zahlungsausfall gehen, würde dies einen Systembruch darstellen, in dessen Sog dann voraussichtlich auch Unternehmensanleihen geraten würden.

Mit Blick auf ein insgesamt erhöhtes Renditeniveau und das strukturell erhöhte Risiko dürften vor allem Unternehmensanleihen mit hoher bis mittlerer Bonität ein essenzieller Portfoliobaustein bleiben. Insgesamt erwarten wir, dass die Renditen von Staatsanleihen unter denen von vergleichbaren Unternehmensanleihen liegen werden. Hier besteht jedoch ein erhöhtes länderspezifisches Risiko, das sich aus höherer Staatsverschuldung, Abstufung der Kreditwürdigkeit, Währungsschwankungen und Inflation ergibt. Auch die Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen (High Yield) dürften unserer Ansicht nach in den kommenden Jahren wieder attraktiver werden.

Fremdwährungsanleihen: Wechselkurse im Fokus

In der sich in einem dramatischen Tempo verändernden Weltordnung ist künftig von einer höheren Wechselkursvolatilität auszugehen. Dies betrifft sowohl Staats- als auch Unternehmensanleihen. Für viele Finanzmarktteilnehmer war das Wechselkursrisiko des US-Dollars in der vergangenen Dekade kaum wahrnehmbar. Im Zuge der De-Dollarisierung dürfte es jedoch deutlich zunehmen.

Abbildung 7: Renditen von Corporate Bonds



Quelle: LSEG Datastream Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Insgesamt dürften bei Fremdwährungsanleihen in den kommenden Jahren neben den Wechselkursen vor allem geopolitische und geostrategische Faktoren zum Tragen kommen. Aus Portfolio-Sicht bleibt vor dem Hintergrund unserer langfristig erwarteten säkularen Entwicklungen auch bei Anleihen eine globale Streuung ein wichtiger Diversifikator. Dies schließt auch eine Beimischung von Anleihen aus Schwellenländern mit ein. Hier insbesondere Anleihen, die in der Regel von einer Dollarschwäche profitieren dürften. Insgesamt sehen wir Absicherungsinstrumente gegen Wechselkursrisiken aus Rendite-/Risikogesichtspunkten als unvorteilhaft an. Lediglich bei einem eher kurzen Anlagehorizont und der Erwartung einer deutlichen Überrendite gegenüber inländischen Schuldtiteln können sich derartige Instrumente unter Umständen anbieten.

”**Aufgrund der zu erwartenden säkularen Entwicklungen bleibt auch bei Anleihen eine globale Streuung ein wichtiger Diversifikator.“**

Absicherung gegen Aktienmarktrisiken?

Aus der Perspektive der Vermögensallokation stellt sich die Frage, wie mit den steigenden strukturellen Risiken umgegangen werden sollte. Die klassische Portfoliotheorie geht in einem durchschnittlichen Portfolio häufig von einem Verhältnis von 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Rententiteln aus. Historisch betrachtet waren Anleihen vornehmlich ein Hedge gegen Aktienmarktrisiken. Jedoch kam es je nach Marktphase auch zu unterschiedlichen Abhängigkeiten zwischen Staatsanleihen und Aktien. Erstere waren nicht zwangsläufig ein Hedge gegen Aktienmarktrisiken, sondern bewegten sich in Krisenzeiten zeitweise in die gleiche Richtung. In der kommenden Dekade erwarten wir, dass die Korrelation zwischen Anleihen guter Bonität und Aktien in Krisenzeiten insgesamt überwiegend negativ sein wird. Denn

die Unsicherheit dürfte groß bleiben und bei der Suche nach Sicherheit und Stabilität im Portfolio dürfte auch mit Blick auf die Historie kein Weg an Anleihen vorbeiführen. Doch auch hier gilt, dass Anleihen nicht gleich Anleihen sind und es im besonderen Maße auf die Selektion ankommen dürfte.

Erwartete Spread-Entwicklung

Wir erwarten, dass die Überrendite, die Aktien gegenüber Anleihen in den vergangenen Jahren aufgewiesen haben, spürbar zurückgehen wird. Bei europäischen Hochzinsanleihen (High Yield) erwarten wir ähnliche Renditen wie bei europäischen Aktien. Im sichereren Investmentgrade-Bereich erwarten wir Renditen, die unter denen am Aktienmarkt, aber über denen von Staatsanleihen liegen. Die Renditedifferenz zwischen zwei- und zehnjährigen Staatsanleihen sehen wir bei 0,7 Prozentpunkten in Europa und bei 1,0 Prozentpunkten in den USA. In den USA, aber auch in Europa, dürfte zudem die reale Rendite von Anleihen über der Rendite vergleichbarer Aktiendividenden liegen. Doch natürlich gilt auch hier, dass Prognosen keinen zuverlässigen Indikator für die Wertentwicklung darstellen und der Anlageklasse „Anleihen“ die zuvor genannten Risiken gegenüberstehen. ■

6.2 Aktien

Bedeutung für Investoren

Ein Secular Outlook bietet Investoren nicht nur einen langfristigen Ausblick auf die Entwicklung der Aktienmärkte, sondern ist auch entscheidend, um die langfristigen wirtschaftlichen Trends und deren Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Unternehmensbewertungen zu verstehen. Für Aktieninvestoren ist es wichtig, nicht nur kurzfristige Marktschwankungen, sondern auch die größeren strukturellen Veränderungen zu antizipieren, die die langfristige Renditeentwicklung prägen werden. Der Blick auf die nächsten zehn Jahre erlaubt es, sich auf die erwartbaren makroökonomischen, technologischen und geopolitischen Veränderungen einzustellen und die Investmentstrategien entsprechend auszurichten. Er bietet Marktteilnehmern einen Rahmen, der es ihnen ermöglicht, zwischen langfristigen Wachstumschancen und Risiken zu differenzieren.

Faktoren der Aktienmarktprognosen

Zur Erstellung von Prognosen der Aktienmarktrenditen für die kommenden zehn Jahre muss man eine Vielzahl von Faktoren berücksichtigen. Zu den wichtigsten gehören:

Makroökonomische Entwicklungen: Wirtschaftliches Wachstum, Inflation und Zinsen sind grundlegende Treiber für die Aktienmärkte. Ein starkes Wirtschaftswachstum fördert Unternehmensgewinne und führt tendenziell zu höheren Aktienrenditen, während steigende Zinsen oder hohe Inflation das Wachstum bremsen können.

Geopolitische Faktoren: Handelskriege, politische Unsicherheiten und Veränderungen in der globalen Machtstruktur können erhebliche Auswirkungen auf die Märkte haben. Diese Unsicherheiten führen häufig zu Marktvolatilität und können sich direkt auf die Investitionsentscheidungen auswirken. Spätestens seit der Wiederwahl Donald Trumps müssen Marktteilnehmer zudem den „Trump“-Faktor nicht nur versuchen bestmöglich zu antizipieren, sondern vor allem zu eskomptieren. Dazu zählen neben der Zollpolitik und Aushöhung etablierter Institutionen auch Steuersenkungen und Deregulierung. Dies dürfte auch auf den Nachfolger Donald Trumps zutreffen.

Technologische Innovationen: Die rasante Entwicklung neuer Technologien, insbesondere der Künstlichen Intelligenz, ist ein möglicher zentraler Treiber. Wie im Ka-

pitel zu KI beschrieben, haben diese Technologien das Potenzial, ganze Industrien umzuwälzen und die Produktivität zu steigern, was die Unternehmensgewinne und damit die Aktienkurse langfristig fördern könnte.

Bewertung der Märkte: Die Bewertung von Aktienmärkten ist ein weiterer entscheidender Faktor. Hohe Bewertungen können auf eine Überbewertung des Marktes hinweisen und die künftigen Renditen belasten, während niedrige Bewertungen potenziell attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten können.

Da die beiden erstgenannten Aspekte bereits hinreichend erläutert wurden, soll im Folgenden der Fokus auf Aktienmarktbewertungen und die Rolle der Künstlichen Intelligenz gelegt werden.

Aktienmarktbewertungen

Die Bewertung von Aktienmärkten ist entscheidend, um den weiteren Verlauf von Renditen und das Risikoprofil der Märkte abzuschätzen. Das 12-Monats-Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der wichtigsten globalen Indizes liefert wertvolle Einblicke.

Mit einem aktuellen Forward-KGV von 22,8 liegt der S&P 500 über seinem Zehn-Jahres-Durchschnitt von 18,6, was auf eine relativ hohe Bewertung hinweist. Diese hohe Bewertung spiegelt das Vertrauen in die zukünftige Ertragskraft der US-Unternehmen wider, vor allem in den Bereichen Technologie und KI. Die USA profitieren weiterhin von starken Investitionen in Infrastruktur, wie etwa Rechenzentren, die insbesondere von Tech-Unternehmen vorangetrieben werden.

Der Stoxx Europe 600 liegt mit einem 12-Monats-Forward-KGV von 14,8 über seinem historischen Durchschnitt von 13,1. Auch hier sind die Märkte im Vergleich zum Zehn-Jahres-Durchschnitt tendenziell etwas überbewertet, was auf eine positive, aber moderatere Markterwartung hindeutet. Der europäische Markt könnte von steigenden Investitionen u. a. in Technologie und nachhaltige Innovationen profitieren. Im relativen Vergleich scheint das Bewertungsniveau weniger ambitioniert als in den USA zu sein.

Japan: Der Topix weist mit einem 12-Monats-Forward-KGV von 15,7 eine Bewertung auf, die leicht über dem

historischen Zehn-Jahres-Durchschnitt von 14,7 liegt. Trotz der relativ hohen Bewertung könnte sich Japan aufgrund der soliden makroökonomischen Basis und der robusten Industriestruktur als wertvoller Diversifikationsbaustein erweisen.

Schwellenländer: Der MSCI Emerging Market zeigt mit einem 12-Monats-Forward-KGV von 14,0 eine markante Überbewertung im Vergleich zu seinem historischen Durchschnitt von 11,6. Schwellenländer könnten vor allem von wachsendem Handel untereinander und technologischen Fortschritten profitieren, stehen jedoch vor Herausforderungen wie politischen Unsicherheiten und strukturellen Hindernissen. Das aktuell ambitionierte Bewertungsniveau spiegelt nicht zuletzt auch die Kurs- und Gewinnentwicklung von Technologiewerten aus China und Südkorea wider. Eine selektive Auswahl ausgewählter Regionen scheint trotz des allgemeinen Bewertungsniveaus unter Diversifikationsaspekten sinnvoll zu sein.

Mittelwertumkehr

In diesem Zusammenhang kommt dem Begriff der „Mittelwertumkehr“ eine besondere Bedeutung zu. Der Begriff bezieht sich darauf, dass Aktienmärkte oder spezifische Bewertungskennzahlen (wie z. B. das KGV) langfristig dazu tendieren, zu ihrem historischen Durchschnitt zurückzukehren. Dies bedeutet, dass, wenn ein Markt oder eine Aktie über einen längeren Zeitraum hinweg über- oder unterbewertet ist, die Wahrscheinlichkeit besteht, dass sich die Bewertungen im Laufe der Zeit wieder dem langfristigen Mittelwert annähern. Kurz gesagt, die Mittelwertumkehr beschreibt das Zurückkehren zu einem durchschnittlichen Wert nach extremen Abweichungen.

Dies führt zwangsläufig zu der Frage, ob es sich bei den aktuellen Abweichungen um Extremwerte handelt oder sie einigermaßen rational erklärbar sind. Für den europäischen Markt könnte trotz einer leicht erhöhten Bewertung das relativ niedrige Zinsniveau sprechen. Wenn die Zinsen niedrig sind, werden zukünftige Erträge heute als wertvoller eingeschätzt, was die Bewertungen von Aktien steigert. Da Unternehmen bei niedrigen Zinsen tendenziell mehr Kapital zu günstigeren Konditionen aufnehmen können, steigt ihr Potenzial für zukünftige Investitionen und Gewinne. Dies wird durch den höheren Barwert dieser Gewinne in der Unternehmensbewertung reflektiert, was zu höheren Aktienkursen führen kann. Darüber hinaus könnte Europa vom „Trump-Faktor 2.0“ profitieren und im direkten Vergleich zu den USA ein grundsätzlich vertrauenswürdigeres Investoren Umfeld darstellen.

Die Bewertungen in Japan könnten darauf hindeuten, dass globale Investoren die Entwicklungen der „Corporate Governance Revolution“ goutieren. Diese Entwicklung bezieht sich auf umfassende Reformen, die darauf abzielen, die Transparenz, Verantwortung und Effizienz in der Unternehmensführung zu verbessern. Diese Veränderungen dürften weiterhin das Potenzial haben, den japanischen Aktienmarkt positiv zu beeinflussen, aus mehreren Gründen:

Erhöhte Transparenz und Rechenschaftspflicht: Strengere Anforderungen an die Offenlegung von Unternehmensinformationen und die Einführung unabhängiger Direktoren erhöhen das Vertrauen der Investoren und könnten zu höheren Bewertungen und langfristigem Wachstum führen.

Bessere Unternehmensrenditen: Durch die Verbesserung der Governance-Strukturen und den Fokus auf Shareholder Value könnten Unternehmen effizienter werden, was sich positiv auf ihre Rentabilität und damit auf die Aktienkurse auswirkt.

Ausländische Investitionen: Die Reformen haben das japanische Marktumfeld für ausländische Investoren attraktiver gemacht, da sie mehr Vertrauen in die Unternehmen und deren Management gewinnen. Dies könnte zu einem Anstieg des ausländischen Kapitals führen.

Aktive Aktionärsrechte: Die Einführung von Maßnahmen, die es Aktionären ermöglichen, aktiver an Unternehmensentscheidungen teilzunehmen, fördert eine bessere Nutzung von Kapital und Ressourcen, was potenziell zu einer höheren Kapitalrendite führt.

Insgesamt verbessert die Corporate Governance in Japan die Marktattraktivität, was langfristig zu einem positiveren Umfeld für Investoren und einer potenziellen Steigerung der Aktienrenditen führen kann.

Und die USA? Insbesondere dort wird das Marktumfeld derzeit und wahrscheinlich auch in den kommenden zehn Jahren von einem zentralen Thema geprägt: Künstliche Intelligenz.

Die Rolle der Künstlichen Intelligenz

Insbesondere die rasante Entwicklung der Künstlichen Intelligenz (KI) ist derzeit einer der zentralen Einflussfaktoren auf makroökonomische Trends, Unternehmensgewinne und Kapitalmarktbewertungen.

Die Bedeutung der KI für die US-Wirtschaft und den Aktienmarkt ist bereits heute enorm. Rund 40 Prozent des

BIP-Wachstums der USA im bisherigen Jahresverlauf 2025 stammen aus KI-bezogenen Investitionen. Zudem wurden etwa 80 Prozent der gesamten Aktienmarkterträge in den USA im laufenden Jahr von KI-Unternehmen erzielt. Die US-Wirtschaft ruht dabei zunehmend auf einer engen Basis von nur sieben bis zehn großen Technologiekonzernen – den sogenannten „Magnificent Seven“ –, die zusammen rund 34 Prozent der Marktkapitalisierung des S&P 500 ausmachen. Ein Großteil der Kursgewinne entfiel dabei auf wenige Unternehmen, die von massiven Investitionen in Rechenzentren sowie einer starken Ertragsdynamik in den Bereichen Halbleiter und „Cloud“ profitierten.

Allerdings birgt diese Entwicklung auch Risiken. Die Zirkularität brancheninterner Deals – etwa zwischen Unternehmen wie Oracle, OpenAI und Nvidia – schafft Unsicherheit über den Verlauf der tatsächlichen Kapitalrendite und kann zu einer Investitionsblase führen. Dies birgt die Gefahr von Fehlallokationen, überzogenen Bewertungen und potenziell empfindlichen Kursrücksetzern. Einige Marktbeobachter ziehen daher bereits Parallelen zur Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende.

Die rationale Blase

Tatsächlich gibt es sowohl Gemeinsamkeiten als auch Unterschiede zwischen der aktuellen KI-Euphorie und der Dotcom-Phase. Beiden Epochen gemein sind ein starkes Narrativ rund um eine Basistechnologie, eine enorme Kapitalwelle, „Story-Aktien“ mit hohen Bewertungen sowie Rekordinvestitionen in Infrastruktur – damals in Glasfasernetze, heute in Chips und Rechenzentren. Typische Begleiterscheinungen einer spekulativen Überhitzung sind auch die Marktkonzentration und die Unsicherheit über die tatsächliche Lage.

Im Unterschied zur Dotcom-Blase sind die heutigen Technologiekonzerne jedoch in einer weitaus besseren finanziellen Verfassung. Ihre Bewertungen erscheinen – gemessen an bereits erwirtschafteten und künftig erwarteten Gewinnen sowie Cashflows – aktuell noch gerechtfertigt. Vergleicht man das 24-Monats-Forward-KGV der „Magnificent Seven“ mit den Aktienmarktbewertungen zur Zeit des Neuen Marktes oder der „Japan-Blase“, wird deutlich, dass die Unternehmen eine deutliche höhere Gewichtung und eine deutlich höhere Marktkapitalisierung haben, aber auch eine relativ gesehen deutlich geringere Bewertung. Eine klassische Bewertungsblase liegt daher aktuell nicht vor. Das Hauptrisiko besteht vielmehr in einer Investitionsblase. Insgesamt befindet sich der KI-Sektor somit in einer dynamischen, aber auch sensiblen Phase, in der wirtschaftliches Wachstum und Risikopotenzial eng miteinander verwoben sind.

Der KI-Investitionszyklus unterscheidet sich allerdings von klassischen Innovationswellen in einem wesentlichen Punkt: KI ist nicht sektoral begrenzt, sondern transversal – sie durchdringt nahezu alle Wirtschaftssektoren und verändert Entscheidungslogiken in Echtzeit, vergleichbar mit vergangenen bahnbrechenden Erfindungen wie der Elektrizität. Ob und inwieweit KI die Unternehmensgewinne nachhaltig beeinflusst, hängt aber auch von der Geschwindigkeit, Tiefe und Qualität der KI-Implementierung in einzelnen Unternehmen ab.

Prognosen der Aktienmarktrenditen

Das Ausgangsniveau vieler Aktienmärkte insbesondere in den USA bleibt hoch, was das Potenzial aus Bewertungsänderungen begrenzt. Wir erwarten, dass die Renditequellen der nächsten Dekade daher primär durch Dividendenrenditen und Gewinnwachstum be-

Tabelle 3: Vergleich von Marktbedingungen

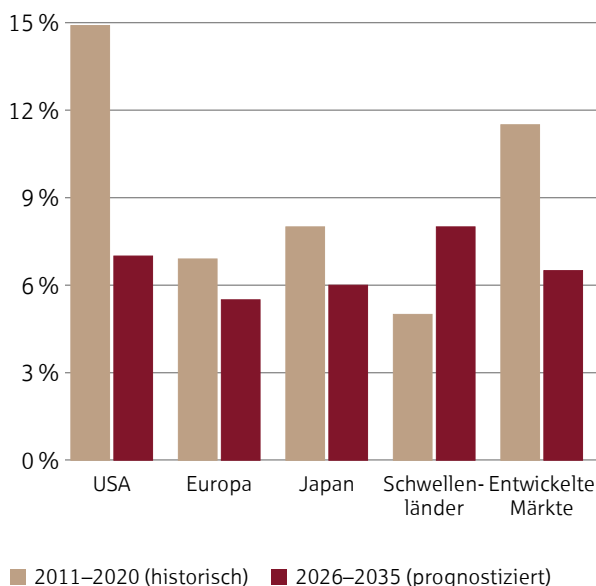
Jahr	Marktgewicht	Marktkapitalisierung	24-Monats-Forward-KGV
M7 2025	34 %	19 Bio. USD	26,8
Dotcom 03/2000	19 %	2,4 Bio. USD	52
Japan 12/89	29 %	613 Mrd. USD	67

Quelle: LSEG Datastream Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

stimmt sein dürften. Qualitätswerte mit stabiler Ertragsbasis und Preissetzungsmacht dürften überdurchschnittlich abschneiden. Regionale Präferenzen sprechen für Europa, Japan und ausgewählte Schwellenländer, die über moderatere Bewertungen und Reformpotenzial verfügen. Auf Einzeltitelbasis dürfte die Selektion von Einzelaktien, insbesondere US-Aktien, noch anspruchsvoller werden. Hierbei dürften sowohl die „Tail-Chancen“, aber zur gleichen Zeit auch die „Tail-Risiken“ im KI-Bereich überdurchschnittlich hoch werden.

Blickt man auf die kommenden zehn Jahre, wird das Wachstum der Aktienmärkte in hohem Maße von regionalen Unterschieden, makroökonomischen Bedingungen und technologischen Entwicklungen beeinflusst werden. Dabei spielt insbesondere die Künstliche Intelligenz eine zunehmend bedeutende Rolle. Die Einführung von KI-Technologien dürfte nicht nur die Produktivität steigern, sondern auch neue Geschäftsmodelle schaffen, was sich direkt auf die Unternehmensgewinne und somit auf die Aktienkurse auswirken wird. Für Investoren bedeutet dies, dass die Technologiebranche und Unternehmen, die KI erfolgreich integrieren, ein starkes Wachstumspotenzial bieten dürften.

Abbildung 8: Prognostizierter Gesamtertrag
(nominal, in EUR, p. a.)



Quelle: LSEG Datastream

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Für die USA prognostizieren wir ein durchschnittliches Aktienwachstum von 7,0 Prozent. In den Vereinigten Staaten treibt die Innovationskraft in der Technologiebranche, vor allem durch die zunehmende Anwendung von KI, die Aktienmärkte an. Unternehmen, die in den Bereichen Künstliche Intelligenz, Automatisierung und Digitalisierung führend sind, könnten überdurchschnittlich profitieren, was die Performance des US-Aktienmarktes weiter stärken dürfte. Besonders Sektoren wie Technologie, Gesundheitswesen und Finanzdienstleistungen werden von den Chancen der KI erheblich profitieren und könnten die Wachstumserwartungen übertreffen.

„Die Einführung von KI-Technologien dürfte nicht nur die Produktivität steigern, sondern auch neue Geschäftsmodelle schaffen.“

In Europa ist ein moderateres Wachstum von 5,5 Prozent zu erwarten. Auch hier zeigt sich die zunehmende Bedeutung von KI für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen. Dennoch wird das Wachstum von strukturellen Herausforderungen wie der demografischen Entwicklung, politischen Unsicherheiten und einem vergleichsweise langsamen Innovationszyklus im Vergleich zu den USA gebremst. Einige europäische Unternehmen, insbesondere in den Bereichen Automobilindustrie und Industrie 4.0, setzen jedoch verstärkt auf KI, um ihre Effizienz zu steigern und Wettbewerbsfähigkeit zu sichern, was sich positiv auf die Aktienkurse auswirken dürfte.

Japan mit einer Prognose von 6,0 Prozent zeigt ebenfalls Potenzial, da das Land verstärkt in digitale Technologien und KI investiert, um das Wachstum seiner Unternehmen zu fördern. Die Aktienmärkte könnten von einer andauernden Corporate-Governance-Entwicklung, einem erhöhten Automatisierungsgrad und der Integration von KI profitieren, insbesondere in der Automobil-

industrie und der Elektronikbranche. Trotz des demografischen Wandels und der damit verbundenen Herausforderungen könnte KI als Schlüsseltechnologie dazu beitragen, die Produktivität zu steigern und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen langfristig zu sichern.

Schwellenländer dürften mit einem prognostizierten Wachstum von 8,0 Prozent die dynamischsten Aktienmärkte bieten. KI könnte in diesen Märkten, die oft eine junge und technikaffine Bevölkerung haben, ein exponentielles Wachstum anstoßen. Unternehmen in Schwellenländern, die in der Lage sind, neue digitale Geschäftsmodelle zu entwickeln und KI erfolgreich zu implementieren, werden voraussichtlich überdurchschnittliche Aktienrenditen erzielen. Das Potenzial für Automatisierung und Industrieentwicklung ist in vielen dieser Märkte enorm, was zu einer starken Performance der Aktienmärkte führen dürfte.

Fazit

Trotz der Herausforderungen einer Welt im strukturellen Wandel bleibt der langfristige Ausblick für die Aktienmärkte positiv. Die nächsten Jahre dürften von höherer Volatilität, institutionellen Spannungen und geopolitischen Verschiebungen geprägt sein. Diese Veränderungen markieren jedoch nicht das Ende attraktiver Renditechancen, sondern den Beginn eines neuen Investmentumfeldes. Insbesondere Investoren, die sich auf die veränderten Spielregeln einstellen, werden von der Dynamik des Marktes profitieren können.

Die kommenden zehn Jahre könnten aufgrund der steigenden Risikoprämien und der Unsicherheiten rund um die Bewertung der KI-Industrie sowie geopolitische Entwicklungen von größeren Schwankungen geprägt sein. Dennoch bieten Märkte, die sich in einer Übergangsphase befinden, zahlreiche Chancen, insbesondere für jene, die aktiv Bewertungsunterschiede managen, Risikoprämien selektiv vereinnahmen und eine breite Diversifikation anstreben. Das aktive Management, die Fähigkeit zur schnellen Anpassung und die Disziplin in der Portfoliostruktur werden unserer Ansicht nach in diesem Umfeld entscheidend sein. Es bleibt jedoch wieder festzuhalten, dass Prognosen kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. ■

6.3 Rohstoffe: Gold und Öl

Gold

Die Renaissance des Goldes setzte sich auch im Jahr 2025 weiter fort. So verdoppelte sich der Preis des gelben Metalls von knapp 2.000 USD im Januar 2024 auf rund 4.000 USD Ende Oktober 2025. Zwar lassen sich aus der Historie und den gängigen Theorien überzeugende Gründe für die jüngsten Preisanstiege herleiten, doch scheint deren Einfluss von der tatsächlichen Entwicklung überholt zu werden. Offenbar hat eine Kombination von sich gegenseitig verstärkenden bzw. sich im Zeitablauf abwechselnden Faktoren den Preisanstieg verursacht. Dies erschwert die Prognose und wirft die Frage auf, ob es sich hierbei um einen längerfristigen Paradigmenwechsel handelt und, falls ja, wie weit dieser bereits fortgeschritten ist.

Gold als sicherer Hafen

Gold gilt an den Finanzmärkten als sicherer Hafen und hat in der Geschichte häufig von ökonomischen Krisen und Unruhen profitiert. Da wir für die kommende Dekade viele unterschiedliche Risiko- und Gefahrenquellen

identifiziert haben und insgesamt von einem strukturell höheren Risiko ausgehen, erwarten wir, dass der Goldpreis hiervon tendenziell profitieren wird. In Zeiten großer Risiken setzen Kapitalmarktteilnehmer üblicherweise auf die „Trifecta“ aus US-Anleihen, dem US-Dollar und Gold. Mit Blick auf den von uns erwarteten Anstieg der US-Schulden, eine damit einhergehende erhöhte Anleiheemission und die De-Dollarisierung dürften US-Anleihen und der US-Dollar vor dem Hintergrund dieses Sicherheitsmotivs an Attraktivität gegenüber Gold verlieren. Dies jedoch nicht vollumfänglich, da wir erwarten, dass der US-Dollar und der US-Anleihemarkt mangels effektiver Alternativen in der kommenden Dekade noch immer Schlüsselrollen einnehmen werden, wenn auch spürbar abgeschwächt.

De-Dollarisierung und Geopolitik im Fokus

Der Prozess der De-Dollarisierung, also der langsame Bedeutungsverlust des US-Dollars, zeichnet sich immer deutlicher ab. Dies spiegelte sich in den vergangenen Jahren u. a. in Rekord-Goldzukäufen von Zentralbanken

Abbildung 9: Goldpreis



— Goldpreis (je Feinunze 31,1g) in USD

Quelle: LSEG Datastream

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

wider, die dadurch eine größere Diversifizierung ihrer Reserven sicherstellen wollen. In der kommenden Dekade dürfte eine zunehmende Goldnachfrage vor allem bei Ländern des Globalen Südens zu beobachten sein. Neben einer erwarteten Dollarschwäche dürften Motive zur Diversifikation von Reserven auch ein Schutz vor zukünftigen geopolitischen Spannungen, dem „Einfrieren“ von Vermögenswerten sowie eine allgemeine Reduzierung der Abhängigkeit von anderen Ländern (insbesondere vom US-Anleihenmarkt) sein. Das Auftreten von Zentralbanken als Käufer auf dem Goldmarkt wird in den kommenden zehn Jahren wahrscheinlich nicht abebben und eher zunehmen, was tendenziell preisstützend wirken dürfte.

Historischer Profiteur von Inflation

Historisch betrachtet, konnte Gold in vielen Marktphasen seine Funktion als Inflationsschutz unter Beweis stellen. Da wir in der kommenden Dekade von strukturell erhöhten Inflationsraten ausgehen, könnte das gelbe Metall zumindest zeitweise davon profitieren.

”**Historisch betrachtet, konnte Gold in vielen Marktphasen seinen Inflationsschutz unter Beweis stellen.“**

Baustein in der Vermögensallokation

Neben den bereits genannten Gründen für die Preisentwicklung muss zudem festgehalten werden, dass Gold wieder zunehmend als elementarer Portfoliobaustein wahrgenommen wird, der seiner traditionellen Bedeutung bei der Diversifikation und Absicherung gerecht werden soll. Die zuletzt deutlichen Zuflüsse bei Gold-ETFs sind u. a. ein Indiz für umfangreiche Portfolioumschichtungen zugunsten von Gold in der breiteren Masse. Wir erwarten, dass diese Neugewichtung beibehalten wird und Gold in der kommenden Dekade im Vergleich zur vergangenen bei mehr Marktteilnehmern und mit höheren Anteilen in den Portfolios wiederzufinden sein wird. Dies dürfte ebenfalls preisstützend wirken.

Mit altem Glanz in die neue Dekade

In unseren Augen dürften die fundamentalen, preissteigernden Faktoren, die sich aus den von uns erwarteten langfristigen Trends ergeben, in der kommenden Dekade im Zeitverlauf in unterschiedlicher Ausprägung vorhanden sein. Da eine nachlassende Intensität im berücksichtigten Zeitraum nicht ausgeschlossen werden kann, könnte dies zu volatileren Preisbewegungen führen. Dies schließt ebenfalls das Risiko mit ein, dass der Goldpreis dauerhaft einbricht und somit Verluste drohen. Insgesamt erwarten wir, dass der Preis des gelben Metalls durch die oben genannten Faktoren langfristig gestützt wird und weiteres Aufwärtspotenzial hat. Das Renditemotiv spielt in den kommenden zehn Jahren in unseren Augen eine untergeordnete Rolle. Denn wir betrachten Gold vornehmlich als „strategisches Asset“, das zur Diversifikation und Stabilität der Vermögensallokation beitragen soll. Es bleibt jedoch festzuhalten, dass Prognosen, gerade über einen Zehn-Jahres-Zeitraum, kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung sind.

Öl

Energie ist seit jeher der Antreiber der Ökonomie. Mit der kontinuierlichen wirtschaftlichen Entwicklung steigt auch der Energiebedarf nahezu unaufhaltsam. Gut die Hälfte des Verbrauchs fällt für Wärme und Kühlung an, rund ein Drittel für Transport und ca. 17 Prozent für Stromerzeugung. Dabei ist Rohöl nach wie vor das Sinnbild für Energie und gilt als Schmiermittel der Wirtschaft. Zwar ist sein Anteil an der weltweiten Energieerzeugung in den letzten zehn Jahren um knapp 2 Prozentpunkte gesunken, ist mit 30 Prozent jedoch nach wie vor der größte. Dabei reagiert der Ölmarkt sensibel auf geopolitische und strukturelle Veränderungen. Besonders bei Krisen im Nahen Osten sprang der Preis nach oben, in globalen Rezessionen stürzte er dagegen ab.

Langsam befindet sich aber auch der fossile Brennstoff im Wandel der Zeit. Bis 2019 stieg die globale Nachfrage nach Rohöl noch weitgehend konstant um durchschnittlich rund 1,6 Prozent pro Jahr. Zuerst durch den steigenden Verbrauch in Industrieländern. So nahm der Ölbedarf der OECD-Länder von 1995 bis 2005 um über ein Drittel zu. Im Zuge der globalen Finanzkrise sank die Nachfrage jedoch kräftig und kam danach nicht mehr auf die alten Niveaus zurück. In dieser Zeit sprang der Verbrauch der Schwellenländer, allen voran China, kräftig an. Die Corona-Pandemie führte dann zu einem dramatischen Nachfrageeinbruch. Der Bedarf erholte sich zwar wieder, stieg aber nicht über das Vor-Corona-Niveau von gut 100 Barrel pro Tag hinaus an.

Der Hauptgrund dafür ist, dass viele Länder ihren Energiebedarf zunehmend aus erneuerbaren Quellen decken wollen. Während dies in Europa vor allem durch den Gedanken der Nachhaltigkeit getrieben ist, ist es in China der Schritt hin zur Autarkie. Bislang importiert das Reich der Mitte den Großteil des Bedarfs aus dem Ausland, ist an dieser Stelle also abhängig von Ölförderländern. Um die Abhängigkeit zu reduzieren, werden die Kapazitäten zur Gewinnung von Sonnen-, Wind- und Wasserenergie kräftig ausgebaut. Zwar wurde in den USA politisch ein anderer Weg eingeschlagen („Drill, baby, drill“). Doch folgen die US-Unternehmen diesem Aufruf bislang nur zögerlich, da sich neue Explorationsprojekte beim derzeitigen Ölpreis kaum rechnen. Insgesamt geht Oxford Economics davon aus, dass ab 2028 der Ölbedarf rückläufig sein wird und in zehn Jahren etwa 4 Prozent unter dem heutigen Niveau liegen könnte.

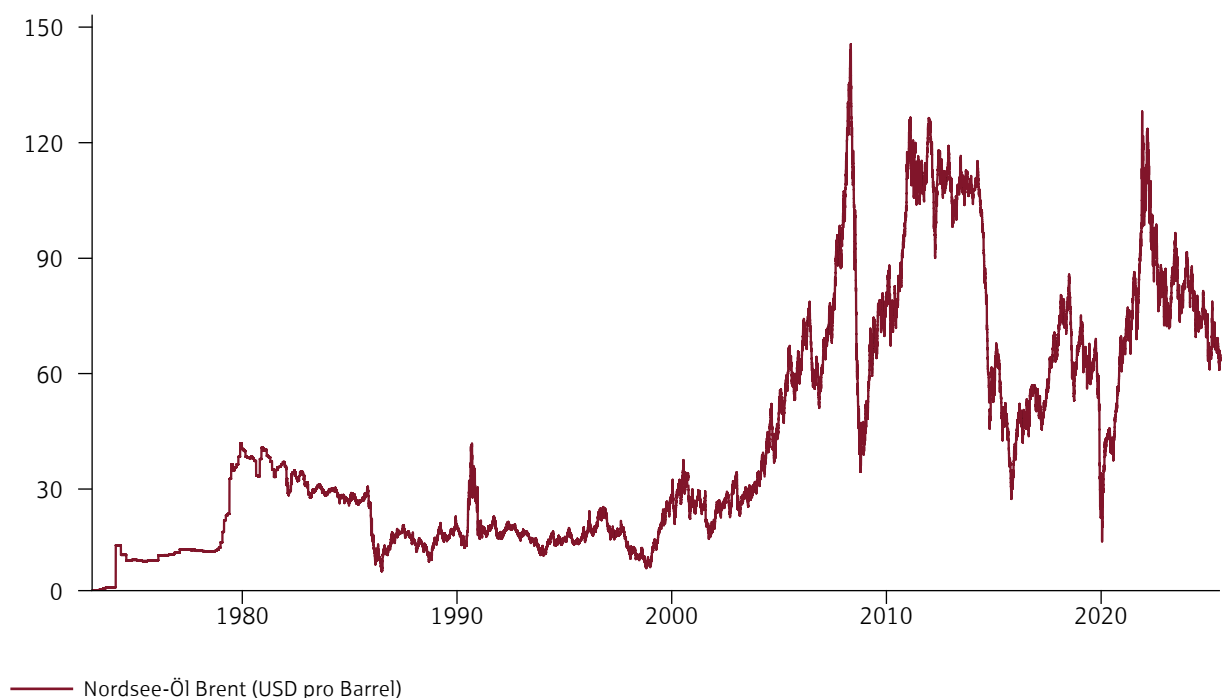
Die ölfördernden Staaten, die sich im OPEC-Kartell zusammengeschlossen haben könnten ihre Produktionsmenge grundsätzlich deutlich ausweiten – bei vergleichsweise günstigen Explorationskosten. Sie beschränken ihre Fördermenge jedoch, um die Preise hoch zu halten. Das Kartell war immer mal wieder brüchig, weshalb fraglich ist, ob es noch über einen langen Zeitraum halten wird. Insbesondere in Phasen niedriger Preise schraubten

einzelne Staaten die Fördermenge hoch, um ihre absoluten Einnahmen möglichst konstant zu halten.

Was die gesamte Energienachfrage angeht, führen zwar z. B. effizientere Motoren mit einem höheren Wirkungsgrad sowie bessere Häuserdämmungen relativ gesehen zu weniger Verbrauch. Doch wird die Gesamtnutzung von Mobilität und Wohnraum durch den Wohlstandsgewinn in Schwellenländern steigen. Hinzu kommt der gigantische Energiehunger der Datenzentren, die derzeit gebaut werden, um KI-Anwendungen darauf zu betreiben. Insgesamt gehen wir daher davon aus, dass der weltweite Energiebedarf weiter steigen wird.

Wir nehmen jedoch auch an, dass diese steigende Nachfrage zunehmend aus anderen Energiequellen bedient wird. Damit hätte der Verbrauch von Rohöl seinen Zenit überschritten, dürfte aber eher auf einem Plateau verharren, statt abrupt zu fallen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass der Ölpreis in den nächsten zehn Jahren leicht nach unten gerichtet sein wird. In Preisen von heute (also mögliche Inflations- und Währungseffekte ausgeklammert) sehen wir die Notierung in der langen Frist bis auf rund 60 US-Dollar pro Barrel sinken. In der Zwischenzeit dürfte es aufgrund der Geopolitik und der Fragmentierung jedoch immer wieder kräftige Ausschläge nach oben und unten geben. ■

Abbildung 10: Erdölpreis



Quelle: LSEG Datastream

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.



7. Ableitungen für die Vermögensallokation

Eine sorgfältige Abwägung von Risiken und Chancen, die sich aus unserer Analyse ergeben, ist essentiell, um als Anleger handlungsfähig zu bleiben.

Das sich wandelnde Marktumfeld der kommenden Dekade bieten Anlegern nicht nur neue Chancen, sondern birgt auch Risiken. Angesichts unserer Prognosen und der in diesem Secular Outlook beschriebenen Überlegungen sind wir davon überzeugt, dass passive Anlagestrategien, wie beispielsweise ETFs, in dem von uns erwarteten herausfordernden Marktumfeld der kommenden Dekade einem aktiven Portfoliomanagement unterlegen sein werden. Aber auch aktives Management kann Anleger natürlich nicht immer vor Verlusten schützen.

Die Maxime unseres Secular Outlook für die strategische Vermögensallokation sowie die zentralen Ableitungen für die unterschiedlichen liquiden Anlageklassen können wie folgt zusammengefasst werden:

Die zentralen Maximen unseres Secular Outlook

- Fokus auf Resilienz und Stabilität: Die Widerstandsfähigkeit von Portfolios sollte durch einen breiten Ansatz gestärkt werden, da neu aufkommende Risiken im kommenden Jahrzehnt schwer prognostizierbar sind.
- Diversifikation nicht nur zwischen, sondern auch innerhalb der verschiedenen Anlageklassen. Bewertungsunterschiede ergeben Performancechancen.
- Diversifikation von Länderrisiken durch eine breite geografische Streuung.
- Fokus auf Qualitätswerte und laufende Erträge. Wir erwarten, dass ordentliche Gewinne (insbesondere Dividenden und Kupons) gegenüber außerordentlichen Gewinnen in der nächsten Dekade wieder wichtiger werden.

Zentrale Ableitungen für Aktien

- Fokus auf Gewinne und laufende Erträge, die zum dominanten Renditetreiber werden.
- Diversifikation über Regionen hinweg zur Absicherung gegen Bewertungsrisiken.
- Selektives Risiko-Engagement dort, wo Risikoprämien bereits nachhaltig gestiegen sind.
- Betonung von Qualität und übergeordneter institutioneller Stabilität als neue Dimension von „Value“.

Zentrale Ableitungen für Anleihen

- Aktive Berücksichtigung von Staats- und Unternehmensanleihen, mit einem besonderen Fokus auf Anleihen guter bis befriedigender Qualität.
- Diversifikation über Regionen, Märkte und Währungen hinweg. Dies vor allem aufgrund von Stabilitäts- und Absicherungsaspekten.
- Ausnutzen der gesamten Zinsstruktur durch aktives Laufzeiten- und Durations-Management.
- Fokus auf die Generierung von stabilen laufenden Erträgen. Ein höheres Gewicht für Anleihen aus dem Universum der heimischen Anlagewährung reduziert Wechselkursrisiken.

Zentrale Ableitungen für Gold

- Gold bleibt in unseren Augen ein „strategischer“ Vermögenswert, dessen Stärken wir in erster Linie in der Diversifikation und der Absicherung sehen.
- Das gelbe Metall bleibt für uns ein elementarer Portfoliobaustein. ■

8. Prognoseübersicht

Aktien

Gesamtertrag nominal p.a. in EUR

			USA	Europa	Japan	Schwellen- länder	Entwickelte Märkte
Historische Wertentwicklung	2001	Jan. 1 – Dez. 31	–7,1	–15,3	–25,5	2,9	–12
	2002	Jan. 1 – Dez. 31	–33,9	–30,5	–22,7	–20,2	–31,7
	2003	Jan. 1 – Dez. 31	7,1	15,8	15,3	30	11,3
	2004	Jan. 1 – Dez. 31	2,9	12,6	8	16,9	6,9
	2005	Jan. 1 – Dez. 31	20,9	26,7	45,3	55	26,8
	2006	Jan. 1 – Dez. 31	3,6	20,2	–8,7	18,6	7,9
	2007	Jan. 1 – Dez. 31	–4,9	3,2	–14,5	26,1	–1,2
	2008	Jan. 1 – Dez. 31	–33,7	–43,3	–23,1	–50,8	–37,2
	2009	Jan. 1 – Dez. 31	22,5	32,6	1,6	73,5	26,7
	2010	Jan. 1 – Dez. 31	23,1	11,7	23,9	27,5	20,1
	2011	Jan. 1 – Dez. 31	5,5	–7,5	–9,6	–15,4	–1,8
	2012	Jan. 1 – Dez. 31	14,2	18,1	5,9	16,8	14,7
	2013	Jan. 1 – Dez. 31	26,7	20,5	21,6	–6,5	21,9
	2014	Jan. 1 – Dez. 31	29,5	7,4	10	11,8	20,1
	2015	Jan. 1 – Dez. 31	12,9	8,8	24,4	–4,9	11
	2016	Jan. 1 – Dez. 31	15,3	3,2	6,6	14,9	11,4
	2017	Jan. 1 – Dez. 31	7	10,9	11,1	21	8,1
	2018	Jan. 1 – Dez. 31	0,4	–10	–9,4	–9,9	–3,6
	2019	Jan. 1 – Dez. 31	33,9	26,9	21,4	21,1	30,8
	2020	Jan. 1 – Dez. 31	8,6	–2,8	3,7	8,9	6,9
	2021	Jan. 1 – Dez. 31	38,5	25,9	8,8	5,2	31,6
	2022	Jan. 1 – Dez. 31	–12,7	–8,9	–9,3	–14,5	–12,3
	2023	Jan. 1 – Dez. 31	22	16,6	16	6,5	20,2
	2024	Jan. 1 – Dez. 31	33,3	9,3	15,3	15,3	27,2
Durchschnittliche historische annualisierte Wertentwicklung	2001 – 2010	Jan. 1 2001 – Dez. 31 2010	–2,1	0,1	–2,3	12,2	–0,8
	2011 – 2020	Jan. 1 2011 – Dez. 31 2020	14,9	6,9	8	5	11,5
Prognose Haspa Marktanalytik	2026 – 2035	Jan. 1 2026 – Dez. 31 2035	7	5,5	6	8	6,5
Verwendete Daten	Daten		S&P 500®, Total Return (€)	MSCI Europe®, Total Return (€)	TOPIX®, Total Return (€)	MSCI Emerging Markets®, Total Return (€)	MSCI World®, Total Return (€)
	Quelle		LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream

Anleihen						Rohstoffe		
Gesamtertrag nominal p.a. in EUR						Preis- änderung p.a. in Euro		Perioden- endwerte in USD
Deutsche Staatsanleihen (10-jährig)	Deutsche Staatsanleihen (2-jährig)	EUR Investment Grade	US- Staatsanleihen (10-jährig)	US- Staatsanleihen (2-jährig)	Gold			Öl (Brent)
4,5	5,1	4,9	9,5	13,7	6,9	2001	Jan. 1 – Dez. 31	19,5
10,6	5,7	5,2	–2,8	–9,3	5,2	2002	Jan. 1 – Dez. 31	27,8
3,9	3,1	9,1	–15,8	–15	1,1	2003	Jan. 1 – Dez. 31	29,9
10	3,1	7	–2,7	–6,5	–2,6	2004	Jan. 1 – Dez. 31	40,6
7,1	1,9	2,2	17,8	16,6	34,8	2005	Jan. 1 – Dez. 31	59,4
–1,6	1,6	1,4	–9,2	–7,4	10,7	2006	Jan. 1 – Dez. 31	62,1
1,6	3,8	1,2	–1,1	–3,4	18,9	2007	Jan. 1 – Dez. 31	93,7
16,3	6,5	–3,7	27,5	13,1	8,5	2008	Jan. 1 – Dez. 31	48,8
0,5	2,6	23,6	–12,2	–1,8	23,2	2009	Jan. 1 – Dez. 31	78,6
7,6	2,3	5,9	16,2	9,4	38,3	2010	Jan. 1 – Dez. 31	94,7
14	2,7	–0,4	20,9	4,9	14,8	2011	Jan. 1 – Dez. 31	106,9
7,6	0,5	16,9	2,7	–1,3	4,0	2012	Jan. 1 – Dez. 31	109,9
–2,6	–0,1	4,6	–11,6	–4	–30,5	2013	Jan. 1 – Dez. 31	110,5
16,7	0,6	5,3	26,3	14,5	11,9	2014	Jan. 1 – Dez. 31	58,2
0,2	0,2	0,3	12,5	11,9	–0,2	2015	Jan. 1 – Dez. 31	37,7
5,3	0,2	4,3	3,9	3,9	12,2	2016	Jan. 1 – Dez. 31	57,5
–0,3	–0,9	2,5	–10,3	–12	–1,1	2017	Jan. 1 – Dez. 31	66,4
3,3	–0,4	–1,3	4,9	6,7	3,3	2018	Jan. 1 – Dez. 31	54
5	–0,7	5,3	11,5	5,3	20,8	2019	Jan. 1 – Dez. 31	65,3
4	–0,4	1,6	3,3	–5,5	14,5	2020	Jan. 1 – Dez. 31	51,7
–3,3	–0,9	0,1	5	7,1	3,3	2021	Jan. 1 – Dez. 31	77,5
–20,7	–4,2	–12,1	–11,6	2,9	6,2	2022	Jan. 1 – Dez. 31	85,7
7,6	2,8	8,7	0,1	0,4	9,9	2023	Jan. 1 – Dez. 31	76,9
–0,1	2,5	5,5	5	11,1	35,6	2024	Jan. 1 – Dez. 31	74,42
5,9	3,6	5,5	1,8	0,4	13,8	2001 – 2010	Jan. 1 2001 – Dez. 31 2010	94,7
5,1	0,2	3,8	5,8	2,1	3,9	2011 – 2020	Jan. 1 2011 – Dez. 31 2020	51,7
3	2,3	4	4	3	4	2026 – 2035	Jan. 1 2026 – Dez. 31 2035	75
BD Benchmark 10 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	BD Benchmark 2 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	iBoxx® Euro Corporates BBB 3-5 Jahre (€)	United States Benchmark 10 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	United States Benchmark 2 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	Gold Bullion LBM \$/t oz DELAY			Crude Oil Brent/ICE M2 UK 1730 hrs
LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream			LSEG Datastream

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Impressum

Herausgeber

Hamburger Sparkasse AG
Dammtorstr. 1, 20354 Hamburg
Telefon: (040) 35 78 - 0
Telefax: (040) 35 78 - 934 18
Internet: www.haspa.de

Erstellungsdatum

21. November 2025

Grafiken

Hamburger Sparkasse AG/Refinitiv

Redaktion / Autorenteam

Dr. Max Ole Liemen, Korbinian Dress, Christian Bußmann

Gestaltung

Karola Müller

Bildnachweise

Titelbild: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH,
Bilder im Innenteil: Benne Ochs

Rechtsausschluss

Alle in der Publikation enthaltenen Angaben, Informationen und Aussagen basieren auf Quellen, die von der Hamburger Sparkasse AG (Haspa) für zuverlässig gehalten werden. Zu diesen Quellen gehören Finanzdatenanbieter (u. a. LSEG Datastream, Bloomberg, Kepler Cheuvreux), öffentlich zugängliche Medien oder Unternehmensangaben, auf deren Basis auch eigene Schätzungen erstellt werden. Die aufgrund dieser Quellen im Secular Outlook geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Hamburger Sparkasse AG dar.

Bitte beachten Sie, dass der Wert und die Rendite einer Investmentanlage sowohl steigen als auch fallen können. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige positive Performance und Anleger erhalten unter Umständen nicht den investierten Betrag. Wir weisen darauf hin, dass sich die Aussagen ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung beziehen. Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. In die Bewertung eines Finanzinstrumentes fließen eine Vielzahl von Faktoren ein, die einer laufenden Veränderung unterliegen.

Der Secular Outlook dient nur zur Information und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere dar. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG (Haspa) dar. Rechtsverbindlich und maßgeblich sind allein die Angaben des für das jeweilige Finanzinstrument bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hinterlegten und veröffentlichten Basisprospekts gemäß Wertpapierprospektgesetz vom 12.06.2019 einschließlich etwaiger Nachträge und endgültiger Angebotsbedingungen, die bei der Haspa kostenfrei angefordert werden können. Die Billigung des Prospekts ist nicht als Befürwortung der angebotenen Wertpapiere zu verstehen. Anlegern wird empfohlen, den Basisprospekt zu einem Finanzinstrument einschließlich etwaiger Nachträge und die endgültigen Angebotsbedingungen zu lesen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen, um die potenziellen Risiken und Chancen der Entscheidung, in die Wertpapiere zu investieren, vollends zu verstehen. Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das nicht einfach ist und schwer zu verstehen sein kann.

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Anleger der Bundesrepublik Deutschland und ist insbesondere weder für die Verbreitung in den Vereinigten Staaten, Großbritannien oder in den Niederlanden noch an US-Personen bestimmt.



