



# Kapitalmarkt 2026

Chancen nutzen, Resilienz leben





# Präambel

Bei einem etwas längeren Blick in die Geschichte des Kapitalmarktes wird man früher oder später mit dem Begriff des 70:30 Portfolios konfrontiert. Was steckt dahinter? Die Auflösung ist einfach: 70 Prozent Anleihen hoher Qualität und 30 Prozent Aktien in der Regel ausschüttungsorientiert und mit einer gehörigen Portion Inlandsbezug. Die Anleihen lieferten einen kalkulierbaren Ertrag um die fünf Prozent und in Krisenzeiten einen zusätzlichen Kursgewinn. Der Aktienanteil war eher die Kirsche auf der Torte, schön ihn zu haben, aber nicht wirklich notwendig, um eine durchschnittliche Realverzinsung von über zwei Prozent zu generieren. Alles in allem: Einfach, nachvollziehbar und zielorientiert. Nun ist es ganz sicher nicht so, dass wir „damals“ keine Krisen und Zerwürfnisse hatten, aber es gibt zumindest drei zentrale Punkte, die sich heute anders darstellen.

Erstens haben wir uns in einem regelbasierten weltpolitischen System mit dem Hegemon USA bewegt. Innerhalb dieses Rahmens waren Planbarkeit und damit auch Erwartungen gegeben. Heute sind wir mitten in einem Systemwechsel und wir können nicht wissen, wie wir uns morgen geopolitisch organisieren werden. Dabei ist das Neue nicht automatisch schlechter, es wird nur anders sein. Unsere Antwort bezogen auf die hier zu besprechende Vermögensstruktur ist, Resilienz herzustellen. Und vor diesem Hintergrund bleiben die Aussagen aus unseren letzten Ausblicken aktueller denn je: Der sich verändernden Weltordnung begegnen wir mit einer maximalen Streuung von Anlageklassen und innerhalb der jeweiligen Anlageklasse. Zum Ausdruck kommt dies aktuell beispielsweise mit einer stärkeren Berücksichtigung von illiquideren Anlagen aus den Bereichen Infrastruktur und Private Equity, aber auch Wandelanleihen.

Zweitens liefert uns der Block der sicheren Anleihen nicht mehr die hohen realen Erträge, um nachhaltig Vermögenserhalt nach Kaufkraftverlust, geschweige denn Vermögensaufbau zu betreiben. Darüber hinaus fällt es uns zunehmend schwerer, gerade Staatsanleihen als die alleinigen sicheren Anlagen anzusehen, da die Herausforderungen an die einzelnen Staaten wirklich immens sind. Im Umkehrschluss bedeutet dies keineswegs, bonitätsstarke Anleihen, zu denen auch „gute“ Staatsanleihen gehören, komplett zu meiden.

Drittens erscheint es aus heutiger Sicht zumindest nicht ausgewogen, auf Produktivkapital in Form von Aktien mit KI-Bezug zu verzichten. Hier wird man relativ schnell bei einer auf das Inland bezogenen Auswahl von Unternehmen an Grenzen stoßen. Natürlich ist es keine ausgemachte Sache, dass sich alle führenden Unternehmen der US-Technologiebörse langfristig und unangefochten behaupten werden. Daher ist die aktuelle Gewichtung dieser Börsenlieblinge in den Weltaktienindizes kritisch zu hinterfragen. Gänzlich diesen Trend auszuklammern und beharrlich auf Europa zu setzen, ist nur die zweitbeste Idee. Eine internationale Aufstellung bleibt gesetzt.

In einem Zwischenfazit heißt dies, dass das Aufstellen einer zeitgemäßen Vermögensstruktur zweifelsohne komplizierter geworden ist. Dies gilt umso mehr mit dem Wissen, bis zu dieser Stelle nur einen kleinen Streifzug in die Geschichte gemacht zu haben.

Mehr als gerechtfertigt könnte ja auch die Frage sein, ob nach drei Premiumjahrgängen an den Aktienmärkten nunmehr zwingend Nummer vier und fünf folgen werden und gerade im Sinne einer höheren Stabilität defensivere Anlageformen wie Seitwärtsstrukturen, Wandelanleihen oder auch Immobilien höher gewichtet werden sollten? Was wir durchaus befürworten.

Zu kurz gekommen ist in diesen Ableitungen die konjunkturelle und geldpolitische Lage. Hier ist bezogen auf die Kurzfristzinsen in Europa von einem anhaltend niedrigen Niveau und in den USA von sinkenden Zinsen auszugehen, was für Aktien eine gute Unterstützung darstellt. Auch die volkswirtschaftliche Perspektive dürfte mit einem etwas geringeren Wachstum in den USA und einer Verstetigung in Europa zwar keine Aufbruchstimmung erzeugen, aber eben auch nicht für Katerstimmung sorgen. An dieser Stelle sei auch in Bezug auf eine höhere Resilienz darauf verwiesen, dass die Bedeutung des asiatischen Kontinents als Wachstumslokomotive mehr und mehr zunimmt und sich dies auch in unserer Anlagestrategie spiegelt.

Anzufügen ist auch, dass sich neben dem derzeit alles überstrahlenden Thema der Digitalisierung mit der Künstlichen Intelligenz die nur vermeintlich weniger wichtigen strategischen Themen der 5Ds nicht vergessen werden sollten. Namentlich Demografie, Defence, Dekarbonisierung und Deglobalisierung.

Spätestens jetzt dürfte es dem einen oder anderen nun doch zu viel und zu kompliziert werden. Abhilfe könnten die Kernaussage unseres Jahresausblicks **„Chancen nutzen, Resilienz leben“**, die in der Folge detaillierter beschriebenen Zusammenhänge und vor allem das Gespräch mit unseren Beraterinnen und Beratern schaffen.

# Zusammenfassung

- Weltwirtschaft mit begrenztem Schwung:
  - BIP Welt +3,0 %,
  - BIP Euroraum +1,0 %,
  - BIP Deutschland +1,0 %,
  - BIP USA +1,5 %,
  - BIP China +4,5 %.
- Headline-Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum: knapp über 2,0 %, USA: rund 3,0 %.
- Euroraum: Einlagesatz 2,00 %, aber mit Abwärtstendenz.
- USA: Federal Funds Rate 3,25 % bis 3,50 %.
- Euro: Spanne von 1,14 bis 1,22 US-Dollar.
- Ölpreis (pro Barrel Brent): 60 bis 80 US-Dollar.
- Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe 2,75 % bis 3,00 %, der 2-jährigen 1,90 % bis 2,15 %.
- Zinsstrukturkurve im Euroraum wird steiler.
- Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe 4,00 % bis 4,50 %, der 2-jährigen 3,50 % bis 3,75 %.
- Die Erträge der europäischen Unternehmen sind weiterhin deutlich mehr Gegenwinden ausgesetzt als die Gewinne der potenten US-Konzerne.
- Das Phänomen der Marktenge innerhalb der Aktienbarometer sollte sich abschwächen.
- Der DAX bewegt sich in einer Bandbreite von 21.000 bis 26.500 Punkten; das Erholungspotenzial entfaltet sich in der zweiten Jahreshälfte.
- Unterschied zwischen Makro und Mikro: Makro-Umfeld bleibt von Risiken geprägt (Geopolitik, zunehmende Staatseingriffe, Protektionismus, Verschuldung, Fed-Unabhängigkeit, ...), während Unternehmen innerhalb dieser Rahmenbedingungen erfolgreich agieren.
- Prägende Trends: Digitalisierung (v. a. in Form von Künstlicher Intelligenz und Kryptowährungen), Deglobalisierung, Demografie, Dekarbonisierung, Defence (Verteidigung).
- Einsatz von Künstlicher Intelligenz steigert Energiebedarf deutlich und Produktivität moderat, schreitet innerhalb der Wertschöpfungskette voran.
- Kryptomarkt zunehmend für institutionelle Anleger relevant und mit Kapitalmärkten verknüpft (z. B. durch Stablecoins).
- Deglobalisierung, De-Risking und Zölle führen zu Redundanzen in Lieferketten und Fragmentierung von Märkten, was Effizienz kostet und Produktionskosten erhöht.
- Demografischer Wandel belastet Staatsfinanzen, reduziert Arbeitskräfte-Potenzial und Konsum, aber steigert Gesundheitsausgaben und incentiviert Innovationen im Gesundheitsbereich.
- Verteidigung von Recht und Freiheit erfordert anhaltende Rüstungsausgaben der EU.
- Klimawandel birgt 4 der 5 größten globalen Risiken (z. B. Extremwetterereignisse), weshalb Dekarbonisierung wichtig bleibt.
- **Die Leitsätze der Anlagestrategie:**

Trotz dreier Premiumjahre am Kapitalmarkt heißt es „Chancen nutzen“ in Bezug auf bereits gut gelaufene Anlagen im Bereich unserer 5 Ds, allen voran KI. Dies aber wohl dosiert und unter Beachtung des zweiten Credos „Resilienz leben“. Durch Streuung, Reallokation und eine verstärkte Berücksichtigung risikoreduzierter Anlageklassen soll nicht zuletzt den Herausforderungen aus der Geopolitik begegnet werden.
- **Vermögensstruktur:**

**Aktien:** bieten Chancen, vor allem durch positive KI-Effekte und könnten als Realwerte bei einer Reflationierung im Vorteil sein.

**Anleihen:** Anleihen bilanzstarker Unternehmen und nur eine Beimischung von schwächeren Bonitäten aufgrund geringer Renditeaufschläge, mit Qualitätsanleihen von positiven Realrenditen profitieren, qualitative Fremdwährungen abseits des US-Dollars ausbauen.

**Ergänzungsanlagen:** Investieren mit Netz durch Wandelanleihen und gepufferte strukturierte Produkte.

**Rohstoffe:** Gold und Metalle mit Aktien von Minenbetreibern bleiben relevant.

**Spezialinvestments:** Infrastruktur und Private Markets ausbauen.

**Immobilien:** wieder stärker berücksichtigen.

## Prognoserisiken, abwärts

- Angriffe auf Unabhängigkeit der Fed / Benachteiligung ausländischer Investoren (Mar-a-Lago Accord).
- Radikalisierung Trumps vor US-Midterm-Wahlen.
- Verschärfung der Verschuldungsproblematik.
- (Neu-)Eskalation Handelsstreit.
- Eskalation geopolitischer Konflikte.

## Prognoserisiken, aufwärts

- KI übertrifft Erwartungen sogar noch.
- USA mit Exzeptionalismus 2.0.
- Europa mit Club der Willigen und Strukturreformen.
- Impulse durch Schwellenländer (z. B. Indien, Osteuropa, Mercosur, ASEAN).

# Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	Präambel	3
<b>2.</b>	Zusammenfassung	4
<b>3.</b>	Kapitalmärkte 2025: Drittes Premiumjahr in Folge	6
<b>4.</b>	Volkswirtschaftliches Umfeld	7
	4.1 Konjunktur: Wachstumsdifferenz schrumpft, Ungleichheit wächst	7
	4.2 Inflation: Keine Annäherungen zwischen USA und Euroraum erkennbar	10
	4.3 Notenbanken: EZB im Vergleich zur Fed in komfortablerer Ausgangslage	11
	4.4 Währungen: US-Dollar stabil solange Risiken nicht zum Tragen kommen	12
	4.5 Rohstoffe: Spielball der Geopolitik	14
<b>5.</b>	Anleihemarkt: Relativ mehr Rendite	18
<b>6.</b>	Aktienmarkt: Bleiben die KI-Gewinner das Maß aller Dinge?	20
<b>7.</b>	Immobilien: Eintritt in den neuen Zyklus erfordert Umdenken der Investoren	24
<b>8.</b>	Private Markets: Robuster Wachstumspfad trotz temporärer Adjustierungen	27
<b>9.</b>	5Ds: Strukturelle Trends in der Anlage	30
	9.1 Digitalisierung	30
	9.2 Deglobalisierung	32
	9.3 Demografie	33
	9.4 Dekarbonisierung	34
	9.5 Defence	34
<b>10.</b>	Anlagestrategie: Chancen nutzen, Resilienz leben	36
<b>11.</b>	Branchenüberblick	44

# Kapitalmärkte 2025: Drittes Premiumjahr in Folge

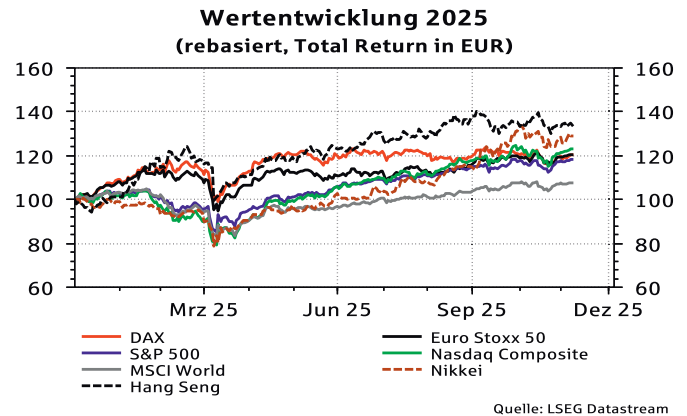
Nachdem das Kapitalmarktjahr 2024 maßgeblich durch die außergewöhnliche Dynamik im Bereich der Künstlichen Intelligenz geprägt war, knüpfte 2025 unmittelbar an diese Entwicklung an. Die hohe Erwartungshaltung gegenüber technologischen Innovationszyklen blieb bestehen, wurde jedoch früh im Jahr durch einen neuen Akteur justiert: Den chinesischen KI-Entwickler DeepSeek. Dessen hochgradig kosteneffizientes Modell veränderte das Wettbewerbsgefüge im Technologiesektor abrupt und intensiver, als es viele Marktteilnehmer antizipiert hatten.

Die unmittelbaren Folgen ließen nicht lange auf sich warten. Am 27. Januar verlor der Börsenstar Nvidia infolge der durch DeepSeek ausgelösten Verunsicherung nahezu 600 Mrd. US-Dollar an Marktkapitalisierung.

Parallel hierzu belastete die unter US-Präsident Donald Trump erratisch ausgestaltete Handels- und Sicherheitspolitik die globale Stimmungslage zusätzlich. Die aufkeimende Drohgebärde umfangreicher Zollmaßnahmen, geopolitische Irritationen gegenüber traditionellen Verbündeten sowie öffentlich geführte Diskussionen über eine mögliche Einflussnahme auf die amerikanische Notenbank (Fed) verschärften die Unsicherheit. Der S&P 500 beendete das Quartal mit einem Minus von fast fünf Prozent, der Nasdaq Composite gab prozentual zweistellig nach. Europa zeigte sich dagegen überraschend stark: Umfangreiche Investitionsimpulse im Bereich Verteidigung und Infrastruktur, vorangetrieben durch das hiesige Parlament, führten zu einem deutlichen Kapitalzufluss.

Im zweiten Quartal stand zunächst der von Präsident Trump ausgerufene „Liberation Day“ am 2. April im Mittelpunkt. Die Ankündigung umfangreicher zusätzlicher Importzölle von bis zu 50 Prozent führte zu deutlichen Marktverwerfungen und markierte einen der stärksten Aktienkurs-Rückgänge seit der Corona-Pandemie. Nur eine Woche später folgte aber eine abrupte Kehrtwende: Mit einer 90-tägigen Aussetzung der Maßnahmen und der Reduktion auf einen pauschalen Basiszoll von 10 Prozent kehrte allmählich Stabilität zurück. So setzte eine deutliche Erholung ein, in deren Verlauf die US-Indizes überproportionale Zugewinne verzeichneten und auch internationale Märkte spürbar zulegten. Trotz höherer langfristiger US-Treasury-Renditen überwog zum Quartalsende ein klar aufgehelltes Stimmungsbild. Gold gewann an Glanz, während Öl wie ein seismischer Indikator auf jede Nachricht reagierte.

Im dritten Quartal legte sich trotz politischer Störgeräusche eine Art kollektives Aufatmen über die Märkte. In den Vereinigten Staaten dominierten zwar die Schlagzeilen um einen drohenden Regierungs-Shutdown, doch die Leitbarometer in New York zogen ohne erkennbare Rücksetzer nach oben. Erneut erwiesen sich die Techgiganten als Zugpferde der Klettertour.



In Asien zeigte sich ein gemischtes Bild. Während der Hang Seng unter schwachen chinesischen Konjunkturdaten litt, nahm der japanische Aktienmarkt Fahrt auf. Parallel dazu verliehen geopolitische Spannungen Gold noch mehr Glanz.

Im vierten Quartal setzte, trotz Haushaltsperre der US-Regierung, zunächst eine spürbare Entspannung ein. Zu Beginn sorgte der Kryptomarkt für Schlagzeilen: Bitcoin kletterte auf ein neues Allzeithoch und stellte mit rund 2,5 Billionen US-Dollar den Löwenanteil an der gesamten Krypto-Marktkapitalisierung von etwa 4,2 Billionen US-Dollar. In diesem freundlichen Umfeld schrieb Nvidia ein neues Kapitel Börsengeschichte und überschritt als erstes Unternehmen die Marke von 5 Billionen US-Dollar Börsenwert. Ein Meilenstein, der die Kraft der globalen KI-Investitionswelle eindrucksvoll belegte und zugleich die extreme Marktkonzentration so deutlich wie selten zuvor sichtbar machte.

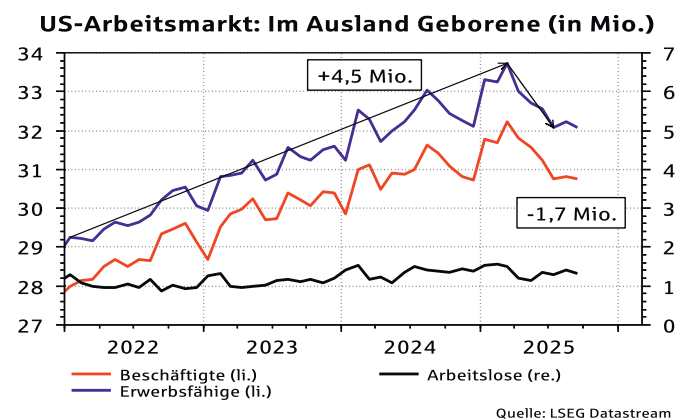
Doch die Euphorie währte nicht lang. Im November gerieten der Kryptomarkt und die KI-Schwergewichte unter deutlichen Abgabedruck, als Investoren die ambitionierten Bewertungen neu abwogen. Die Korrektur wirkte wie ein realistischer Zwischenruf. Ein Moment, der daran erinnerte, dass auch die stärksten Trends nicht frei von Schwerkraft sind.

# Volkswirtschaftliches Umfeld

## Konjunktur: Wachstumsdifferenz schrumpft, Ungleichheit wächst

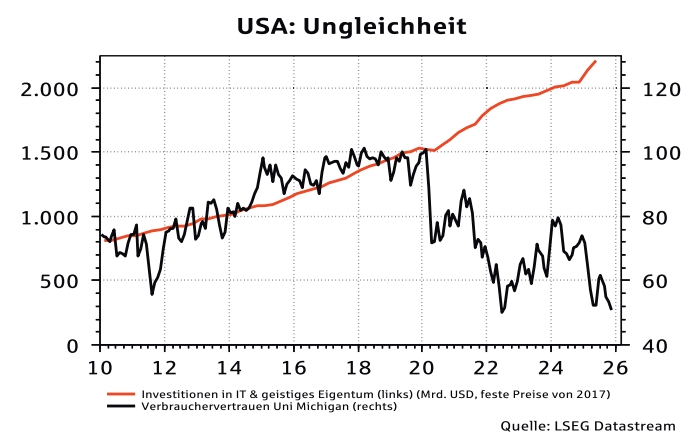
Das globale Wachstum dürfte sich im nächsten Jahr etwa auf ähnlichem Niveau bewegen wie bisher. Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet mit 3,2 Prozent in diesem und 3,1 Prozent im nächsten Jahr. Anders als der IWF gehen wir für die US-Konjunktur jedoch nicht von einer geringfügigen Beschleunigung, sondern von einer moderaten Abkühlung aus. Auch wenn wir die USA weiterhin vor dem Euroraum sehen, erwarten wir doch eine Reduzierung des Wachstumsvorsprungs.

Aufgrund einiger Unsicherheitsfaktoren gilt daher der erste Blick dem **US-Wachstum**. Vor genau einem Jahr hatten wir einen BIP-Zuwachs von 2,0 Prozent prognostiziert. Unmittelbar nach dem sogenannten „Liberation Day“ Anfang April wurden wir zwischenzeitlich, so wie fast alle Ökonomen, äußerst pessimistisch, hielten diese Sicht aber etwas länger als der Konsens. Letztlich dürfte es, je nach Verschiebungswirkung durch den Shutdown, für 2025 wohl auf unsere ursprüngliche Prognose von rund 2,0 Prozent hinauslaufen. Offensichtlich wirkte die unkonventionelle Wirtschaftspolitik mit umfassenden Zöllen und Migrationsbeschränkungen nicht so abrupt auf die Wirtschaft wie gedacht.



Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer (weiter) in sich auseinanderdriftenden US-Ökonomie, der „K-shaped economy“. Einerseits dürften sich die umfangreichen Investitionen in IT-Infrastruktur und Software im Zuge des KI-Booms fortsetzen und in einigen Branchen zu Produktivitätsgewinnen führen. Gerade Großunternehmen werden von den Steuersenkungen durch die „One Big Beautiful Bill“ profitieren. Zum Beispiel durch die Möglichkeit, Investitionen binnen eines Jahres abzuschreiben. Auch scheinen die Megakonzerne ihre Zoll-Belastungen durch individuelle Vereinbarungen mit der US-Regierung reduzieren zu können. Auf dem oberen Schenkel des „K“ befindet sich daneben auch das reichste Zehntel der Bevölkerung, das inzwischen für fast die Hälfte des Privatkonsums verantwortlich ist. Diese Gesellschaftsschicht profitiert von zunehmendem Wohlstand durch steigende Aktienmärkte und dehnt den Konsum aus („wealth effect“). Dem gegenüber steht die Mittelschicht und der ärmere Teil der

Bevölkerung. Gerade letztere haben noch immer mit den stark gestiegenen Preisen zu kämpfen. Gemäß Verbrauchervertrauen ist die Stimmung bei einer Mehrheit der Menschen im laufenden Jahr deutlich gefallen. Anders als die Großkonzerne haben die Kleinunternehmen keinen direkten Zugang zum Weißen Haus, weshalb sie nicht nur mit den Zöllen, sondern auch mit den verzerrten Wettbewerbsbedingungen zu kämpfen haben. Zudem können sie aufgrund der strengen Migrationspolitik nicht mehr auf günstige zugewanderte Arbeitskräfte setzen.

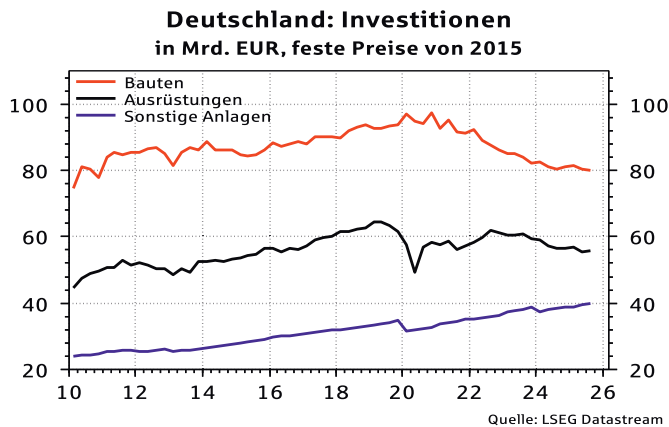


Fügt man die zwei sehr unterschiedlichen Äste des „K“ zusammen erklärt sich zum einen die Diskrepanz zwischen dem gedämpften Verbrauchervertrauen und dem weiterhin soliden Privatkonsum. Denn während bei Stimmungsumfragen jede Stimme gleichgewichtet gilt, zählt beim tatsächlichen Konsum der Umsatz, der bei den wohlhabenden Schichten schlicht höher ist. Zum anderen lässt sich zwar ein Erwartungswert für die Gesamtwirtschaft ermitteln. Doch zeigt sich, dass das Wachstum nicht auf einem breiten Fundament beruht, wie es der Private Verbrauch suggeriert, der für fast 70 Prozent der BIP-Verwendung steht. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Bremswirkung aus den Zöllen und der Migrationspolitik nicht komplett ausbleiben wird, sondern sich über einen längeren Zeitraum verteilt. Die Geldpolitik dürfte dagegen kaum mehr restriktiv und in der Veränderungsbetrachtung unterstützend wirken. Zusammenfassend erwarten wir für die USA ein Wachstum von rund 1,5 Prozent in 2026.

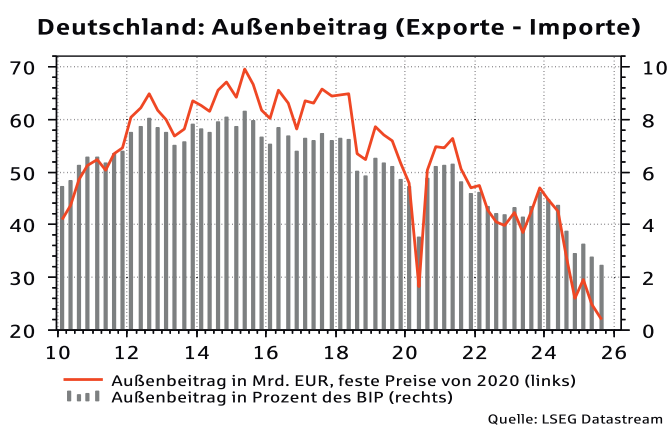
In **Deutschland** konnte der Beschluss des Fiskalpakets für Infrastruktur und Verteidigung die Stimmung kurzfristig spürbar verbessern. Nach zwei Rezessionsjahren dürfte in diesem Jahr die BIP-Veränderungsrate mit schätzungsweise 0,2 Prozent zumindest knapp über der Nulllinie liegen. Zuletzt enttäuschte die neue Regierung jedoch. Das Milliardenpaket droht zum Verschiebeparkplatz zu werden, in dem das Geld nicht nur für neue Investitionen, sondern zunehmend für steigende konsumtive Ausgaben genutzt wird. Zudem zeichnen sich keine mutigen Reformen zur Begleitung des Strukturwandels ab - bestehende Strukturen werden



eher durch Subventionen versucht am Leben zu erhalten. Sollte es tatsächlich so kommen, wäre das ein schlechtes Signal für das langfristige Potenzialwachstum. Für das nächste Jahr ist die Ausgabenart dagegen weniger relevant - im Zweifel können Konsumausgaben sogar schneller getätigt werden als Investitionen. Zudem ist es kaum möglich, hunderte Milliarden Euro auszugeben ohne einen Wachstumsimpuls zu erzeugen.



Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ist inzwischen im neutralen Bereich und die volkswirtschaftlichen Akteure haben sich an das neue Zinsumfeld gewöhnt. Dies dürfte den Abwärtstrend bei den Bauinvestitionen stoppen, die besonders stark unter dem Zinsanstieg litten. Die Ausrüstungsinvestitionen werden wohl im nächsten Jahr noch nicht wieder zulegen, da der politische Rahmen noch zu unklar erscheint (gilt die grüne Transformation noch oder nicht? Kippen das Verbrenner-Aus und das Gebäude-Energie-Gesetz? Gibt es Subventionen bei Energiepreisen?). In Summe könnte sich bei den Investitionen damit im nächsten Jahr ein Boden bilden, wenngleich bis dato von keinem kräftigen Anstieg auszugehen ist.



Der Exportsektor erfährt weiterhin Gegenwind. Vor allem aufgrund der zunehmenden Konkurrenz aus Fernost ist der reale Außenbeitrag (Exporte minus Importe) von seiner Spitze 2015 bereits um 2/3 gefallen. Im Verhältnis zum BIP ist der Anteil von rund 8,3 Prozent auf zuletzt 2,4 Prozent geschrumpft, was in den letzten zehn Jahren entsprechend einen Beitrag von minus 6 Prozentpunkten zum BIP leistete. Aufgrund der neuen US-Zölle erwarten wir „nur“

eine einmalige zusätzliche Belastung des BIP von einem Viertelprozentpunkt.

Der Privatkonsum lag noch bis Ende 2023 etwa auf dem Vor-Corona-Niveau. Im vergangenen Jahr stieg er dann aber um 0,5 Prozent und im laufenden Jahr spricht die Hochrechnung für ein Plus von 1,0 Prozent. Die erste Erholung kann auf die Reallohngevinne zurückgeführt werden. Nach dem Kaufkraftverlust im Zuge des Inflationssprungs sind verzögert die Löhne nachgezogen. In 2025 wurde dann zusätzlich die Sparquote zurückgefahren. Im kommenden Jahr sollte sich der Zuwachs des Privatkonsums in ähnlicher Größenordnung bewegen. Ein überproportionaler Anstieg dürfte - aufgrund der stagnierenden Arbeitslosenquote und des zunehmenden Ausscheidens von Arbeitskräften aufgrund des demographischen Wandels - aber ausbleiben. Im nächsten Jahr wird die deutsche Volkswirtschaft auch vom Kalendereffekt profitieren (ca. 0,3 Prozentpunkte), so dass unsere Prognose für den BIP-Anstieg 2026 bei 1,0 Prozent liegt.

Das Wachstum im **Euroraum** fiel in diesem Jahr überraschend robust aus. Nach unseren Hochrechnungen könnte es sogar 1,4 Prozent erreichen (vor einem Jahr lag unsere Prognose bei 1,0 %). Insbesondere Spanien überraschte einmal mehr nach oben. Dabei dürfte die Verteilung zwischen Privatkonsum, Staatssektor und Investitionen recht ausgeglichen ausfallen. Der Rückgang des Außenbeitrags ist nicht auf rückläufige Exporte, sondern auf stärker gestiegene Importe zurückzuführen.

Im nächsten Jahr dürften sich die Wachstumsbeiträge innerhalb der Euroländer etwas verschieben. So sollte Deutschland nicht mehr der große Bremsklotz sein. Dagegen könnte der BIP-Zuwachs in Spanien etwas moderater ausfallen. Von knapp 3,0 Prozent sollte er sich auf gut 2,0 Prozent abkühlen - was noch immer ein respektable Wert wäre. Innerhalb des gesamten Euroraums dürfte sich der Privatkonsum bei etwa 1,2 Prozent und der Staatsverbrauch bei rund 1,5 Prozent stabil zeigen. Das Wachstum der Investitionen könnte dagegen etwas nachlassen. Der größte Gegenwind ist jedoch aus dem Außenhandel zu erwarten. So wird die internationale Konkurrenz weiter zunehmen und die US-Zölle werden das Handelsvolumen etwas drosseln. Damit steigt der Wettbewerb auf den Weltmärkten und das Warenangebot innerhalb der EU wird ausgedehnt. Insgesamt rechnen wir 2026 mit einem Wachstum von gut 1,0 Prozent für den Euroraum, was nur knapp unter dem Potenzial liegen würde, das wir bei 1,2 Prozent sehen.

In **China** geht der 14te Fünfjahresplan (2020 - 2025) zu Ende. Ein Fokusthema darin war der „duale Kreislauf“, in dem sich Binnenmarkt und Exportsektor gegenseitig stärken würden. Dafür sollten einerseits der Inlandskonsum gefördert werden und andererseits eine weitere Öffnung erfolgen sowie Handelsbeziehungen ausgebaut werden. Im Rahmen des Fokusthemas „grünes Wachstum“ war das Ziel, den Energieverbrauch und den CO<sub>2</sub>-Ausstoß pro BIP-Einheit zu reduzieren. Als dritter großer Punkt wurden Innovationen, vor allem im Bereich der Digitalisierung hervorgehoben. So sollten beispielsweise die Ausgaben für Forschung und Entwicklung deutlich erhöht werden.



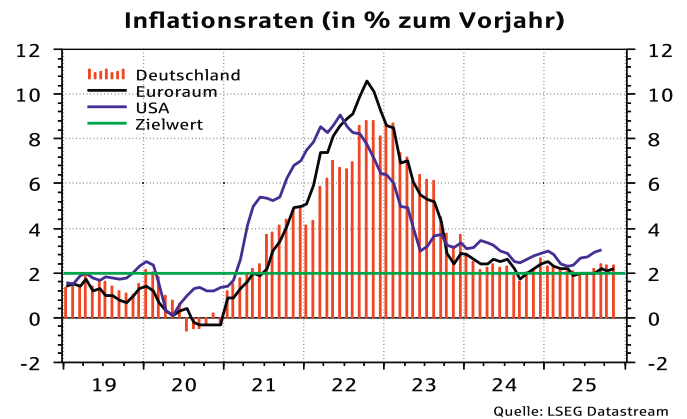
Nun hat das Zentralkomitee der Kommunistischen Partei während seiner vierten Plenumssitzung den 15te Fünfjahresplan (2026 - 2030) vorbereitet, der im nächsten Frühjahr verabschiedet werden soll. Hinsichtlich der Wirtschaftspolitik finden sich viele der bisherigen Leitlinien in unterschiedlichen Prioritäten wieder. Klar erkennbar ist jedoch, dass nun das Thema Unabhängigkeit ganz besonders betont wird. So wird die Selbstständigkeit in der Wissenschaft und Technologie („scientific and technological self-reliance“) angestrebt. Die Binnennachfrage soll weiterhin gestärkt werden, vor allem aber für die wirtschaftliche Resilienz. Außerdem sieht der Plan vor, sowohl traditionelle Industrien zu halten als auch Zukunfts-Industrien wie KI, Quantencomputer, E-Mobilität, grüne Energietechnik und Biotechnologie auszubauen. Zudem soll das Militär modernisiert werden - nicht nur, um die Souveränität zu wahren, sondern auch Entwicklungsinteressen zu verteidigen. Ein quantitatives Wachstumsziel gibt es nicht mehr. Nachdem bis 2035 aber weiterhin ein BIP-Niveau von 20.000 US-Dollar pro Kopf anvisiert wird, darf die Wachstumsrate bis dahin im Durchschnitt 4,0 Prozent nicht unterschreiten. So erfolgreich die zweitgrößte Volkswirtschaft in vielen Bereichen auch ist, hat sie weiterhin mit immensen Herausforderungen zu kämpfen. Im Immobiliensektor gibt es noch immer erhebliche Überkapazitäten, wodurch die Preise sinken. Die Teuerungsrate oszilliert um die Nulllinie, was auf dem Binnenkonsum lastet. Außerdem lässt die jahrelange Ein-Kind-Politik das Arbeitskräfte-Potenzial perspektivisch sinken. Zeitgleich ist die Jugendarbeitslosenquote bei rund 17 Prozent. Nach unseren Hochrechnungen dürfte das Wachstum in diesem Jahr knapp 5 Prozent betragen und damit unsere ursprüngliche Prognose von 4,5 Prozent übertreffen. Für das nächste Jahr rechnen wir mit gut 4,5 Prozent. Diese leichte Abmilderung wäre noch im Einklang mit dem langfristigen Wachstumsziel.

## Inflation: Keine Annäherungen zwischen USA und Euroraum erkennbar

Die Inflationsrate im Euroraum hat sich seit Februar 2025 mit rund zwei Prozent auf dem Niveau des Inflationszieles der Europäischen Zentralbank (EZB) eingependelt. Die ohne die volatilen Preise für Energie und Lebensmittel berechnete Kernrate bleibt jedoch vor allem aufgrund steigender Preise im Dienstleistungsbereich weiterhin erhöht. Im Ländervergleich des Euroraums zeigt sich indes ein divergierendes Bild. So lagen die Teuerungsraten beispielsweise in Deutschland und Spanien im Jahr 2025 weitgehend über, in Frankreich und Italien dagegen unter der Zielmarke.

Für das kommende Jahr erwarten wir im Euroraum eine durchschnittliche jährliche Inflationsrate von zwei Prozent. Allerdings sehen wir diverse Inflationsrisiken. Neben exogenen Schocks (beispielsweise über Energiepreise) sind hier vor allem äußere Einflüsse zu nennen, die sich insbesondere aus der US-Außenpolitik ergeben könnten. Eine Abschwächung der Konjunktur sowie eine starke Aufwertung des Euro würden tendenziell dämpfend auf die Preise wirken. Zudem könnte es zu einer Verschärfung der bisher nur im geringen Umfang zu beobachtenden „Warenschwemme“ kommen, d. h., Güter, die für den Export in die USA bestimmt waren, werden umgeleitet und vermehrt in der EU abgesetzt, was tendenziell disinflationär wirkt. Ein weiteres Risiko ist eine dauerhaft auseinanderstrebende Inflationsentwicklung in den einzelnen Euroländern. Da die EZB mit ihrer Zinspolitik allen Mitgliedsländern gleichzeitig gerecht werden muss, könnte der Leitzins für einige zu hoch und für andere zu niedrig sein. Dadurch könnten sich die Divergenzen weiter ausbauen.

In den USA verhalten sich die Preise vieler importabhängiger Güter bislang deutlich rigider, als es von vielen ökonomischen Modellen und der Mehrheit im US-Notenbank-Gremium erwartet wurde. Ein schneller und starker inflationärer Effekt, den auch wir nach den Zollankündigungen der US-Administration im April erwartet hatten, hat sich in dieser Form nicht materialisiert. Wichtige Gründe für die bislang relativ geringen Auswirkungen der Zölle auf das Preisniveau sind zeitliche Verschiebungen bei der Umsetzung sowie kurzfristige Änderungen der Zollsätze. Ein weiterer wichtiger Grund für die bislang moderaten Effekte auf die Inflationsraten waren vorgezogene Importe und ein „kreatives“ Preissetzungsverhalten auf Mikroebene. Dies hat maßgeblich dazu beigetragen, dass Zölle bislang nur langsam an die Verbraucher weitergegeben wurden. Preisanpassungen scheinen sich bislang vornehmlich nach den tatsächlichen Anschaffungskosten zu richten.



Das großflächige Aussetzen der Zölle endete erst Anfang August 2025, so dass viele aktuell angebotene Güter mit keinen oder nur geringeren Zöllen belegt sind. Hinzu kommt, dass viele Unternehmen, insbesondere mit Blick auf das Feiertagsgeschäft, Preiserhöhungen vermeiden und Zollbelastungen nicht als Erste, also vor ihren Konkurrenten, an Verbraucher weitergeben wollen. Doch auch abseits von Zöllen bleibt der Preisanstieg in den USA deutlich. Durch den Shutdown fehlende und nur verzögert bereitgestellte Daten erschweren die Einschätzung der aktuellen Lage. Zwischen April und September erhöhte sich die Inflationsrate auf Jahresbasis sukzessiv von 2,3 auf 3,0 Prozent. Auch die Core-PCE-Rate, das von der Fed präferierte Inflationsmaß, schwoll in diesem Zeitraum kontinuierlich von 2,6 auf 2,9 Prozent an. Während insbesondere im letzten Jahr die Kosten für Wohnraum der größte Preistreiber waren, wiesen zuletzt viele andere Teile des repräsentativen Warenkorb deutlich anziehende Teuerungsraten auf.

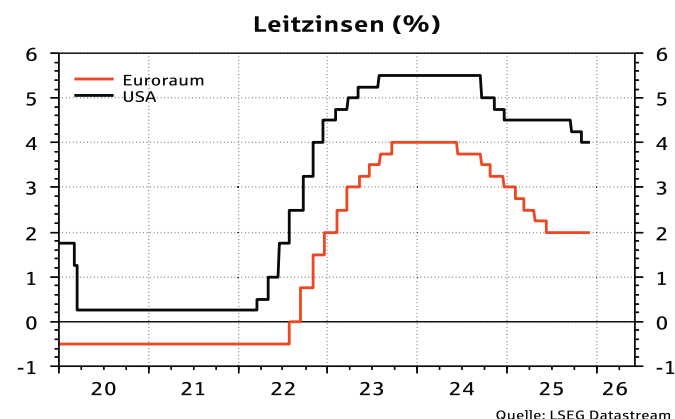
Letztendlich dürften die Zollkosten auf die Verbraucher abgewälzt werden. Wir erwarten daher, dass die Zölle vor allem in der ersten Jahreshälfte zu einem signifikanten Preisdruck führen werden. Wir gehen gegenwärtig jedoch davon aus, dass es sich hierbei um einmalige Effekte handelt, die keinen anhaltenden Inflationsschub zur Folge haben werden. Neben möglichen schuldenfinanzierten „Geschenken“ zur Stimulierung der Konjunktur im Wahljahr 2026 geht eine weitere Inflationsgefahr von den anstehenden Neubestellungen im Fed-Gremium aus. Dies könnte zu einer „zu“ lockeren Geldpolitik führen und die Teuerungsraten weiter anfanzen.

Aus dem Gesamtkontext heraus sehen wir derzeit wenige Faktoren, die zu einem deutlichen Nachlassen oder Anziehen des Preisdrucks führen dürften. Wir erwarten deshalb, dass sich die US-Inflationsraten in 2026 seitwärts knapp unterhalb von 3 Prozent bewegen werden.

## Notenbanken: EZB im Vergleich zur Fed in komfortablerer Ausgangslage

Im Jahr 2025 mussten Zentralbanken ihre geldpolitischen Entscheidungen in einem ökonomischen Rahmen treffen, in dem Lagebestimmungen und Ausblicke aufgrund der Ungewissheit rund um die Folgen der US-Wirtschaftspolitik deutlich erschwert waren. Eine Situation, die auch 2026 noch bestehen dürfte.

In diesem herausfordernden Umfeld setzte die EZB ihren im Jahr 2024 initiierten Zinssenkungszyklus fort und senkte den Leitzins bis Juni 2025 auf jeder Notenbanksitzung um jeweils 0,25 Prozentpunkte. Der aktuelle Stand von 2 Prozent des Leitzinses in Form des Zinssatzes für die Einlagenfazilität wurde seitdem unverändert gelassen. Er liegt nun inmitten des Bandes, in dem die EZB den „neutralen Leitzins“ verortet, also den Zinssatz, der die Wirtschaft weder bremst noch stimuliert. Die Notenbank betont, dass sie diesen Wert als angemessen betrachtet, um auf Inflationsrisiken, die in beide Richtungen wirken könnten, effektiv reagieren zu können. Bislang ziehen die einzelnen Ratsmitglieder in ihrer Kommunikation weitgehend an einem Strang. Auf der Dezembersitzung 2025 werden die Inflationsprojektionen für 2028 veröffentlicht. Sollte es hier zu deutlichen Abweichungen vom 2-Prozent-Ziel kommen, dürften die Stimmen für weitere Zinsanpassungen unter den Ratsmitgliedern lauter werden.



Gegenwärtig sprechen die stabile Konjunktur im Euroraum, eine zumindest vorläufige Beruhigung im Handelsstreit mit den USA, eine Inflationsrate nahe dem 2-Prozent-Ziel sowie eine Stabilisierung des Wechselkurses zum US-Dollar gegen eine zeitnahe Anpassung des Leitzinses. Wir erwarten, dass die EZB ihren Leitzins im Jahr 2026 - abseits von exogenen Schocks - zunächst unverändert lassen wird. Die Wahrscheinlichkeit weiterer Senkungen bleibt jedoch erhöht, so dass wir uns diese insbesondere im Falle einer Wachstumsverlangsamung oder einer deutlichen Aufwertung des Euro zum Jahresende 2026 beziehungsweise Anfang 2027 vorstellen können.

Das Doppelmandat der Fed umfasst die Sicherstellung von Vollbeschäftigung und Preisstabilität. Dank eines vermeintlich festen Arbeitsmarktes konnte sich die Fed in der ersten Jahreshälfte 2025 primär dem Ziel der Bekämpfung der hartnäckig erhöhten Inflationsraten widmen. Dies rechtfertigte das Festhalten des Leitzinses

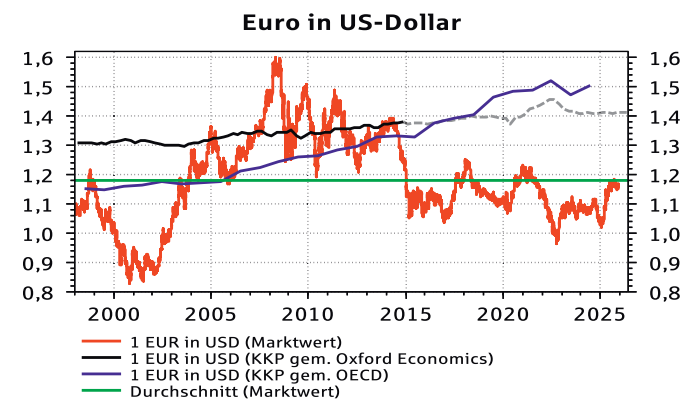
im restriktiven Bereich. Ein weiterer wichtiger Grund hierfür war die Sorge im Fed-Gremium, dass die Inflationsraten durch Importzölle steigen könnten. Nach schwachen Arbeitsmarktdaten im Juli und einer starken Revision der Zahlen aus den vorangegangenen Monaten sah die Fed ihr Vollbeschäftigungsmandat nun verstärkt gefährdet und senkte den Leitzins auf den folgenden zwei Sitzungen um insgesamt 0,5 Prozentpunkte. Neben der simultanen Gefährdung ihrer beiden Ziele baute sich im Jahresverlauf zunehmender Druck auf die Notenbankunabhängigkeit durch die US-Regierung auf. Neben der Diskreditierung des Notenbankchefs und der Ernennung des umstrittenen Stephen Miran zum (vorerst temporären) Fed-Gouverneur, gab es den Versuch, die Fed-Gouverneurin Lisa Cook zu entlassen. Der laufende Gerichtsprozess dürfte die Grenzen der präsidentialen Macht aufzeigen und könnte im Falle einer Niederlage Cooks die Unabhängigkeit der Notenbank deutlich untergraben.

Die Amtszeit des aktuellen Fed-Präsidenten Jerome Powell endet im Mai 2026. Laut US-Regierung soll die Bekanntgabe des künftigen Notenbankpräsidenten zum Jahresbeginn erfolgen. Die fünf gegenwärtig gehandelten Kandidaten im laufenden Auswahlprozess sind zwar zum Teil umstritten, dürften sich aber mehr oder weniger im Akzeptanzspektrum der Finanzmarktteilnehmer bewegen. Aufgrund der Gesamtsituation und der gleichzeitigen Gefährdung beider Mandate halten wir eine Rückführung des Zinses im aktuellen Zyklus auf eine Zielspanne von 3,25 bis 3,50 Prozent für vertretbar. Der Zinspfad bleibt jedoch äußerst unsicher, da das Fed-Gremium bereits gespalten ist und der US-Präsident im Falle einer Entlassung von Lisa Cook insgesamt drei Positionen im Gremium besetzen kann. Dies könnte eine deutliche Verschiebung im Fed-Gremium in Richtung einer möglicherweise „zu lockeren“ Geldpolitik mit sich bringen.

## Währungen: US-Dollar stabil solange Risiken nicht zum Tragen kommen

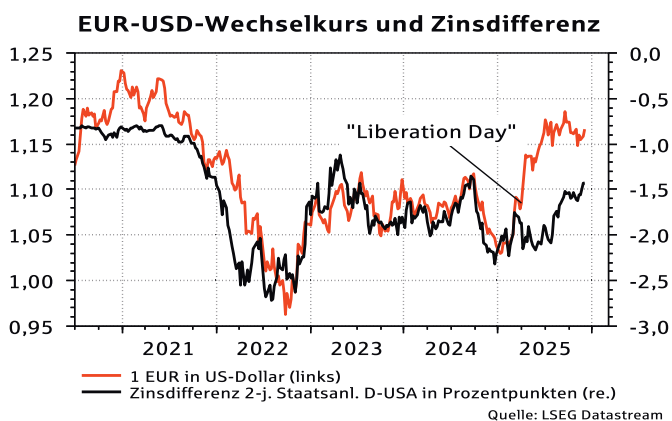
Bei der Wechselkursprognose für den US-Dollar waren wir vor einem Jahr nicht mutig genug uns gegen die Konsensprognose zu positionieren. Zwar haben wir mit Verweis auf die Kaufkraftparität (KKP) aufgezeigt, dass auch Wechselkurse deutlich über dem damaligen Niveau von rund 1,05 US-Dollar pro Euro denkbar sind. Doch hielten wir die politischen Rahmenbedingungen im Euro-Raum für zu herausfordernd, als dass wir den heutigen Stand prognostiziert hätten und sahen eine Euro-Erholung erst in den Folgejahren. Entscheidend für den (überraschenden) Aufwind des Euro bzw. die Belastung des US-Dollar waren im ablaufenden Jahr drei Sonderfaktoren. Im März brachte (1) das deutsche Fiskalpaket eine Euroaufwertung von ca. 0,05 US-Dollar pro Euro. Im April kostete (2) der „Liberation Day“ und im restlichen zweiten Quartal (3) die Angriffe auf die Unabhängigkeit der Federal Reserve Vertrauen in den Greenback, was den Wechselkurs in Summe zusätzlich mit rund 7 „Big Figures“ (0,07 US-Dollar pro Euro) belastete. Im zweiten Halbjahr bewegte sich der Wechselkurs dann in einem Band zwischen 1,14 und 1,18 US-Dollar pro Euro. Letztlich haben Wechselkursverluste im ersten Halbjahr 2025 für Euro-Investoren damit große Teile der guten US-Aktienkursentwicklung weggeessen.

unterschiedlichen Ländern bzw. Währungen gegenübergestellt. Aus den beiden „Kassenzetteln“ ergibt sich dann der Wechselkurs, bei dem die Kaufkraft in beiden Währungen identisch ist. Bei Abweichungen davon gäbe es theoretisch Arbitragemöglichkeiten. Da die Inflation anhand ähnlicher Warenkörbe ermittelt wird, berücksichtigt die Kaufkraftparität also (auch) die unterschiedliche Teuerungsentwicklung in zwei Ländern. Je nach Berechnungsmethode kommt man dabei auf einen kaufkraftparitätischen Wechselkurs um 1,40 US-Dollar pro Euro.



Die Betrachtung der Kaufkraft lässt jedoch meist Steuern sowie Transport- und Zollkosten außen vor. Noch wichtiger ist jedoch, dass sie nicht das Vertrauen in eine Währung berücksichtigt, da dieses nicht messbar ist. Durch die militärische Vormachtstellung konnten die USA in den 1970er Jahren beispielsweise den Petrodollar durchsetzen und damit eine stetige Nachfrage nach dem Greenback aufbauen. So gewährten die USA militärischen Schutz und im Gegenzug durfte saudi-arabisches Öl nur noch in US-Dollar fakturiert werden. Die Devisen der Ölproduzenten wurden meist direkt wieder in US-Staatspapiere angelegt. So hat der US-Dollar eine Ausnahmestellung als mit Abstand größte Welthandels- und Reservewährung entwickelt.

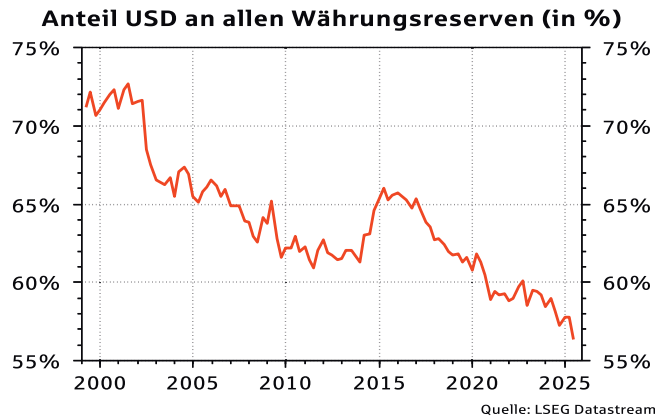
Auch wenn sie noch immer deutlich ausgeprägt ist, bröckelt diese Vormachtstellung jedoch langsam. So wurde die entsprechende Vereinbarung von Saudi-Arabien nicht mehr verlängert und lief letztes Jahr aus. Inzwischen gab es denn auch die ersten Ölgeschäfte in chinesischen Yuan. Zudem ist der Greenback zwar noch immer die größte Devisenwährung. Doch suchen Zentralbanken zunehmend nach Alternativen. So wechseln insbesondere Schwellenländer vermehrt in Gold. Entsprechend ist der Anteil des US-Dollar an allen Devisenreserven in den letzten 25 Jahren um rund 14 Prozentpunkte gesunken.



Abgesehen von Sondereffekten und politischen Faktoren bestimmt sich der Wechselkurs zweier Währungen generell durch eine Reihe fundamentaler volkswirtschaftlicher Indikatoren. Aus der Erfahrung zeigt sich, dass hier mit großem Abstand als erstes die (erwartete) Zinsdifferenz zu nennen ist. Steigen die Zinsen, die man in einer Währung bekommt stärker als die in einer anderen Währung, sollte (ceteris paribus) auch der Wert der ersten steigen. Beim Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar konnte man dies einige Zeit gut an der Zinsdifferenz 2-jähriger Staatsanleihen beobachten. Als es im Euroraum 2,5 Prozentpunkte weniger Rendite gab, lag der Wechselkurs etwa bei 1,00 und bei einem Zinsrückstand von 1,5 Prozentpunkten etwa bei 1,10 US-Dollar pro Euro. Daneben können auch die Unterschiede in der Wachstumsdynamik und die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden auf den Wechselkurs wirken.

Für die langfristige Perspektive kann der Blick auf die Kaufkraftparität eine Orientierung bieten. Dafür werden zwei Warenkörbe mit identischem Inhalt aus Waren und Dienstleistungen, aber in





Zu guter Letzt ist auch die Rolle des amerikanischen Kapitalmarkts zu berücksichtigen, um die Abweichung vom kaufkraftparitätischen Wechselkurs zu verstehen. So bietet kein anderer Markt eine solche Breite, Tiefe, Liquidität und Transparenz wie der der US-Rentenpapiere. Zudem sind im Bereich der Künstlichen Intelligenz und Digitalen Ökosysteme bislang kaum vergleichbare Unternehmen außerhalb der USA investierbar. Auch über den Aktienmarkt wird also eine kräftige Nachfrage nach dem Greenback erzeugt.

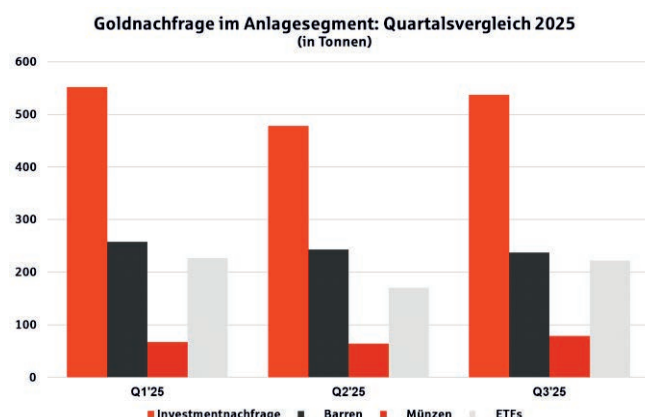
In Summe ergibt sich daraus das Bild, dass der US-Dollar aus fundamentaler Sicht derzeit weitgehend im Gleichgewicht zu sein scheint. Wir gehen für das Jahresende 2026 von einer Spanne zwischen 1,14 und 1,22 US-Dollar pro Euro aus, wobei wir ihn eher am oberen Ende (1,20) sehen. Allerdings kann das Risiko einer plötzlichen Abwertung nicht ignoriert werden, da die US-Administration zuletzt alles dafür getan hat, das Vertrauen NICHT wieder herzustellen. So könnte die Federal Reserve sich zunehmend dem politischen Druck beugen und die Leitzinsen übermäßig senken. Damit fiel die Renditedifferenz und das Inflationsrisiko würde steigen, was beides auf der Währung lasten würde. Auch könnte der vor einem Jahr diskutierte „Mar-a-Lago Accord“ von Stephen Miran wieder aufgegriffen werden, der eine gezielte Abwertung des US-Dollar zum Ziel hätte. Vor diesem Hintergrund vermeiden wir US-Dollar Anleihen weitgehend, da diese Anlageklasse im Portfolio vornehmlich Stabilität bringen soll. Bei Aktien hingegen könnten Wechselkursverluste durch Kursgewinne ausgeglichen werden, da viele Unternehmen Einnahmen in verschiedenen Währungen generieren. Hier bietet sich eine Währungsabsicherung höchstens über einen kurzen Zeitraum an, da sie in der langen Frist Performance kostet.

## Rohstoffe: Spielball der Geopolitik

### Gold im bisherigen Jahresverlauf 2025

Wir sind in das Jahr 2025 mit einem positiven Ausblick für Gold gestartet und haben diesen im weiteren Jahresverlauf regelmäßig bestätigt sowie das Sicherstellen einer strategischen Quote im Gesamtportfoliokontext propagiert. Das Ausmaß des Preisanstiegs seit Jahresbeginn hatten wir jedoch deutlich unterschätzt. Gold zeigte im Jahresverlauf 2025 eine außergewöhnlich dynamische Wertentwicklung. Der Preis je Feinunze stieg im dritten Quartal wiederholt auf neue Rekordmarken und lag im Quartalschnitt bei über 3.460 US-Dollar, was einem Anstieg von rund 40 Prozent gegenüber dem Vorjahr entsprach. Im Verlauf des Herbstes überschritt das gelbe Edelmetall zudem die Marke von 4.000 US-Dollar und erreichte damit ein Niveau, das von den meisten Marktteilnehmern zu Jahresbeginn, uns eingeschlossen, in dieser Höhe nicht prognostiziert worden war.

Die Nachfrageseite wurde im bisherigen Jahresverlauf vom Anlagesegment geprägt, wobei die bis dato verfügbaren Daten ein Gesamtvolumen von rund 3.700 Tonnen ausweisen und damit leicht über dem vergleichbaren Vorjahresniveau liegen. Auffällig war der deutliche Anstieg im Anlagebereich, der sich von 841 Tonnen im Vorjahr auf 1.566 erhöhte. Barren und Münzen erreichten 965 Tonnen nach 863 im Vorjahr, während börsengehandelte Produkte von leichten Nettoabflüssen 2024 zu Nettozuflüssen von 416 Tonnen im laufenden Jahr übergingen. Zentralbanken erweiterten ihre Reserven und erhöhten ihre Käufe um gut 14 Prozent auf 827 Tonnen, was die anhaltende Bedeutung des gelben Edelmetalls unterstreicht. Die Schmucknachfrage zeigte sich dagegen klar rückläufig: Die konsumtive Nachfrage sank um rund 18 Prozent auf 1.095 Tonnen, was das deutlich höhere Preisniveau widerspiegelt und die Verschiebung der Nachfrage von zierender zu investiver Verwendung sichtbar macht.

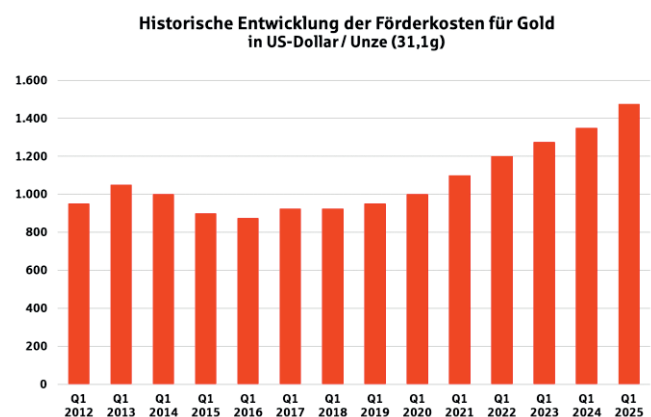


Quelle: World Gold Council

Im Technologiesektor ergab sich lediglich eine marginale Abschwächung gegenüber dem Vorjahr, da der steigende Bedarf in elektronischen Anwendungen, nicht zuletzt im Zuge wachsender Anforderungen durch Künstliche Intelligenz, zwar stützend wirkte,

jedoch durch die US-Zollpolitik und das deutlich höhere Preisniveau spürbar gebremst wurde.

Auf der Angebotsseite erreichte die globale Versorgung im bisherigen Jahresverlauf 3.717 Tonnen und lag damit leicht über dem Vorjahresniveau. Die Minenproduktion zeigte sich mit 2.717 Tonnen gegenüber 2.701 Tonnen im Vorjahr stabil, während das Recyclingaufkommen, also die Rückgewinnung von Gold aus Altbeständen wie Schmuck oder Industrieanwendungen, moderat zunahm und einen Teil der insgesamt überschaubaren Ausweitung des Angebots erklärte. Die „All in Sustaining Costs“, ein branchenweiter Standard zur Erfassung sämtlicher laufender Kosten in einer Goldmine von Förderung über Instandhaltung bis hin zu langfristigen Investitionen, stiegen im zweiten Quartal auf 1.578 US-Dollar je Unze. Historisch betrachtet markiert dieser Wert den höchsten Stand seit Beginn der systematischen Erhebung im Jahr 2012 und verdeutlicht die seit einigen Jahren anhaltende Kostensteigerung innerhalb der Branche. Da der Goldpreis jedoch im gleichen Zeitraum deutlich stärker stieg als die durchschnittlichen Förderkosten, erweiterten sich die Margen innerhalb der Branche spürbar, was zu einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung vieler Minenaktien beitrug und sich in Fondsvehikeln widerspiegelte, die global in Produzenten und Explorationsunternehmen investieren.



Quelle: World Gold Council

Auch Silber, häufig als zyklischer kleiner Bruder des Goldes beschrieben, folgte der dynamischen Entwicklung des großen Verwandten und zeigte im bisherigen Jahresverlauf eine herausragende Performance mit traditionell höheren Schwankungen.

### Goldige Perspektiven auch in 2026?

Nach den enormen Preisanstiegen in den letzten zwei Jahren stellt sich die Frage, inwieweit die hohe Bewertung gerechtfertigt ist. Es bleibt festzuhalten, dass eine Bewertung des gelben Metalls schwierig bleibt. Dies ist vor allem der vielschichtigen und einzigartigen Kombination aus preisbestimmenden Eigenschaften geschuldet. Gold hat durch seine Verwendung in der Industrie und als Schmuck einen physischen Wert. Da Gold jedoch auch ein

Investmentvehikel ist, das keine laufenden Erträge abwirft, stellt sich die Frage, wie hoch eine Abweichung von diesem Wert gerechtfertigt ist. Da das gesamte Goldangebot mehr oder weniger begrenzt ist, wird der Preis vornehmlich über die volatile und schwer prognostizierbare Nachfrageseite bestimmt. Die Nachfrageemotive und deren Intensität haben sich dabei historisch betrachtet regelmäßig gewandelt, was die Erstellung allgemein gültiger Bewertungsmodelle vor große Herausforderungen stellt. Häufig zum Einsatz kommende Bewertungsansätze scheinen in vielen Marktphasen einigermaßen verlässliche Anhaltspunkte zu liefern, weisen jedoch insgesamt Schwächen und Limitationen auf. Nicht zuletzt hat sich aus diesem Grund die Analystenzunft in den vergangenen zwei Jahren schwer damit getan, die starken Preisanstiege vorherzusehen. So hatten insbesondere auch unsere quantitativen Modelle durch die im Jahresverlauf phasenweise extrem schnell einsetzenden und großen Preisaufschläge deutliche Schwierigkeiten, belastbare Indikationen zu liefern. Doch auch abseits von Modellen bleiben handfeste Ableitungen herausfordernd. Die Historie und die gängigen Theorien liefern zwar überzeugende Gründe für die Preisanstiege, doch scheint deren Einfluss, zumindest für sich genommen, die tatsächliche Preisentwicklung in unseren Augen nicht zufriedenstellend erklären zu können.

Wir erwarten, dass viele preisstützende Faktoren aus den letzten zwei Jahren in unterschiedlicher Ausprägung weiterhin bestehen bleiben. So erwarten wir auch für das Jahr 2026 ein Marktumfeld mit viel makroökonomischer und geopolitischer Unsicherheit. Dadurch dürfte Gold aufgrund seiner Rolle als „sicherer Hafen“ weiterhin nachgefragt werden. Diese Gemengelage könnte ebenfalls einen weiteren Ausbau der Goldreserven von Zentralbanken begünstigen. Einerseits dient dies dem Schutz der eigenen Währungsreserven vor internationalen Sanktionen, beispielsweise vor dem Einfrieren von Vermögenswerten. Andererseits führt der Prozess der De-Dollarisierung dazu, dass Zentralbanken durch Goldzukäufe eine größere Diversifizierung ihrer Währungsreserven sicherstellen wollen. Durch die Wiederaufnahme des Zinssenkungszyklus der Fed bei nach wie vor erhöhten Inflationsraten sinken die Opportunitätskosten für das Halten des zinslosen Metalls. Auch die Nachfrage nach Gold als Portfoliobaustein ließ sich zuletzt sowohl im institutionellen als auch im privaten Investmentbereich beobachten. Hinzu kommt ein säkulares Motiv: Das schwindende Vertrauen in staatliche Institutionen und das bestehende Wirtschaftssystem.

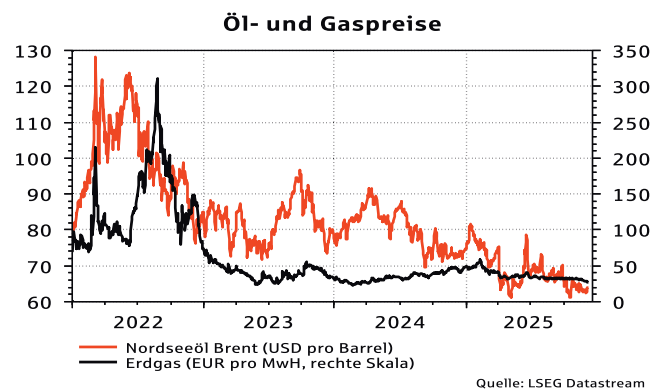
In Anbetracht der starken und schnellen Wertzuwächse der vergangenen zwei Jahre ist jedoch auch ein Abbruch der Goldhaushalte im Jahr 2026 nicht auszuschließen. Gründe für einen sinkenden Goldpreis sind vor allem in einem Nachlassen der Strahlkraft der Narrative bezüglich der oben genannten preisstützenden Faktoren zu finden. So könnte eine vorübergehende Entspannung in der Geopolitik die Nachfrage nach „sicheren Häfen“ senken. Darüber hinaus sollten die Realrenditen weniger stark sinken als von vielen Marktteilnehmern erwartet. Auch wenn wir gegenwärtig keine Blasenbildung bei Gold erkennen, könnte die positive

Marktstimmung nachlassen. Dies dürfte zu einem sinkenden Interesse von Investoren führen, die Gold vorwiegend als Spekulationsobjekt betrachten und/oder diesen Portfoliobaustein vorwiegend aus Renditegesichtspunkten allokiert haben.

Gold hat zuletzt zwei Rekordjahre in Folge verzeichnet. Offenbar wurde der Preisanstieg durch eine Kombination von sich gegenseitig verstärkenden bzw. sich im Zeitablauf abwechselnden Faktoren verursacht. Wir bleiben für Gold weiterhin positiv eingestellt, erwarten jedoch aus fundamentalen Gründen keine so großen Preissprünge wie in den vergangenen Jahren. Zum Jahresende 2026 erwarten wir, dass der Goldpreis je Feinunze in US-Dollar bei 4.500 US-Dollar liegen wird. Aufgrund großer Auf- und Abwärtsrisiken ist unsere Prognosespanne mit 3.800 am unteren und 5.000 US-Dollar am oberen Ende sehr breit gefasst. Abseits der Kursprognosen betrachten wir Gold nach wie vor als wichtigen Bestandteil der Vermögensallokation. In diesem strategischen Portfoliobaustein spiegeln sich beide Elemente aus dem Titel unseres Jahresausblicks wider: Eine Chance, die zumindest historisch betrachtet die Diversifikation erhöht und eine Absicherungskomponente gegen diverse Risiken darstellen kann.

## Öl und Gas: Preise künftig im Seitwärtstrend

Häufig wird von „den Energiepreisen“ gesprochen und man muss aus dem Kontext herauslesen, ob damit die Notierungen für Öl, Gas oder Strom - oder alles drei oder etwas ganz anderes - gemeint ist. Zuletzt wurden wiederholt die hohen Energiepreise in Deutschland kritisiert. Dies muss sich primär auf die Stromkosten beziehen, da sich die Preise für Öl am Weltmarkt ergeben und für Gas auf Kontinentalmärkten.



Die Preisschocks für Öl und Gas nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine 2022 liegen inzwischen deutlich in der Vergangenheit. In den letzten 12 Monaten bewegte sich die Notierung für ein Barrel Nordseeöl Brent, wie erwartet, zwischen 60 und 80 US-Dollar. Dabei lag sie zum Jahresanfang eher am oberen und nun eher am unteren Ende. Im Juni gab es zwischenzeitlich einen deutlichen Sprung, als die geopolitische Lage zwischen Israel und dem Iran zu eskalieren drohte. Es bestand die Sorge, dass die Meerenge von Hormus blockiert werden könnte, durch die ein Viertel der weltweiten Öl- und ein Drittel der globalen Gaslieferungen gehen. Die Lage entspannte sich jedoch erstaunlich zügig und die Notierungen normalisierten sich wieder.

Der *Gaspreis* schwankte in den letzten drei Jahren zwischen 30 und 60 EUR/MWh. Wobei gerade in diesem Jahr eine sehr vergleichbare Bewegung wie beim Öl zu sehen war. Der Trend war also klar vom oberen zum unteren Ende des Bandes gerichtet. Zuletzt sank die Notierung für Gas in Europa sogar unter 30 EUR/MWh, was angesichts verhältnismäßig ungefüllter Gasspeicher erstaunt.

Mit Blick auf das nächste Jahr dürften sich bei der Ölnachfrage Rückgänge und Zuwächse in etwa die Waage halten. Die Transformation zu E-Mobilität, Erneuerbaren Energien, Dekarbonisierung und mehr Energieeffizienz (nicht nur in Europa, sondern vor allem auch in China) reduziert den Bedarf des Schwarzen Goldes. Andererseits ist der Wachstumsausblick für die Schwellenländer positiv, was deren Verlangen nach Öl steigern würde. Solange es keinen konjunkturellen Einbruch gibt, rechnen wir vorerst mit einer stabilen Nachfrage.

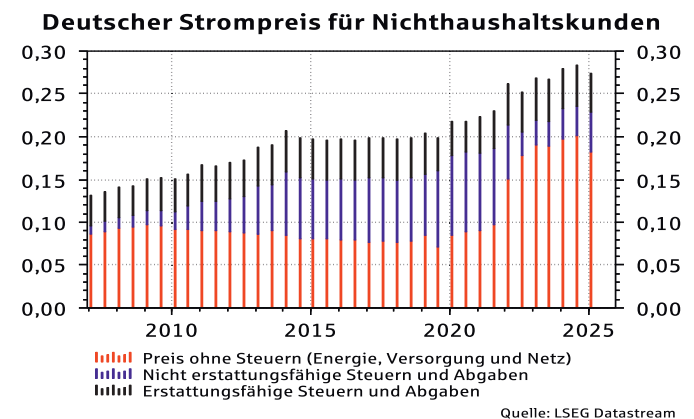
Angebotsseitig gab der US-Präsident mit seinem Ausspruch „drill, baby, drill“ zwar den Kurs zur Ausweitung vor. Doch liegen die Förderkosten, vor allem für Schieferöl, in vielen Regionen zu hoch, als dass sich dies tatsächlich lohnen würde. Die Durchsetzungsfähigkeit des Kartells OPEC+ hinsichtlich der Preispolitik bleibt ungewiss. Immer wieder scheren Mitgliedsländer aus und erhöhen die Fördermenge oder halten sich nicht an vereinbarte Quoten. Solange es keine erneuten geopolitischen Eskalationen gibt, sollte das Angebot insgesamt stabil bleiben. Es zeichnen sich jedoch zwei Unsicherheitsfaktoren für das nächste Jahr ab. Zum einen stellt sich die Frage, wie es zwischen der Ukraine und Russland weitergeht. Eine Annäherung an Waffenstillstandsverhandlungen könnte die Perspektive für russisches Öl auf dem Weltmarkt verändern. Aber auch eine weitere Eskalation und vermehrte Angriffe auf die russische Schattenflotte sind denkbar. Zum anderen ist noch unklar, welche Ziele die US-Administration durch ihre wiederholten Militäroperationen in Venezuela tatsächlich verfolgt. Das lateinamerikanische Land sitzt auf den größten bekannten Ölreserven der Welt. Abseits möglicher Sonderereignisse sehen wir den Ölpreis im nächsten Jahr weiterhin zwischen 60 und 80 US-Dollar pro Barrel Nordseeöl Brent. Damit dürfte er künftig weitgehend inflationsneutral sein.

## Strompreise: Mit relevanten Unterschieden

Der **Strompreis** ist teils deutlich nach Abnahmemenge gestaffelt. So liegt der Preis für private Haushalte, definiert durch einen Verbrauch bis zu 5.000 KWh, inklusive Steuern und Abgaben bei 0,38 EUR je KWh. Dies ist der höchste Wert innerhalb der EU und rund 1/3 über dem EU-Mittelwert. Für einen durchschnittlichen 2-Personen-Haushalt mit 3.500 KWh pro Jahr bedeutet dies Ausgaben von rund 110 EUR pro Monat.

Im gewerblichen Bereich, für sogenannte Nichthaushaltskunden mit einem mittleren Verbrauch zwischen 500 MWh und 2.000 MWh, liegt der Preis inklusive Steuern bei 0,28 EUR. Relevanter sind hier jedoch die Ausgaben abzüglich erstattungsfähiger Steuern und Abgaben. Diese sind von 2007 bis 2013 kontinuierlich

leicht gestiegen (von 0,10 EUR auf rund 0,15 EUR), verharrten dann rund sechs Jahre auf diesem Niveau und setzten danach ihren Aufwärtstrend fort - mit der Spitze im vergangenen Jahr. Im ersten Halbjahr 2025 sind sie dann wieder leicht auf 0,23 EUR gesunken. Insgesamt ist der Preis damit um über 40 Prozent binnen fünfeneinhalb Jahren gestiegen. Dahingehend ist die Unzufriedenheit über den Kostenanstieg nachvollziehbar.



Wichtig zu wissen ist aber auch, dass bei den Strompreisen nicht nur die Herstellungskosten relevant sind. Auch Netzentgelte und individuelle Steuern bzw. Subventionen spielen eine Rolle. Außerdem gilt an der Strombörse das sogenannte Merit-Order-Prinzip, wonach Kraftwerke gestaffelt nach aufsteigenden Grenzkosten auf dem Strommarkt zugeschaltet werden. Der Strompreis wird dann durch das letzte, teuerste Kraftwerk bestimmt. Während die Grenzkosten von Erneuerbaren Energien oft bei null liegen, definieren letztlich meist Gaskraftwerke den Endpreis. Nicht zu unterschätzen sind auch die Auswirkungen der Grenzziehung von Strompreiszonen. Bislang bildet Deutschland eine einzige, landesweite Strompreiszone für den Stromhandel an der Börse. Eine Aufteilung in bis zu fünf verschiedene Zonen, wie vom Verband der europäischen Übertragungsnetzbetreiber vorgeschlagen, würde voraussichtlich zu deutlich günstigeren Preisen im Norden und etwas höheren Preisen im Süden führen.

## Seltene Erden: Spielball der Geopolitik

**Seltene Erden** sind eigentlich weder „selten“ noch „Erden“. Vielmehr handelt es sich um eine Gruppe von 17 Elementen, die den Metallen zuzuordnen sind. Dazu zählen die 15 Lanthanoide sowie Scandium und Yttrium. Die meisten dieser Elemente sind in der Erdkruste relativ häufig zu finden - teilweise häufiger als Kupfer oder Blei. Selbst das seltenste dieser Elemente ist immer noch häufiger vorhanden als Gold oder Platin. Die Seltenheit bezieht sich eher auf die Tatsache, dass sie selten in abbauwürdigen Konzentrationen vorkommen, wodurch ihr Abbau komplex und teuer ist. Sie besitzen einzigartige magnetische, optische und katalytische Eigenschaften, die sie für viele moderne Technologien (Smartphones, Computer, Windturbinen, Batterien, Elektromotoren) unverzichtbar machen.



Der Großteil der weltweiten Produktion von „Metallen der Seltenen Erden“, wie sie korrekterweise bezeichnet werden, stammt derzeit aus China. Rund 60 Prozent kommen aus dem Reich der Mitte. Dabei ist der Anteil bereits stark gesunken. Vor zehn Jahren lag er noch bei ca. 97,5 Prozent. Weitere nennenswerte Produzenten sind die USA, Myanmar und Australien. Die größten bekannten Reserven liegen neben China auch in Brasilien, mit deutlichem Abstand gefolgt von Indien, Australien, Russland und Vietnam. Nicht das Vorkommen alleine, sondern vor allem auch der „dreckige“ Prozess der Förderung ist ein Grund für die Dominanz von Schwellenländern in diesem Sektor. Für die Extraktion und Raffination werden große Mengen an Säuren und anderen giftigen Chemikalien verwendet. Diese können Böden und Grundwasser kontaminieren. Außerdem erfolgt der Abbau oft im Tagebau, wodurch Wälder gerodet und Ökosysteme zerstört werden.

In den letzten Jahren haben geopolitische Spannungen und die zunehmende Nachfrage nach High-Tech-Produkten den Markt für Seltene Erden volatil gemacht. China hat bereits angedeutet, den Export dieser kritischen Materialien zu kontrollieren, was die strategische Bedeutung von Reserven außerhalb des Landes verstärkt. Gleichzeitig entwickeln zahlreiche Staaten Recyclingtechnologien und suchen alternative Quellen, um weniger abhängig von einem einzigen Anbieter zu werden. Die Nachfrage nach Seltenen Erden dürfte auch im kommenden Jahr ungebrochen sein. Die Verkehrs- und Energiewende sowie die Energiespeicherung sind ohne diese Metalle undenkbar. Insgesamt erwarten wir, dass der Markt für Seltene Erden weiterhin von geopolitischen Risiken und einer zunehmenden Diversifikation der Lieferquellen geprägt sein wird.

## Anleihemarkt: Relativ mehr Rendite

Anders als erwartet verlief das Jahr 2025 an den europäischen Staatsanleihemärkten über weite Strecken in ruhigen Bahnen. Ein kurzes, knapp unter 3,0 Prozent endendes Zwischenhoch der Rendite der deutschen 10-jährigen Staatsanleihe im März, kurz nach der Verkündung des deutschen Fiskalpaketes, blieb nahezu die einzige erwähnenswerte deutliche temporäre Abweichung von einem leichten, fast kontinuierlichen Zinsanstieg um rund 0,4 Prozentpunkte im Jahresverlauf.

Wir gehen davon aus, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe Ende 2026 bei 3,0 Prozent stehen dürfte. Eine expansive Finanzpolitik mit den entsprechenden Finanzierungsanforderungen sollte dabei der größte Treiber sein, während von der Inflationsrisikoprämie in Europa weniger Gefahr drohen dürfte.

Eine weitere Herausforderung könnte dagegen von der Reform der niederländischen Pensionsfonds ausgehen. Die Niederlande haben im Euroraum mit einem Volumen von 1,8 bis 1,9 Billionen EUR das mit Abstand (deutlich über 50 % des Gesamtvolumens) größte kapitalgedeckte Altersvorsorgesystem. Rund 300 Mrd. EUR stecken in europäischen Staatsanleihen. Bisher basierte das System auf festen Leistungszusagen, d. h. die Fonds mussten langfristige sichere Anleihen kaufen, um diese Zusagen garantieren zu können.

Im Bemühen, die Renditen zu erhöhen, wurde das System auf beitragsorientierte Zusagen umgestellt, d. h. die Fonds haben mehr Freiheit in der Anlage und müssen nicht mehr so viele langlaufende und ultra-langlaufende Staatsanleihen kaufen. Es gibt Schätzungen, wonach davon bis 2028 ein Drittel (100 Mrd. EUR) umgeschichtet oder abgebaut werden könnte.

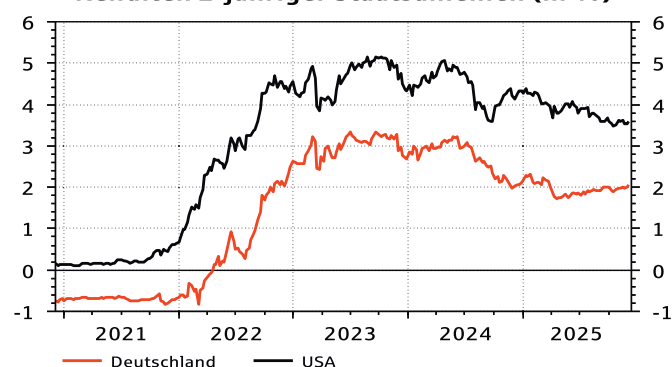
Auf der positiven Seite für langlaufende Anleihen steht, dass die Emittenten auf die veränderte Nachfrageseite reagieren: So ist die durchschnittliche Laufzeit von Staatsanleihen mit nunmehr unter neun Jahren auf das niedrigste Niveau seit 2014 gesunken. Vorreiter bei der Laufzeitverkürzung sind das Vereinigte Königreich (44 % der Neuemission haben im laufenden Fiskaljahr eine Laufzeit unter sieben Jahren verglichen mit nur 25 % in 2015/16), Japan, Australien und die USA.

Insgesamt drohen bei länger laufenden sicheren Anleihen damit leichte Belastungen aus nachgebenden Kursen. Mit gerade einmal einem Viertelprozentpunkt fällt der prognostizierte Renditeanstieg für 10-jährige Bundesanleihen jedoch moderat aus. Langfristige sichere Anleihen sollten so ihre wichtige Stabilitätsfunktion auch 2026 erfüllen können, insbesondere in Phasen, in denen konkurrierende Assetklassen zur Schwäche neigen.

Bei US-Staatsanleihen dürfte es 2026 sehr spannend werden: Einerseits führt die Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik zu tendenziell nachlassendem Inflationsdruck und erhöht damit die Chance auf rückläufige Renditen. Andererseits sorgen hartnäckig über den Zielwerten liegende Inflationsdaten, große Haushaltsdefizite und vor allem eine hohe Unsicherheit über die weitere Notenbankpolitik, insbesondere in Zusammenhang mit den anstehenden personellen Veränderungen, für Aufwärtsdruck.

Wir gehen davon aus, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe in diesem Zusammenhang geringfügig zulegen dürfte und am Jahresende 2026 leicht oberhalb von 4,25 Prozent liegen sollte.

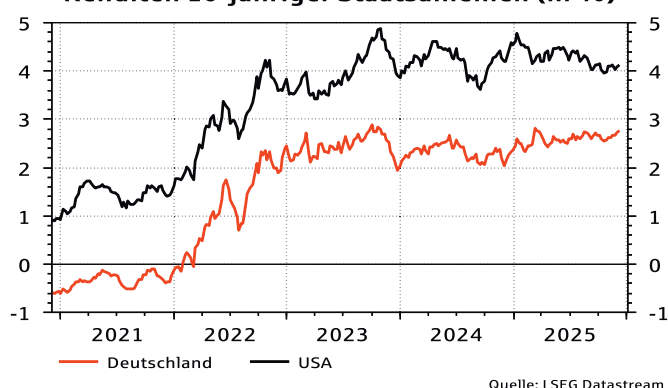
**Renditen 2-jähriger Staatsanleihen (in %)**



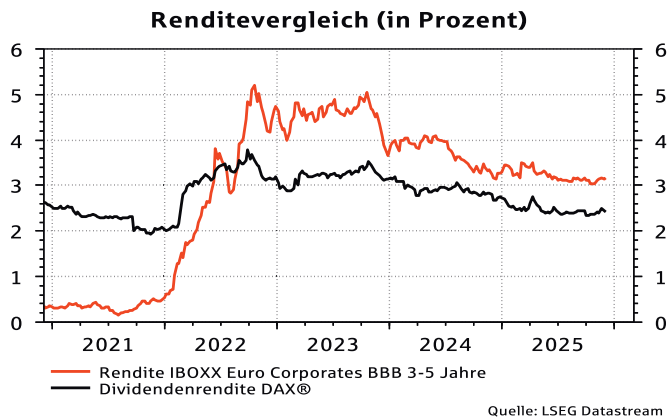
Interessant ist aus Anlegersicht ein wichtiger Aspekt: Mit annähernd gleichbleibenden oder sogar leicht steigenden Renditen im längerfristigen Laufzeitenbereich und eventuell (Euroraum) bzw. ziemlich sicher nachgebenden kurzfristigen Zinsen (USA) dürften sich die Zinsstrukturkurven noch ausgeprägter gestalten als im letzten Jahr. 2025 hat der Anstieg deutlich zugenommen. Für den Anleger heißt das jetzt: Laufzeit wird 2026 recht ordentlich bezahlt. Für ein typisches Anleiheportfolio entsteht also eine Zusatzrendite aus dem sogenannten Roll-down-Effekt: Eine fünfjährige Anleihe hat in einem Jahr nur noch eine Restlaufzeit von vier Jahren. Bei steiler Zinsstrukturkurve sind aber die Renditen für vierjährige Anleihen niedriger als für fünfjährige. Da die dann vierjährige Anleihe einen zu hohen Kupon hat im Vergleich zu neuen vierjährigen, erfolgt ein Ausgleich über einen höheren Kurs. Der Anleger erzielt einen Kursgewinn.

Nach drei exzellenten Aktienjahren in Folge dürfte von der Anlageklasse „Aktien“ 2026 etwas weniger Konkurrenz kommen. Mit Blick auf die laufende Verzinsung sind Unternehmensanleihen der

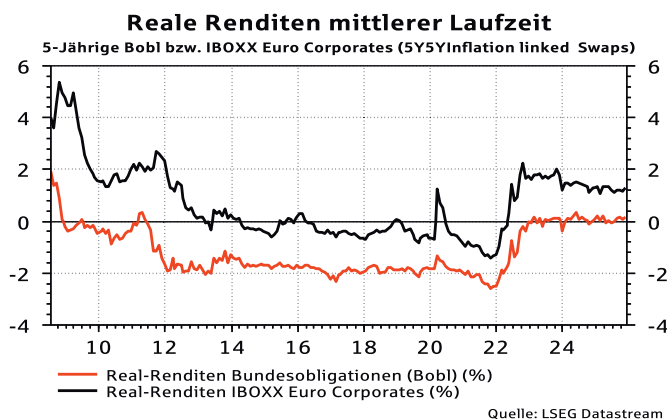
**Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)**



Dividendenrendite des Deutschen Aktienindex (DAX 40) überlegen.



Auch unter Berücksichtigung der erwarteten Inflation sollten Unternehmensanleihen 2026 eine positive Rendite (Realrendite) erzielen.

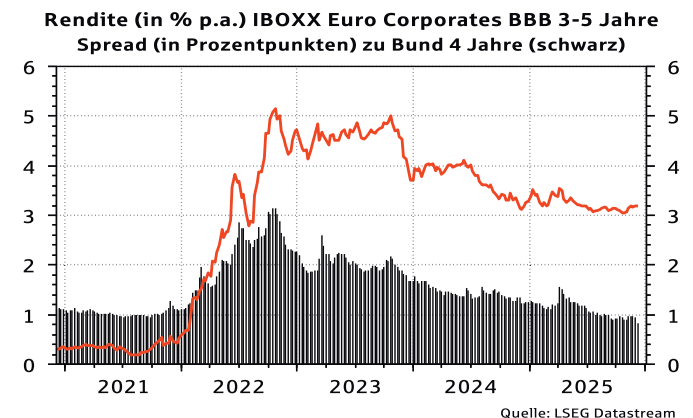


Noch wichtiger als die nominale Renditeerwartung ist die reale Renditeerwartung - also die Berücksichtigung der erwarteten Inflationsrate. Bei einer angenommenen Inflationsrate von gut 2,0 Prozent und einer Verzinsung von Anleihen mittlerer Qualität von rund 3,5 Prozent bliebe immerhin ein realer Wertzuwachs von etwa 1,5 Prozent.

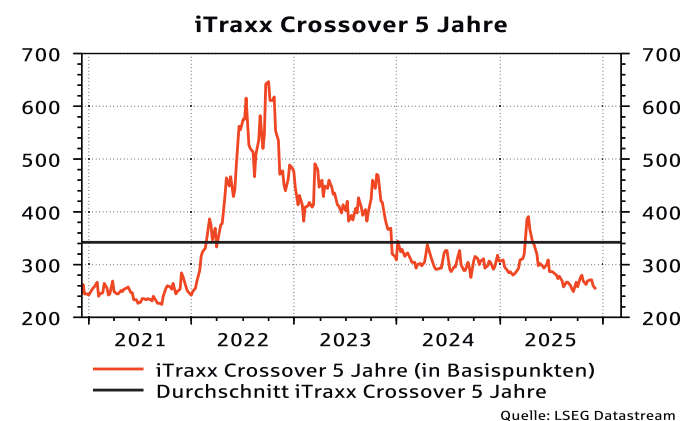
Nachdem sich die Risikoaufschläge (Spreads) von Unternehmensanleihen mit der „Wiederentdeckung der Anlageklasse Anleihen“ nach der Normalisierung des Zinsniveaus seit 2022 stark eingengt haben, spiegeln Spreads knapp unter 100 Basispunkten für Unternehmensanleihen mittlerer und guter Qualität ein angesichts gesunder Bilanzrelationen und verhaltener Investitionspläne faires aber niedriges Niveau wider.

Mit einer moderaten wirtschaftlichen Belebung im Euroraum, einer Stabilisierung in den Handelskonflikten (Zölle, Lieferketten) und seitwärts laufenden Energiepreisen sollten gute Chancen bestehen, dass die Risikoaufschläge 2026 stabil bleiben. Für eine solide Nachfrage nach Euro-Unternehmensanleihen spricht zudem, dass Alternativen wie Aktien teurer geworden sind und ausländische Zentralbanken im Zuge eines De-Dollarisierungstrends

vermehrt in Euro-Anleihen investieren sollten. Auch wenn hier eher Staatsanleihen im Fokus stehen dürften, sollten Unternehmensanleihen über Ausstrahlungseffekte ebenfalls profitieren.



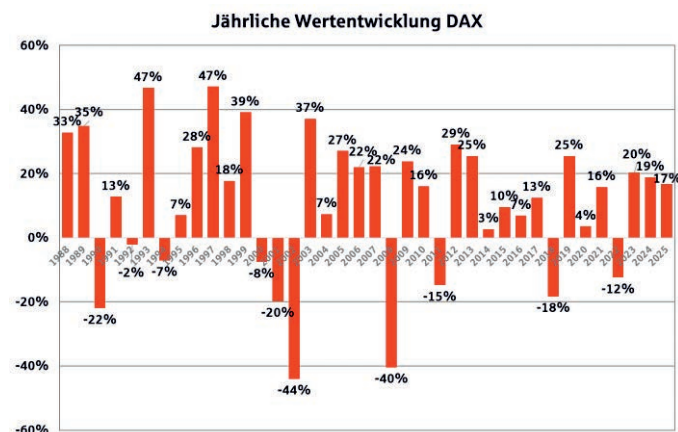
Hochzinsanleihen, also Unternehmensanleihen minderer Qualität, sehen wir allerdings differenzierter. Als nachteilig erachten wir hier die hohe Korrelation zum Aktienmarkt. Da die Risikoaufschläge auch hier 2025 noch weiter gesunken sind, ist das Chance-Risikoverhältnis eher ungünstig. Trotzdem kann eine Ergänzung, z. B. in aktiv gemanagten gemischten Anleihefonds, angebracht sein, da Argumente wie eine wirtschaftliche Erholung in Europa, rückläufige politische Risiken (insbesondere Ruhe bei den Zöllen) und stabile Energiepreise gerade auch für schwächere Unternehmensschuldner wichtig sind. Derzeit befinden sich die Aufschläge deutlich unterhalb ihres 5-Jahresdurchschnitts. Dies messen wir an den aktuellen Notierungen des iTraxx Crossover 5 Jahre, mit dem Anlagen in entsprechenden Anleihen abgesichert werden können.



US-Dollar-Anleihen dürften dagegen 2026 eher eine Nebenrolle in einem Anleiheportfolio spielen, da wir uns tendenziell eine leichte Abschwächung des US-Dollar vorstellen können. Im Zuge einer Diversifizierungsstrategie („Resilienz leben“) bleiben aber aktiv gemanagte Fremdwährungsfonds guter Qualität abseits des Greenbacks eine gute Beimischung.

## Aktienmarkt: Bleiben die KI-Gewinner das Maß aller Dinge?

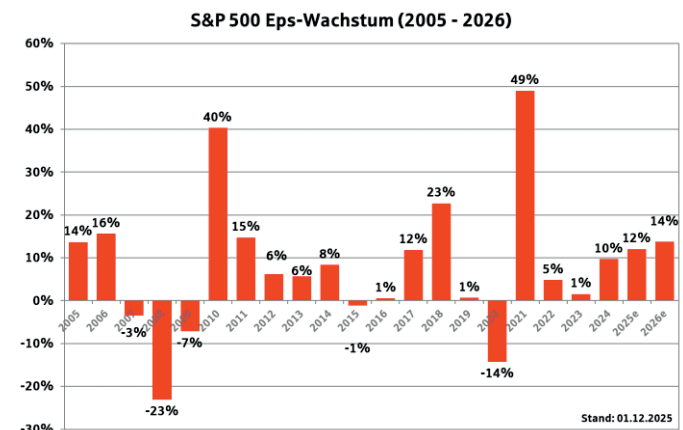
Die herausfordernden Rahmenbedingungen sprachen nicht zwingend für ein sonderlich performantes Aktienjahr 2025. Realität ist mit Blick auf die Kurstafeln jedoch, dass bei der permanenten Abwägung von Chancen und Risiken erstere über das gesamte Jahr gesehen offensichtlich die Oberhand behielten - vor allem im Nachgang der Kurskapiolen rund um den „Liberation Day“ im Frühjahr. Während also mannigfaltige Gefahrenherde in Gestalt der unverändert sprunghaften und unverbindlichen Politik des US-Präsidenten vor allem in Bezug auf die Zollthematik, die überbordende Staatsverschuldung sowie die latenten geopolitischen Konflikte höchstens temporär die Investitionsentscheidungen negativ beeinflussten, trieben erneut die Vertreter mit einer glaubhaften Verwandtschaft zum alles überstrahlenden Trendthema Künstliche Intelligenz die globalen Aktienmärkte zu neuen Rekordständen. Teil der Wahrheit ist bei allem Hype um die dominierenden US-amerikanischen Technologieheroen aber auch, dass die Zweifel an der nachhaltigen Rentierlichkeit von deren Investitionsexzessen im Jahresverlauf fortwährend lauter wurden. Das Narrativ einer etwaigen Blasenbildung in diesem favorisierten Bereich schwirrte immer häufiger durch die Handelssäle, ohne allerdings bisher größeren Schaden in den Erfolgsausweisen anzurichten. In Anbetracht der nackten Zahlen steht also in der Rückschau ein im historischen Kontext abermals überdurchschnittlicher Jahrgang mit prozentual zweistelligen Zugewinnen in den Büchern. Zu berücksichtigen gilt in diesem Zusammenhang allerdings die diesjährige Schwäche des US-Dollar, die die Erträge der in Euro rechnenden Anleger maßgeblich unvorteilhaft beeinflusst hat.



Quelle: LSEG Datastream

Unmissverständliche Resultate der inzwischen dreijährigen Hausse ist eine ambitionierte Bewertung an den bekanntesten Börsenplätzen inklusive einer hochgradigen Konzentration der Marktkapitalisierung bezugnehmend auf den Welt-Index. Dieses bekannte Phänomen hat sich in 2025 noch weiter zugespitzt und prägt die Ausgangssituation für das vor der Tür stehende Börsenjahr 2026. Demnach kommt dem festen Vertrauen in die bilanzielle Gesundheit der tonangebenden KI-Gewinner eine Schlüsselrolle für das Wohl und Wehe der Aktienmärkte in den nächsten Monaten zu.

In einer Welt, in der sowohl die Indexanstiege als auch die operativen Gewinnsteigerungen im Dunstkreis der potenten Technologiekonzerne auf vergleichsweise wenige Schultern verteilt sind, ist die Einschätzung der Ertragsperspektiven vielleicht mehr noch als zuvor von besonderer Bedeutung. Denn eines steht fest: Einer fortgeführten Bewertungsexpansion sind aus unserer Sicht enge Grenzen gesetzt. Das weitere Kurspotenzial sollte sich sodann weit vornehmlich aus zusätzlichen Erträgen speisen.



Quelle: LSEG Datastream

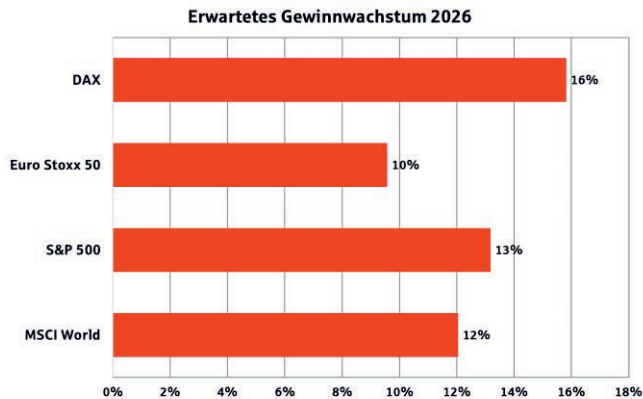
Der Rückblick in dieser Disziplin fällt im Angesicht des vorherrschenden Rahmenwerkes eigentlich erwartungsgemäß heterogen aus, vor allem aus der regionalen Brille. Auf den Punkt gebracht konnten die Gesellschaften jenseits des Atlantiks die Markterwartungen hinsichtlich der publizierten Umsatz- und Gewinnzahlen in großer Regelmäßigkeit übertreffen. Unter dem Strich dürften die S&P 500-Unternehmen alimentiert von der konjunkturellen Entwicklung, den positiven Währungs- und Steuereffekten und der ungebrochenen Nachfrage nach High Tech-Produkten die Überschüsse in 2025 um rund 12 Prozent ausweiten. Ein ganz anderes Bild kommt auf dem Alten Kontinent zum Tragen. Europaweit bewegen sich die Gewinne im besten Fall nicht vom Fleck. Verantwortlich zeichnen neben dem schwachen gesamtwirtschaftlichen Momentum die Euro-Stärke sowie die negativen Ausflüsse seitens der auferlegten US-Importzölle. Gerade auf den Deutschen Aktienindex (DAX) bezogen kämpfen ehemals sehr erfolgreiche Branchen mit zyklischen und strukturellen Problemen.

### Wie fallen nun die Indikationen für die Unternehmensgewinne 2026 aus?

Da die wesentlichen Einflussfaktoren keinen kalendarischen Neuanfang kennen bzw. es sich nicht großartig ankündigt, dass sich der Wind bei maßgeblichen Variablen wie zum Beispiel dem Wechselkurs zeitnah dreht, fällt es ehrlicherweise schwer, von dem lange bekannten Bild abzuweichen. Sprich, einer anhaltenden Divergenz zwischen der zur Schau gestellten Ertragsdynamik der US-Vertreter und den europäischen, die bekanntermaßen

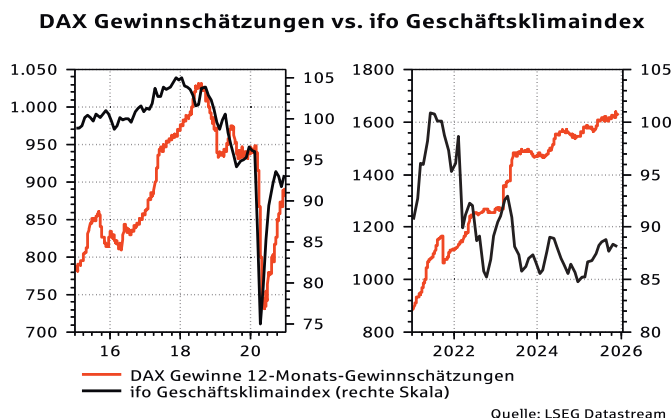


auch einer andersgearteten sektoralen Komposition der Aktienbarometer geschuldet ist. Alleine die Wachstumsraten dürften aufgrund von Basiseffekten intuitiv enger zusammenrücken. Mehr als das spiegelt sich allerdings in den aktuellen Konsenserwartungen des Finanzdatendienstleisters Bloomberg wider. Danach sollen die Erträge in Europa - und hier vor allem der heimischen Großkonzerne - im anstehenden Turnus endlich aus dem Dornröschenschlaf erwachen und sich merklich erheben.



Quelle: Bloomberg

Eine gänzlich andere Sprache sprechen nach wie vor die bekanntesten konjunkturellen Frühindikatoren. Die bereits seit Längerem zu notierenden trüben makroökonomischen Perspektiven finden mit Sicht auf die Expertenschätzungen für die DAX-Gewinne der kommenden zwölf Monate - die von uns bevorzugte Überschussgröße für die Bewertungsmodelle - offenbar kaum Berücksichtigung. Der logische Zusammenhang zwischen dem abgefragten Stimmungsbild der Firmenlenker und den Ertragserwartungen der Analystengilde scheint gegeben, die statistische Signifikanz in Verbindung etwa mit dem ifo Geschäftsklimaindex lässt seit geraumer Zeit jedoch zu wünschen übrig - vielmehr ist die Korrelation seit 2021 stark negativ.

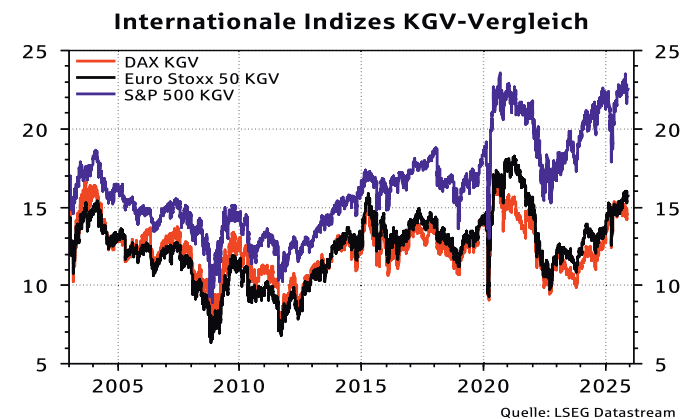


Nach unserer Meinung sind die marktweiten Analystenschätzungen bezogen auf die Regionen unterschiedlich ambitiös und damit auch ungleich korrekturanfälliger. Im Hinblick auf die Expertenprognosen wirken diejenigen für die Europäer in dem erwarteten Fahrwasser deutlich anspruchsvoller, selbst auf dem Rücken

einer jahrelangen Stagnation. Gerade hierzulande scheinen ausgeprägte konjunkturelle Wachstumshoffnungen abgebildet, denn der Blick auf die Einzeltitelebene suggeriert vor allem überproportionale Aufschläge in den zyklischen Branchen. Kurzfristig dürfte hier das Enttäuschungspotenzial klar überwiegen. Weniger im Risiko sehen wir hingegen die Projektionen für die US-Gesellschaften. Angetrieben von prosperierenden Gewinnen der Technologiekonzerne und auf der Grundlage eines traditionell eher schüchternen Erwartungsmanagements halten wir die Marktprognosen an der Wall Street für allemal darstellbar.

Wichtig für die Kurszielbestimmung ist ferner die Anpassung der Diskontierungssätze an das prognostizierte Zinsumfeld. Höhere Zinsannahmen führen ceteris paribus in der Konsequenz zu niedrigeren Barwerten und damit Kurszielen - et vice versa. Wir mussten bei dieser Übung keine größeren Veränderungen vornehmen und haben unter anderem für den Zinssatz unsere Zielwerte für die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von Deutschland und den USA implementiert.

Des Weiteren hat es sich bewährt, bei der Wertermittlung auf eine Kombination aus Multiplikatoren- und Diskontierungsverfahren abzustellen, garniert mit quantitativen Techniken. Ausgehend von im Groben lediglich seitwärts tendierenden Gewinnschätzungen bei gleichzeitig in deutlicherem Ausmaß steigenden Indexständen haben sich die konventionellen Bewertungsmaßstäbe in Europa sichtlich nach oben bewegt. An der Wall Street fußte der Kursanstieg in 2025 vor allem auf zuversichtlichen Ertragsannahmen.



Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den DAX liegt aktuell bei 14,8 und damit inzwischen oberhalb des historischen Durchschnittswertes der vergangenen Jahrzehnte. Zudem ist wie angemerkt unsere Konfidenz in die beachtliche erwartete Gewinnaufhellung nicht allzu groß. Im Gegensatz dazu ist das Zutrauen in die operative Exzellenz der Amerikaner deutlich größer und damit unseres Erachtens eine gegenwärtig erhöhte Bewertung in Gestalt eines KGV von 22,6 vergleichsweise komfortabel zu rechtfertigen bzw. aufrechtzuerhalten.

Im Bewusstsein des Konvoluts an potenziellen Bestimmungsfaktoren auf die „faire“ Bewertung können wir uns für den heimischen Leitindex ein angemessenes KGV von 14 bis 15 gut vorstellen. Eine Ausweitung der Evaluierung planen wir aus den genannten

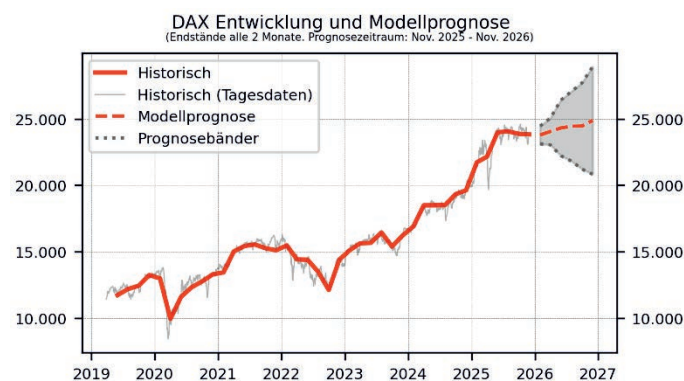
Gründen nicht ein. In Kombination mit unseren Gewinnvorstellungen ergäbe sich für die inländische Börse nach dieser Methodik ein Kurspotenzial von knapp 25.000 Punkten. Mit dem Blick über den Großen Teich ließe sich bei dem gleichen Vorgehen für den S&P 500 auf der Basis eines anvisierten KGV von 22 ein Niveau von fast 7.300 Zählern ableiten.

DAX-Gewinn 2025/26(e)	-20%	-15%	-10%	-5%	Stagnation	5%	10%	15%	20%
DAX-Gewinneinheiten	1.358	1.417	1.482	1.552	1.630	1.712	1.793	1.875	1.956
KGV-Multiplikator									
10,0	13.583	14.174	14.818	15.524	16.300	17.115	17.930	18.745	19.560
11,0	14.942	15.591	16.300	17.076	17.930	18.827	19.723	20.620	21.516
12,0	16.300	17.009	17.782	18.629	19.560	20.538	21.516	22.494	23.472
13,0	17.658	18.426	19.264	20.181	21.190	22.250	23.309	24.369	25.428
14,0	19.017	19.843	20.745	21.733	22.820	23.961	25.102	26.243	27.384
15,0	20.375	21.261	22.227	23.286	24.450	25.673	26.895	28.118	29.340
16,0	21.733	22.678	23.709	24.838	26.080	27.384	28.688	29.992	31.296
17,0	23.092	24.096	25.191	26.390	27.710	29.096	30.481	31.867	33.252
18,0	24.450	25.513	26.673	27.943	29.340	30.807	32.274	33.741	35.208

Quelle: Eigene Berechnungen

Abgerundet wird die Herleitung unserer fundamentalen Kursziele über ein Diskontierungsmodell (Constant Growth Model). Hieraus errechnet sich für den DAX ebenfalls ein Level von rund 25.000 Punkten und für den Euro Stoxx 50 von circa 5.900 Zählern.

Um weitere Einblicke und Anhaltspunkte zu möglichen Kursentwicklungen zu erhalten, setzen wir außerdem auf quantitative Lösungswege. Insbesondere nutzen wir dabei statistische Methoden, in die wir simultan große Mengen unterschiedlicher Finanz- und Makrodaten einfließen lassen. Die folgende Abbildung zeigt die aus unseren Ansätzen berechneten Punktprognosen und die 95-prozentigen Konfidenzintervalle für den DAX im Zeitraum von November 2025 bis November 2026. In die Berechnung sind rund 30 unterschiedliche Zeitreihen eingeflossen. Die Implikationen sind ähnlich denen aus unseren anderen, nicht quantitativen Bewertungsansätzen. Die Modellprognose für November 2026 liegt mit diesem Ansatz bei rund 24.900 Punkten, allerdings in einer sehr breiten Konfidenzspanne, die auch einen deutlichen Rückgang auf unter 20.900 Punkte miteinschließt. Insgesamt ist wichtig zu betonen, dass es sich hierbei - wie bei jedem Modell - lediglich um eine Indikation handelt und dass Prognosen kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

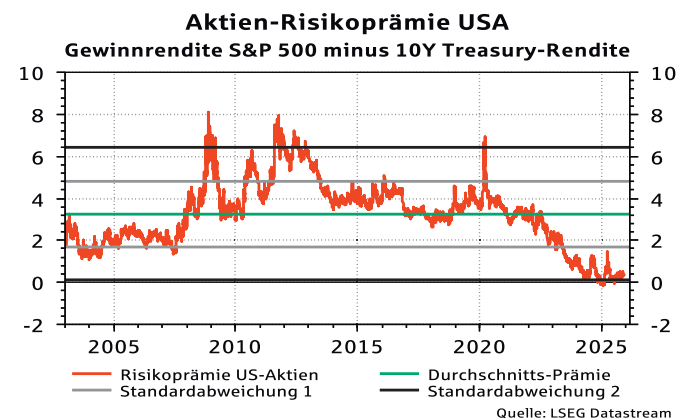
Unter Einbeziehung aller Determinanten und Anwendung der vorgestellten Bewertungsmethoden veranschlagen wir unter anderem für den DAX ein Kursziel von 25.000 Punkten sowie für den Euro Stoxx 50 von 6.000 Zählern per Jahresende 2026. Für den

S&P 500 zielen wir auf 7.300 Punkte ab, für den MSCI World auf 4.700 Zähler.

Die Ableitung der Prognoseränder referenziert auf der Unterseite einerseits auf in der Vergangenheit beobachtete markttechnische Untertreibungen ausgehend von dem mittelfristigen Trend in Form der vielbeachteten 200-Tage-Durchschnittslinie. Andererseits unterstellen wir aus dem fundamentalen Blickwinkel in einem negativen Szenario mögliche Abwärtsrevisionen bei den Gewinnsschätzungen aufgrund eines ungünstigeren makroökonomischen Umfeldes. Mit dieser Herangehensweise rechnen wir beispielhaft für den heimischen Leitindex mit einem Rückschlagpotenzial auf bis zu 21.000 Punkte. Unter Berücksichtigung der gleichen Einflussfaktoren - ein bestimmtes Maß an markttechnischer Übertreibung plus potenzieller Aufwärtsrevisionen bei den marktweiten Ertragsprognosen - lässt sich auf der Oberseite ein Spielraum bis auf 26.500 Zähler ermitteln.

### Fazit:

Ablesbar an den formulierten Kurszielen bleibt unsere Grundhaltung auch nach drei Premium-Jahren konstruktiv für die Anlageklasse Aktien. Gleichzeitig sollte sich die Wegstrecke in 2026 vermeintlich etwas ruckeliger darstellen als in 2025, denn die offensichtliche Sorglosigkeit des Gros an erfolgsverwöhnten Investoren scheint aus unserer Sicht nach der zurückliegenden Rekordjagd weit gediehen. Ausdruck finden die angespannte Bewertungssituation bzw. die großzügig verteilten Vorschusslorbeeren in der historisch niedrigen Risikoprämie von US-Aktien gegenüber Staatsanleihen.



Kurzum wirkt das Aktiensegment in der gegenwärtigen Ausgangssituation verletzlich, da teils ambitionierte Ertragserwartungen auf bereits erhöhte Bewertungsrelationen treffen. Bei nicht von der Hand zu weisenden operativen und exogenen Belastungsfaktoren können wir uns vor allem in der ersten Jahreshälfte einen erhöhten Wellengang an den internationalen Börsenplätzen vorstellen. Erwartbare Phasen erhöhter Volatilität halten aus unserer Sicht dann attraktive Rendite-Chancen innerhalb des Prognosebandes parat.

Günstig beurteilen wir - und jenes beeinflusst erfahrungsgemäß maßgeblich den Takt auf dem Börsenparkett insgesamt -

unverändert die Erfolgsaussichten des dominierenden Trendthemas Künstliche Intelligenz. Die KI-Geschichte am Kapitalmarkt ist nach unserer Meinung keineswegs zu Ende erzählt, im Gegenteil. Gleichwohl sollte sich der Fokus der Investoren in diesem Kontext weiten. Im Windschatten der bekannten Hyperscaler (Betreiber riesiger Rechenzentren) dürften sich mehr und mehr Zweit- und Drittrunden-Profitoren herauskristallisieren. Derartige Gedanken spielen einer lang herbeigesehnten Marktverbreiterung im Sinne von partizipierenden Sektoren sukzessive in die Karten.

## Aktienmarktprognozen 2026

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	24.046	21.000 - 26.500	<b>25.000</b>
Euro Stoxx 50 Index	5.726	5.100 - 6.300	<b>6.000</b>
S&P 500 Index	6.847	5.900 - 7.600	<b>7.300</b>
MSCI World Index	4.405	3.800 - 5.000	<b>4.700</b>

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

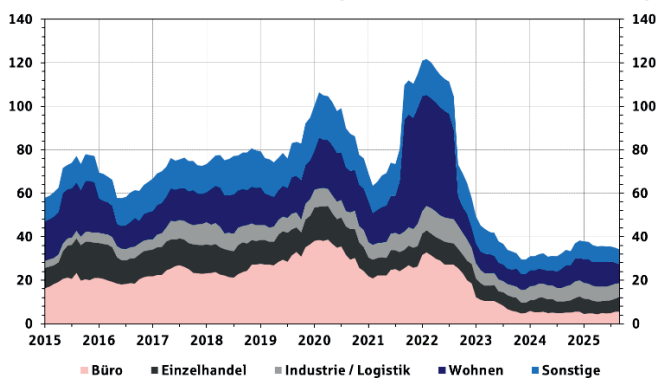
Stand 08.12.2025

## Immobilien: Eintritt in den neuen Zyklus erfordert Umdenken der Investoren

Der gegenwärtige Zustand der Immobilienmärkte ist durch ein Spannungsverhältnis zwischen aufkeimendem Optimismus und anhaltendem Pessimismus geprägt. Nach drei Jahren des Darbens konnten insbesondere in der zweiten Jahreshälfte erste punktuelle Signale für eine Marktbelebung detektiert werden. Diese lassen bei den Marktteilnehmern die Hoffnung keimen, dass bald wieder mehr Immobilien gehandelt werden, Banken wieder vermehrt die Chancen bei Projektfinanzierungen sehen und die diskursiv ausgeschöpfte Krise somit endlich ad acta gelegt werden kann. Zugleich manifestiert sich jedoch auch die Vermutung, dass im neuen Zyklus strukturell weniger Kapital für Immobilieninvestitionen zur Verfügung stehen wird, da Immobilien in einer Welt höherer Zinsen ihren Status als Anleihesurrogat verloren haben.

Die Nullzinswelt zwang selbst sehr risikoaverse Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke, Stiftungen und kirchliche Träger dazu, mehr Geld in höher rentierliche Anlageklassen wie Immobilien zu investieren. Dieser Prozess kehrt sich nun um - auch wenn sich derzeit vermehrt Opportunitäten bieten. Vor dem Hintergrund der soliden Fundamentaldaten lassen sich mit einer sorgfältig durchgeführten Due Diligence derzeit vermehrt Immobilien mit attraktiven risikoadjustierten Ertragsströmen finden. Die Mieten steigen, durch den Einsatz von Fremdkapital lassen sich die Renditen fast überall hebeln und in Folge der gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten bleibt das Angebot an Neubauprojekten auch in den kommenden Jahren limitiert.

**Transaktionsvolumen Deutschland (12 Monate rollierend in Mrd. EUR)**

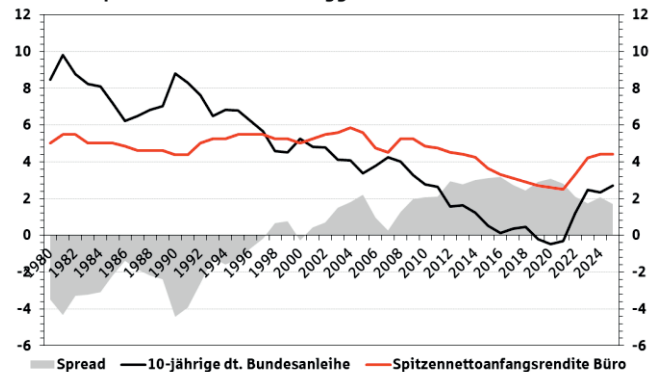


Quelle: Savills (2025)

Die Investitionsbereitschaft blieb jedoch auch im Jahr 2025 selektiv und war getrieben von einem höheren Sicherheitsbedürfnis bei sich gleichzeitig weiter konsolidierenden Preis- und Finanzierungserwartungen. So lag das Transaktionsvolumen am deutschen Immobilieninvestmentmarkt nach den ersten neun Monaten des Jahres 2025 mit 23,9 Mrd. Euro lediglich zwei Prozent über dem Vorjahreszeitraum, jedoch weiterhin über 50 Prozent unter dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Für viele Kapital-sammelstellen, die gerne in Immobilien investieren würden, stellt sich die Herausforderung, dass viele institutionelle Investoren ihre Immobilienquoten bereits ausgeschöpft haben und eher an einem Abbau interessiert sind, da sich ihre Anlagestrategien nicht selten

zu Gunsten von Anleihen oder Infrastruktur verschoben haben. Als Käufergruppen dominieren derzeit daher Family Offices und ertragsorientierte ausländische Investoren das Transaktionsgeschehen. Entweder weil sie zyklusunabhängig investieren können oder die Marktkontraktion sogar aktiv für sich nutzen, um einen günstigen Einstiegszeitpunkt zu realisieren. Denn Immobilienzyklen verlaufen häufig nach demselben Muster: Eine Angebotsknappheit löst einen Bauboom aus, auf den der Einbruch folgt und sich daraus wiederum der Nährboden für die nächste Hausse legt. Das verleiht der Anlageklasse eine gewisse Vorhersehbarkeit. Für eine breite Rückkehr des Eigenkapitals ist die Lösung daher vermeintlich einfach: Es braucht weitere Preisanpassungen, um die Anlageklasse Immobilie auch in der Breite wieder attraktiv zu machen.

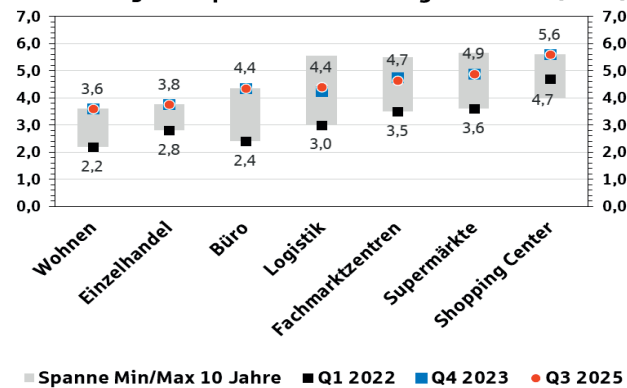
**Renditeprämie von Immobilien ggü. Staatsanleihen (in Prozent)**



Quelle: HII Invest (2025); Oxford Economics (2025); PMA (2025)

Investoren ziehen als Benchmark oftmals Staatsanleihen heran. In Deutschland stieg die zehnjährige Bundesanleihe zuletzt seit Juni deutlich an und hat sich seitdem auf einem Niveau von 2,8 Prozent stabilisiert. Grund für den Anstieg sind das Haushaltspaket der Bundesregierung und die zahlreichen geplanten Investitionsausgaben, die in der Folge preistreibend wirken können. Damit reduzierte sich die Risikoprämie für ein Büroimmobilieninvestment auf aktuell rund 160 Basispunkte und liegt somit auf dem Niveau des historischen Durchschnitts vor der Phase der quantitativen Lockerung. Nicht vergessen werden sollte allerdings, dass real - also nach Abzug der Inflation - die Verzinsung bei Staatsanleihen auf rund 0,4 Prozent zusammensmilzt. An die Verbraucherpreisindizes gekoppelte Mietverträge sorgen bei professionell gemanagten Immobilien für eine überwiegend automatisierte Anpassung der Mieterträge an die Inflation. Gleichzeitig dürften insbesondere im Core-Segment, welches sich u. a. durch die höchste Nutzer-nachfrage und eine geringe strukturelle Obsoleszenz charakterisieren lässt, die Marktmieten bei Neuverträgen auf einem moderaten Niveau weiter steigen. Davon ausgehend, dass sich die Anfangsrenditen im neuen Zyklus weit weniger stark bewegen werden als in der letzten Sequenz, wird das Performance-Muster eher so aussehen wie in den zwanzig Jahren vor dem Superzyklus: Die Miete wird wieder den wesentlichen Beitrag zur Gesamtrendite leisten.

Entwicklung der Spitzennettoanfangsrenditen (in %)



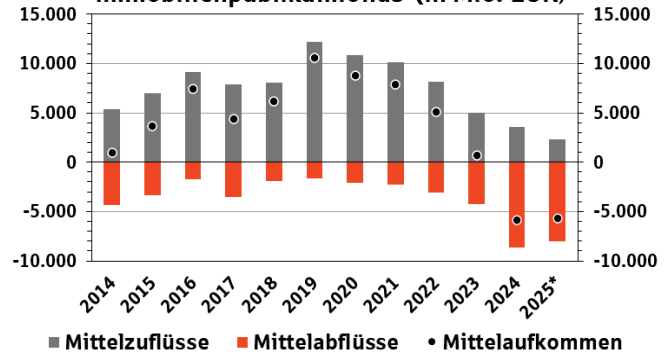
Quelle: BNPPRE (2025), Savills (2025)

Jedoch muss für den aktuellen Zustand des gewerblichen Immobilienmarktes auch konstatiert werden, dass die Zeit einheitlicher Renditeerwartungen und pauschaler Markteinschätzungen vorbei ist. Stattdessen differenziert der Markt zunehmend nach Qualität, Management, Kompetenz und Zukunftsfähigkeit. Für Investoren, die bereit sind, sich mit spezialisierten Marktsegmenten auseinanderzusetzen, entstehen dadurch neue Opportunities. Hierzu gehören beispielsweise Gesundheits- und Bildungsimmobilien, betreibergeführte Wohnkonzepte (z. B. Studentenwohnen und Serviced Apartments), Rechenzentren oder auch Bauwerke für Militär und Rüstungsunternehmen. Die Entwicklung dieser alternativen Sektoren gewinnt aufgrund der höheren Ertragsperspektiven an Bedeutung, bleibt mit Blick auf die aktuelle Zusammensetzung des vorhandenen Angebots aber lediglich ein Ergänzungsgeschäft. Rein quantitativ betrachtet bilden Büroimmobilien ungefähr die Hälfte des gesamten institutionellen Immobilienanlageuniversums, gefolgt von klassischem Wohnen und Handelsimmobilien.

## OIFs - Die Portfolios werden sich wandeln müssen

Auch in den offenen Immobilienpublikumsfonds (OIFs) dominiert nach Auswertungen der Fondsratingagentur Scope weiterhin die Nutzungsart Büro die Portfolioallokationen mit einem Anteil von rund 63 Prozent. Die moderaten konjunkturellen Aussichten und die sich veränderten Nutzungsanforderungen wirken sich jedoch negativ auf den Flächenbedarf aus und führen zu einer ausgeprägten Selektivität der Investoren bei Ankäufen. Viele Fondsmanager sehen sich daher mit der Herausforderung konfrontiert, ihre Anlagestrategien an die gesellschaftsstrukturellen Dynamiken zu adjustieren und die Resilienz der Portfolios über eine stärkere Diversifikation mittel- und langfristig zu erhöhen. Diese Notwendigkeit resultiert nicht zuletzt auch aus den steigenden Investitionsanforderungen für energetische Modernisierungen. Viele Bestandsobjekte in den OIFs wurden noch ohne die Erfordernisse an einen regulatorisch und ökonomisch zu verfolgenden Dekarbonisierungspfad angekauft.

Mittelbewegungen offener Immobilienpublikumsfonds (in Mio. EUR)



Quelle: Deutsche Bundesbank (2025), \* = Stand 30.09.2025

Anleger sollten daher explizit auf die Objektqualität und die fachliche Kompetenz des Asset Managements achten. Die Heterogenität von OIFs zeigt sich auch in der Performance: Die Spreizung der Wertentwicklung über die vergangenen 12 Monate reicht von -8,2 bis +3,2 Prozent. Diese divergierenden Renditepfade reflektieren u. a. die Exponierung gegenüber einzelnen Marktsegmenten, geografischer Risikostruktur, Bewertungsdisziplin, Liquiditäts- und Finanzierungsstruktur und auch die unterschiedliche operative Qualität. Die Sondervermögen reagieren daher uneinheitlich auf Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Faktoren. Folglich kann eine Streuung über mehrere OIFs die Resilienz eines Portfolios deutlich verbessern.

## Fazit - Unsicherheit erfordert Kompetenz

Was Finanzierer und Kreditgeber bei Gewerbeimmobilien stets im Blick haben, ist die Zinsentwicklung. Seit Juni 2025 liegt der Leitzins unverändert bei zwei Prozent. Damit rangiert er deutlich unter den Werten der Inflationskrise aus den Jahren 2022 und 2023, zeigt aber auch, dass die Niedrigzinsphase der vorangegangenen Dekade endgültig vorbei ist. Die Zinsen sind auf diesem stabilen Niveau aber nicht mehr ausschließlich für die verhaltene Dynamik am Markt verantwortlich. Vielmehr legt die Rückkehr des Zinses den strukturellen Wandel an den Nutzermärkten und die daraus resultierenden Implikationen für die Investmentmärkte offen. Dies zeigt sich nicht zuletzt an der gestiegenen Renditedifferenz zwischen den einzelnen Nutzungsarten: Gegenüber traditionell wohnwirtschaftlich genutzten Mehrfamilienhäusern, die grundsätzlich über das geringste Mietausfall- und Leerstandsrisiko verfügen, beträgt der Risikoaufschlag bei Shopping-Centern, die im Kontext der tiefgreifenden Transformation des stationären Einzelhandels einem intensiven Repositionierungsdruck ausgesetzt sind, beim Vergleich der Spitzennettoanfangsrenditen rd. 220 Basispunkte. Im Jahr 2019 war dieser Abstand noch einen ganzen Prozentpunkt geringer. Zusammen mit den niedrigeren Transaktionsvolumina, der Ausweitung des Investmentuniversums um alternative Nutzungskonzepte und dem nutzungsartenübergreifenden Vormarsch von Betreiberkonzepten nimmt der Bewirtschaftungs- und Managementaufwand von Immobilien merklich zu. Die Portfolioallokation im Sinne einer gezielten Auswahl von Sektoren,

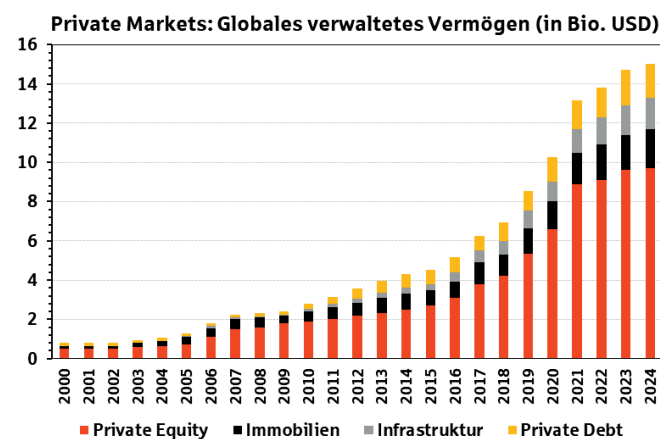


Standorten und einzelnen Objekten gewinnt damit weiter an Bedeutung und verlangt ein noch höheres Maß an Kompetenz.

Privatanleger sollten sich von dieser zunehmenden Komplexität jedoch nicht verschrecken lassen und sich stattdessen auf die spezifischen Rendite-Risiko-Eigenschaften von geografisch und sektoral gut diversifizierten Immobilienportfolios sowie deren vorteilhafte Interaktion mit kapitalmarktbasierten Anlageklassen fokussieren. Langfristige Mietverträge, stabile Leerstandsquoten und eine hohe Objektgranularität führen zu stetigen und stabilen Erträgen, die mit der Wertentwicklung börsennotierter Aktien und Anleihen historisch betrachtet nur sehr gering korrelieren. Daher reagieren OIFs oftmals verzögert auf Zinsänderungen und makroökonomischen Stressphasen, wodurch sie in einer langfristig konzipierten Vermögensallokation als ein stabilisierendes und defensives Portfolioelement wirken können.

## Private Markets: Robuster Wachstumspfad trotz temporärer Adjustierungen

Die Privatmärkte mussten in den vergangenen fünf Jahren durch eine Reihe tiefgreifender Veränderungen steuern: Zunächst sorgte das extrem niedrige Zinsumfeld für ein beispielloses Wachstum des weltweit verwalteten Vermögens (AuM) auf rund 13 Bio. US-Dollar im Jahr 2021. Gekennzeichnet war dieser Optimismus durch eine weit verbreitete institutionelle Akzeptanz gegenüber privatem Beteiligungskapital, da die getätigten Investitionen scheinbar ohne substantielle Schwierigkeiten die gewünschten Ergebnisse erzielten. Insbesondere in den Jahren 2020 und 2021 profitierten die Private Markets trotz der hohen makroökonomischen Unsicherheit von außerordentlichen Liquiditätszuflüssen, die mit einer gestiegenen Risikobereitschaft, einer massiven Bewertungsexpansion und einem strukturellen Bedeutungszuwachs einhergingen. Die drastische Ausweitung der Zentralbankbilanzen führte zu einer beispiellosen Reduktion der risikolosen Renditen, wodurch Private Equity, Private Debt und Infrastructure als Renditequelle mit Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie noch stärker an Bedeutung gewannen.

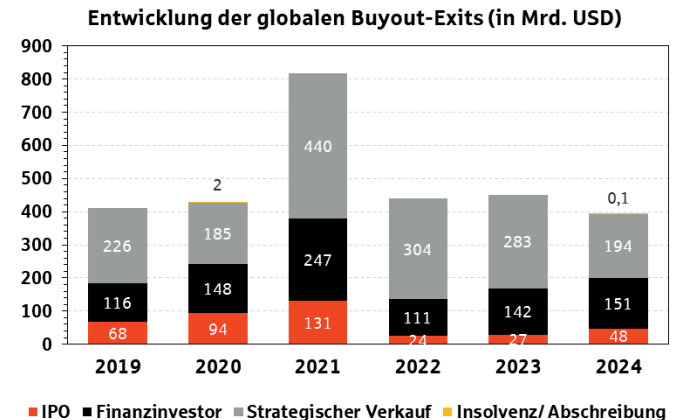


Quelle: J.P. Morgan AM (2025); Preqin (2025)

Der Regimewechsel folgte im Jahr 2022, als der Inflationsschock und die abrupt einsetzende geldpolitische Straffung eine Neubewertung sämtlicher illiquider Assets provozierten. In der Folge wurden transaktionsorientierte Strategien - die insbesondere bei Investitionen in Private Equity üblich sind - erheblich erschwert: Die Multiplikatoren fielen, die Fremdkapitalkonditionen verschlechterten sich und viele geplante Buyout-Transaktionen wurden verschoben oder scheiterten an unausgeglichene Preisvorstellungen zwischen Verkäufern und Käufern. Der Verkauf dieser Vermögenswerte, insbesondere wenn die Bewertungen in den Bilanzen vieler Fonds aufgrund der hohen Einstiegsmultiplikatoren voraussichtlich hoch bleiben, wird mehr erfordern als nur die Hoffnung auf eine Markterholung. Auch die Refinanzierung dieser Portfoliounternehmen wird in einem unsicheren Umfeld mit höheren Zinsen und strengeren Kreditvergabebedingungen ebenfalls eine Herausforderung darstellen.

Der daraus resultierende Exit-Stau bei von Investoren gehaltenen Unternehmen ist derzeit sowohl im Volumen, in der Anzahl als

auch als Anteil an allen von Private Equity Managern gehaltenen Portfoliounternehmen größer als jemals zuvor. Das stellt die Geduld von institutionellen Anlegern, den sogenannten „Limited Partners“ (LPs), auf die Probe, da weniger Kapital aus den Beteiligungen zurückfließt und die Ausschüttungen infolgedessen gesunken sind.



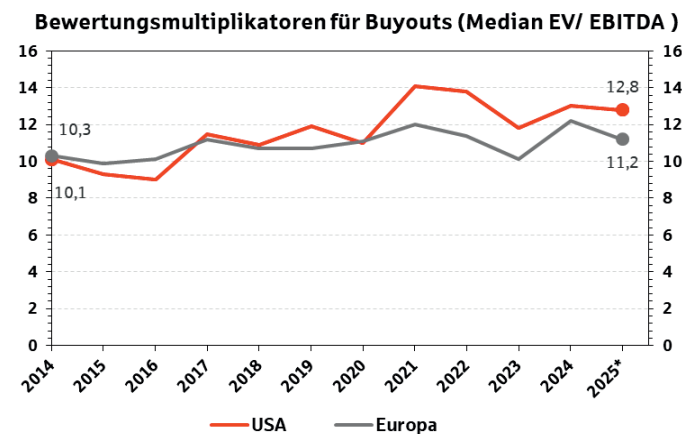
Quelle: S&P Global (2025)

Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen oder Stiftungen gelten grundsätzlich als geduldiges Kapital. Allokationen werden unter der Annahme getätigt, dass es Jahre oder sogar Jahrzehnte dauern kann, bis die avisierten Renditen in Form von Auszahlungen realisiert werden. Die Kontinuität der Cashflows wird über zeitlich versetzte Investitionen in Fonds („Vintages“) mit unterschiedlichen Investitionszyklen, Strategien und Regionen gewährleistet. Durch den Rückgang der Exits überstiegen in den letzten Jahren die weiterhin stattfindenden Kapitalabrufe jedoch die Rückflüsse an die Anleger deutlich, wodurch Liquiditätsmanagement zu einem zentralen Sorgen-Thema vieler Limited Partners wurde. Im Zusammenhang mit den grundsätzlich längeren Halteperioden (6,7 Jahre vs. 5,7 Jahre in den vergangenen 20 Jahren für klassische Buyout-Fonds) führte dies zu einer spürbaren Unzufriedenheit der Anleger. Alternative illiquide Assetklassen wie Private Debt und Infrastructure Equity gewinnen vor diesem Hintergrund an Bedeutung, da sie entweder stärker konturierte Desinvestitionspfade oder regelmäßige Einkommensströme bieten. So wuchsen auch die AuM trotz der zyklischen Friktionen und Adjustierungen in den vergangenen drei Jahren um weitere 3 Bio. US-Dollar auf mittlerweile 16 Bio. US-Dollar an.

### Private Equity: Sind die Bewertungen fair?

In den letzten zehn Jahren hat sich das Private Equity Buyout-Segment vor allem auf „Financial Engineering“ verlassen, um den Wert der Portfoliounternehmen zu steigern, und sich weniger auf operative Verbesserungen konzentriert, die zu höheren Umsätzen und Gewinnmargen führten. Zwischen 2010 und 2021 wurden nahezu 70 Prozent der Anlagerenditen für Buyout-Transaktionen vom Verschuldungsgrad und von höheren Marktmultiplikatoren

getrieben. Heute zeigt sich ein gänzlich anderes Bild: Die Stagnation der Marktbewertungsrelationen und die teurere Fremdfinanzierung deuten darauf hin, dass operative Maßnahmen wie Effizienzsteigerungen, strategische Repositionierungen oder organisatorische Transformation immer relevanter werden. Angesichts des geringeren Potenzials für eine weitere Expansion der Multiplikatoren erfordert das Erreichen der historischen Renditen nun ein robustes, zweistelliges Gewinnwachstum, was eine gezielte Auswahl der Assets sowie eine starke Wertschöpfung erforderlich macht. Für die Wertgenerierung sind dabei auch die Ankaufsmultiplikatoren entscheidend. Positive zyklische Faktoren ergeben sich aus der geringen Transaktionsaktivität und der verhaltenen Kapitalbeschaffung in den letzten Jahren, was zu attraktiven Einstiegsbewertungen und einem verbesserten Renditepotenzial im aktuellen Umfeld führt. Der verringerte Wettbewerb, insbesondere in weniger effizienten Marktsegmenten, größere Preisunterschiede und eine höhere Selektivität der Manager legen den Grundstein für stärkere Jahrgänge in der Zukunft.

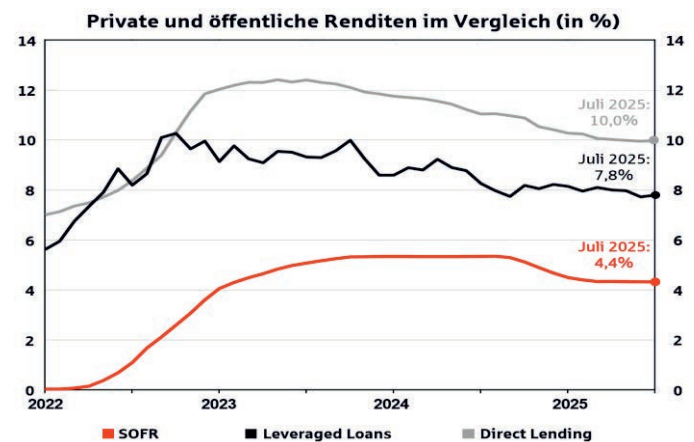


Quelle: PitchBook (2025); \* Stand: 30. September 2025

## Private Debt: Wo sind die Stressfaktoren?

Die Insolvenzen der First Brands Group (US-amerikanischer Autzulieferer) und Tricolor Holdings (US-amerikanischer Gebrauchtwagenhändler und -finanzierer) im September 2025 erregten internationale Aufmerksamkeit, da sie mehrere renommierte Finanzinstitute in Mitleidenschaft gezogen haben. Die grundlegende Frage ist, ob sich die Schwierigkeiten dieser Unternehmen auf idiosynkratische Fehler der privaten Kreditvergabe beschränken oder auf tiefergreifende systemische Risiken im Finanzsystem hindeuten. Diese Debatte lässt sich nicht abschließend und kurzfristig klären, jedoch besteht derzeit überwiegend die Ansicht, dass die beiden Insolvenzen eher Einzelfälle sind. Zu den Mahnern gehören insbesondere internationale Institutionen wie der IWF, die auf die zunehmende Verflechtung von Private Debt mit dem traditionellen Bankensektor und den daraus resultierenden potentiellen Ansteckungsrisiken während Stressphasen verweisen. Mit einem global verwalteten Volumen von 1,5 Bio. US-Dollar ist der Markt für Privatkredite jedoch bedeutend kleiner als beispielsweise der globale Anleihemarkt mit über 145 Bio. US-Dollar. Der

Datenanbieter Preqin rechnet aber damit, dass das Segment bis 2029 auf mehr als 2,6 Bio. US-Dollar anwachsen könnte.

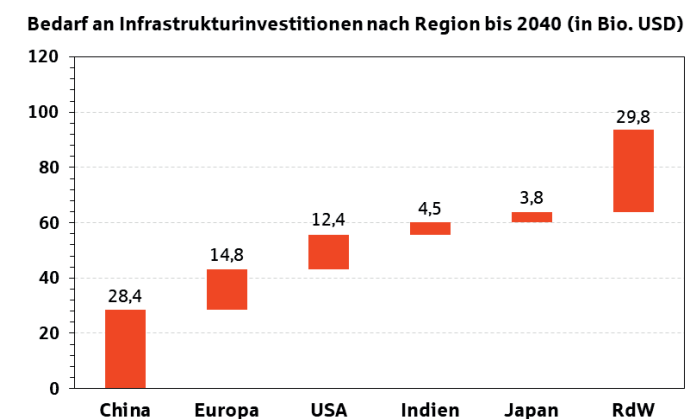


Quelle: J.P. Morgan AM (2025); FactSet (2025)

Für Anleger liegt der Reiz von Private Debt in den hohen Zinsen: Viele Direct-Lending-Deals ermöglichen regelmäßige Rückflüsse, die fünf bis sieben Prozent über dem üblichen Referenzzins liegen. Allerdings sind die Prämien z. B. gegenüber Leveraged Loans in den vergangenen Jahren gesunken, was auf einen höheren Wettbewerbsdruck bei der Vergabe von neuen Krediten schließen lässt. Gleichzeitig gewinnen neben dem klassischen Direct Lending andere Spezialkredit-Strategien wie etwa Asset-Backed-Lending und Distressed Debt an Bedeutung. So lassen sich Chancen in verschiedenen Risikoprofilen abdecken.

## Infrastruktur: Wo liegen die Chancen jenseits von KI?

Die gesamtwirtschaftlichen globalen Rahmenbedingungen für private Infrastruktur im Jahr 2026 scheinen ohne Zweifel positiv: Das Wirtschaftswachstum zeigt sich robust, die Inflation liegt weiterhin über dem Durchschnitt und die kurzfristigen Zinsen sind rückläufig. Der Bedarf nach privatem Kapital im Sektor ist hoch. Schätzungen gehen von zweistelligen Billionenbeträgen bis 2040 aus. Dass Staaten diese Lücke alleine aus eigener Kraft schließen können, erscheint unwahrscheinlich.



Quelle: J.P. Morgan AM (2025)

Insbesondere der Aufstieg von Künstlicher Intelligenz (KI) hat sich als zentrales Thema im Bereich Infrastruktur und Sachwerte etabliert. Zwar bestehen in dem Segment weiterhin attraktive Möglichkeiten, jedoch sind hier auch die Bewertungsniveaus bereits merklich gestiegen. Vermögenswerte der digitalen Infrastruktur weisen ein mittleres EV/EBITDA-Multiple von 11,7 auf, verglichen mit 10,2 für das breitere Infrastrukturuniversum.

In der Gesamtschau lässt sich Infrastruktur kaum als ein überhitzter Markt bezeichnen. Private Infrastruktur macht bisher nur etwa vier Prozent der Portfolios institutioneller Investoren aus. Es lässt sich jedoch schwer bestreiten, dass es in Sektoren der digital- und technologiegetriebenen Infrastruktur gewisse Übertreibungen gibt. Demgegenüber scheinen traditionelle Infrastrukturbereiche wie Versorger, Verkehr und Abfallwirtschaft vernachlässigt zu werden. Ein unterschätzter Aspekt traditioneller Infrastruktur ist, dass sie gerade jenen Eigenschaften unterliegt, nach denen viele Investoren suchen. Leitungsnetze, Mautsysteme, Häfen oder Datenzentren kennen keine großen Schwankungen, sondern liefern über Jahrzehnte kalkulierbare Einnahmen. Dazu kommt der quasi-monopolistische Charakter vieler Anlagen: Wer ein Stromnetz betreibt, hat selten Konkurrenz. Das macht Erträge planbar, solange das politische System stabil bleibt.

### Fazit: Breite Adaption bei Privatanlegern in Sicht?

Traditionell war der Zugang zu nicht börsennotierten Investitionen lange Zeit nur institutionellen und sehr vermögenden Investoren vorbehalten, die große Kapitalvolumina investieren konnten und über die notwendigen Ressourcen zur Verwaltung dieser komplexen Investitionen verfügten. In Deutschland eröffnet sich insbesondere durch den regulatorischen Rahmen des European Long Term Investment Funds (ELTIF) auch Privatanlegern zunehmend die Möglichkeit, in breit diversifizierte Privatmarkt-Portfolios institutioneller Qualität zu investieren. Diese Fonds sind zu meist als semi-liquide Strukturen ohne eine feste Laufzeit konzipiert und verfügen zumeist über quartalsweise Rückgabemöglichkeiten. Jedoch sollten Anleger berücksichtigen, dass diese Rückgabefenster in Stresssituationen schnell geschlossen werden können, womit das vermeintlich semi-liquide Produkt zumindest temporär faktisch illiquide wird. Dieser „Gating“-Mechanismus soll die Investoren vor emotionalen Panikverkäufen bewahren und die Fondsstrategie schützen. Privatanleger sollten sich daher im Vorfeld mit den Spiegelregeln von Private Markets - zu denen insbesondere die Illiquidität zählt - ausreichend beschäftigen und auch die hohen Renditeversprechen vieler Anbieter kritisch hinterfragen. Denn insbesondere im Private Markets-Segment gibt es eine signifikante Renditediskrepanz zwischen herausragenden und eher durchschnittlichen Managern. Für informierte und langfristig orientierte Privatanleger können private Assets jedoch einen interessanten Zugang zu renditestarken und weniger korrelierten Anlageklassen abseits der öffentlichen Märkte bieten.

# 5Ds: Strukturelle Trends in der Anlage

Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen.

Unter den 5Ds fassen wir langfristige Trends zusammen, die von einem strukturellen Wachstum geprägt sind und daher Teil der strategischen Allokation sein sollten. Hierzu zählen wir:

- die wesentlich durch KI geprägte Digitalisierung,
- die De- bzw. Reglobalisierung,
- eine alternde Weltbevölkerung (Demografie),
- die für die Energiewende nötige Dekarbonisierung,
- das Schutzbedürfnis von Demokratien (Defence).

Die Anlagemöglichkeiten, die in Zusammenhang mit den 5Ds stehen, weisen neben Chancen auch Risiken wie etwa Kursschwankungen auf.

## Digitalisierung

Unter den 5Ds sticht das der Digitalisierung mit besonderer Strahlkraft hervor. Seit ChatGPT Ende 2022 das Licht der Welt erblickte, scheint sich die elementare Teildisziplin der Künstlichen Intelligenz jedes Jahr mit noch mehr Wucht und Dominanz sowohl in das wirtschaftliche Geschehen zu drängen als auch am Kapitalmarkt zu behaupten.

Es scheint ein regelrechtes Wettrennen im Auf- und Ausbau von KI-orientierten Rechenzentren zu geben. Die Dell'Oro Group, ein unabhängiges Marktforschungsunternehmen im Segment der Telekommunikation, erwartet einen jährlichen Anstieg der weltweiten Investitionen in Datenzentren um 21 Prozent auf 1,2 Bio. US-Dollar bis zum Jahr 2029. Nvidia als einer der Profiteure prognostiziert sogar eine fast doppelt so hohe Wachstumsrate in Höhe von 40 Prozent p. a. bis zum Jahr 2030.

Ein wesentlicher Anteil an den Datenzentren - etwa die Hälfte - entfällt auf die sogenannten Hyperscaler. Hiermit sind Cloud Service-Anbieter wie Amazon, Google und Microsoft gemeint, die hohe sowie gut skalierbare Rechen- und Speicherkapazitäten bereitstellen. Zum einen werden diese etwa zum Betreiben der unternehmenseigenen Internetseiten benötigt. Zum anderen entstehen neue und spezielle Datenzentren mit erhöhten Anforderungen, die für das Trainieren, die Implementierung und Bereitstellung generativer KI-Anwendungen vorgesehen sind. Als Beispiele können hier Anthropic-Azure, OpenAI Stargate oder das in Zusammenhang mit Elon Musk stehende xAI Colossus genannt werden. Diese Datenzentren klingen nicht nur nach viel Rechenpower, sie benötigen sie auch. Die auf Hochleistung ausgerichtete IT-Infrastruktur erfordert vor allem eine erweiterte Speicherarchitektur, sichere Netzwerke sowie anspruchsvolle Stromversorgungs- und Kühllösungen zum Bewältigen der KI-Workloads.

## Rechenleistung in FLOPS (443 KI-Modelle)

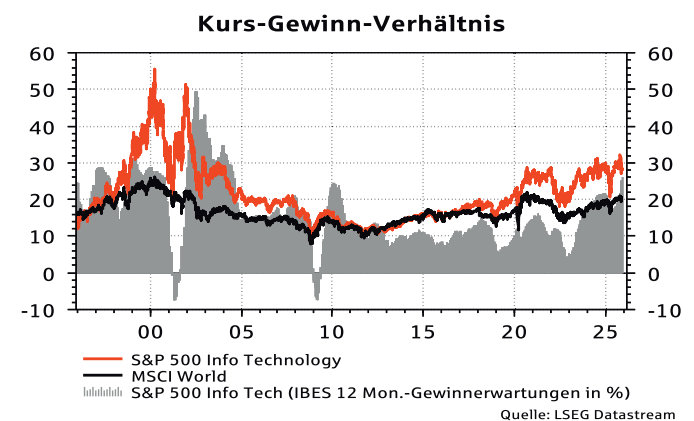


Quelle: Epoch AI

Seit 2010 hat sich die Rechenleistung für das Trainieren von KI-Modellen wie GPT (OpenAI), Gemini (Google) oder Grok (xAI) im Durchschnitt um den Faktor 4,4 pro Jahr erhöht, was sowohl auf mehr Ausgaben als auch auf Verbesserungen der Hardware zurückzuführen ist.

Die signifikanten Steigerungen der Investitionen und Rechenleistung werfen zunehmend die Frage auf, ob, wann und in welchem Ausmaß sich dieser Aufwand auszahlt. Zudem wird die Zirkularität, also die Verflechtung der KI-Unternehmen auf operativer und finanzieller Ebene, kritisch gesehen.

## Bewertung von US-Technologieaktien



Quelle: LSEG Datastream

Im Hinblick auf den besonders KI-exponierten US-Technologie-sektor ist eine ambitionierte Bewertung des Aktiensegments festzustellen. Die Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses erinnert manchen Marktteilnehmer an das Phänomen Anfang dieses Jahrtausends, als es nach hohen Kurszuwächsen bei Internetaktien zum Platzen der „Dotcom-Blase“ kam. Die hohen Bewertungen basierten auf exorbitanten Gewinnerwartungen, die sich später nicht erfüllten oder sogar gänzlich in Schall und Rauch auflösten.

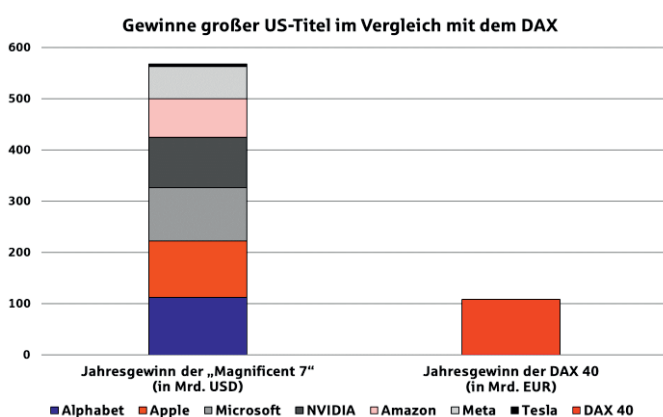


Steigende Gewinnerwartungen spiegeln sich auch dieser Tage im KGV wider. Die verbesserten Aussichten haben zu überproportionalen Kurssteigerungen und damit zu einer Bewertungsausweitung gegenüber dem globalen Aktienmarkt (MSCI World) geführt.

„Dieses Mal ist alles anders“ ist in der Regel ein teurer Satz am Aktienmarkt, wenn sich alte Muster am Ende doch wiederholen. Gleichwohl sehen wir zumindest einige fundamental gerechtfertigte Unterschiede im Vergleich zur Jahrtausendwende.

### 1. Hohe Gewinne bereits heute

Die US-Technologieunternehmen erzielen bereits heute beträchtliche Gewinne, die unter anderem als Fundament für Investitionen in künftiges Wachstum dienen.

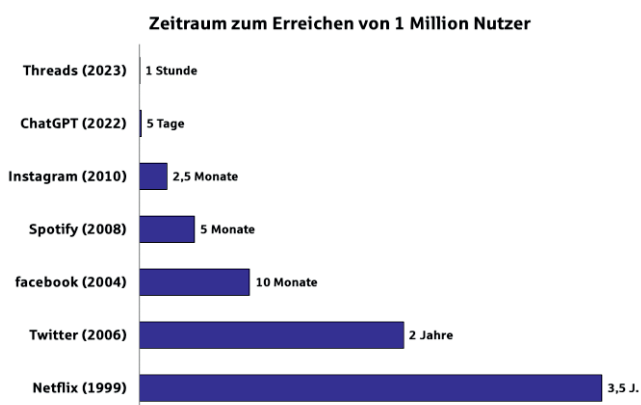


Quelle: LSEG Datastream

Unter dem Strich verbleibt bei den sogenannten Magnificent 7 (Alphabet, Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta und Tesla) in etwa das Fünffache von den Nettoerträgen, die alle 40 DAX-Unternehmen gemeinsam verbuchen. Allein Alphabet verdient (in US-Dollar) so viel wie der gesamte heimische Leitindex (in Euro).

### 2. Erschließung von Massenmärkten

Die fortschreitende Digitalisierung und Vernetzung sowie der einfache und komfortable Zugang zu Online-Diensten führt zu einer immer schnelleren Erreichung der User, die einen wesentlichen Nutzen aus den Anwendungen ziehen.



Quelle: Business Insider, Unternehmensangaben

Nachdem Twitter im Jahr 2006 noch etwa zwei Jahre benötigte, um eine Million Nutzer zu erreichen, war dies bei ChatGPT im Jahr 2022 schon nach fünf Tagen der Fall. Zudem verfügen die Unternehmen mittlerweile über eine tiefgreifende Erfahrung über die Monetarisierung der Nutzerbasis.

### 3. Naheliegende Produktivitätsfortschritte

Ende der 1990er Jahre, als sich das Internet durchzusetzen begann, dürfte dem weit überwiegenden Teil der Unternehmen und Privatpersonen zunächst schleierhaft geblieben sein, wie man Online überhaupt Geld verdienen kann.

Heute sind es weniger die technischen Limitationen, sondern eher Fragen des Datenschutzes oder Lizenzrechts in der Anwendung von KI-Tools. Produktivitäts- und Wettbewerbsvorteile werden durch rapide Entwicklungszyklen der Modelle immer offener, so dass der Druck vor allem auf Unternehmen zunimmt, diese auch einzusetzen. Das Ausmaß der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinne ist noch schwer abschätzbar. So ist die Prognose spanne vom Beratungsunternehmen McKinsey recht breit und abhängig von weiteren Umständen gefasst: Das jährliche Produktivitätswachstum durch generative KI könne bis 2040 zwischen 0,1 und 0,6 Prozent oder in Kombination mit anderen Technologien zwischen 0,5 bis sogar 3,4 Prozent betragen. Eine Unsicherheit verbleibt zudem in dem Punkt, welche Sektoren und Unternehmen in der Adaption am meisten profitieren werden. Es bestehen Annahmen, dass vor allem der Gesundheitssektor, das Finanzwesen und das sehr heterogene Feld der Industrie Produktivitätszuwächse erfahren werden.

Im Rahmen der Anlage bleiben wir indes vorerst dabei, die Umsetzung dieses Themas in Form von Technologiefonds oder Investments mit Bezug zur Industrie 4.0 (Automatisierung) zu empfehlen. Hierbei sollte dem Risiko Rechnung getragen werden, dass die Schwankung dieser Anlagen unter anderem vor dem Hintergrund einer erhöhten Bewertung zunehmen kann. Daher sollte ein langfristiger Anlagehorizont beachtet werden.

### Kryptowährungen

Am Kryptomarkt gibt es kaum Vorbeikommen mehr. Die Basis für Kryptowährungen ist die Blockchain, die ein dezentrales, fälschungssicheres Register darstellt, welches Transaktionen ohne zentrale Instanz ermöglicht. Auf dieser Technologie beruhen digitale Währungen wie Bitcoin und Ethereum. Im Unterschied zu Fiatgeld, das von Zentralbanken ausgegeben und gesteuert wird, folgen Kryptowährungen festen Regeln. Während Bitcoin vor allem als digitales Wertaufbewahrungsmittel genutzt wird, ermöglichen Plattformen wie Ethereum und Solana Anwendungen wie die Verwahrung von Vermögenswerten oder Sicherung von Verträgen. Als Sonderform digitaler Vermögenswerte stechen die Stablecoins hervor. Sie basieren technisch auf der Blockchain, sind jedoch an klassische Währungen wie den US-Dollar gekoppelt. Sie schwanken dadurch kaum und dienen in vielen Bereichen als digitales Substitut für Bargeld.

Der Kryptomarkt zeigte sich im Jahr 2025 erneut dynamisch. Bitcoin baute ein neues Allzeithoch aus und überschritt damit die Grenze von 2,5 Billionen US-Dollar Marktkapitalisierung. Somit zog Bitcoin mit Amazon gleich. Zu Beginn des 4. Quartals stürzte der Bitcoin-Kurs zeitweise um ein Drittel ab, was die noch immer extrem hohe Volatilität veranschaulicht. Durch die enorme Größe hat Bitcoin einen starken Einfluss auf den Gesamtkryptomarkt, wodurch u. a. Ethereum und Solana ebenfalls Kursgewinne abgaben.

Getragen von anhaltender Nachfrage über börsengehandelte Produkte (ETP) sowie einer zunehmend langfristig orientierten Investorenlandschaft behauptet sich Bitcoin dennoch ein weiteres Mal als leitende Kryptowährung. Trotz anhaltender Volatilität wird Bitcoin mittlerweile weniger als kurzfristiges Spekulationsobjekt, sondern als knappes digitales Gut betrachtet. Dadurch rückt er zunehmend als Wertspeicher und Diversifikator in den Mittelpunkt institutioneller Allokationsdiskussionen.

Im Bereich der dezentralen Anwendungen setzte Ethereum seine Entwicklung als bedeutendste Smart-Contract-Plattform fort. Die Nutzung blieb insbesondere durch Dezentrale-Finanz-Anwendungen und Tokenisierung (dezentrale und digitale Speicherung) von Vermögenswerten hoch. Solana wiederum profitierte 2025 von der Nachfrage nach schnellen und kostengünstigen Transaktionen im Zahlungsverkehr und Umfeld des Web 3.0. McKinsey (Report 2024) geht im Basisszenario davon aus, dass die Kapitalisierung von tokenisierten Vermögenswerten auf 2 Billionen US-Dollar in 2030 steigen wird. 2025 verdoppelte sich diese bereits auf 35 Milliarden US-Dollar. Insbesondere digitalisierte Anleihen und Private Kredite rückten in den Fokus, da sie durch schnellere Abwicklungen, höhere Transparenz und unbeschränkte Handelszeiten attraktive Effizienzgewinne versprechen. Entwickler- und Nutzerwachstum sind langfristige Indikatoren, während Kryptokurse kurzfristig stärker von Kapitalströmen und makroökonomischen Erwartungen abhängen. So ergibt sich das Bild eines Marktes mit solider Aktivität, dessen Kursentwicklung stärker durch externe Faktoren geprägt war.

**Wertentwicklung Kryptomarkt (in USD, indexiert)**



Mit Blick auf das Jahr 2026 deutet vieles darauf hin, dass der Kryptomarkt weiter in Richtung realwirtschaftlicher Nutzung reift. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen könnten wieder zu

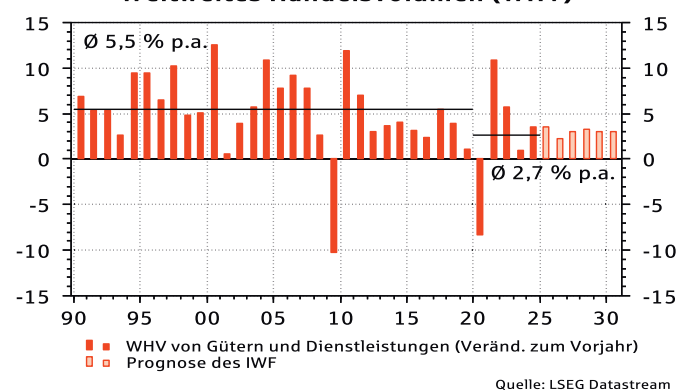
mehr Risikoappetit führen, während geopolitische Unsicherheiten gelegentlich bremsend wirken dürften. Besonders im Fokus steht die fortschreitende digitale Verwaltung von Besitztümern. Insbesondere Wertpapiere mit Bezug zu Anleihen, Rohstoffen und Privaten Märkten werden zunehmend häufiger in tokenisierter Form abgebildet. Diese Entwicklung schafft ein deutlich engeres Zusammenspiel zwischen traditionellen Kapitalmärkten und digitaler Infrastruktur.

Des Weiteren ist 2026 mit einer weiteren Festigung von Kryptowährungen als eigenständige Assetklasse zu rechnen. Insgesamt spricht vieles für eine Fortsetzung des Trends in 2026, dass Kryptowährungen stärker von der nachhaltigen Integration digitaler Vermögenswerte geprägt sein werden. Kryptowährungen, Stablecoins und tokenisierte Wertpapiere entwickeln sich zunehmend von einer Nische zu einem strukturellen Bestandteil moderner Finanzmärkte, mit weiterhin spürbarer Volatilität in Kursbildung und Nutzen. Eine Bewertung anhand klassischer fundamentaler Methoden erweist sich weiterhin als wenig zielführend.

## Deglobalisierung

Im Kalten Krieg gab es zwei Supermächte, die die Welt unter sich aufgeteilt hatten und zwei verschiedene Politik- und Wirtschaftssysteme verwendeten. Der Fall des Eisernen Vorhangs kann dann durchaus als Systembruch bezeichnet werden, der die Vormachtstellung der Vereinigten Staaten auf den Höhepunkt hievte. Zudem setzte eine Hyperglobalisierung ein, in der sich das Wachstum der weltweiten Handelsströme noch einmal beschleunigte. So intensivierte sich nicht nur der Austausch mit dem Ostblock, sondern vor allem auch mit der Volksrepublik China. Produktionsstätten wurden verlagert („Offshoring“), um Kosten zu reduzieren und das Reich der Mitte entwickelte sich 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 sowie der Wohlstand gesteigert. Von Anfang der 1990er bis Ende der 2010er Jahre legte der Welthandel um durchschnittlich 5,5 Prozent pro Jahr zu.

**Weltweites Handelsvolumen (WHV)**



Doch mit Chinas wachsender ökonomischer Kraft und dem Verlust von Industriearbeitsplätzen im Westen traten systemische Unterschiede hervor, etwa die Einschränkungen von Eigentumsrechten

und die Verletzung von Menschenrechten in China. Letztlich machten aber zwei Schocks, die Corona-Pandemie und der Angriff Russlands auf die Ukraine, deutlich, wie fragil die globalen Lieferketten geworden waren. Um Abhängigkeiten zu reduzieren, wurde das „Re- und Friend-Shoring“ diskutiert, also die Verlagerung kritischer Lieferketten-Bestandteile in befreundete Länder. Mit der Einführung von umfangreichen Zöllen kehrte die US-Administration der bisherigen Handelsordnung dann vollends den Rücken zu. Es zeichnet sich der nächste Systembruch ab.

Bisher wurde der faire Welthandel von den USA als Hegemon in einem regelbasierten Multilateralismus mittels ihrer herausragenden militärischen und ökonomischen Stärke verbreitet, durchgesetzt und abgesichert. In der neuen Ordnung scheint dagegen jeder für sich selbst zu stehen („America First“) und das Recht des Stärkeren zu gelten. Die Welthandelsorganisation hat kaum mehr Durchsetzungskraft. Parallel strebt auf der anderen Seite des Pazifiks China nach mehr Macht und Einflussphäre. Dafür sieht es Autarkie als unerlässlich an. Erneuerbare Energien sollen die Abhängigkeit von Energieimporten reduzieren und es wird eine wissenschaftliche sowie technologische Eigenständigkeit angestrebt. Im Ergebnis führt dies zu einer Verlangsamung der Globalisierung. Zwar scheint der Begriff „Deglobalisierung“ das Bild etwas überspitzt darzustellen, da der Handel noch immer mit rund 2,7 Prozent pro Jahr wächst. Doch ist dieser Anstieg nur noch halb so groß wie zuvor und es lässt sich eine Verschiebung der Handelsströme feststellen. So nimmt der Handel innerhalb des asiatisch-pazifischen Raums weiter kräftig zu, was bedeutet, dass der Rest noch schwächer wächst. Es zeichnet sich eine Fragmentierung in Handels-Teilblöcke und ein hegemonialer Konflikt der zwei größten Volkswirtschaften der Welt ab. Die Existenz zweier paralleler Systeme mit beschränkter Kooperation erscheint wieder möglich.

Europa sitzt dabei zwischen den Stühlen. Die USA werden zum unsicheren Partner, aber zeitgleich droht der zweite China-Schock für die industriellen Grundlagen der EU. Es fehlt aber an Verhandlungsmacht wegen Abhängigkeiten bei Verteidigung, Technologie und Rohstoffen. Zudem ist die Strategiefähigkeit aufgrund der institutionellen Strukturen (Einstimmigkeit, State Aid / Beihilfe) stark eingeschränkt und die politische Effizienz gering. Für eine geopolitische Souveränität bedarf es einer Systemerneuerung.

Es gibt weitere systemische Kipppunkte, die sich abzeichnen. So scheint das klassische industrielle System durch die neuen Möglichkeiten der KI seinen Höhepunkt überschritten zu haben. Außerdem muss aufgrund des Klimawandels das fossile Zeitalter früher oder später zu Ende gehen. Auch wenn viele dieser Systembrüche bzw. -änderungen noch Jahre oder Jahrzehnte brauchen könnten und die genaue Ausgestaltung noch ungewiss ist, sind die Umrisse schon heute zu erkennen. Damit wird es zunehmend wichtig, nicht nur mit (bekannten) Risiken, sondern auch mit Unsicherheit umzugehen.

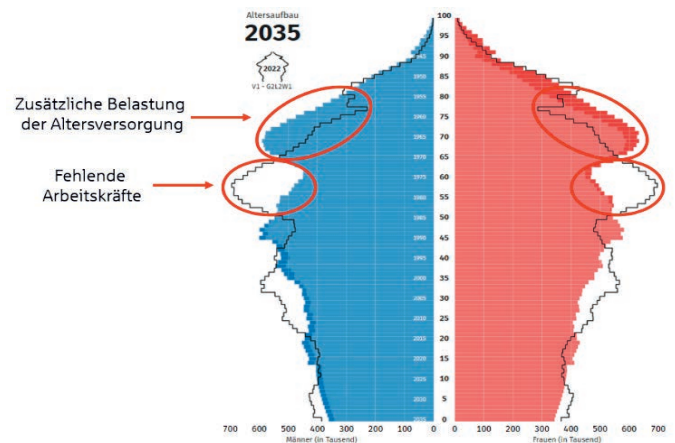
Zum besseren Verständnis des Unterschieds lässt sich das Beispiel des Roulette-Spiels auf der Titanic heranziehen. Während man beim Roulette die Wahrscheinlichkeiten kennt und das Risiko

ausrechnen kann (Roulette als System), bewegt sich das übergeordnete System Titanic auf einem für die Spieler unbekannten Kurs. Im Falle eines Endes des übergeordneten Systems (Titanic sinkt) ist dann der Platz in einem Rettungsboot viel wichtiger als ein Gewinn beim Roulette. Übersetzt für Kapitalanleger bedeutet das, nicht nur in historischen Korrelationen bekannter Assetklassen zu denken, sondern eine möglichst breite und damit resiliente Aufstellung der Vermögenswerte sicherzustellen. Dies sollte aber auch nicht übertrieben werden, da ein Systemumbruch weder zeitlich antizipiert werden kann (hat die Titanic gerade erst abgelegt?), noch gewiss ist (wird der Eisberg doch noch umschifft?).

## Demografie

Der demographische Wandel stellt schon länger eines unserer „Ds“ dar - die aus unserer Sicht wichtigsten strukturellen Trends. Er scheint allerdings lange unterschätzt bzw. von anderen Entwicklungen überlagert worden zu sein. Nun erreichen die geburtenstarken Jahrgänge aber zunehmend das Renteneintrittsalter. Von den rund 20 Mio. „Babyboomern“ in Deutschland sind bislang erst knapp 1/4 in Rente. Das heißt, das Arbeitskräfte-Potenzial wird absehbar deutlich zurückgehen, was die Wertschöpfung drückt. Zudem sinkt mit dem Übergang in die Rente im Durchschnitt die Kaufkraft und es wird weniger konsumiert. Auch das reduziert das BIP-Wachstum. Während die Einnahmen der Rentenkassen und des Staates fallen, steigen die Ausgaben. Bereits heute gehen über 130 Mrd. Euro als Zuschuss in das Rentensystem, was über 1/4 des gesamten Bundeshaushalts ausmacht. Perspektivisch dürfte die Staatsverschuldung also weiter steigen.

### Deutsche Bevölkerungspyramide 2022 ggü. 2035



Quelle: Statistisches Bundesamt

Im Jahr 1995 lag der Anteil der 20- bis 66-Jährigen noch bei 65 Prozent und der Anteil der über 66-Jährigen bei 13 Prozent (5:1). Aktuell liegen die Werte bei 61 Prozent bzw. 20 Prozent (3:1) und 2035 sollen sie gemäß statistischem Bundesamt bei 56 Prozent bzw. 25 Prozent liegen (2,2:1). In zehn Jahren wird also jede/ vierte Deutsche im Rentenalter sein. Dabei steht Deutschland nur beispielhaft für die Entwicklung, die auch in anderen Teilen der Welt zu sehen ist. So ist das Durchschnittsalter in Italien etwa auf gleichem Niveau wie in heimischen Gefilden und in Japan sogar

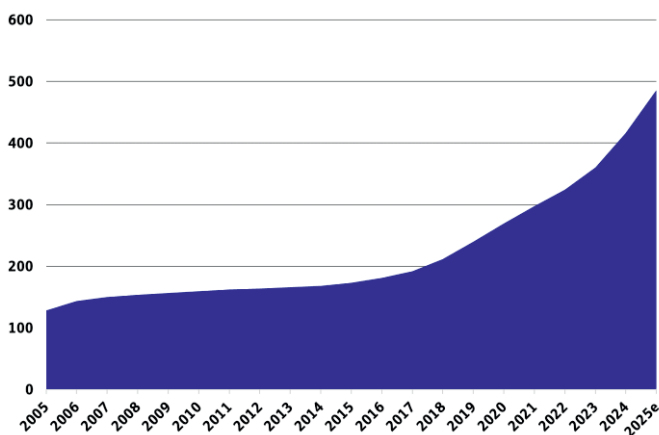
noch höher. In China führt die jahrzehntelange Ein-Kind-Politik ebenfalls zu einer Alterung der Gesellschaft. Neben den volkswirtschaftlichen Implikationen hat dies auch Bedeutung für die Kapitalmärkte. Die Ausgaben für medizinische Behandlungen werden steigen und es gibt zunehmende Anreize für Innovationen im Gesundheitsbereich. Zwar haben sich Aktien aus dem Gesundheitssektor zeitweise schwergetan. Doch dürften vor allem forschungsintensive Sektoren wie die Medizintechnik und Biotechnologie in Zukunft profitieren. Denn langfristig halten wir ein hohes Gesundheitsniveau für einen unverzichtbaren Wohlfandsfaktor, bei dem kein Weg an der Innovationskraft des Biopharma-Segments vorbeiführt.

## Dekarbonisierung

Die mit viel Verve gestarteten Bestrebungen zur Dekarbonisierung haben - im Gegensatz zum rasanten Aufstieg der KI - in den Post Corona-Jahren zumindest am Aktienmarkt erheblich an Fahrt verloren. Der Ausbau Erneuerbarer Energien schreitet zwar voran. Bislang fehlte es aber im Umfeld der als bedeutender wahrgenommenen Themen wie die Verteidigungslage, Energiesicherheit oder Entwicklungen in der KI an positiven Katalysatoren.

Daher stellt sich die Frage, ob sich nachhaltiges Investieren überhaupt noch lohnt. Während die ESG-Präferenzen individuell auf Anlegerebene zu beantworten sind, erwarten wir angesichts der mindestens anhaltenden, vielmehr sogar zunehmenden Dringlichkeit zur Reduktion der kohlenstoffbasierten Energieerzeugung auch einen wieder positiven Impact auf dem Börsenparkett. Anleger sollten indes Kursschwankungen und die Tatsache beachten, dass Aktiennotierungen fallen können.

### Globaler Stromverbrauch von Datenzentren (in TWh)



Quelle: International Energy Agency (IEA).

Geschäftsmodelle mit hohen Wettbewerbsvorteilen, die die Energiewende mit Lösungen zur Reduktion des Ressourcen- und Energieverbrauchs wesentlich erträglicher gestalten, dürften daher über kurz oder lang wieder mehr Interesse wecken. So werden beispielsweise in einem Umfeld hoher Investitionen in KI-Rechenzentren vermehrt effiziente Kühlungssysteme benötigt.

Der dynamische Entwicklungstrend der generativen KI wird aufgrund des hohen Bedarfs an Rechenleistung voraussichtlich mit einem deutlichen Anstieg der Stromnachfrage in den kommenden Jahren einhergehen. Die Internationale Energieagentur (IEA) geht in ihrem Basisszenario davon aus, dass sich der Stromverbrauch von Rechenzentren bis 2030 auf nahezu 1.000 TWh - der heutige Strombedarf Japans - mehr als verdoppeln könnte. Ein noch höherer Anstieg der Nachfrage wird jeweils durch das Wachstum der Industrieproduktion, auch im Zuge einer Reindustrialisierung der USA, die Elektrifizierung in der Mobilität sowie durch die Nutzung von Klimaanlagen erwartet.

Der Energiehunger muss vor allem CO<sub>2</sub>-schonend gestillt werden, mit dem primären Ausbau der Erneuerbaren Energien, Gas und Atomkraft als Brückentechnologien, während auf Kohle und Erdöl zunehmend verzichtet wird. Der Ausbau der Strominfrastruktur könnte sich als Flaschenhals für die weitere Digitalisierung und Elektrifizierung erweisen. Knappheit in Wachstumsmärkten ist in der Regel ein positiver Werttreiber für Investoren. In diesem Zusammenhang stehende Kapitalanlagen erachten wir daher als attraktiv, hierzu zählen:

- Direktinvestments in Erneuerbare Energien in Form von European Long-Term Investment Funds (ELTIF),
- Rohstoffaktien von Minenbetreibern für Industrie- und Spezialmetalle, die für die Elektrifizierung und Strominfrastruktur unerlässlich sind (u. a. Kupfer, Aluminium und Lithium),
- Aktienanlagen mit Teilhabe an der Energiekette der Stromversorgung (u. a. Erneuerbare Energien, Infrastrukturzulieferer und -dienstleister, Netzbetreiber, Datacenter, Versorger).

Investmentfonds aus diesen drei Segmenten tragen nicht zuletzt auch deswegen zur Diversifikation bei, als dass die Streuung der Anlagemittel mit einem wesentlich angemesseneren Anteil der USA - sowie ohne die bereits in vielen Fonds anzutreffenden „Magnificent 7“ - einhergeht als etwa im globalen Aktien-Leitindex MSCI World. Hierbei sollte jedoch beachtet werden, dass entsprechende Anlagen auch mit Risiken und möglichen Kursverlusten verbunden sind.

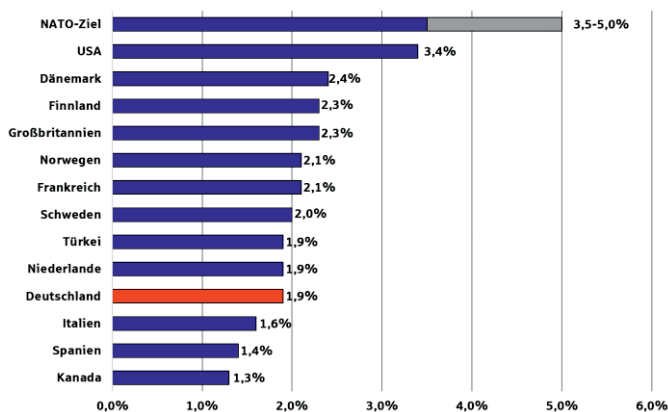
## Defence

Die NATO-Mitgliedsländer haben im Jahr 2025 beschlossen, die Militärausgaben künftig auf 3,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erhöhen zu wollen. Hinzu sollen dann noch bis zu 1,5 Prozent für verteidigungs- und sicherheitsrelevante Bereiche wie den Schutz kritischer Infrastruktur und des Cyberraums oder den Ausbau militärisch nutzbarer Straßen und Brücken kommen.

Während die tonangebenden USA diese Quote bereits nahezu erfüllen, bewegen sich die Militärausgaben der übrigen Länder mehrheitlich eher um die 2 Prozent und damit noch deutlich unterhalb des ausgerufenen Zielwerts. Vor diesem Hintergrund bleiben Investments in Rüstungsaktien ein strukturelles

Anlagethema. Während ein wirklich wünschenswerter Frieden in der Ukraine kurzfristig zu einer erhöhten Schwankung mit Kursverlusten von Aktienwerten der Verteidigungsindustrie führen kann, erscheint der Nachholbedarf der meisten NATO-Mitgliedsländer langfristig als Wachstumstreiber in den kommenden Jahren. Indes sollte beachtet werden, dass auch Kursverluste über einen längeren Anlagezeitraum eintreten können.

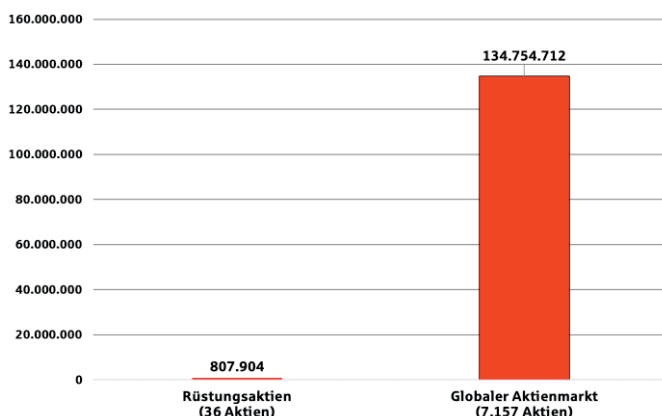
#### Anteil der Militärausgaben am BIP (2024)



Quelle: Stockholm Int. Peace Research Institute (2025)

Neben Künstlicher Intelligenz scheint es mit „Defence“ kein weiteres Thema zu geben, was Anleger zuletzt so sehr bewegt hat. Gleichwohl sollte berücksichtigt werden, dass Rüstung im engeren Sinne - unter Ausklammerung IT-spezifischer Segmente - ein vergleichsweise kleines Anlageuniversum bildet. Trotz ca. drei Jahren der Hausse entfällt auf die eindeutig dem Verteidigungssektor zurechenbaren Aktien (Datastream Defence Equities Index, 36 Titel) lediglich 0,6 bis 0,7 Prozent der globalen Marktkapitalisierung (gemessen am Datastream World Equities Index, 7.157 Aktien).

#### „Defence“: Marktkapitalisierung in Mio. US-Dollar



Quelle: LSEG Datastream (DS Indizes, Stand: November 2025)

Entsprechende Investments sollten daher lediglich eine Beimischung darstellen. Für die Umsetzung im Rahmen der Anlage versuchen aktive Aktienfonds mit Bezug zum Verteidigungssektor, das Hindernis eines zu kleinen Anlageuniversums über die

Hereinnahme von Bereichen wie z. B. Gebäude- oder Lebensmittelsicherheit, die im weiteren Sinne eines Schutzbedürfnisses eine gewisse Nähe zu „Defence“ aufweisen, zu lösen. In der Folge könnten das von Anlegern erwartete und das tatsächliche Investment-Spektrum dieser Fonds nach unserer Ansicht etwas zu weit voneinander abweichen. Stattdessen präferieren wir in diesem Segment Anlagevehikel, die konzentriert in den Verteidigungssektor investieren. Dies spiegelt sich zwar zum einen in einem hohen Gleichlauf der abgebildeten Titel untereinander wider. Zum anderen ist dies jedoch Ausdruck eines hohen Reinheitsgrads im Sinne einer hohen Produktwahrheit und -klarheit, was wir bevorzugen.



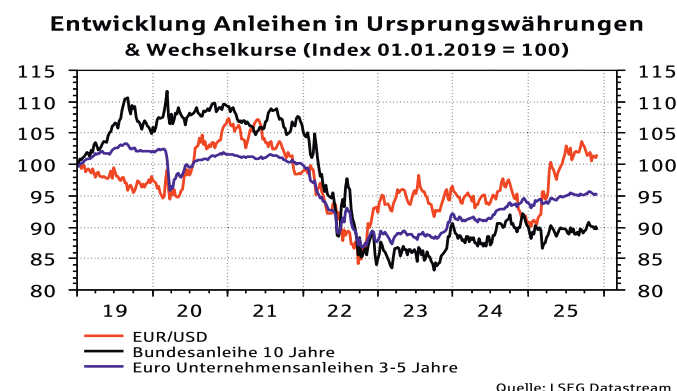
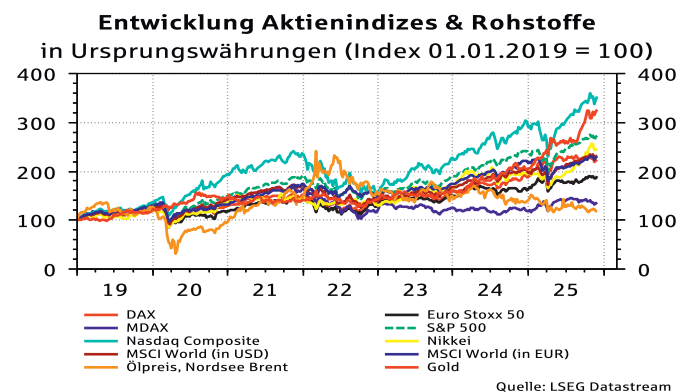
# Anlagestrategie: Chancen nutzen, Resilienz leben

Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen.

Auf den ersten Blick reiht sich das Kapitalmarkjahr 2025 in die beiden Vorjahre ein und avanciert zu einem weiteren Premiumjahr: Allenthalben zweistellige prozentuale Wertsteigerungen bei den großen Aktienindizes. Etwas detaillierter betrachtet finden sich Auffälligkeiten: Der wohl auch in die Geschichtsbücher eingehende „Liberation Day“ mit den „reziproken“ Zöllen Trumps hat die heile Börsenwelt zumindest kurzfristig ordentlich durchgeschüttelt. Die folgenden Verhandlungen zwischen den USA und dem Rest der Welt haben dann zwar wieder für Versöhnung gesorgt, aber es bleibt etwas „kleben“:

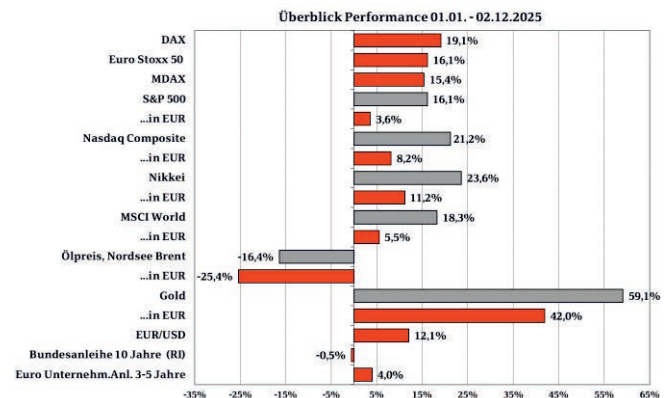
- Der freie und Wohlfahrt stiftende Welthandel ist zwar nicht abgeschafft, aber weiter zurückgedrängt. Das kann nicht gut für Gewinne international operierender Unternehmen und US-Verbraucherpreise sein.
- Die US-Administration hat für einen Vertrauensverlust gesorgt, der sich im schwächeren US-Dollar spiegelt. Ganz konkret zeigt sich dies auch für einen Euro-Investor durch die bloße Umrechnung internationaler Aktieninvestments mit entsprechend hohen US-Anteilen.
- Es ist leider gar nicht auszuschließen, dass der US-Präsident zukünftig erneute ideologisch geprägte Attacken auch gegen die Ökonomie durchführt.

## Überblick Wertentwicklung 5 Jahre



Gold scheint sich in diesem Umfeld aus Widersprüchlichkeiten pudelwohl zu fühlen und glänzt mit einer außerordentlich starken Wertentwicklung. War das Metall bislang eher im Bereich eines Bausteins für „schlechte Zeiten“ anzusiedeln, steht es jetzt losgelöst von der Börsenphase für hohe Wertbeiträge. Vieles scheint ins Wanken geraten zu sein. Früher glaubten Börsianer an die heilenden Kräfte der Notenbanken, heute scheint es die Wunderdroge Künstliche Intelligenz zu sein, die immer dann verabreicht wird, wenn es gerade mal wieder nötig ist - ohne derzeit bekannte Nebenwirkungen. So auch in diesem Jahr, die Geopolitik zerrte, die US-Konjunktur schwächelte, aber die großen US-Technologiekonzerne übererfüllten die hohen Erwartungen. Bemerkenswert ist in diesem Umfeld zudem die teilweise frappierende Abkoppelung der Unternehmensseite (Mikro) von der allgemeinen Volkswirtschaft (Makro). Sicher liegt es in der DNA von Unternehmen sich etwas konsequenter auf ein verändertes Umfeld anzupassen und strukturelle Wachstumsmodelle benötigen nicht zwingend einen konjunkturellen Stimulus, langfristig scheint eine Abkoppelung indes nicht realistisch.

## Überblick Wertentwicklung 01.01. - 03.12.2025



Quelle: LSEG Datastream

Alles in allem sind wir mit unseren ausgesprochenen Empfehlungen für 2025 und dem Titel „Mut zur robusten Aufstellung“ zufrieden. Anleihen haben das geliefert was wir uns versprochen hatten, Unternehmensanleihen sogar mehr als erwartet. Gold hätte natürlich noch stärker allokiert werden können, aber es war so oder so gut, es zu haben. Die Entwicklung der Aktien liegt über unseren Erwartungen. Da dies aber nicht ohne die beschriebenen Turbulenzen verlief, fühlen wir uns insbesondere mit unserem Asien-Engagement und der Reduzierung des US-Anteils komfortabel. Un erwartet, zumindest für 2025, war dagegen die Schwäche des US-Dollar. Hier war unsere Meinung immer, dass Präsident Trump ein Mann der Wirtschaft sei und sein Handeln letztendlich auch darauf abstellt. Dies war in der Tat ein Irrtum. Unsere vielfach gepriesene

„Robuste Aufstellung“ brauchte man nicht immer, in bestimmten Phasen des Jahres war es jedoch sehr gut, sie zu haben.

## Aufstellung 2026: Chancen nutzen, Resilienz leben

Der Titel dieser Publikation soll im günstigsten Fall in vier Worten die Anlagestrategie zusammenfassen. An dieser Stelle wollen wir erklären, welche Motive und Empfehlungen wir aussprechen.

Wir alle erleben mehr oder weniger täglich, welchen grundsätzlichen Veränderungen und Herausforderungen wir auf der geopolitischen, gesellschaftlichen, aber eben auch auf der wirtschaftlichen Seite ausgesetzt sind. Ob es die fürchterlichen Kriege sind, der allgemeine Zerfall der alten Ordnung und deren Institutionen mit der „America first“-Politik des US-Präsidenten oder die Ohnmacht in Europa mit dem Scheitern von Regierungen und dem Hang zu nationalistischeren Staaten. Auf der anderen Seite müssen die alten Industrien und Technologien herbe Rückschläge hinnehmen und werden scheinbar uneinholbar von den Unternehmen der Digitalisierung und Künstlichen Intelligenz abgehängt. Eine Bewertung der hier nur auszugsweise genannten Trends vorzunehmen, dürfte für sich genommen bereits zu einer Überforderung führen. Sobald wir den Versuch machen, sie jetzt aber in eine konkrete und fixe Strategie zu überführen, wird dies mit großer Wahrscheinlichkeit scheitern. Vielmehr wissen wir, dass wir uns in einer Übergangsphase hin zu einer neuen Ordnung befinden. Der Weg und in Teilen das Ergebnis bleiben offen. Da wir mit dieser Ungewissheit leben müssen, sollten wir dies anerkennen.

## Chancen nutzen,

ist nicht als Wette zu verstehen - vielleicht klappt es, vielleicht auch nicht - sondern als Aufruf, vermeintlich teure und damit besonders gut gelaufene Anlagen auch weiterhin wohl dosiert einzugehen. In diese Rubrik fallen ganz allgemein gesprochen Aktien, aber zum Beispiel auch Gold.

**Aktien** sind und das gilt mittlerweile sowohl für die schon immer teuren US-Werte, aber auch für die europäischen Vertreter - gemessen an den bekannten Bewertungsmodellen - in der Tat eher teuer, als billig. Eine weitere Bewertungsausweitung, die natürlich per se nicht ausgeschlossen werden kann, erachten wir als unwahrscheinlich. Mit anderen Worten: Die Unternehmen müssen mittels Gewinnsteigerungen ein höheres Kursniveau rechtfertigen. Dass dies passiert halten wir für wahrscheinlich. Allerdings sind dies auch die Erwartungen der Marktteilnehmer. Das Kurspotenzial 2026 hängt somit auch davon ab, dass künftige Gewinnsteigerungen für 2027 realistisch erscheinen. Etwas mehr Zuversicht die hohe Gewinnhürde zu überspringen und zu übertrumpfen, haben wir dabei für die US-Titel. Wertzuwächse im mittleren einstelligen Prozentbereich, was ja auch mittelfristig gegolten hat, sind unsere Annahmen für 2026. Bessere oder auch schlechtere volkswirtschaftliche Wachstumsaussichten und die Entwicklung der Zinsen werden natürlich auch maßgeblichen Einfluss auf das Ergebnis haben. Eine weitere Stellschraube wird wohl in dem Erfolg und der weiteren Durchdringung, von KI festzumachen sein.

**Künstliche Intelligenz** kann einen ganz erheblichen Einfluss auf die Produktivität von Unternehmen und am Ende auch auf die gesamte Volkswirtschaft haben. Prognosen über Ausmaß und Zeitpunkt zu machen, sind allerdings gar nicht oder nur pauschal möglich. Es erschließt sich allerdings, dass zu Beginn die Früchte der KI bei den Unternehmen reifen. Mit anderen Worten eine Bonuschance für Aktien, die auch erklären kann, warum bereits in 2025 und wohl auch für die kommende Periode das Phänomen „Mikro schlägt Makro“ vorerst bestehen bleiben könnte. Ganz ohne die Mega-Aktien aus den USA, auch Hyperscaler genannt, wird es zum jetzigen Zeitpunkt wohl nicht gehen. Was wir allerdings nicht wissen, ob die enormen Investitionen in Hardware, Software und Personal den Renditeansprüchen der Aktionäre genügen und ob tatsächlich alle derzeit hofierten Unternehmen sich im Wettbewerb langfristig behaupten. Da KI aber kein in sich abgeschlossenes Schubladenprojekt im Kreis der Hyperscaler ist und die Höhe der getätigten Investitionen eine breite Durchdringung erfordern, ist es für uns nur folgerichtig, auch in Geschäftsmodelle zu investieren die KI in direkte Anwendung bringen (Adoption) oder ermöglichen. Bei Letzteren erscheint uns das Bereitstellen der Ressource Energie, die für das Betreiben der KI ja essentiell ist, als ein sehr interessantes Investmentthema.

## Die 5Ds

Bei einer oberflächlichen Recherche von Trendthemen könnte man zu dem Schluss kommen, die 3, 4, oder auch 5Ds haben ihren Zenit überschritten bzw. sind obsolet geworden. Wir glauben dies nicht, vielleicht sind sie sogar aktueller denn je. Mit den 5Ds wird der Versuch unternommen, die prägenden Themen der Zukunft pragmatisch darzustellen. Sicherlich ist dies weder umfassend noch sollte unterstellt werden, dass die Intensität und Ausgestaltung der einzelnen Ds, insbesondere bezogen auf die Kapitalmärkte, sich im Zeitablauf nicht verändern. Woran könnte nun die Popularität gelitten haben? Hier ist sicherlich die **Dekarbonisierung** nicht ganz unschuldig. Haben wir uns noch vor drei Jahren förmlich überschlagen, alles zu tun, um dem fortschreitenden Klimawandel Einhalt zu gebieten, scheint mit den durchaus kritischen Faktoren der Kosten und der Geschwindigkeit der Umsetzung sowie politisch motivierten Gegenpositionen ein Stillstand, in Teilen vielleicht sogar ein Rückschritt, eingetreten zu sein. Mittelfristig ist an den wissenschaftlichen Aussagen und der Notwendigkeit einer CO<sub>2</sub>-Reduzierung allerdings kein Abstrich zu machen. Unbenommen bleibt auch, dass die fossilen Energieträger endlich sind und wir nur sehr begrenzt über diese verfügen.

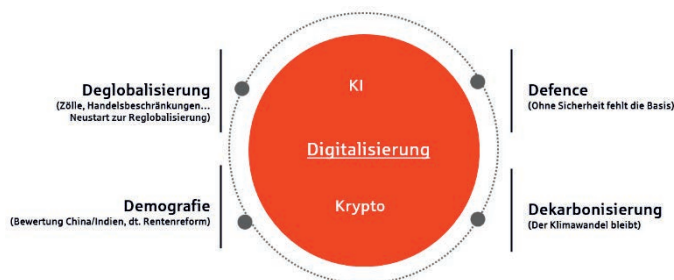
Auch die glasklaren Erkenntnisse aus der **Demografie** scheinen nicht zu jedem Zeitpunkt und nicht von jedem gewürdigt zu werden. Gerade in Staaten mit einer ungünstigen Perspektive, hier ist gerne Deutschland zu nennen, wäre eine strikte Einbeziehung des Faktors essentiell. Denn der enorme Einfluss auf Wachstum, Produktivität sowie Ausrichtung und Struktur von Staaten ist unbestritten. Da der Prozess zwar sicher, aber eben nicht ad hoc eintritt, ist es ausgesprochen unpopulär ihn zu berücksichtigen. Alleine dieser Faktor ist dafür verantwortlich, dass das Trendwachstum Deutschlands nur noch bei 0,5 Prozent verortet wird. Auf der

anderen Seite stehen Länder mit einem Medianalter von unter 30 Jahren.

**Deglobalisierung** oder besser Reglobalisierung: Wurden die Diskussionen bis vor kurzem noch in einem eher theoretischen oder wissenschaftlichen Kontext geführt, ist mit den jüngsten Attacken seitens China und den USA allen klar, dass wir uns auch hier mitten in einer Zeitenwende befinden. Die Globalisierung mit dem Schaffen von Wachstum und Wohlfahrtsgewinnen für alle Beteiligten ist auf dem Rückzug. Vielleicht sollte man aber lieber sagen, sie findet unter neuen Rahmenbedingungen statt und dies ist leider nicht mehr der weitgehend freie Handel. Es wird politischer mit Zöllen, Handelsbeschränkungen und der Einbeziehung von Risiken und Abhängigkeiten. Verlieren werden fast alle, die Profiteure von gestern am stärksten, aber es wird auch neue Gewinner geben. Auch bei den Unternehmen ist klar erkennbar, wie schwierig es in bestimmten Segmenten ist, sowohl auf der Beschaffungs- als auch der Absatzseite die Risiken zu minimieren, aber die Chancen zu bewahren.

Ohne die Verteidigung unserer Werte der freiheitlich demokratischen Grundordnung ist weder unser gesellschaftliches noch wirtschaftliches System fortzuführen. Insofern ist spätestens mit der Zeitenwende der Faktor **Defence** essentiell. Nicht nur hier, aber auch im Bereich der Verteidigung stellt sich die systemische Frage, inwieweit Länder eigenständig für Sicherheit sorgen können. Vor diesem Hintergrund ist dieser Faktor natürlich stark von dem Russland-Ukraine-Krieg geprägt, aber die strategische Sicht dürfte noch umfassender zu denken sein.

## Unsere 5Ds



Unangefochtener Star unter unseren Ds ist die **Digitalisierung**. Der enorme Schub durch die Künstliche Intelligenz - und das nicht nur an den Kurstafeln der Börse - wird mittlerweile auf breiter Front, also nicht nur bei den direkt involvierten Technologieunternehmen, als der nächste Produktivitätssprung schlechthin angesehen. Hier stellt sich allerdings gerade im direkten Vergleich mit den zuvor genannten Trends schon die Frage, ob wir in allen Facetten noch richtig unterwegs sind. Dabei geht es insbesondere um die Höhe der gigantischen Investitionen der sogenannten Hyperscaler und ob diese möglicherweise durch andere Technologien ersetzbar sind, oder in dem Ausmaß nicht benötigt werden. Aber auch die alles überragende Dominanz in den großen Aktienindizes erscheint auf längere Sicht zumindest anfällig für eine (gesunde) Korrektur. Schlussendlich können die Investitionen nur

gerechtfertigt sein, wenn es auch einen breiten und großen Kreis von Abnehmern von angewandter KI geben wird. Wenn wir das positiv unterstellen, dürften sich aber auch Wertschöpfungsketten erweitern und Unternehmen profitieren, die KI entweder erst ermöglichen (z. B. Energieversorgung) oder in eine direkte Anwendung bringen. Eine weitere Ausprägung die mehr und mehr an Breite gewinnt ist alles rund um die Blockchain-Technologie. Neben den Kryptowährungen führen die verstärkte Ausgabe von Stablecoins insbesondere in den USA und die für eine stärkere Durchdringung erforderliche Regulierung zu einer höheren Akzeptanz und Breite.

Wir bestätigen alle 5Ds, weisen jedoch darauf hin, dass es sich hier um strategische Trends handelt, die insbesondere auf längere Sicht ihre Wirkung entfalten sollten. Es ist somit durchaus davon auszugehen, dass es zu zwischenzeitlichen Abstufungen und Neuausrichtungen kommt, ohne den Trend gänzlich in Frage stellen zu müssen.

**Anleihen** unter dem Begriff „Chancen nutzen“ ist weder eine Deplatierung noch eine Fehlinterpretation. Zugegebenermaßen verorten wir hier nicht die sehr bonitätsstarken Qualitätsanleihen, sondern Unternehmensanleihen und die Randbereiche, wie zum Beispiel Nachrang. Zur aktuellen Bewertung gehört das Eingeständnis, dass sich die Risikoaufschläge auf einem niedrigen Niveau bewegen. Eine weitere Reduzierung und damit zusätzliche Kursgewinne bei den Anleihen halten wir nur in engen Grenzen für wahrscheinlich. Da bei vielen Unternehmen das fundamentale Umfeld und auch die Bilanzen stabil sind, empfehlen wir weiterhin bonitätsstarke Unternehmensanleihen und nur eine Beimischung von schwächeren Bonitäten. Eine insgesamt höhere Gewichtung bietet sich bei höheren Risikoprämien und/oder einer steigenden Kreditwürdigkeit mit verbesserten gesamtwirtschaftlichen Rahmendaten an.

## Resilienz leben,

ist nicht als das Drehen an einer Stellschraube oder die Berücksichtigung einer bestimmten Anlage zu verstehen. Vielmehr gilt es durch unterschiedlichste Maßnahmen eine höhere Resilienz herzustellen. Gründe für eine resiliente Aufstellung liegen insbesondere in den Herausforderungen aus der Geopolitik. In der Folge wollen wir hierfür konkrete Empfehlungen aussprechen:

**Streuung, Streuung, Streuung.** Es ist eine bewusste Fortsetzung und Weiterentwicklung unserer Strategie des Vorjahres und klingt oberflächlich simpel: Die ausgeprägteste Resilienz erhalten wir durch eine große Streuung mit vielen Anlageklassen und wiederum einer breiten Streuung innerhalb der Anlageklassen. In der konkreten Umsetzung heißt dies allerdings nicht, unüberlegt und wahllos bestimmte Anlagen aufzunehmen, nur um die Vielfalt zu erhöhen. Dies wäre deutlich zu kurz gesprungen. Hier gilt unverändert, dass sich jede einzelne Anlage betriebswirtschaftlich behaupten muss und möglichst in geringer Abhängigkeit zu den bereits berücksichtigten stehen sollte. Wichtig ist darüber hinaus, es geht hierbei nicht um die Maximierung einer möglichen

Zielrendite, sondern um die Erzielung eines positiven Diversifikationseffektes durch Streuung, der im Ergebnis zu einem optimierten Rendite-Risikoprofil führt. Für die Erweiterungen von Assetklassen sind unter anderem illiquide oder weniger liquide Anlagen in Infrastruktur, Private Equity, oder auch Rohstoffe/Gold zu nennen. Weitere Ansatzpunkte für eine höhere Resilienz finden sich nachfolgend.

**Re-Allokation der Vermögensstruktur:** In den letzten drei Jahre konnten ausgewählte Anlageklassen sehr erfreuliche Wertzuwächse verzeichnen. Insbesondere gilt dies für internationale Aktien durch die außerordentliche Stärke der KI-Favoriten, aber zum Beispiel auch für Gold. Hier erscheint es sinnvoll, die aktuelle Vermögenstruktur mit der empfohlenen bzw. angestrebten abzugleichen und entsprechende Re-Allokationen vorzunehmen. Im Ergebnis werden Fehlallokationen vermieden und das angestammte Rendite-Risikoprofil wieder hergestellt.

Ein vergleichbares, aber nicht identisches Vorgehen empfiehlt sich beim aktiven **Rebalancing** von internationalen Aktienbausteinen. Auch hier ist der Erfolg Auslöser und Verursacher der vorgeschlagenen Aktivität. Durch die außergewöhnlich hohen Kurssteigerungen der amerikanischen Technologie-Giganten - auch Billionen US-Dollar Club genannt - sind große Welt-Aktienindizes und deren passive Produkte (ETF) mittlerweile dominiert von diesen Unternehmen. Dies führt, wenn es zu gegenläufigen Entwicklungen kommt, zu einer hohen Anfälligkeit und damit zu einem steigenden Risiko. Ausdrücklich abgrenzen möchten wir uns dabei von der allerorten ausgerufenen Blase im KI-Sektor. Hier geht es per se nicht um einen pauschalen Abverkauf dieser Unternehmen, sondern um eine Risikobegrenzung, um eine höhere Resilienz zu erreichen. Auch der damit einhergehende hohe US-Anteil ist nach unserer Empfehlung in Richtung der volkswirtschaftlichen Richtgrößen (Bruttoinlandsprodukt) anzupassen, so dass zwar immer noch ein markantes Übergewicht der US-Unternehmen von 50 - 60 Prozent verbleibt, aber eben nicht mehr ein Anteil von über 70 Prozent. Profiteure dieser Gewichtsverschiebungen könnten nach unserer Meinung Asien mit Japan aber auch Europa sein.

Nach drei Premium-Aktienjahrgängen können durchaus weitere folgen, müssen aber nicht. Für eine langsamere Gangart mit Rücksetzern spricht sicherlich die ambitionierte Bewertung. Timing-Entscheidungen gelingen jedoch in den seltensten Fällen und langfristig sind Aktienkurse ja auch immer gestiegen, so dass eine generelle Abwesenheit vom Aktienmarkt kein guter Ratgeber ist. Hier könnte das „**Investieren mit Netz**“ zum Tragen kommen. Was steckt dahinter? Hinter diesem Gedanken versammeln sich Finanzinstrumente, die von der Entwicklung der zu Grunde liegenden Aktie(n) profitieren, aber im schlechten Fall weniger stark einbüßen, als dies bei einem direkten Kauf von Aktien der Fall wäre. Klingt gut, hat aber die Nebenbedingung, dass das Aufwärtspotenzial entweder begrenzt, oder weniger stark ausgeprägt ist. Im besten Fall ist das Risiko-Chance-Verhältnis asymmetrisch. Bei Wandelanleihen spricht man von Konvexität, was sehr einfach ausgedrückt heißt: Die Anleihe profitiert bei steigenden Aktienkursen anteilig stärker, als sie bei rückläufigen Aktienkursen verliert. Zu

dieser Gattung, wir nennen sie Ergänzungsanlagen, zählen wir auch ausgewählte Strukturierte Produkte, die zum Beispiel bis zu einer bestimmten Schwelle die Verluste der ausgewählten Aktien nicht mitmachen. Zur Einordnung sei hier noch erwähnt, dass dies in aller Regel mit einer geringeren Rendite in guten Zeiten erkaufte wird, die Finanzinstrumente in der Anlageklasse Aktien zu verorten sind und es sich insgesamt um eine Beimischung handeln sollte.

**Mikro schlägt Makro** verorten wir einerseits unter Chancen nutzen durch die positiven Effekte aus KI auf Aktien, aber auch unter Steigerung der Resilienz. Es ist und wird immer offensichtlicher, dass Unternehmen (Mikro) möglicherweise den Staaten (Makro) phasenweise überlegen sind. Während sich Staaten mit der notwendigen Anpassung enorm schwertun, die Staatshaushalte mehr und mehr belasten, ist es für Unternehmen sicherlich nicht einfach, aber im Ergebnis ist ihr Vorgehen konsequenter und zielstrebig. Sollten sich angesichts der enormen Herausforderungen und dem Austeilen von Wahlgeschenken der konsumtive Anteil der Staatsausgaben noch erhöhen, bestünde zudem die Gefahr einer aufkommenden Reflationierung, was sich ja auch positiv steigend auf die Verschuldungsquote auswirkt. Und im Zweifel dürfte in einem solchen Umfeld Eigenkapital von Unternehmen (also Aktien) dem Fremdkapital überlegen sein. Alles in allem also trotz sicherlich hoher Bewertung des Aktienmarktes ein Plädoyer für eine entsprechende Berücksichtigung von Aktien, insbesondere mit Unternehmen hoher Qualität und entsprechender Preissetzungsmacht.

**Währungen** haben einen unmittelbaren Einfluss auf die Erfolgsrechnung, die in aller Regel in der Heimatwährung - bei uns in Euro - erfolgt. Dies wurde in 2025 mit dem sogenannten „Liberation Day“ und der damit einhergehenden harschen Abwertung des US-Dollar mehr als deutlich. Volkswirtschaftlich gleichen frei konvertierbare Währungen Ungleichgewichte und Verzerrungen aus, eine ausgesprochen wichtige Funktion. Und auch in der Vermögensallokation fördern offene Währungspositionen grundsätzlich den positiven Streuungseffekt (Diversifikation). Allerdings zeigt sich auch sehr deutlich, dass der Währungsanteil nicht zu groß sein sollte, da ansonsten die Anlagen in fremder Währung alle anderen Einflüsse komplett dominieren. Im Kern geht es bei diesen Überlegungen um den US-Dollar, haben doch Rohstoffe (Gold) und auch maßgebliche Anteile internationaler Aktien ihre Basis in der Leitwährung. Zu berücksichtigen sind zumindest zwei Aspekte. Die schon seit geraumer Zeit zu beobachtende und hier auch beschriebene De-Dollarisierung könnte anhalten und bei einer weiterhin nicht förderlichen Wirtschaftspolitik der US-Regierung an Dynamik zunehmen. Historische Vergleiche zeigen, dass eine dauerhafte Absicherung des Gesamtbestandes der US-Aktien angesichts der anfallenden Kosten nicht sinnvoll ist. Zu berücksichtigen ist zudem, dass bei Unternehmen (Aktien) die tatsächlichen Effekte aus Wechselkursveränderungen nicht pauschal zu beziffern sind. Was empfehlen wir nun konkret zu tun? Langfristig bietet sich bei den jetzigen Kosten keine permanente Absicherung der US-Dollar-Anlagen an. Wir setzen vielmehr auf eine



überschaubare Reduzierung der Bestände und in besonderen Stressphasen der US-Valuta auf eine partielle Sicherung. Bei den Aktien streben wir als Orientierung einen US-Anteil zwischen 50 und 60 Prozent an. Bei US-Anleihen sind wir derzeit zurückhaltend und im Bereich von Rohstoffen/Gold könnten fallweise auch währungsgesicherte Varianten in Erwägung gezogen werden. Darüber hinaus lässt sich trefflich darüber diskutieren, wie stabil und widerstandsfähig unsere eigene Währung - der Euro - auf längere Sicht ist. Und hier lassen sich wahrlich genug Argumente finden, den Euro-Verbund nicht als alleinigen Hort der Stabilität zu definieren. Vor diesem Hintergrund erscheint uns eine Beimischung von Fremdwährungsanleihen sehr hoher Qualität weiterhin empfehlenswert.

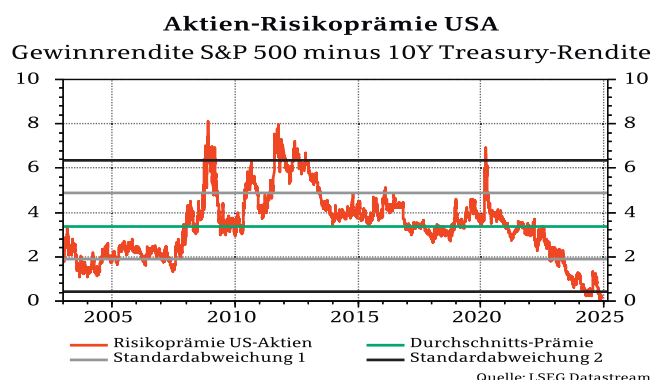
**Qualitäts-Anleihen** von Staaten zu berücksichtigen, könnte auf den ersten Blick zu Widersprüchlichkeiten führen. Haben wir noch eben von den mannigfaltigen Herausforderungen von Staaten gesprochen, ist eine Empfehlung mit guten Argumenten zu begründen. Erstens verfügen auch Qualitätsanleihen heute über Renditen, die sich oberhalb der erwarteten Inflation befinden. Ein realer Kapitalerhalt ist gegeben und damit ein positiver Wertbeitrag. Zweitens sind die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen auf einem niedrigen Niveau. Drittens verliert das Halten von Liquidität an Attraktivität, da dem Investor wieder eine entsprechende Prämie für längere Laufzeiten vergütet wird. Zudem erscheint bei den Kurzfristzinsen eher eine weitere Reduzierung wahrscheinlich, denn eine Anhebung. Und das vielleicht stärkste Argument ist eng mit der geopolitischen und systemischen Veränderung verbunden. Wenn wir nicht wissen können, in welcher Grundordnung wir uns auf längere Sicht einfinden, ist es folgerichtig, auch hochwertige Anleihen zu berücksichtigen. Hierzu zählen dann sehr bonitätsstarke Staatsanleihen aber auch Pfandbriefe mit ihrer zusätzlichen Sicherung durch einen Deckungsstock.

**Immobilien** weisen eine innere Stabilität auf und werden auch als Betongold bezeichnet. Aber auch sie sind nicht frei von Zyklen. Nach dem Höhenflug in der Negativ-Niedrigzinsphase schloss sich eine Phase der Neubewertung und Normalisierung an, insbesondere die Renditeerwartungen mussten den Marktbedingungen angepasst werden. Letzteres scheint jetzt weitgehend abgeschlossen zu sein, so dass wir die Anlageklasse wieder stärker berücksichtigen, zumal sie genau das bietet, was wir unter „Resilienz leben“ zusammenfassen.

## Umfeld 2026

Geopolitik wird zu Tagespolitik. In der Tat vergeht kaum mehr ein Tag ohne Störausläufer aus systemisch geprägten Angriffen auf unser bestehendes Regelwerk. Ob es die permanenten Attacken aus den USA mit Zöllen, Sanktionen oder Verunglimpfungen der bestehenden Institutionen sind, oder Ausfuhrbeschränkungen Chinas, die Verunsicherungen sind allenthalben spürbar. Ohne Frage sind diese gravierenden Einflüsse seitens der Unternehmen aber auch bei der Vermögensstrukturierung zu berücksichtigen, was wir ja auch mit „Resilienz leben“ in unserem Titel des Ausblicks zum Ausdruck bringen. Dennoch sollte und ist ein

Jahresausblick auch immer etwas taktisch geprägt, er beschäftigt sich mit dem vor uns liegenden Jahr. Und hier sind die klassischen Parameter, Wachstum, Inflation und Zinsen durchaus positiv zu bewerten. 2026 sollte ein Wachstumjahr mit einer schwächeren Dynamik in den USA und China und einer Verstetigung auf kleiner Flamme in Europa werden. Deutschland dürfte aufgrund der Fiskalpakete aus der Dauerstagnation rauskommen und somit zumindest nicht mehr bremsen. In Europa ist die Inflation ziemlich genau auf Zielpfad, in den USA wohl dauerhaft erhöht und in China zu gering. Mit Ausnahme Japans dürften die Notenbanken die Zinsen entweder auf dem (niedrigen) Niveau belassen oder runterfahren (USA). Dies klingt alles nicht spektakulär, aber eben auch nicht besorgniserregend. Bei den längeren Laufzeiten sehen wir leichte Zinssteigerungen und damit im Ergebnis eine etwas steilere Zinsstrukturkurve. Klar ist auch, dass diese Bürde der hohen Kursstände bei den prominenten Aktienindizes als aktuelle Ausgangsbasis zumindest mal anspruchsvoll für den Start in das neue Börsenjahr ist. Die Unternehmen verdienen weiterhin Geld, anspruchsvolle Gewinnsteigerungen werden in den Erwartungen der Börsen antizipiert. In den USA wohl am Ende stärker ausgeprägt und auch verlässlicher. Alles in allem - aus dieser Perspektive - ein konstruktives Umfeld, was ja nicht das Schlechteste ist. Das oben skizzierte Umfeld spricht für sich genommen relativ klar für Aktien, wäre da nicht die auch im historischen Kontext hohe Bewertung der Anlageklasse und der direkte Vergleich Aktien versus Anleihen.



US-Aktien haben im reinen Bewertungsvergleich zu „risikolosen“ US-Staatsanleihen keine entsprechende Prämie, die das Eingehen des Aktien-Risikos rechtfertigt. Ein Teil dieser Herangehensweise relativiert sich durch den Bewertungsaufschlag der Technologieunternehmen. Da diese Aufschläge wiederum durch das ausgeprägte Gewinn-Momentum und die Margenstärke zu rechtfertigen sind, ergibt sich im Ergebnis eine neutrale Position. Damit gilt die Empfehlung für die Vermögensstruktur: Aktien gemäß ihrer strategischen Quote zu gewichten. Weiterhin gibt es eine Bewertungsdiskrepanz zwischen großen und kleineren Werten. Zu erwartende US-Zinssenkungen könnten sich gerade für die kleineren Titel positiv auswirken. Wir empfehlen daher als Beimischung internationale Nebenwerte. Skeptisch bleiben wir weiterhin für konjunktursensible deutsche und europäische Titel. Eine starke Ergänzung sehen wir unverändert in den Themen der 5Ds. Zudem verweisen wir an dieser Stelle auch auf unser vorgeschlagenes

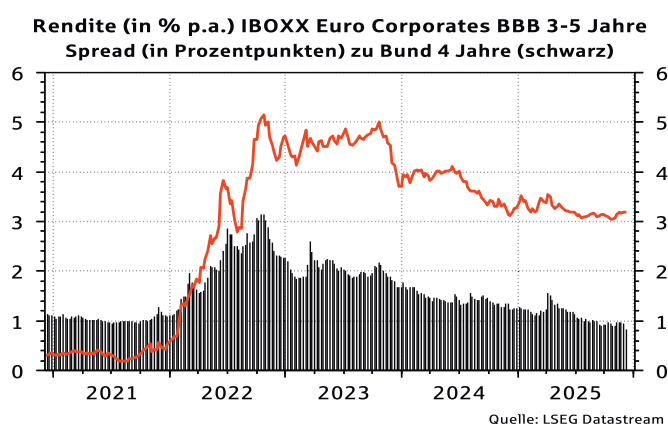


Engagement in Asien. Neben der Bestätigung des ASEAN-Investments erscheint uns darüber hinaus der gesamte asiatische Raum mit dem zurecht wiederentdeckten Japan weiterhin attraktiv.

## Aktiv versus Passiv

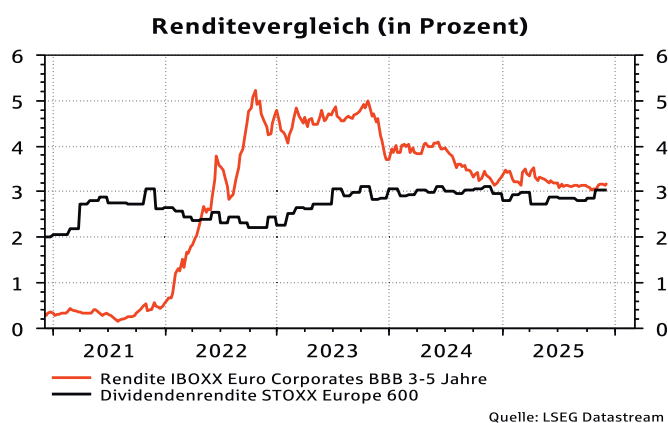
Auch wenn der Siegeszug von replizierenden Indizes in Form von Exchange Traded Funds (ETF) sicherlich weitergeht und diese häufig auch gut einsetzbar sind, ist die möglicherweise erwartete Streuung eben nicht mehr oder nur noch stark abgeschwächt gegeben. Hier können aktives Management oder gleichgewichtete Indizes einen Beitrag leisten. Vor diesem Hintergrund wählen wir sehr bedacht und eben nicht pauschal aus, welches Investment-Vehikel den höchsten Mehrwert verspricht.

## Vorteilhaftigkeit von Unternehmensanleihen



Der Zinsabstand zwischen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen ist deutlich geschrumpft. Mit anderen Worten wird das Eingehen von Kreditrisiken weniger belohnt, die Prämie ist gering. Andererseits ist die Prämie so gering, weil die Kreditwürdigkeit der entsprechenden Unternehmen wiederum als gut eingeschätzt wird. Für uns heißt dies, dass wir Unternehmensanleihen zwar nicht übergewichten, aber Stand heute davon ausgehen, den Renditeaufschlag zu verdienen. Essentiell bleibt eine wirklich ausgeprägte Streuung, um Einzelwertisiken bestmöglich zu vermeiden.

## Laufende Erträge von Aktien und Anleihen (in %)



Quelle: LSEG Datastream

Als Ergänzung erachten wir weiterhin Nachranganleihen guter Emittenten für lukrativ. Was die Laufzeiten angeht, bewegen wir uns für das gesamte Segment Anleihen im mittleren Bereich bei gut 4 Jahren. Qualitätsanleihen dürfen dabei durchaus mit etwas längeren Laufzeiten aufwarten, da wir in Krisenzeiten dann den Diversifikationsaspekt stärken.

Für das Jahr 2026 erwarten wir, dass laufende Erträge aufgrund ihrer Planbarkeit und der in Teilen ambitionierten Bewertung insbesondere der Aktien einen relevanten Stellenwert in der Gesamtpフォーマンス einnehmen. Bei Aktien empfehlen wir einen Ausbau über globale und europäische Dividendenfonds. Der STOXX Europe 600 Index verzeichnet per Dezember 2025 beispielsweise eine Dividendenrendite leicht oberhalb von 3 Prozent.

## Rohstoffe/Gold

Wir subsumieren Gold und Rohstoffe in einer Anlageklasse. Gold lässt sich im Vergleich zu den typischen (industriellen) Rohstoffen sehr gut und einfach abbilden, physisch oder als ETC (Exchange Traded Commodity). Rohstoffe sind in der Regel nur über den Terminmarkt oder indirekt als Aktieninvestment von Unternehmen, die ihren Geschäftszweck in dem jeweiligen Rohstoff haben, zu erwerben. Gold hat die Kurs-Erwartungen abermals auch in 2025 mehr als übertroffen. Auch wenn die Argumente für Gold weiterhin klar für sich sprechen, bleibt es schwierig, ein belastbares Potenzial für das Edelmetall zu berechnen. Die beiden größten Treiber des Goldpreises liegen in den massiven Käufen von Zentralbanken, um sich unabhängiger vom US-Dollar zu machen, und sind darin begründet, ein Stück alte Sicherheit in dieser von Veränderungen gekennzeichneten Welt zu haben. Möglicherweise sind es auch Verunsicherungen, ob unsere „Papierwährungen“ in einer neuen Weltordnung ihren Status behaupten können. Alles in allem war es gut und wird es wohl auch gut bleiben, Gold zu berücksichtigen. Bei den „richtigen“ Rohstoffen bleiben wir auf mittlere Sicht optimistisch für Metalle, die insbesondere für die Transformation zur Reduzierung von CO<sub>2</sub> gebraucht werden.

## Ergänzungsanlagen

Im Fokus stehen Wandelanleihen und Strukturierte Produkte. Bei Letzteren haben wir uns im Kern auf die Varianten Fixkupon und Aktienindexanleihe festgelegt. Beide sind der Anlageklasse Aktien zuzurechnen und verfügen über eine attraktive Ertragskomponente, die oberhalb von Anleihen mit durchschnittlicher Bonität liegt. Es gilt, generell die Emittentenqualität des Strukturierten Produktes im Auge zu behalten und eine Chancenabwägung vorzunehmen. Während in der Regel Fixkupon mit einer sehr tiefen Barriere über eine konservative Ausstattung verfügen, eignen sich Aktienanleihen auf Indizes für den automatischen „verbilligten“ Kauf bei einer abwärts gerichteten Börsenentwicklung. Somit sollte bereits bei Kauf des Produktes eine mögliche Rückzahlung in Aktien bzw. Indizes in Form von ETFs einkalkuliert werden. Wandelanleihen verbinden grundsätzlich die Funktion einer Anleihe mit den Möglichkeiten, am Kursanstieg der zu Grunde liegenden

Aktie zu partizipieren. Die Ausgestaltung führt dann aber häufig dazu, die Risiken auch im Bereich von Aktien zu klassifizieren.

## Beteiligungen/Spezialinvestments

Beteiligungen fungieren hier als Platzhalter/Sammelbecken für spezielle Investitionen im semiliquiden Bereich. Zu unseren Favoriten zählen Anlagen in den Segmenten Infrastruktur und Private Equity. In der Anlagestrategie auf die Details dieser Investments einzugehen, würde den Rahmen eindeutig sprengen. In der Regel ist die Liquidität stark eingeschränkt, ein langer Anlagehorizont sollte hier insbesondere auch aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit gegeben sein. Die nicht tägliche Bewertung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Wert Schwankungen unterliegt. Von Einzel-Projekten raten wir eher ab, da das Risiko durch eine mangelnde Streuung zu groß ist. Das Hinzufügen dieser Investments hat in der Regel einen positiven Einfluss auf die Rendite-Risiko-Struktur des gesamten Vermögens. Dies unterstützt unser Streben, durch möglichst viele Anlageklassen eine ausgeprägte Resilienz zu erzielen. Die größten Effekte sind wohl bei einer Kombination der genannten Anlagen zu erwarten. Während Infrastruktur für Ausschüttung und damit kontinuierliche Erträge steht, zeichnet sich Private Equity in der Regel durch Wertsteigerungen zum Ende des Investments aus. Für alle Beteiligungen gilt - wenn auch stark abgestuft - dass sie eine unternehmerische Komponente haben, so dass weder die Rückzahlung des Kapitals noch laufende Erträge als sichere Daten angenommen werden können.

## Allokation/Vermögensstrukturierung

In unserem Portfolio mit einer mittleren Risikobereitschaft spiegeln sich die Kernpunkte der Anlagestrategie 2026, **Chancen nutzen, Resilienz leben**.

Neben den Haupt-Anlageklassen Aktien und Anleihen etablieren wir Unternehmerische Beteiligungen, Immobilien, Rohstoffe/Gold, Ergänzungsanlagen in Form von Strukturierten Produkten und Wandelanleihen. Anleihen werden in Richtung ihres „natürlichen“ Gewichtes berücksichtigt. Da auch Europa mit dem Euro nicht über alle Zweifel erhaben ist, bleibt die Fremdwährungskomponente außerhalb des US-Dollar bestehen. Im Hinblick auf den Aspekt der Bewertung ergibt sich im Vergleich Aktien zu Anleihen kein Vorteil der Aktien. Die historisch geringe Prämie für Aktien rechtfertigt einerseits keine Übergewichtung, andererseits lassen sich die strategischen Themen gezielter mit Aktien abdecken und nicht auszuschließende höhere Inflationsraten auf mittlere Sicht begünstigen auch Aktien. Alles in allem liegt die juristische Aktienquote (mit Beteiligungen, Rohstoffen/Gold, Ergänzungsanlagen) oberhalb des Gewichtes für Anleihen.

## Fazit Vermögensstruktur

### Chancen nutzen

#### Aktien

- Mikro schlägt Makro (Vorteile für Unternehmen durch KI, mögliche Reflationierung, ausgeprägtere Anpassungsfähigkeit)
- KI verbreitern („Ermöglicher“ im Hinblick auf Energie)
- Internationalisierung beibehalten
- 5Ds bleiben strategisch gesetzt
- Nebenwerte, Asien als Themen

#### Unternehmensanleihen

- Fokus auf bessere Bonitäten, Beimischung High Yield, Nachranganleihen als Ergänzung

### Resilienz leben

#### Streuung

- Zwischen und innerhalb Anlageklassen stärken

#### Re-Allokation

- Leitportfolios/Vermögensstruktur auf Sollstruktur anpassen (Gold, Aktien)

#### Rebalancing US-Aktien

- Asien, Europa verstärken, hohes Gewicht USA bleibt dennoch bestehen

#### Investieren mit „Puffer“

- Wandelanleihen, defensive Indexzertifikate

#### Immobilien

- Neubewertung weitgehend erfolgt, tendenziell verstärken

#### Währung

- US-Dollar eher reduzieren, keine pauschale Währungssicherung bei Aktien, Fremdwährungen hoher Qualität berücksichtigen

#### Qualitätsanleihen

- Längere Laufzeiten, Staatsanleihen, Pfandbriefe

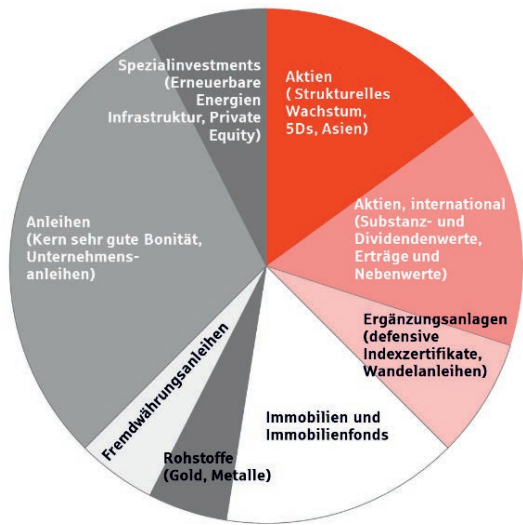
#### Gold/Rohstoffe

- Diversifikation, Anteil bestätigt

#### Unternehmerische Beteiligungen

- Infrastruktur, Private Equity

Hier handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allokation. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.



Prognosen auf einen Blick:

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	24.046	21.000 - 26.500	25.000
Euro Stoxx 50 Index	5.726	5.100 - 6.300	6.000
S&P 500 Index	6.847	5.900 - 7.600	7.300
MSCI World Index	4.405	3.800 - 5.000	4.700
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,85	2,50 - 3,15	3,00
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,15	3,75 - 4,75	4,25
Euro in US-Dollar	1,16	1,14 - 1,25	1,20
Gold (USD pro Feinunze)	4.190	3.800 - 5.000	4.500

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.  
Stand 08.12.2025

# Branchenüberblick

Branche	Sektortrends / Rahmenbedingungen 2026
<b>Automobil / -zulieferer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>US-Zölle und Marktanteilsverluste in China belasten die Branche.</li> <li>Hohe Investitionen in den Hochlauf der E-Antriebe.</li> <li>Chinesische Hersteller sorgen für Wettbewerbsdruck, v. a. im Einstiegssegment.</li> </ul>
<b>Banken / Finanzdienstleister</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Anstieg der Zinsergebnisse ist zum Stillstand gekommen.</li> <li>Bewertungslücke zum Gesamtmarkt schließt sich nach starker Rallye in 2025 langsam.</li> <li>Teilweise noch Nachholpotenzial aus schon länger laufenden Restrukturierungen.</li> </ul>
<b>Bau / -zulieferer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoffnung auf zusätzliche Aufträge aus expansiver Finanzpolitik sind schon stark eingepreist.</li> <li>Infrastrukturbetreiber in einem schwächeren Aktienmarktumfeld vergleichsweise attraktiv.</li> <li>Nach wie vor Bewertungslücke zwischen europäischen und US-Börsenplätzen.</li> </ul>
<b>Chemie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rezessive Stimmung im Angesicht des schwelenden Auftragsmangels.</li> <li>Hauptabnehmerbranchen wie Autos und Bau schwächeln.</li> <li>Europa verliert im internationalen Vergleich den Anschluss.</li> </ul>
<b>Gesundheit &amp; Pharma</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Demographischer Wandel unterstützt längeren Wachstumsausblick.</li> <li>Hohe Innovationskraft im Bereich Biotechnologie.</li> <li>Politische Unsicherheit im größten Markt USA.</li> </ul>
<b>Grund- und Rohstoffe</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sehr differenzierte Entwicklung. Stahlindustrie setzt Hoffnung auf neue EU-Zollschranken.</li> <li>Wirtschaftliche Belebung könnte die Gewinnentwicklung stützen.</li> </ul>
<b>Immobilien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Im Wohnimmobiliensegment bleiben höhere Mietpreisssteigerungen (Zeitverzögerung beim Mietenspiegel) ein wichtiger Treiber.</li> <li>Bilanzen haben sich verbessert. Zinsentwicklung bleibt wichtigster Einflussfaktor.</li> </ul>
<b>Industrie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ungebrochener Trend zur Digitalisierung/Automatisierung.</li> <li>Erholung der Frühindikatoren lässt weltweit auf sich warten.</li> <li>Fiskalische Impulse von hoher Bedeutung.</li> </ul>
<b>Konsum</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Luxussektor nach Ende des „China-Booms“ in der Neubewertungsphase.</li> <li>Käufer von Luxusartikeln in den USA sind kaum von der Abschwächung betroffen.</li> <li>Moderates Bewertungsniveau.</li> </ul>
<b>Medien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KI als Unterscheidungsfaktor innerhalb der Branche: Gewinner oder Verlierer?</li> <li>Dominanz von großen US-Tech-Konzernen belastet Anbieter klassischer TV-Werbung.</li> <li>Bewertung spiegelt die Herausforderungen des Sektors gut wider.</li> </ul>
<b>Nahrungsmittel &amp; Getränke</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wirtschaftliche Abkühlung in den USA belastet Konzerne mit dortigem Hauptabsatzmarkt.</li> <li>Niedriges Bewertungsniveau macht die Branche attraktiv.</li> <li>Fragezeichen zum langfristigen Verbrauchsverhalten belasten die Getränkebranche.</li> </ul>
<b>Öl &amp; Gas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Angebotsüberschuss sorgt für Druck auf die Öl- und Gaspreise.</li> <li>Geopolitische Entwicklungen (Russland) haben großen Einfluss auf den Markt.</li> <li>Branche bleibt dividendenstark, ist aber nicht für alle Investoren investierbar (ESG).</li> </ul>
<b>Technologie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Künstliche Intelligenz bleibt in aller Munde.</li> <li>Aufbau von Rechenzentren als Triebfeder für die Halbleiterumsätze.</li> <li>Hohe Bewertung muss weiter mit prosperierenden Profiten unterfüttert werden.</li> </ul>
<b>Telekommunikation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hohe Umsatz- und Ergebnisstabilität der Branche.</li> <li>Sinkende Investitionserfordernisse ermöglichen steigende Dividendenzahlungen.</li> </ul>
<b>Versicherungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Schaden-/Unfallversicherungszyklus schwächt sich ab, die Preise kommen, ausgehend vom Rückversicherungssektor von einer hohen Ausgangsbasis, langsam unter Druck.</li> <li>Bewertung des Sektors ist, nach dem Zyklushoch, anspruchsvoll.</li> </ul>
<b>Versorger</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Netzbetreiber bleiben mit ihrer starken Planbarkeit auch nach dem Anstieg der Bewertungen noch attraktiv.</li> <li>Bei Stromproduzenten kommt es im Zuge der KI-Welle zu ersten Bewertungsübertreibungen.</li> </ul>





---

# Impressum

## Herausgeber:

Hamburger Sparkasse AG  
Dammthorstr. 1, 20354 Hamburg  
Telefon: (040) 35 78 - 0  
Internet: [www.haspa.de](http://www.haspa.de)

## Gestaltung:

Karola Müller (Cover), Haspa intern

## Grafiken:

Hamburger Sparkasse AG / LSEG Datastream

## Wichtige Hinweise

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Hamburger Sparkasse AG nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der Hamburger Sparkasse AG zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können.

Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

**Bitte beachten Sie:** Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung. Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die Hamburger Sparkasse AG vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Erstellungsdatum: 08.12.2025

