Secular Outlook 2027



Marketingmaterial
Veröffentlichungsdatum: 10.11.2026

Haspa
Private Banking



Inhalt

1. Einleitung 4

2. Gastbeitrag 6

3. Kernthesen und Entwicklungen seit dem letzten Secular Outlook 8

4. Fokusthemen 14

- 4.1 Künstliche Intelligenz 15
- 4.2 Staatsverschuldung 21
- 4.3 Zielkonflikte durch Konzentration 25

5. Ökonomisches Umfeld 28

- 5.1 Wachstum 29
- 5.2 Inflation und Notenbanken 34

6. Unsere Sicht auf die Anlageklassen 36

- 6.1 Aktien 37
- 6.2 Anleihen 42
- 6.3 Gold und Öl 47

7. Ableitung für die Vermögensallokation 50

8. Prognoseübersicht 56

1. Einleitung



Die kommenden zehn Jahre dürften von tiefgreifenden Veränderungen der globalen Wirtschafts- und Politikordnung geprägt sein. Zu den wesentlichen Triebkräften zählen weiterhin die 5 großen „**Ds**" – **D**igitalisierung und Künstliche Intelligenz (KI) , **D**efence (Rüstung), **D**emografie, **D**ekarbonisierung und **D**eglobalisierung (oder genauer gesagt Reglobalisierung). Hinzu kommen Veränderungen wie der Klimawandel, die zunehmende geopolitische Fragmentierung und die wachsende Staatsverschuldung, die nicht weniger prägend für die kommende Dekade sein dürften. Viele dieser Entwicklungen sind bereits heute erkennbar, ihre langfristigen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Auswirkungen lassen sich jedoch nur bedingt abschätzen. Dabei sind es insbesondere die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Trends, die das zukünftige wirtschaftliche Umfeld maßgeblich beeinflussen könnten.

Für Finanzmarktteilnehmer besteht eine wesentliche Herausforderung darin, langfristig erwartbare Trends mit häufig kurzfristig orientierten Anlagezielen in Einklang zu bringen. Finanzmärkte reagieren auf konjunkturelle Schwankungen, Unternehmensnachrichten und politische Entscheidungen, wodurch strukturelle Entwicklungen zeitweise in den Hintergrund treten können. Wer sich ausschließlich an langfristigen Trends orientiert, riskiert, zwischenzeitliche Anlagechancen zu verpassen. Wer hingegen nur kurzfristige Entwicklungen berücksichtigt, läuft Gefahr, fundamentale Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds zu unterschätzen. Eine erfolgreiche Vermögensallokation erfordert daher die richtige Balance zwischen kurzfristigen Opportunitäten und langfristigen Trends.

Eine zentrale Aufgabe unseres Secular Outlook besteht darin, die wesentlichen strukturellen Einflussfaktoren zu identifizieren und ihre möglichen Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte und einzelne Anlageklassen abzuleiten. Die Herausforderungen der kommenden Dekade sind erheblich und dürften zumindest zeitweise mit erhöhten Unsicherheiten und stärkeren Marktschwankungen einhergehen. Daraus muss sich für langfristige Anleger jedoch kein grundsätzlich pessimistisches Bild ergeben. Risiken für die Weltwirtschaft sind nicht zwangsläufig mit entsprechend negativen Auswirkungen auf langfristige Kapitalmarktrenditen gleichzusetzen. Selbst tiefgreifende wirtschaftliche und geopolitische Umbrüche können neue Wachstums- und Investitionsmöglichkeiten eröffnen. Die Anpassung an veränderte Rahmenbedingungen erfordert Innovationen, umfangreiche Investitionen in Infrastruktur und Technologie sowie die Entwicklung neuer Geschäftsmodelle. Gleichzeitig dürften sich die wirtschaftlichen Chancen und Risiken zunehmend zwischen einzelnen Ländern, Branchen und Unternehmen unterscheiden.

Gerade vor diesem Hintergrund bleibt langfristiges Investieren aus unserer Sicht sinnvoll. Entscheidend ist jedoch, die Annahmen der strategischen Vermögensallokation regelmäßig zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Dabei geht es keineswegs darum, die vielfältigen Risiken der kommenden Dekade zu ignorieren. Vielmehr sollten Anleger diesen mit einer robusten und ausreichend diversifizierten Portfolioallokation begegnen, ohne sie zum alleinigen Ausgangspunkt ihrer Investitionsentscheidungen zu machen. Die zunehmende Bedeutung geopolitischer und makroökonomischer Einflussfaktoren macht es dabei erforderlich, Entwicklungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene stärker mit ihren Auswirkungen auf einzelne Unternehmen, Sektoren und Anlageklassen zu verknüpfen.

> „Langfristig erwartbare Trends müssen mit oft kurzfristig orientierten Anlagezielen in Einklang gebracht werden."

Unser Secular Outlook betrachtet einen Zehnjahreshorizont und konzentriert sich bewusst auf langfristige strukturelle Entwicklungen, während kurzfristige konjunkturelle und zyklische Schwankungen weitgehend ausgeklammert werden.

Bei den Kapitalmarktimplikationen konzentrieren wir uns auf die drei liquiden Anlageklassen Aktien, Anleihen und Gold. Aktien und Anleihen bilden traditionell das Fundament der strategischen Vermögensallokation, wie nicht zuletzt das klassische 60/40-Portfolio verdeutlicht. Gold ergänzt diese beiden Anlageklassen als eigenständiger Diversifikationsbaustein, dessen Bedeutung angesichts der identifizierten geopolitischen, fiskalischen und monetären Risiken zunehmen könnte. Die Fokussierung auf diese drei Anlageklassen ermöglicht es, die wesentlichen Wirkungskanäle säkularer Entwicklungen auf Wachstum, Inflation, Zinsen und Risikoprämien systematisch zu untersuchen und daraus langfristige Kapitalmarkterwartungen abzuleiten. Sie stellt jedoch keine Empfehlung dar, die Vermögensallokation auf diese Anlageklassen zu beschränken. Vielmehr bleibt ein breit diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio aus unserer Sicht ein zentraler Bestandteil einer robusten strategischen Vermögensallokation. ■

2. Gastbeitrag von Prof. Dr. Henning Vöpel: Die Zukunft kann auch besser werden

Warum wir die Krisen der Gegenwart nicht für eine Krise der Zukunft halten dürfen - und weshalb gerade in Zeiten großer Unsicherheit neuer Fortschritt möglich wird

Geopolitische Krisen, wirtschaftliche Unsicherheit, Künstliche Intelligenz, Klimawandel und gesellschaftliche Polarisierung vermitteln den Eindruck einer Welt, die zunehmend außer Kontrolle gerät. Die Krisen der Gegenwart scheinen sich zu einer düsteren Prognose zu verdichten: Die Zukunft kann nur schlechter werden. Doch vielleicht liegt genau darin unser größter Irrtum. Denn die heutigen Krisen sind die Krisen der Gegenwart, nicht der Zukunft. Sie treten auf, weil die Gegenwart an die Grenzen einer Zukunft stößt, die mit der Gegenwart unvereinbar geworden ist. Gerade deshalb gibt es Grund zu der Annahme, dass die Zukunft trotz allem besser werden kann.

Der Lauf der Geschichte lässt sich nicht prognostizieren - aber verändern

Wir leben zweifellos in einer Zeit historischer Umbrüche. Die geopolitische Ordnung verändert sich grundlegend, während die technologische Revolution Wirtschaft und Gesellschaft neu organisiert. Beide Entwicklungen greifen tief in die bestehenden Machtverhältnisse, Institutionen und Lebensweisen ein. Die Welt, wie wir sie kennen, verliert an Stabilität. Eine neue ist noch nicht entstanden. Dass dieser Übergang mit Krisen, Erschütterungen und Unsicherheit verbunden ist, sollte nicht überraschen. Bestehende Strukturen geraten unter Druck, weil sie für Bedingungen geschaffen wurden, die nicht mehr gelten. Zwischen dem Ende des Vertrauten und dem Beginn des Neuen liegt notwendig eine Phase der Ungewissheit. Sie ist eine Übergangsphase.

Die Geschichte kennt zahlreiche Phasen, in denen die Zeitgenossen den Verlust des Vertrauten als Niedergang empfanden. Rückblickend war es jedoch oft der Beginn einer neuen Periode des Fortschritts. Die industrielle Revolution zerstörte traditionelle Wirtschafts- und Gesellschaftsstrukturen, bevor ihre langfristigen Wohlstandsgewinne sichtbar wurden. Die europäische Nachkriegsordnung entstand aus einer historischen Katastrophe. Der Zusammenbruch der alten Weltordnung eröffnete mit der Globalisierung Möglichkeiten, die zuvor kaum vorstellbar erschienen. Geschichte garantiert keine bessere Zukunft, aber sie zeigt, dass Fortschritt immer möglich war - gerade aus großen Umbrüchen heraus.



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

> „Die Gegenwart des Vergangenen ist die Erinnerung, die Gegenwart des Gegenwärtigen ist die Wahrnehmung und die Gegenwart des Zukünftigen ist die Erwartung.“
>
> Aurelius Augustinus (354-430 n.Chr.) in „Confessiones, XI“

Unsicherheit ist die Voraussetzung für neuen Fortschritt

Je fundamentaler diese Umbrüche sind, desto weniger lässt sich die Zukunft aus den Erfahrungen der Vergangenheit ableiten. Die Welt von morgen wird sehr wahrscheinlich ganz anders aussehen, als wir heute erwarten. Die Dynamiken sind zu komplex, um die Zukunft zu prognostizieren. So kann etwa eine Finanzkrise den Verlauf des Krieges in der Ukraine oder die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz plötzlich verändern und dadurch wiederum andere Ereignisse auslösen. Die Gegenwart verzweigt sich in unendlich viele Pfade der Zukunft.

Unsicherheit ist deshalb nicht bloß ein Mangel an Wissen. Sie ist eine grundlegende Eigenschaft einer offenen Zukunft. Der Versuch, die Zukunft zu prognostizieren, unterliegt daher einem epistemischen Fehlschluss: Die Prognose scheitert nicht an zu wenig Information über die Zukunft, sondern an der Komplexität der Gegenwart. Statt wissen zu wollen, wie die Zukunft aussehen wird, müssen wir vielmehr verstehen, unter welchen Bedingungen sie entsteht. Das Elementare gewinnt an Bedeutung für die strategische Ausrichtung und wird zu einer Form der Diversifizierung: Was bleibt auch unter unterschiedlichen Entwicklungen wichtig und werthaltig?

Die Zukunft entsteht heute wesentlich aus der Logik eines Systemwettbewerbs, der vor allem zwischen den USA, China, Russland und Europa stattfindet. Wer heute die wesentlichen geopolitischen und technologischen Dynamiken beeinflusst, beherrscht die Zukunft. Es ist darüber hinaus ein normativer Konflikt zwischen Demokratien und Autokratien. Dass Demokratien dabei schneller auf Konflikte stoßen als Autokratien, muss nicht als ihre Schwäche, sondern kann als ihre Stärke ausgelegt werden. Doch Demokratien zeigen sich heute verzagt und veränderungsmüde. Wer in so weitreichenden Umbrüchen nur versucht, den Status quo zu verteidigen, verschiebt das sichtbare Risiko lediglich in den unsichtbaren Verlust an Zukunft.

Nur wer die Gegenwart verändert, kann Zukunft gestalten

Daraus ergibt sich eine wichtige politische Konsequenz. Wer Zukunft gestalten will, darf sich nicht darauf beschränken, die Gegenwart zu stabilisieren. Eine Politik, die vor allem versucht, frühere Gewissheiten wiederherzustellen, läuft Gefahr, die Zukunft mit den Mitteln der Vergangenheit zu verhindern. Zukunft benötigt Institutionen, die nicht nur Sicherheit gewährleisten, sondern auch Veränderung ermöglichen, eine Wirtschaftspolitik, die nicht allein bestehende Strukturen schützt, sondern neue Wachstumspfade eröffnet, eine Gesellschaft, die Unsicherheit nicht als Bedrohung versteht, sondern als Bedingung von Freiheit, Innovation und Fortschritt.

Vielleicht werden spätere Generationen auf unsere Zeit ganz anders zurückblicken, als wir heute auf unsere Zukunft vorausblicken. Was uns heute als Epoche permanenter Krisen erscheint, könnte sich einmal als der Beginn einer tiefgreifenden Erneuerung erweisen. Das Basisszenario für die Zukunft kann daher nicht der Untergang der Welt sein, sondern eines, welches die Krisen der Gegenwart realistisch bewertet und zugleich die noch ungeahnten Möglichkeiten der Zukunft einbezieht. Die wichtigste Annahme für ein solches Szenario ist eine historisch abgeleitete und eine anthropologisch begründete: Menschen leben immer auch in einer vorgestellten Zukunft. Sie hatten immer die Hoffnung, dass es ihnen in Zukunft besser gehen möge. Konstruktive Kräfte gewinnen gegenüber den destruktiven langfristig die Oberhand. Wer eine von Krisen geschüttelte Gegenwart einfach in die Zukunft extrapoliert, erzeugt daher einen systematischen Prognosefehler zum Pessimismus hin. Daher gilt: Die Zukunft kann sehr wahrscheinlich besser werden. ■

3. Kernthesen und Entwicklungen seit dem letzten Secular Outlook



„Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen." Diese Aussage, die wahlweise Mark Twain, Winston Churchill oder einem unbekannten Dänen zugeschrieben wird, trifft einen wahren Kern. Denn Prognosen beschreiben Zustände, die noch nicht existieren und deren Grundfaktoren sich dynamisch ändern können. Als aktiver Teilnehmer am Kapitalmarkt sind sie dennoch unverzichtbar. Sie dienen als Orientierungshilfe, um in der Gegenwart bessere Entscheidungen zu treffen und Risiken zu minimieren. Ohne den Versuch, zukünftige Entwicklungen abzuschätzen, wäre ein koordiniertes und vorausschauendes Handeln unmöglich.

Im Folgenden stellen wir unsere Kernthesen und Annahmen vor, die den Rahmen für unsere langfristigen Kapitalmarktprognosen bilden. Dabei werfen wir auch einen Blick zurück auf das was wir im vergangenen Jahr an selber Stelle geschrieben haben. Insgesamt können wir viele von uns erwartete Entwicklungen bestätigen. Unsere Grundannahmen bezüglich der langfristigen Trends bleiben somit bestehen.

Multipolare Weltordnung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Eines der Kernthemen unseres letzten Secular Outlooks war die multipolare Weltordnung und in diesem Zusammenhang die Neuordnung der Geopolitik. Dabei wurden China und die USA als die zentralen Pole identifiziert. An dieser Einschätzung hat sich nichts verändert. Beide Länder dürften in den kommenden Jahren sowohl militärische als auch vor allem technologische Macht in sich konzentrieren. Doch auch wenn sich in diesen Bereichen die Bipolarität weiter verfestigen dürfte, bedeutet dies im Umkehrschluss nicht, dass eine Multipolarität in anderen Bereichen der internationalen Ordnung kategorisch ausgeschlossen ist. Vielmehr könnte sich eine asymmetrische Multipolarität durchsetzen, in der Europa und bedeutende Schwellenländer wirtschaftlich größere Handlungsspielräume anstreben. Hier sind vor allem die ASEAN-Staaten, Russland und Indien hervorzuheben, die neue Absatzmärkte und Investitionschancen verbinden. Auch könnte sich Europa bei einer Umsetzung der im „Draghi-Plan" genannten Punkte und einer allgemein vertiefteren Integration als stärkerer globaler Machtblock profilieren. Allerdings dürften die USA und China auch in dieser asymmetrischen Multipolarität die entscheidenden Spieler bleiben, da diese letztendlich als duopolitische Bereitsteller von Technologie, Sicherheitsarchitektur und Wirtschaftsmacht in Konkurrenz stehen. Da vor allem die technologische Dominanz im KI-Bereich zumindest mittelfristig klar bei diesen beiden liegen dürfte, sind andere Staaten und Interessenblöcke letztendlich darauf angewiesen, sich in irgendeiner Form für eine der beiden Seiten zu entscheiden: Multipolarität ja, aber asymmetrisch geprägt durch USA und China.

Anspannungen im USA-China-Verhältnis (neu aufgenommen)

Das USA-China-Verhältnis war in den letzten Jahrzehnten vornehmlich von zwei Phasen geprägt. Auf Kooperation folgte Rivalität. Inwieweit und in welcher Form es in den kommenden zehn Jahren abermals zu einem Strategiewechsel kommt, wird von unterschiedlichen Einflussfaktoren abhängig sein.

Bei seinen Staatsbesuchen in den USA griff der chinesische Präsident Xi bereits an mehreren Stellen den Begriff „Thukydides Falle" auf. Diese bezeichnet eine Annahme, nach der auf eine Situation, in der eine aufstrebende Supermacht droht, eine etablierte Supermacht zu ersetzten, üblicherweise ein Krieg folgt. Dass Xi bewusst diesen Begriff verwendet, deutet auf das Selbstverständnis Chinas hin, die globale Führungsmacht ersetzen zu wollen.

Dämpfend auf eine mögliche Eskalationsbereitschaft der USA dürfte vor allem die hohe Abhängigkeit der USA von Importen von Seltenen Erden aus dem Reich der Mitte sein. Verkomplizierend kommt die enorme Abhängigkeit der USA von Halbleiter-Importen aus Taiwan hinzu. Nicht zuletzt aus diesem Grund sollte der Taiwan-Konflikt in den kommenden 10 Jahren weiterhin einen der sensibelsten und größten Gefahrenpunkte für die Weltwirtschaft darstellen. China dürfte aufgrund seiner Wirtschaftsmacht zunehmend vehementer seine Ansprüche auf Taiwan erheben. Hinzu kommt, dass die Hemmschwelle zum Einsatz militärischer Mittel mit Blick auf die jüngere Vergangenheit (russischer Angriffskrieg auf die Ukraine sowie die militärischen Interventionen der USA in Venezuela und dem Iran) gesunken zu sein und das internationale Regel- und Wertesystem in vielen Bereichen immer mehr dem „Gesetz des Stärkeren" zu weichen scheint. Doch auch wenn sich die USA weiterhin zunehmend von ihrer globalen Rolle als Weltpolizei und Verfechter der von ihr forcierten internationalen Ordnung zurückziehen sollten, dürfte dies nichts an dem geostrategischen Interesse an Taiwan ändern. Denn auch unter größten Aufwendungen sollte eine Reduzierung der Abhängigkeit der USA von taiwanesischen Halbleitern nur langsam vonstattengehen. Insgesamt dürften die USA daher ein großes Interesse an einem autonomen Taiwan haben.

Rüstung und Sicherheitspolitik (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Rüstung und Sicherheitspolitik bleiben in unseren Augen eines der prägendsten Themen in den kommenden zehn Jahren. Steigende geopolitische Spannungen machen Verteidigung und zivile Resilienz zu langfristigen Ausgabenprioritäten. Hier ist vor allem die im Zuge der Neuausrichtung der NATO beschlossene Erhöhung der jährlichen Rüstungsausgaben auf 5 Prozent des BIP hervorzuheben. Neben der Finanzierung von klassischen Verteidigungsausgaben dürften auch die Aufwendungen für Cybersicherheit und den Schutz kritischer Infrastruktur deutlich zunehmen. Denn KI, Drohnen, Cyberangriffe und hybride Kriegsführung werden die Kostenstruktur für Sicherheit nachhaltig verändern. So liegen beispielsweise zumindest gegenwärtig hohe Asymmetrien vor. Vergleichsweise günstige Angriffswaffen können extrem kostenintensive Abwehrreaktionen erforderlich machen. Dies unterstreicht die Notwendigkeit von innovativen und skalierbaren Schutzsystemen. Zeitgleich dürften KI, Robotik und Cybertechnologie auch bei Angriffssystemen stärkere Anwendung finden, sodass es zu einem „Katz-und-Maus-Spiel" kommen sollte. Vor allem dem Thema Cybersecurity dürfte mit Blick auf die rasanten Entwicklungen im KI-Bereich (und nicht zuletzt mangels fehlender Erfahrungswerte) bei der Bekämpfung dieser Art von Angriffen eine besondere Bedeutung zuteilwerden. Mit Blick auf die Rüstungsausgaben ist volkswirtschaftlich der Schutz kritischer Infrastruktur hervorzuheben. Zeitgleich dürfte der Bedarf an steigenden Verteidigungsausgaben, die vornehmlich unproduktiver Natur sein dürften, die Staatsfinanzen weiter belasten und produktivere Ausgaben verdrängen. Zudem besteht die Gefahr technologischer Fehlallokationen.

Klimawandel (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Gesamtwirtschaftlich macht sich der Klimawandel weiterhin vor allem in Form einer Zunahme von physischen Schäden, Ernte- und Produktionsausfällen bemerkbar. Insbesondere durch den Austritt der USA aus dem Pariser Klimaabkommen fehlt es an einer aktiven globalen Bekämpfungsstrategie gegen den Klimawandel. Damit dürfte sich der Fokus (zumindest mittelfristig primär national/privatwirtschaftlich) weg von der Bekämpfung hin zu einer Anpassung und einer Abfederung der negativen Folgen des Klimawandels verschieben. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht dürften die Anpassungsausgaben zum Schutz gegen die Folgen des Klimawandels positiv auf das Wachstum wirken und einen langfristigen Investitionsbedarf mit sich bringen. Allerdings sind diese Ausgaben als unproduktiv zu bewerten und es besteht die Gefahr der Verdrängung von produktiven Investitionen. Außerdem stellt die Behebung von Klimawandelschäden lediglich eine Wiederherstellung des ursprünglichen Kapitalstocks dar. Ähnlich wie bei Reparaturen führt dies zwar rechnerisch zu einem Wachstum, aber nicht zu höherem Wohlstand. Hinzu kommt, dass Schäden durch den Klimawandel in der Regel angebotsseitig und tendenziell inflationär (beispielsweise durch eine Verteuerung von Lebensmittelpreisen) wirken. Angebotsseitige Schocks sind für Zentralbanken äußerst ungünstige Ereignisse, da diese nicht direkt mit Geldpolitik adressiert werden können (Zentralbanken verfügen weder über eine strategische Lebensmittel-Reserve noch können sie Öl drucken).

Grüne Transformation (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Die Welt benötigt kontinuierlich immer mehr Energie, insbesondere für KI-Rechenzentren und Elektromobilität. Gegenwärtig lässt sich dieser Bedarf auf globaler Ebene jedoch nicht vollumfänglich durch grüne Energien decken. Dies könnte die grüne Transformation potenziell sowohl verlangsamen als auch beschleunigen. Mit Blick auf die Verschiebungen im geopolitischen Machtgefüge dürfte auch das Motiv der Autarkie und Versorgungssicherheit stärker in den Fokus rücken. In den kommenden zehn Jahren dürfte die Energiepolitik, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der jüngeren Vergangenheit (russischer Angriffskrieg auf die Ukraine, Iran-Konflikt), einen noch größeren Stellenwert in der Industrie- und Sicherheitspolitik einnehmen. Aufgrund des hohen globalen Energiebedarfs erlebt die Atomkraft auf globaler Ebene eine Renaissance. Mit Blick auf die damit einhergehenden Gefahren, die exorbitant hohen Kosten im Gesamtlebenszyklus (inklusive Rückbau) und die wachsende Verfügbarkeit sowie immer effizienter werdenden „grünen Alternativen" scheint es uns jedoch unwahrscheinlich, dass klassischer Atomstrom die primäre Energiequelle in den kommenden zehn Jahren werden wird. Während die USA zuletzt eher Rückschritte bei der grünen Transformation gemacht haben, verfolgt China mit hoher Geschwindigkeit das Ziel der Klimaneutralität und setzt stark auf grüne Technologien. Dies insbesondere zur Sicherstellung einer autarken Energieversorgung und zur Erschließung innovativer Wachstumsmärkte. Chancen bei der grünen Transformation entstehen insbesondere bei den Themenfeldern Energieeffizienz, Wasserwirtschaft, Speicher, widerstandsfähiger Infrastruktur und Stromnetze. Ein wichtiger Faktor dürfte zudem der technologische Fortschritt (paradoxerweise nicht zuletzt dank der energiehungrigen Künstlichen Intelligenz) sein. Denn dieser kann Energiekosten senken und die Abhängigkeit von Energieimporten reduzieren. Fest steht, dass die grüne Transformation mit einem hohen Kapitalbedarf einhergehen wird.

Re-Globalisierung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↑)

Der Welthandel befindet sich weiterhin in einer anhaltenden Neuordnung. Eine Entwicklung, die noch nicht abgeschlossen ist und sich auch in den kommenden zehn Jahren fortsetzen dürfte. Dieser Prozess ist jedoch nicht mit einer Deglobalisierung im Sinne gesamthaft rückläufiger Handelsströme gleichzusetzen.

Wie im folgenden Abschnitt zu Protektionismus beschrieben, dürfte dieser dazu führen, dass direkte Handelsbeziehungen zwischen bestimmten Handelspartnern zumindest bei bestimmten Gütern und Dienstleistungen zurückgehen sollten. Bei kritischen Gütern (wie Seltenen Erden oder Halbleitern) dürften Abnehmer jedoch alles dafür unternehmen, um diese weiterhin importieren zu können. Insgesamt erwarten wir, dass vor allem Unternehmen zukünftig deutlich flexibel auf sich ändernde Rahmenbedingungen reagieren werden. Dies insbesondere in Form von Verlegungen von Produktionsstandorten, der Diversifikation von Lieferketten, dem Ausnutzen neuer Freihandelsabkommen und dem Erschließen neuer Absatzmärkte. Wir erwarten, dass die grenzüberschreitenden Wertschöpfungsketten und die internationale Arbeitsteilung nicht wegbrechen (Deglobalisierung), sondern in reorganisierter Form bestehen bleiben und weiter zunehmen werden. Negativ auswirken dürften sich jedoch höhere Redundanzen, vor allem in Form zusätzlicher Lagerhaltung, und tendenziell komplexeren Lieferketten. Insgesamt wird die Balance zwischen Effizienz und Resilienz entscheidend sein. Denn die Reglobalisierung wird unweigerlich neue Produktions- und Absatzmärkte eröffnen, wodurch sich Unterschiede zwischen regionalen Gewinnern und Verlieren vergrößern könnten. Für Anleger erschwert sich die globale Vermögensstreuung vor allem dadurch, dass es zu einer Entkopplung von geographischer Lokalität und tatsächlicher Exposition einzelner Länder von identischen Handelsströmen kommen könnte.

Protektionismus (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Das Forschungsinstitut Global Trade Alert dokumentiert seit Jahren die Neueinführung zahlreicher staatlicher Handelsinterventionen. Hier sind sowohl Schutzzölle, Subventionen, industriepolitische Vorgaben und Exportkontrollen hervorzuheben. Protektionismus und Reglobalisierung sind dabei jedoch keine Gegensätze. Durch Handelshemmnisse kommt es zwar zu einer Veränderung in der geographischen Organisation globaler Lieferketten, doch dürfte dies die internationale Arbeitsteilung nicht zwangsläufig zum Erliegen bringen. Hierdurch können sich prinzipiell neue regionale Investitionschancen ergeben. Jedoch erhöhen Zölle die Kosten für importierende Unternehmen, die diese, wie empirisch stark untermauert, in der Regel letztendlich auf Verbraucher abwälzen, was tendenziell inflationären Druck aufbauen dürfte. Schutzzölle könnten jedoch zumindest kurzfristig bei dem Aufbau „europäischer Champions" unterstützend wirken. Hier ist aber mit Gegenzöllen zu rechnen. Insgesamt bleibt Protektionismus aus volkswirtschaftlicher Brille ineffizient. Freihandelsinitiativen, wie zuletzt zwischen der EU und den Mercosur-Staaten sowie Indien, bleiben wichtige Gegenpole und dürften in den kommenden zehn Jahren eine wichtige Rolle bei der internationalen Arbeitsteilung einnehmen.

Near- und Friendshoring (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Während jahrzehntelang vor allem Kosteneffizienz (z. B. „just in time" Lieferung) und internationale Arbeitsteilung im Vordergrund standen, gewinnen Versorgungssicherheit und strategische Unabhängigkeit an Bedeutung. Durch Near- und Friendshoring werden Produktionskapazitäten zunehmend in geografisch nähere oder politisch verlässlichere Länder verlagert. Besonders deutlich wird die Notwendigkeit dieser Entwicklung bei kritischen Gütern wie Medikamenten. Europa ist insbesondere bei generischen Arzneimitteln und Antibiotika in hohem Maße von asiatischen Wirkstoffproduzenten abhängig. Entsprechend könnten strategisch wichtige Produktionskapazitäten künftig verstärkt innerhalb Europas oder in Partnerländern aufgebaut werden. Insgesamt dürfte sich langfristig der Zielkonflikt zwischen wirtschaftlicher Effizienz und strategischer Sicherheit verschärfen.

Gesellschaftliche Akzeptanz (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Demonstrationen und Unruhen im Zuge der französischen Haushaltsdebatten, Widerstand gegen die deutsche Rentenreform, Proteste gegen den Bau neuer Re-

chenzentren in den USA, wachsende Sorgen vor Arbeitsplatzverlusten durch Künstliche Intelligenz und weltweite Klimaproteste verdeutlichen, dass viele der großen säkularen Entwicklungen nicht automatisch auf gesellschaftliche Akzeptanz stoßen. Denn tiefgreifende wirtschaftliche und technologische Veränderungen gehen häufig mit ungleich verteilten Kosten und Nutzen einher. Während einige Bevölkerungsgruppen von neuen Wachstumschancen profitieren, sehen sich andere mit Arbeitsplatzverlusten, steigenden Lebenshaltungskosten oder Einschränkungen ihrer bisherigen Lebensweise konfrontiert. Dies könnte zu einem weiteren Auseinanderdriften der Einkommensverteilung aus Arbeit und Vermögen führen, was ohne Neujustierungen zu sinkender Akzeptanz führen dürfte.

Fehlende gesellschaftliche Akzeptanz könnte notwendige Reformen, Infrastrukturprojekte und technologische Innovationen verzögern oder deren Umsetzung erheblich verteuern. Gleichzeitig dürfte die Fähigkeit von Staaten, wirtschaftlichen Wandel sozialverträglich zu gestalten und breite gesellschaftliche Unterstützung zu gewinnen, zunehmend zu einem entscheidenden Standortfaktor werden. Damit könnte die gesellschaftliche Akzeptanz selbst zu einer wesentlichen Einflussgröße für das langfristige Wachstumspotenzial und die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Volkswirtschaften werden.

Demografie (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Im Gegensatz zu vielen anderen langfristigen Entwicklungen ist die demografische Entwicklung vielmehr eine Vorausberechnung als eine klassische Prognose und daher vergleichsweise gut vorhersehbar. Die Anzahl von Erwerbspersonen dürfte im Euroraum, vor allem in Deutschland und Italien, abnehmen und mit steigenden Renten- und Gesundheitsausgaben einhergehen. Dies macht institutionelle Veränderungen in einigen Bereichen, wie beispielsweise Pensionskassen, unumgänglich. In Asien ist das demografische Bild durchwachsen. Während China nach Jahrzehnten der Ein-Kind-Politik einem strukturell schrumpfenden Arbeitskräfteangebot und einer raschen Alterung gegenübersteht, liegen beispielsweise in Indien, den Philippinen und Indonesien günstigere demografische Voraussetzungen vor. Mit nur noch 0,8 Prozent per annum hat sich das globale Bevölkerungswachstum in den letzten 50 Jahren mehr als halbiert.

Eine Überalterung der Bevölkerung birgt die Gefahr von Fachkräftemangel. Zudem dürfte der demografische Wandel tendenziell mit einer Verschiebung von Produktionsstandorten und Absatzmärkten einhergehen. Robotik, KI und medizinischer Fortschritt könnten durch höhere Produktivität und eine Zunahme der Lebensarbeitszeit die negativen Folgen des demografischen Wandels zumindest vorrübergehend abfedern. In der sehr langen Frist stellt sich zudem die Frage nach einer möglichen Rückbildung von Infrastruktur. Während dies in großen Städten voraussichtlich weniger der Fall sein dürfte, könnte dies vor allem den ländlichen Raum betreffen.

Digitalisierung und KI (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↑)

Künstliche Intelligenz dürfte zu den bedeutendsten technologischen und wirtschaftlichen Umbrüchen der kommenden Dekade zählen. Durch die Automatisierung zunehmend komplexer Tätigkeiten könnte sie das Produktivitätswachstum strukturell erhöhen, bestehende Geschäftsmodelle grundlegend verändern und dem demografisch bedingten Rückgang des Arbeitskräfteangebots entgegenwirken. Umfang und Geschwindigkeit dieser Entwicklung bleiben jedoch unsicher und hängen insbesondere von der breiten Anwendung, der Verfügbarkeit von Energie und Rechenkapazitäten sowie regulatorischen Rahmenbedingungen ab. Für die Kapitalmärkte eröffnet KI erhebliche Wachstums- und Investitionspotenziale, könnte jedoch zugleich bestehende Geschäftsmodelle disruptieren und die Konzentration von Unternehmensgewinnen verstärken. Ob die Technologie langfristig zu einem breiten Wohlstandsgewinn führt oder bestehende wirtschaftliche Ungleichgewichte verschärft, dürfte maßgeblich von ihrer Verbreitung und der Verteilung ihrer Erträge abhängen.

De-Dollarisierung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↑)

Der US-Dollar bleibt die dominierende globale Leitwährung. In der kommenden Dekade erwarten wir jedoch einen graduellen Bedeutungsverlust (De-Dollarisierung). Treiber sind die zunehmende geopolitische Fragmentierung, die wachsende wirtschaftliche Bedeutung Asiens und der Schwellenländer sowie die strukturell angespannte US-Haushaltslage. Hinzu kommen politische Eingriffe und Zweifel an der langfristigen Unabhängigkeit der Fed, die das Vertrauen in die institutionelle Stabilität der USA beeinträchtigen könnten. Diese Entwicklungen begünstigen den sogenannten Debasement-Trade: Anleger reduzieren ihre Abhängigkeit von staatlichen Währungen und nominalen Forderungen, um sich gegen einen befürchteten langfristigen Kaufkraftverlust durch Inflation, Staatsverschuldung und monetäre Staatsfinanzierung abzusichern. Davon könnten Realwerte (wie z. B. Gold) aber auch ausgewählte Kryptowährungen profitieren.

Die anhaltende Nachfrage der Zentralbanken nach Gold unterstreicht den Wunsch vieler Staaten, ihre Währungsreserven stärker zu diversifizieren. Gleichzeitig dürften die zunehmende wirtschaftliche Integration Asiens, alternative internationale Zahlungssysteme und eine stärkere Verwendung nationaler Währungen im grenzüberschreitenden Handel die Dominanz des US-Dollars schrittweise abschwächen. Allerdings bleiben die Größe, Liquidität und institutionelle Verankerung des US-Finanzmarktes erhebliche strukturelle Vorteile. Auch geopolitische Krisen könnten zwischenzeitlich eine ausgeprägte Dollarnachfrage auslösen. Insgesamt erwarten wir daher keinen abrupten Wechsel der globalen Leitwährung, sondern einen langfristigen, von zwischenzeitlichen Aufwertungsphasen unterbrochenen Abwärtstrend des US-Dollars.

De-Demokratisierung (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Die liberale Demokratie steht weltweit zunehmend unter Druck. Wirtschaftliche Spannungen, die durch Globalisierung, wachsende Ungleichheiten und apolitische Entscheidungen, die als unzureichend wahrgenommen werden, führen zu gesellschaftlicher Frustration. Das machen sich populistische und autoritäre politische Strömungen auch in etablierten Demokratien zunutze. Die regelbasierte internationale Ordnung droht zu schwinden. Insbesondere die USA ziehen sich zunehmend aus ihrer traditionellen Rolle als Verfechter einer liberalen Weltordnung zurück. Gleichzeitig bietet China vielen Schwellenländern ein alternatives Entwicklungsmodell, das wirtschaftliche Zusammenarbeit weitgehend unabhängig von demokratischen Reformen ermöglicht. In einer zunehmend multipolaren Weltordnung mit schwindendem westlichem Einfluss könnten dadurch insbesondere junge Demokratien unter Druck geraten. Für politische Eliten bleiben autoritäre Strukturen attraktiv, da sie Machterhalt und wirtschaftliche Entwicklung ohne umfassende demokratische Rechenschaftspflicht miteinander verbinden können. Langfristig droht dadurch eine weitere Erosion rechtsstaatlicher Institutionen und eine zunehmende geopolitische Fragmentierung. Mit Ungarn und Serbien gibt es aber auch Länder als Gegenbeispiel, in denen zuletzt demokratische Kräfte das Rennen gemacht haben. Außerdem zeigt das Beispiel von Syrien, dass Autokraten von der Bevölkerung nicht ewig bedingungslos akzeptiert werden müssen.

Blockchain-Technologie (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo ↓)

Das Narrativ rund um das Thema Blockchain verlagert sich zunehmend von einer umfassenden Dezentralisierung hin zu den konkreten Anwendungen. Blockchain-Technologie ist somit zunehmend differenzierter zu betrachten. So bleibt beispielsweise die Durchdringung des Bereichs Dezentralisierte Finanzen (DeFI) vor allem durch Regulierung, die Abhängigkeiten von nicht-dezentralen Komponenten und technische Risiken limitiert. Deutliche Effizienzgewinne dürften sich jedoch vor allem im Zahlungsverkehr und der Abwicklung von Wertpapiergeschäften (insb. durch Stablecoins, Smart Contracts und tokenisierte Wertpapiere) bemerkbar machen. Ein weiteres Anwendungsfeld sind Kryptowährungen, die in den vergangenen Jahren vor allem im Zahlungsverkehr und in der Vermögensallokation für große Veränderungen gesorgt haben. Eine Entwicklung, die sich unserer Erwartung nach in den kommenden zehn Jahren fortsetzen dürfte.

Industriepolitik (Bestätigung, ursprünglich erwartetes Tempo →)

Europas Industriepolitik steht vor entscheidenden Jahren. Der Wettbewerb mit US-amerikanischen und chinesischen Konzernen wird härter, der Protektionismus nimmt zu. Besonders der Exportsektor gerät unter Druck. Die nächsten Jahre werden daher von einem aggressiven Standortwettbewerb um Schlüsselindustrien wie KI, Halbleiter, Batterien, Biotechnologie, Luft- und Raumfahrt sowie Cleantech geprägt sein, der unter anderem über Steuervorteile und Subventionen betrieben werden dürfte. Staatliche Förderprogramme belasten jedoch den Haushalt und erhöhen die Staatsverschuldung. Zudem liegt das Risiko einer derartigen Wirtschaftspolitik in Gegenreaktionen durch protektionistische Maßnahmen wie Strafzölle oder Importbeschränkungen. Dennoch dürfte die Industriepolitik gerade für Europa Chancen bieten, um Unternehmen („European Champions“) zu schaffen, die mit den Großunternehmen aus den USA und China konkurrieren können. Ein wichtiger Hebel liegt dabei in der Förderung und dem nachhaltigen Verbleib von jungen, innovativen Unternehmen und Startups in Europa. ■



4. Fokusthemen

Mit Blick auf das Anlageumfeld in den nächsten zehn Jahren stechen vor allem drei Themenblöcke hervor: Künstliche Intelligenz, Staatsverschuldung und Zielkonflikte durch Konzentration.

4.1 Künstliche Intelligenz

Seit der Veröffentlichung von ChatGPT im November 2022 dominierte kein Thema den Kapitalmarkt so sehr wie Künstliche Intelligenz (KI). Dabei ist es keine Thematik, die vor wenigen Jahren plötzlich aus dem Nichts entstand. Die Grundlagen dafür wurden bereits Mitte des letzten Jahrhunderts mit den Künstlichen Neuronalen Netzen entwickelt. Bisher blieb nur der nachhaltige Erfolg aus, weshalb es Anfang der 1970er und Ende der 1980er jeweils KI-Winter gab. Mit der Weiterentwicklung von Big Data Analysen und Data Science wurden auch Methoden des Maschinellen Lernens aufgegriffen. Dort feierten die Künstlichen Neuronalen Netze, die dem Aufbau von biologischen Neuronen in Gehirnen nachempfunden sind, große Erfolge in der Mustererkennung. Sie bilden die Basis für Deep Learning, was eine Verarbeitung komplexer Informationen ermöglicht, die wiederum zu deterministischen Vorhersagen und Entscheidungen führt. Die internen Entscheidungsschritte und Gewichtungen der sog. Neuronen und Layer können dabei nicht genau nachvollzogen werden. Es ist nur der Eingang (Input) und das Ergebnis (Output) beobachtbar. Im Laufe der Zeit zeigte sich, dass die Ergebnisse besser wurden, je mehr Daten verwendet und je komplexer die Strukturen wurden. Letztlich hat die spektakuläre Entwicklung der Rechenleistung erst das ermöglicht, was wir heute Large Language Models (LLMs) nennen. Dies sind die großen Sprachmodelle, die hinter ChatGPT, Claude, Gemini, Meta AI und Co. stecken und sich durch die Fähigkeit zur Textgenerierung auszeichnen.

Zum Verständnis: Diese (generative) KI basiert letztlich also auf Wahrscheinlichkeiten. Das LLM reiht Wörter (bzw. Sprachelemente, Tokens) mit der größten Wahrscheinlichkeit hintereinander. Dabei werden, abhängig von dem eingebauten Mechanismus und den Einstellungen des Erstellers, immer wieder bewusst auch weniger wahrscheinliche, aber sprachlich immer noch passende Wörter gewählt, um Kreativität und Abwechslung zu ermöglichen. KI kann also generieren: neue Wortfolgen, Reime, Programmiercodes schaffen und unerwartete Verknüpfungen herstellen (z. B. einen Business Plan im Stil von Shakespeare schreiben). KI hat aber kein Bewusstsein: Sie kann nicht aus dem Nichts neue Konzepte erfinden oder einen eigenen Willen und tiefe Emotionen in einen Text einfließen lassen.

Dieser Hintergrund ist zum einen wichtig, um sich bewusst zu machen, dass manche Technologien lange brauchen, um zum entscheidenden Durchbruch zu gelangen. Dann kann es aber ganz schnell gehen. Zum anderen hilft das Wissen um die Funktionsweise, das Potenzial von KI besser einzuschätzen: Was kann sie und was kann sie nicht?

KI als Basistechnologie mit zwei Phasen

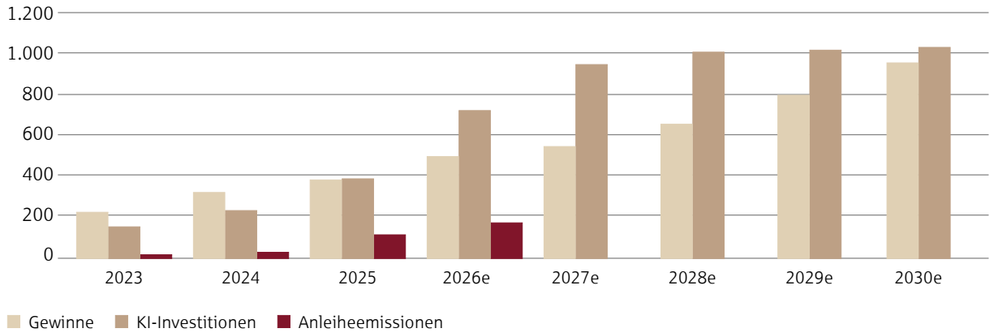
Allgemein lässt sich KI als Allzwecktechnologie bezeichnen, die vor allem kognitive Tätigkeiten automatisiert. Für sich alleine gesehen bringt sie, ähnlich wie Basistechnologien aus der Historie (z. B. Dampfmaschine, Elektrizität, Internet), noch kaum einen volkswirtschaftlichen Mehrwert. Vielmehr ist sie Mittel zum Zweck für Produktivitätsfortschritt in anderen Branchen.

Grundsätzlich lässt sich die KI-Revolution in zwei Phasen einteilen. Die erste Phase umfasst die Investitionen in die Infrastruktur - sowohl Hardware als auch Software. Die zweite Phase dreht sich um die Implementierung, also die Anwendung von KI in der Breite der Volkswirtschaft.

Phase 1: Infrastruktur-Investitionen

In den USA ist die erste Phase so richtig im Jahr 2024 gestartet. Die Investitionen der Hyperscaler, also der riesigen Cloud-Computing-Anbieter (Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta sowie Oracle und CoreWeave), überschritten die Marke von 200 Mrd. US-Dollar. Bis 2028 soll der Wert Analystenschätzungen zufolge bis auf über 1 Bio. US-Dollar ansteigen (siehe Abbildung 1). Das Geld fließt in Data Center, die mit allerlei Halbleitern, z. B. Grafikprozessoren / Rechenkernen (GPU-Chips), Hauptprozessoren (CPUs) und hochleistungsfähigen Speicherchips, ausgerüstet werden. Aufgrund des Angebotsengpasses profitieren in dieser Phase besonders die Hardware-Hersteller. Daneben sind aber auch Netzwerkkomponenten und Kühlanlagen notwendig. Die Wertschöpfungskette geht weiter über das Baugewerbe und bis hin zu Rohstoffanbietern von Kupfer und weiteren notwendigen Rohstoffen. Außerdem ist der extreme Strombedarf ein großes Thema, von dem Energiekonzerne profitieren. Auch die Daten- und Cybersicherheit darf nicht vergessen werden. Es wird klar, dass bei der KI-Infrastruktur eine Vielzahl von Unternehmen und Branchen beteiligt ist, an die man im ersten Moment nicht unbedingt gedacht hätte.

Abbildung 1: Kennzahlen der Hyperscaler (in Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg

Ist-Werte bzw. Analystenschätzungen zu KI-Investitionen, Gewinnen und Anleiheemissionen. Jeweils Summe der sechs Hyperscaler. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. e = erwartet.

Die Entwicklung der KI-Infrastruktur stellt, volkswirtschaftlich gesehen, den Aufbau des Kapitalstocks dar. Die Investitionen sind unmittelbar in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sichtbar. In den USA machten Ausgaben für IT-Hardware und Softwareentwicklung zuletzt 4,5 Prozent des BIP aus und lieferten 1 Prozent Wachstumsbeitrag. Dieses Phänomen dürfte sich noch etwa zwei bis drei Jahre fortsetzen, bis ein Plateau bei den Investitionen erreicht ist. Dann folgt hieraus kein weiterer Wachstumsimpuls.

Ein Risiko in dieser Phase ist eine Investitionsblase durch die Hyperscaler. Im rasant wachsenden Markt wird um jeden Preis um Marktanteile gekämpft, was zu einem gegenseitigen Übertrumpfen bei den Ausgaben führt. Individuell mag dies rational sein, doch könnte es in der Gesamtheit zu Überinvestitionen kommen. Nur die Gewinner dieses Wettrennens dürften ihre Ausgaben wieder hereinspielen. Damit einhergehend könnte es zu einer Gewinnblase bei den Hardware-Herstellern kommen. Solange das Wettrennen anhält und die Produktionskapazitäten beschränkt sind, lassen sich hohe Preise und damit Margen von 75 Prozent und mehr durchsetzen. Ökonomisch sind solche Margen aber nur bei absoluten Spezialanbietern dauerhaft tragfähig. In der Breite ist eher von einer Halbierung auszugehen. Auch ist die Zirkularität ein großes Problem. Sie könnte Preise und Bewertungen künstlich aufgebläht haben. Beispielsweise haben Halbleiterhersteller häufig Data-Center-Betreibern und LLM-Entwicklern Chips gegen Unternehmensbeteiligungen bereitgestellt. In dieser Situation haben beide Seiten ein Interesse an möglichst hohen Werten. Die Chip-Hersteller, weil sie hohe Buchgewinne vorzeigen können, und die LLM-Entwickler, weil sie eine hohe Unternehmensbewertung erreichen können.

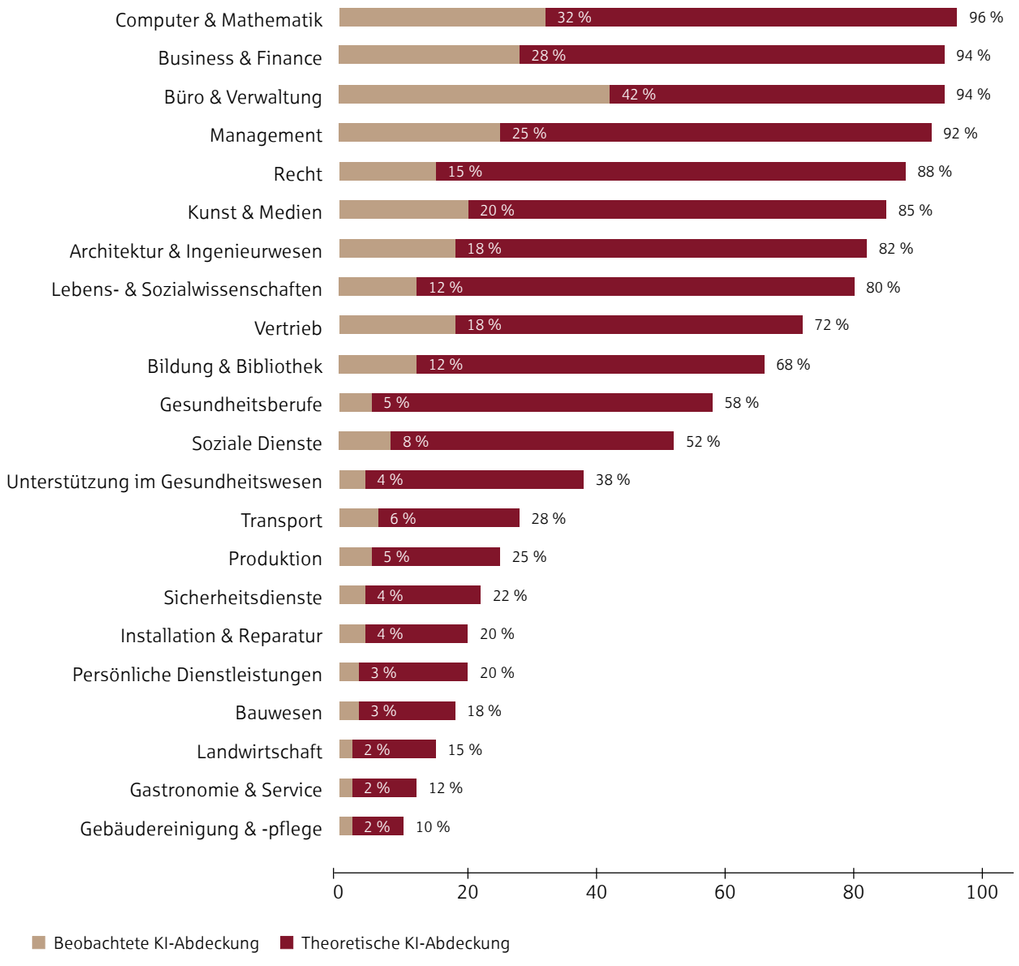
Des Weiteren besteht das Risiko, dass Teile der Data Center zu gestrandeten Vermögenswerten (stranded assets) werden könnten. Gemäß Moore's Law verdoppelt sich die Zahl der Transistoren auf einem Mikrochip und damit die Rechenleistung etwa alle zwei Jahre. Abgesehen von einer kurzen Pause Anfang der 2000er bewahrheitete sich die Beobachtung, dass Computertechnologie exponentiell leistungsfähiger und gleichzeitig drastisch günstiger wird, bis etwa 2016. Seither finden die Fortschritte vor allem durch architektonische Kniffe bei der Chip-Konstruktion statt und die Verdopplung hat sich auf einen Drei-Jahres-Rhythmus verlangsamt. Derzeit sind sich Experten uneins, ob Chips „ausentwickelt" sind oder man nur auf den nächsten Technologiesprung wartet. Auch die Entwicklung effizienterer Software (bzw. LLMs) ist nicht auszuschließen, die mit deutlich weniger Rechenleistung arbeiten kann. So gab es mit DeepSeek im Januar 2025 bereits einen Schockmoment, der zeigte, dass China KI-Systeme dramatisch günstiger, effizienter und unabhängig vom Silicon Valley entwickeln konnte. Auch in einem solchen Fall müsste die Hardware von Data Centern große Abschreibungen hinnehmen.

> „Im rasant wachsenden Markt wird um jeden Preis um Marktanteile gekämpft, was zu einem gegenseitigen Übertrumpfen bei den Ausgaben führt."

Ob und, wenn ja, wann eines dieser Risiken zum Tragen kommt, ist äußerst ungewiss, weshalb man als Anleger nicht darauf oder dagegen spekulieren sollte.

In der ersten Phase, dem Aufbau der KI-Infrastruktur, gibt es einen Wachstumsimpuls durch den Aufbau des Kapitalstocks. Die Preise werden dadurch getrieben, dass die Nachfrager um die knappen Halbleiter-Ressourcen und sonstigen Güter konkurrieren, die für Data Center gebraucht werden. Die Phase hat also einen inflationären Effekt. Durch den Investitionsboom werden außerdem neue Arbeitsplätze geschaffen und das BIP-Wachstum wird angehoben.

Abbildung 2: Modelltheoretisches KI-Potenzial



Quelle: Anthropic

Modelltheoretische Einschätzung zum KI-Potenzial. In rot die Einschätzung zur theoretischen Möglichkeit, in beige der bereits zu beobachtende Anteil.

Phase 2: Implementierung und Anwendung

In der zweiten Phase wird KI dann in der Breite der Unternehmen über alle Branchen hinweg implementiert und im laufenden Betrieb angewendet. Dies geschieht aber nur, wenn es sich in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung (GuV) der Unternehmen positiv auswirkt. Die Kostenersparnisse bzw. Gewinnsteigerungen müssen also über den Ausgaben für KI liegen.

In der zweiten Phase, der Implementierung, ist zu erwarten, dass die Anwendungskosten spürbar sinken und es Produktivitätsgewinne auf breiter Front gibt. Ökonomisch betrachtet gibt es hier einen Wachstumsbeitrag durch eine höhere Totalfaktorproduktivität. Gleichzeitig wirken niedrigere Herstellungskosten tendenziell disinflationär. Außerdem werden zwar neue Arten von Berufsfeldern kreiert, doch gleichzeitig können viele Jobs durch KI ersetzt werden. Einer Analyse von Anthropic zufolge sind dabei vor allem Dienstleistungstätigkeiten betroffen (siehe Abbildung 2). Darunter im Bereich Computer & Mathematik, Business & Finance, Büro & Verwaltung sowie Management und Recht. Diesmal sind also besonders Arbeitsplätze von gut ausgebildeten Arbeitnehmern gefährdet, die geistige bzw. Wissensarbeit verrichten. Körperliche, handwerkliche und praktische Tätigkeiten scheinen dagegen weniger betroffen. Insgesamt ist anzunehmen, dass einfache Routineaufgaben von KI übernommen werden und Menschen sich auf Bereiche mit einem hohen Grad von Individualität, Kreativität, Konzeption, Empathie und menschlichem Kontakt fokussieren.

Tabelle 1: Erwarteter Einfluss generativer KI auf das Wirtschaftswachstum aufgrund von Produktivitätssteigerungen

Quelle	Jahr	BIP-Effekt, global, p.a.	BIP-Effekt, 10 Jahre kumuliert & gerundet
Gordon & Fernald (INSEAD, Northwestern)	2026	0,05 %	0,05 %
Daron Acemoglu (MIT)	2026	0,04 – 0,10 %	1,20 %
Penn Wharton Budget Model	2024	0,04 – 0,10 %	1,30 %
FRI-Konsenspanel	2026	0,12 – 0,15 %	1,40 %
IWF	2025	0,13 – 0,40 %	2,70 %
EZB	2026	0,15 – 0,40 %	2,80 %
Bank of England	2026	0,20 – 0,35 %	2,80 %
Federal Reserve	2026	0,25 – 0,50 %	3,80 %
Haspa-Schätzung	2026	0,30 – 0,60 %	5,00 %
Erik Brynjolfsson (Stanford)	2026	0,45 – 0,60 %	5,30 %
OECD	2026	0,40 – 1,20 %	6,50 %
Goldman Sachs	2024	0,70 %	7,00 %
Bain & Company	2026	0,80 – 1,00 %	9,00 %
McKinsey	2025	1,00 %	12,00 %
PWC	2025	1,50 %	15,00 %

Quelle: Unterschiedliche, siehe Tabelle

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

Fazit und Ausblick

Das Potenzial von KI ist enorm, Produktivitätsfortschritte sind sehr wahrscheinlich - wann und in welchem Umfang, ist aber unsicher. So kann es mithin derzeit so wirken, als ob viele Anwender KI nur im Sinne einer besseren Internetsuche oder zur Erstellung lustiger Bilder, Videos und Musik nutzen. Dabei steht mit der Agentischen KI bereits ein Werkzeug zur Verfügung, das ein vorgegebenes Ziel eigenständig in einzelne Schritte zerlegt, Werkzeuge nutzt, Zwischenergebnisse durch Tests prüft, Fehler korrigiert und Aufgaben schrittweise selbständig erledigt. Insbesondere die Schnittstellen zu anderen Programmen, wie Office-Anwendungen, E-Mail-Programmen und Code-Editoren, können die Möglichkeiten auf ein neues Level heben.

Ein weiteres Feld, das noch in den Anfängen steckt, ist die Physikalische KI. Dabei agiert die KI nicht nur im digitalen Raum, sondern erhält einen physischen Körper, der seine Umwelt wahrnimmt, versteht und sich darin bewegen oder interagieren kann. Anders als klassische Roboter führt das System nicht nur sich wiederholende Bewegungen aus, sondern lernt, auf unvorhersehbare physische Ereignisse in Echtzeit zu reagieren. Beispiele dafür sind humanoide Roboter, autonome Mobilität, Industrie 4.0 sowie Operationsroboter in der Medizin. Manches davon gibt es bereits, könnte aber an Kosten oder anderen Gründen scheitern, sich nachhaltig durchzusetzen. Wiederum anderes könnte dagegen wie abgefahrene Zukunftsmusik klingen, aber womöglich schon bald im Alltag selbstverständlich sein. Aufgrund der hohen Ungewissheit orientieren wir uns hinsichtlich der Einschätzung der Produktivitätsgewinne an historischen Basistechnologien wie der Dampfmaschine, Eisenbahn, Elektrizität oder IT-Revolution. Hier lagen die Wachstumsbeiträge durch Produktivitätsgewinne bei 0,3 bis 0,6 Prozent pro Jahr. Die letztlichen Werte dürften zwischen Ländern stark variieren und könnten von der jeweiligen Wirtschaftsstruktur und dem verfügbaren Kapital abhängen.

Die Investitions- und die Anwendungsphase dürften sich überschneiden, sodass eine Einschätzung der Gesamtwirkung auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation zielführend ist. Unterm Strich scheint eine wachstumsfördernde Wirkung klar. Zunächst über Investitionen bzw. den Kapitalstock, später dann über Produktivitätsgewinne. Außerdem dürften zu Beginn die preistreibenden Elemente überwiegen und später die disinflationären Effekte. Dazwischen können sie sich die Waage halten.

> „Mit Blick in die Zukunft dürften die Interessen der Akteure in der KI-Domäne zunehmend auseinanderdriften.“

Als Anleger ist es unmöglich, das Thema KI zu ignorieren. Allerdings sollte man aufgrund der hohen Unsicherheit weder zu stark noch zu gering investiert sein. Auch sollte man weite Teile der Wertschöpfungskette abdecken. Denn mit Blick in die Zukunft dürften die Interessen der einzelnen Akteure in der KI-Domäne zunehmend auseinanderdriften. So werden Halbleiter-Hersteller ein Interesse an immer neuen Entwicklungen und damit an einer kurzen Abschreibungszeit von Chips haben, um immer wieder neue Modelle verkaufen zu können. Auf der anderen Seite stehen die Hyperscaler, also die Abnehmer dieser Hardware, die an günstigen Preisen und langen Abschreibungszeiträumen interessiert sind. Parallel sind sie dabei, eigene Chips zu entwickeln und dafür Produktionskapazitäten aufzubauen. Das Machtgefüge zwischen Hardware-Lieferanten und Software-Anbietern kann sich in den kommenden Jahren dynamisch verschieben, weshalb ein aktives und vorausschauendes Risikomanagement wichtig ist.

Unterm Strich fordert die KI-Revolution von Investoren genau das, was die Technologie selbst auszeichnet: Die Fähigkeit, sich kontinuierlich an ein rasant veränderndes Umfeld anzupassen und fundamentale Trends von einem kurzfristigem Hype zu unterscheiden.

Exkurs: Kritik

Bei aller Begeisterung und all dem Potential, das KI augenscheinlich hat, dürfen auch die Nachteile und Kritikpunkte nicht außer Acht gelassen werden. Zum einen haben die Data Center, auf denen die KI-Modelle betrieben werden, einen immensen Ressourcenverbrauch. Beispielsweise ist der Stromverbrauch alleine für KI-Anwendungen in den USA schon heute so groß wie der Bedarf der gesamten Volkswirtschaft von Ländern wie Belgien oder Österreich und bald so groß wie von Schweden. Damit geht ein entsprechender CO2-Fußabdruck einher. Außerdem führt der Wasserverbrauch mancherorts bereits zu intensiven Konflikten mit der lokalen Bevölkerung und Landwirten.

> „Schätzungen zufolge wird die Hälfte aller neu im Internet publizierten Texte und drei Viertel aller komplett neu erstellten Websites mittlerweile von KI generiert oder stark von ihr beeinflusst.“

Daneben bestehen aber auch Probleme mit den KI-Inhalten selbst. Beispielsweise gibt es regelmäßig Halluzinationen. Das heißt, dass ein LLM Fakten und Informationen frei erfindet, einfach nur weil sie wahrscheinlich erscheinen. Dabei verpackt es diese nicht existierenden Informationen völlig überzeugend und scheinbar plausibel als absolute Wahrheit. Zudem besteht die Gefahr, dass sich Vorurteile verfestigen und Falschinformationen sind schwerer identifizierbar. Außerdem kritisieren Künstler, dass es implizit ständig zu Plagiaten und Urheberrechtsverletzungen kommt. Ein Entlohnungssystem für verwendete Input-Inhalte fehlt gänzlich.

Es werden zunehmend Inhalte mit KI erzeugt. Schätzungen gehen davon aus, dass inzwischen die Hälfte aller neu im Internet veröffentlichter Textartikel und drei Viertel aller komplett neu erstellter Websites mittlerweile von KI generiert oder stark durch sie beeinflusst werden. Häufig fließen diese Inhalte wiederum als Trainingsdaten in die „neuen“ Modelle ein. Dies wirkt wie eine Art Inzest. Ein degenerativer Prozess setzt ein und Forscher sehen Anzeichen mit verblüffenden Ähnlichkeiten zu Alzheimer oder Demenz.

Abschließend sei auch das Risiko eines kompletten Kontrollverlusts erwähnt, der eine existenzielle Gefahr für die Menschheit darstellt. So ist im Juli 2026 ein KI-Modell von OpenAI aus seiner isolierten Testumgebung ausgebrochen und führte Cyberangriffe auf die Plattform „Hugging Face“ durch. Im Zuge dessen zeigten sich hochrangige Branchenstimmen besorgt und sprachen von einem Risiko von rund 10 Prozent, dass eine unkontrollierbare Superintelligenz mit dem Potential, die gesamte Menschheit auszulöschen, entwickelt werden könnte. Eine wissenschaftliche Grundlage für diese Wahrscheinlichkeit gibt es jedoch nicht. Auch wenn nicht auszuschließen ist, dass solche Äußerungen teilweise als PR-Stunt genutzt werden, um die Qualität bzw. Macht der KI-Modelle zu suggerieren, sollte man die Warnungen wohl auch nicht komplett abtun. Mindestens ein Kill-Switch (Notschalter) scheint angebracht, um die KI im Ernstfall sofort physisch vom Netz zu trennen. Insgesamt sollte die KI-Entwicklung wohl aber durch eine angemessene Regulierung und die Festlegung ethischer Mindeststandards begleitet werden. ■

4.2 Staatsverschuldung

Die weltweit hohe und in vielen Volkswirtschaften weiter steigende Staatsverschuldung dürfte eine der zentralen Herausforderungen der nächsten zehn Jahre darstellen. Dabei zeichnet sich ein struktureller Zielkonflikt ab: Während die großen säkularen Triebkräfte (geopolitische Spannungen, demografischer Wandel, Schäden durch Klimawandel) und die Transformation der Wirtschaft zusätzliche öffentliche Ausgaben erfordern, begrenzen hohe Schuldenstände und steigende Finanzierungskosten zunehmend den fiskalischen Handlungsspielraum. Für die Kapitalmärkte könnte damit weniger die absolute Schuldenhöhe als vielmehr die Frage entscheidend werden, welche Staaten ihre wachsenden finanziellen Verpflichtungen langfristig erfüllen können. Hinzu kommt die steigende Konkurrenz aus der Privatwirtschaft um Kapital. Denn die KI-bedingte Transformation hin zur kapitalintensiven Wertschöpfung wird mit Eigenkapital alleine kaum möglich sein. Hinzu kommt die Frage nach der gesellschaftlichen Akzeptanz, denn ohne Sparmaßnahmen dürften notwendige Haushaltskonsolidierungen schwer möglich sein. Diese stoßen aber auf zunehmenden Widerstand in den betroffenen Bevölkerungsgruppen.

Neue Ausgabenverpflichtungen treffen auf strukturell angespannte Haushalte

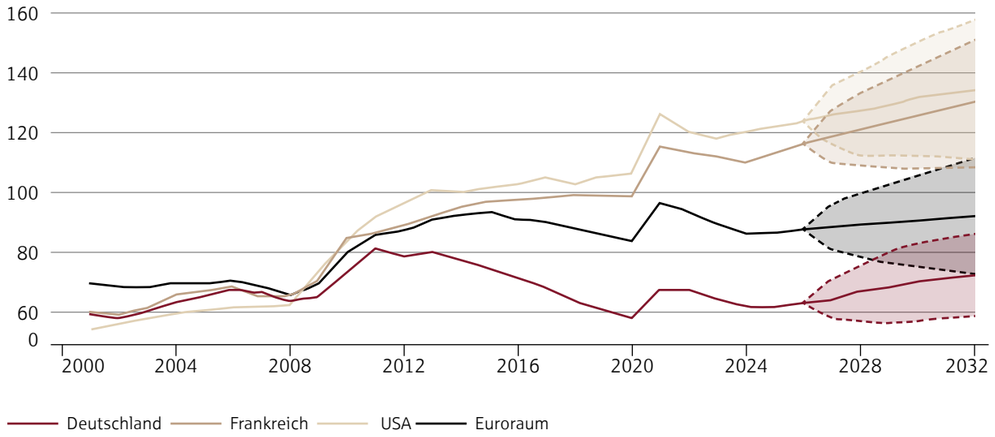
Bereits heute weisen zahlreiche große Volkswirtschaften erhebliche strukturelle Haushaltsdefizite auf. Insbesondere die USA und Frankreich stehen vor der Herausforderung, ihre Staatsfinanzen zu stabilisieren, ohne die wirtschaftliche Entwicklung zusätzlich zu belasten. Auch Japan und China stehen zunehmenden fiskalischen Anforderungen gegenüber. In Deutschland dürften die gelockerte Schuldenbremse und zusätzliche Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung ebenfalls zu einem längerfristigen Anstieg der Staatsverschuldung beitragen. Abbildung 3 zeigt Projektionen für den weiteren Verlauf der Schuldenquoten in den USA und im Euroraum.

Die Ursachen des zukünftigen Ausgabendrucks reichen jedoch weit über die aktuelle Haushaltspolitik hinaus. Besonders berechenbar ist dabei die demografische Entwicklung. Mit dem Eintritt geburtenstarker Jahrgänge in den Ruhestand steigen die Ausgaben für Renten, Gesundheit und Pflege, während das Erwerbspersonenpotenzial in zahlreichen Industrieländern schrumpft. Gleichzeitig erhöhen geopolitische Rivalitäten den Bedarf an Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben. Hinzu kommen erhebliche Investitionen in Klimaanpassung, Energieversorgung und die Widerstandsfähigkeit strategischer Lieferketten. Viele dieser Ausgaben sind politisch oder wirtschaftlich nur schwer vermeidbar und von der öffentlichen Hand zu tragen.

> „Ein wachsender Teil der staatlichen Haushalte wird durch langfristige Verpflichtungen gebunden, während der Spielraum für zusätzliche Maßnahmen abnimmt.“

Damit verschärft sich ein grundlegendes Problem: Ein wachsender Teil der staatlichen Haushalte wird durch langfristige Verpflichtungen gebunden, während der Spielraum für zusätzliche Maßnahmen abnimmt. Dies könnte insbesondere in zukünftigen Krisen zum Risiko werden. Während Staaten auf die globale Finanzkrise und die Corona-Pandemie mit umfangreichen fiskalischen Programmen reagieren konnten, dürfte die Finanzierung vergleichbarer Maßnahmen bei höheren Schuldenständen und Zinsen schwieriger werden. Im Euroraum könnten, wie bei der letzten Schuldenkrise, Zweifel an der Tragfähigkeit einzelner Staatshaushalte zudem erneut auf andere Mitgliedsländer und deren Finanzmärkte übergreifen.

Abbildung 3: Prognostizierte Entwicklung der Schuldenquoten in den USA, Deutschland, Frankreich und dem Euroraum. Durchsichtige Flächen markieren Spannweiten



Quelle: Bloomberg, Federal Reserve of St.Louis sowie eigene Berechnungen Haspa

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

Zwischen Wachstumsimpulsen und steigenden Finanzierungskosten

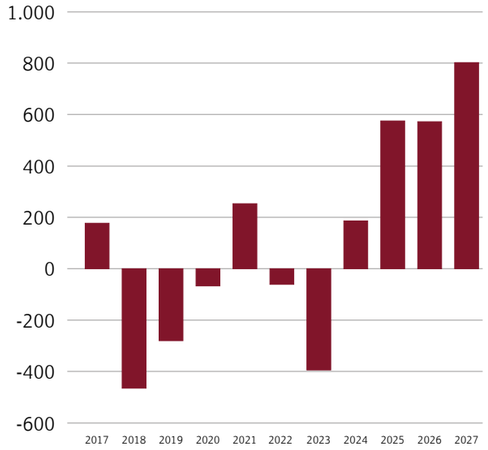
Die zunehmende staatliche Kapitalnachfrage dürfte auch die langfristige Zinsentwicklung beeinflussen. Zusätzliche Anleiheemissionen treffen auf einen erheblichen privaten Investitionsbedarf, insbesondere in den Bereichen Digitalisierung, KI, Energieinfrastruktur und Automatisierung. Dies könnte den Wettbewerb um verfügbares Kapital verstärken (siehe Kapitel Inflation und Notenbanken) und den neutralen Realzins, r*, erhöhen. Gleichzeitig können höhere staatliche Finanzierungskosten private Investitionen verdrängen und das langfristige Wachstumspotenzial beeinträchtigen.

Entscheidend ist daher die Qualität der öffentlichen Ausgaben. Produktive Investitionen in Infrastruktur, Bildung und Forschung können das Wachstumspotenzial erhöhen und damit langfristig auch die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen verbessern. Dagegen führen zusätzliche konsumtive Ausgaben oder ineffiziente Subventionen nicht zwangsläufig zu höheren zukünftigen Staatseinnahmen. Insbesondere bei Verteidigung und Klimaanpassung dürfte die wirtschaftliche Wirkung davon abhängen, in welchem Umfang zusätzliche Produktivität, technologische Innovationen und eine höhere Widerstandsfähigkeit entstehen.

Eine wichtige Chance eröffnet der technologische Fortschritt. KI und Robotik könnten den demografisch bedingten Rückgang des Arbeitskräfteangebots teilweise kompensieren und das Produktivitätswachstum erhöhen. Dadurch könnten das nominale BIP schneller zunehmen und die Schuldenquote sinken. Allerdings setzt eine nachhaltige Entlastung voraus, dass sich die Produktivitätsgewinne breit in der Wirtschaft durchsetzen und nicht lediglich einen einmaligen Niveaueffekt auslösen. Zudem könnten höhere erwartete Kapitalrenditen und zusätzliche Investitionen den neutralen Realzins anheben, sodass ein Teil der Wachstumsgewinne durch steigende Finanzierungskosten aufgezehrt würde.

Für die Schuldentragfähigkeit ist letztlich das Verhältnis zwischen nominalem Wirtschaftswachstum, effektiven Finanzierungskosten und Primärsaldo entscheidend. Selbst wenn die Wachstumsrate oberhalb des durchschnittlichen Schuldzinses liegt, können dauerhaft hohe Primärdefizite einen weiteren Anstieg der Schuldenquote verursachen. Eine allein wachstumsgetriebene Stabilisierung der Staatsfinanzen erscheint deshalb insbesondere in Ländern mit ausgeprägten strukturellen Defiziten als wenig wahrscheinlich.

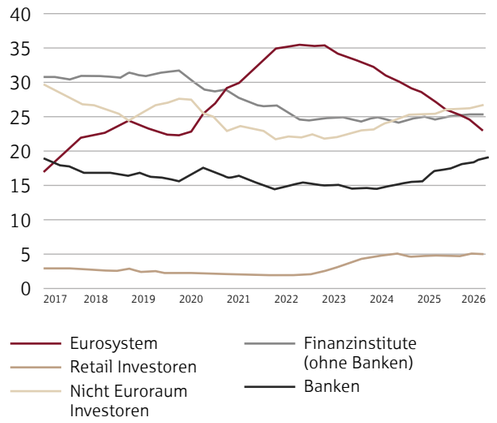
Abbildung 4: Nettoangebot (Bruttoemission abzüglich Tilgungen und Nettokäufen des Eurosystems in Mrd. Euro) an Staatsanleihen des Eurosystems



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen Haspa

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

Abbildung 5: Investorenstruktur am Staatsanleihemarkt im Euroraum in Prozent



Quelle: Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)

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

Wenn die Kapitalmärkte fiskalische Grenzen aufzeigen

Mit dem steigenden Finanzierungsbedarf der Staaten dürfte auch die Disziplinierungsfunktion der Kapitalmärkte an Bedeutung gewinnen. Investoren könnten für das Halten langfristiger Staatsanleihen zunehmend höhere Laufzeit- und Risikoprämien verlangen. Abbildung 4 zeigt das Nettoangebot an Staatsanleihen des Eurosystems, das am Markt Abnehmer finden muss. Vor der Corona-Pandemie war dieses Angebot durch die umfangreichen Anleihekäufe der EZB häufig sehr niedrig oder sogar negativ. Selbst während der Pandemie wurden die hohen staatlichen Nettoemissionen durch die Käufe der EZB weitgehend ausgeglichen. Seit 2022 hat sich das Bild grundlegend verändert. Die EZB hat ihre Nettoankäufe beendet und baut inzwischen ihre Anleihebestände ab. Gleichzeitig bleibt der Finanzierungsbedarf der Staaten hoch.

2025 musste der übrige Markt netto rund 800 Milliarden Euro an Staatsanleihen aufnehmen. Abbildung 5 zeigt, wie sich die Investorenstruktur durch den Wegfall der EZB (ein nicht preissensitiver Nachfrager) bereits gewandelt hat. Während der Anteil des Eurosystems zurückgeht, gewinnen andere Anlegergruppen, insbesondere Investoren außerhalb des Euroraums, an Bedeutung. Diese Anleger orientieren sich möglicherweise stärker an der angebotenen Rendite, den Risiken und den globalen Finanzmarktbedingungen. Verstärkt werden könnte dieser Effekt durch eine geringere strukturelle Nachfrage institutioneller Anleger nach sehr langfristigen Anleihen, wie sie sich beispielsweise im Zuge der niederländischen Pensionsreform abzeichnet.

Damit steigt auch die Bedeutung sogenannter Bond Vigilantes: Investoren, die auf eine als nicht nachhaltig wahrgenommene Haushaltspolitik mit dem Verkauf von

> „Mit steigendem Finanzierungsbedarf der Staaten wird die Disziplinierungsfunktion der Kapitalmärkte bedeutsamer.“



Staatsanleihen reagieren und dadurch die Finanzierungskosten erhöhen. Besonders anfällig dürften Volkswirtschaften mit hohen Refinanzierungsbedürfnissen, mit kurzer Laufzeitenstruktur ihrer Staatsschulden, schwachem Wachstum und begrenzter fiskalischer Glaubwürdigkeit sein. Die Vereinigten Staaten profitieren zwar weiterhin von der internationalen Rolle des US-Dollars und der hohen Liquidität ihres Staatsanleihemarktes, sind gegenüber einem strukturellen Anstieg der Laufzeitprämien jedoch nicht immun.

Gleichzeitig könnte die zunehmende Staatsverschuldung das Verhältnis zwischen Geld- und Fiskalpolitik nachhaltig verändern. Steigende Zinsausgaben erhöhen den politischen Druck auf Zentralbanken, die Finanzierungskosten möglichst niedrig zu halten. Dadurch wächst das Risiko einer fiskalischen Dominanz, bei der die Stabilisierung öffentlicher Haushalte zunehmend mit dem Ziel der Preisniveaustabilität konkurriert. Eine überraschend hohe Inflation könnte zwar den realen Wert bestehender nominaler Staatsschulden reduzieren, würde jedoch über steigende Inflationserwartungen und höhere zukünftige Finanzierungskosten keine nachhaltige Lösung darstellen. Im Euroraum wird dieser Zielkonflikt zusätzlich durch die weiterhin begrenzte fiskalische Integration verstärkt.

Die Erfahrungen zu einzelnen europäischen Staaten zeigen allerdings, dass eine glaubwürdige Haushaltskonsolidierung auch innerhalb eines Jahrzehnts erhebliche Fortschritte ermöglichen kann. Sinkende Defizite und eine stabilere Schuldenentwicklung können das Vertrauen der Investoren stärken und Risikoaufschläge reduzieren. Voraussetzung sind jedoch politische Reformbereitschaft und die Fähigkeit, notwendige Anpassungen über mehrere Jahre durchzuhalten.

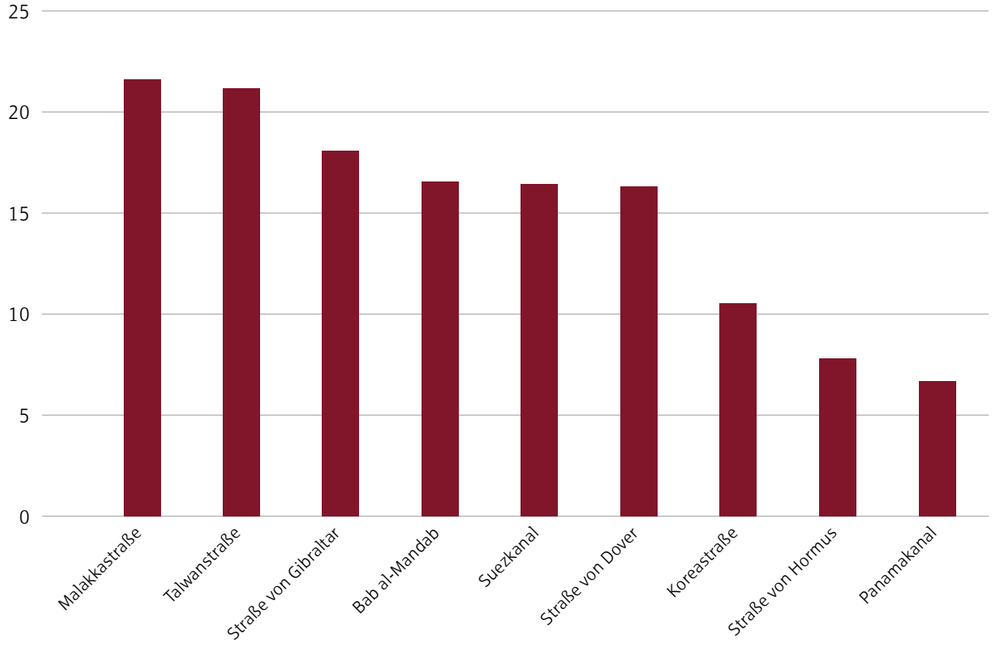
Insgesamt dürfte die kommende Dekade von einer zunehmenden Differenzierung der staatlichen Schuldentragfähigkeit geprägt sein. Während einige Volkswirtschaften durch Produktivitätsfortschritte und eine glaubwürdige Fiskalpolitik zusätzlichen Handlungsspielraum gewinnen könnten, droht anderen eine sich selbst verstärkende Wechselwirkung aus hohen Defiziten, steigenden Finanzierungskosten und schwachem Wachstum. Für die Kapitalmärkte könnten daher die fiskalische Glaubwürdigkeit einzelner Staaten sowie die Entwicklung von Realzinsen und Laufzeitprämien stärker in den Vordergrund rücken. ■

4.3 Zielkonflikte durch Konzentration

In vielen Bereichen der Wirtschafts- und Geopolitik, der Finanzmärkte und der Gesellschaft ist es in den vergangenen Jahrzehnten zu verschiedenen Formen von Konzentrationen gekommen. Die von uns identifizierten säkularen Entwicklungen dürften den sich aus einem hohen Grad an Konzentration ergebenen Zielkonflikt zwischen Effizienz und Abhängigkeit in den kommenden Jahren stärker in den Fokus rücken. In vielen kritischen Bereichen dürfte ein etwaig gewünschter Abbau von Konzentration jedoch äußerst langsam vonstattengehen, sodass bestmöglich mit dem Status quo umgegangen werden muss.

Der Iran-Konflikt in 2026, der mit einer weitgehenden Sperrung der Straße von Hormus einhergegangen ist, hat allseits bekannte, aber weitgehend ausgeblendete Schwachstellen der globalen Wertschöpfungsketten aufgezeigt: Maritime Engstellen. So bündeln maritime Engstellen wie der Suezkanal, der Panama-Kanal, Bab al-Mandab, Hormus, Malakka und die Straße von Taiwan bedeutende Energie- und Handelsströme (siehe Abbildung 6). Die Straße von Taiwan zählt zu den bedeutendsten maritimen Engpässen der Weltwirtschaft. Schätzungen zufolge passieren rund 20-25 Prozent des globalen Seehandels diese Meerenge. Damit stellt die Straße eine empfindliche Achillesferse der Weltwirtschaft dar. Eine militärische Eskalation zwischen China und Taiwan könnte daher nicht nur die hoch konzentrierte Halbleiterproduktion beeinträchtigen, sondern zugleich weitreichende Störungen internationaler Handels- und Lieferketten verursachen. Wie die jüngsten Angriffe auf Frachter im Roten Meer gezeigt haben, können dem globalen Handel aufgrund der engen geografischen Verdichtung von Warenströmen bereits mit gerin-

Abbildung 6: Anteil von „maritimen Engstellen“ am maritimen Handelswert in 2022 (in Prozent)

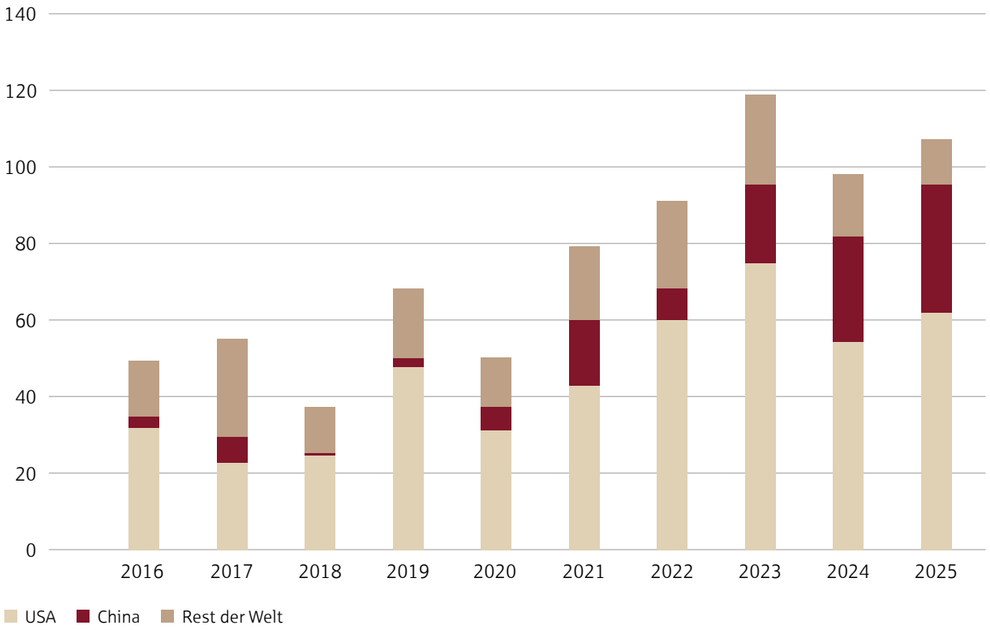


Quelle: Datensätze von Verschuur, Lumma & Hall (2025): „Systemic impacts of distruptions at maritime chokepoints”.

gem Kapitaleinsatz erhebliche Schäden zugefügt werden. Doch auch ohne mutwillige Fremdeinwirkung stellen konzentrierte Seestraßen eine erhebliche Gefahr dar. Wie gravierend bereits einzelne Ereignisse sein können, verdeutlichte die Havarie des Containerschiffs Ever Given im März 2021 im Suezkanal, durch welchen (vor den jüngsten geopolitischen Störungen) rund 12-15 Prozent des Welthandels hindurchgeleitet wurden. Die sechstägige Blockade führte zu einem Rückstau von über 400 Schiffen und verzögerte Warenströme im rechnerischen Wert von rund 9,6 Mrd. US-Dollar täglich. Die anhaltenden Störungen im Roten Meer zeigen darüber hinaus, dass geopolitische Konflikte internationale Handelsrouten über Jahre hinweg verändern können. Neben höheren Transportkosten und längeren Lieferzeiten entstehen dadurch erhebliche Risiken für die Versorgungssicherheit. Diese Entwicklung dürfte die Diversifizierung von Lieferketten sowie Investitionen in alternative Transportwege und regionale Produktionskapazitäten langfristig begünstigen. Ein Abbau der starken Abhängigkeit von Meerengen ist nicht von jetzt auf gleich möglich. Der strukturelle Anpassungsdruck dürfte insbesondere Investitionen in Logistik, Lieferkettensteuerung, Häfen und Transportinfrastruktur bevorteilen.

Eine weitere Entwicklung ist eine sich kontinuierlich verstärkende Konzentration von Wirtschaftsmacht durch KI. Denn menschliches Wissen und Arbeitskraft wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach in großem Umfang durch zentral kontrollierte KI-Systeme ersetzen lassen. Innerhalb von Volkswirtschaften ergibt sich hieraus eine Entwicklung, in der den Eigentümern von Rechenzentren, KI-Modellen und technologischer Infrastruktur ein immer größer werdender Teil der Wertschöpfung zufällt. Dies zahlt abermals auf die Frage nach der gesellschaftlichen Akzeptanz ein. Zwischen Volkswirtschaften dürften sich anhand der gleichen Überlegungen vor allem die USA und China aufgrund ihrer KI-Führerschaft einen überproportionalen Teil der globalen KI-Wertschöpfung unter sich aufteilen (siehe Abbildung 7). Zudem dürfte auch militärische Macht zunehmend von KI und Robotik abhängig sein. Dies schafft bei anderen Volkswirtschaften enorme Abhängigkeiten. Denn diese Länder bleiben technologisch und wirtschaftlich stark auf die KI-Bereitstellung angewiesen. Dies führt zum einen zu wenig Verhandlungsspielraum bei der Preissetzung und dem Ausmaß der abgeschöpften Wertschöpfung. Zum anderen erwächst aus den starken Interdependenzen ein hohes politisches „Erpressungspotenzial“. So kann der Ausschluss einzelner Personengruppen oder ganzer Länder von KI-Infrastruktur, Software und anderer Schlüsseltechnologien (z. B. Satelliten-Internet) zunehmend geostrategisch instrumentalisiert werden. Die Instrumentalisierung der technologischen Abhängigkeiten könnte somit eingesetzt werden, um dem Erstarken anderer Machtblöcke (multipolare Weltordnung) gezielt entgegenzuwirken.

Abbildung 7: Jährliche Veröffentlichung bedeutender KI Modelle nach Herkunftsland



Quelle: Epoch AI

Eine weitere Entwicklung ist die hohe Konzentration auf einzelne Personen und Unternehmen. So berichtete eine aktuelle Studie der OECD, dass bereits 2025 rund 60 Prozent aller aktiven Satelliten im Erdorbit im Besitz von dem eng an die Person Elon Musk gebundenen Unternehmen Starlink waren. Die außergewöhnliche Konzentration strategisch relevanter Produktionskapazitäten zeigt sich besonders deutlich in der Halbleiterindustrie. Der taiwanische Hersteller TSMC vereint inzwischen rund 73 Prozent des weltweiten Marktes für Halbleiter-Auftragsfertigung auf sich. Bei technologisch führenden Fertigungsprozessen liegt sein Marktanteil Schätzungen zufolge sogar bei rund 90 Prozent. Damit stellt Taiwan einen der bedeutendsten industriellen Engpässe der Weltwirtschaft dar. Die Frage scheint einfach: Warum können die Chip-Fabriken nicht einfach in den USA oder Europa aufgebaut werden? Das Problem hierbei ist, dass sich die taiwanesischen Unternehmen in einem engverzahnten Netzwerk aus Expertise, Technologie und Infrastruktur befinden. Im Endeffekt wäre der Versuch, ein Unternehmen wie TSMC in ein anderes Land zu verlegen, so, als würde man versuchen, das gesamte Silicon Valley von einem auf den anderen Tag umzusiedeln. Hinzu kommt, dass selbst ein kurzer zwischenzeitlicher Produktionsstopp zu einem uneinholbaren Rückstand beim Technologie-Wettkampf um die Entwicklung der modernsten Halbleiter zur Folge haben könnte.

Auf Konzentrationen an den Aktienmärkten gehen wir explizit im Kapitel „Aktien“ ein. ■





5. Ökonomisches Umfeld

Der Fokus liegt hier auf der Beschreibung des sich wandelnden Marktumfelds durch die säkularen Entwicklungen.

5.1 Wachstum

Allgemeine Einordnung

Um die Entwicklungen der Vergangenheit einzuordnen, aber auch, um sich die Dynamik in der Zukunft vorstellen zu können, ist es hilfreich, das Wachstum auf seine Treiber hin zu untersuchen. Angebotsseitig lässt sich die Veränderung der Wirtschaftsleistung auf drei Bestandteile (Faktoren) zurückführen.

1. Das Arbeitsvolumen wird primär durch die Einwohnerzahl im erwerbsfähigen Alter bestimmt. Daneben hat aber auch die Partizipationsrate einen großen Einfluss, also wie viele Menschen überhaupt erwerbstätig sein wollen.

2. Der Kapitalstock beinhaltet Fabriken, Maschinen, Infrastruktur etc., aber auch immaterielle Vermögensgüter (geistiges Eigentum) wie Software, Patente und Forschung & Entwicklung.

3. Technischer Fortschritt (bzw. Totalfaktorproduktivität, TFP) gilt oft als wichtigster Treiber für das langfristige Wachstum. Durch neue Technologien und effizientere Organisationsformen steigt die Produktivität. Es wird mehr Output mit gleichem oder weniger Input erzeugt.

Die Stärke dieser Faktoren bestimmt das Potential- bzw. Trendwachstum. Die Konjunktur schwankt dabei um dieses Trendwachstum. Für unseren langfristigen Blick blenden wir diese Schwankungen aus und fokussieren uns auf das Potentialwachstum.

Rückblick Deutschland

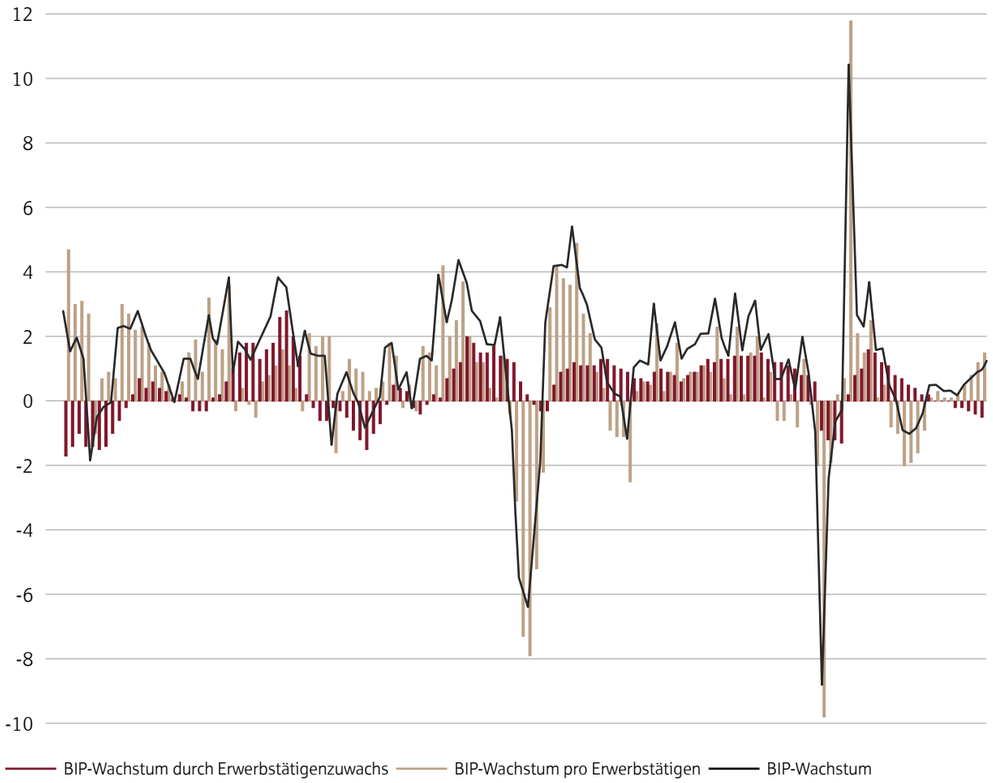
Nach der Wiedervereinigung herrschte in Deutschland zunächst Aufbruchsstimmung und die Wachstumsraten betrugen in den 1990er Jahren um die 1,7 Prozent. Anfang der 2000er Jahre gab es dann jedoch tiefgreifende Strukturkrisen und Deutschland wurde als „Kranker Mann Europas“ bezeichnet. Die Dotcom-Blase platzte und die Anschläge vom 11. September sorgten für große Verunsicherung, weshalb die Investitionen einbrachen. Das unflexible Arbeitsmarktsystem mit hohen Sozialabgaben stieß an seine Grenzen und die Arbeitslosenquote stieg auf über 12 Prozent. Dadurch gerieten auch die Sozialsysteme in Schieflage und der Staat musste die Defizite mit Steuermitteln querfinanzieren. In den Jahren 2002 bis 2005 stagnierte die Wirtschaft weitgehend und Deutschland brach mehrfach die Defizitkriterien des Maastricht-Vertrags (3 Prozent-Grenze).

Erst nach den strukturellen Arbeitsmarktreformen (Agenda 2010, Hartz-Reformen) und jahrelangen moderaten Lohnabschlüssen der Gewerkschaften verbesserte sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit wieder. Der Export florierte und Deutschland konnte Produkte insbesondere in China und im EU-Binnenmarkt absetzen. Von 2006 bis 2017 lag das Wachstum bei durchschnittlich 1,7 Prozent - trotz der Rezession durch die globale Finanzkrise (ohne diese lag das Durchschnittswachstum sogar bei über 2 Prozent). Hinsichtlich der drei angebotsseitigen Faktoren war der Beschäftigungsboom der wichtigste Treiber. Viele Arbeitslose haben wieder eine Anstellung gefunden. Außerdem sind viele Frauen (in Teilzeit) berufstätig geworden. Die Erwerbstätigenquote von Frauen (15 bis unter 65 Jahre) kletterte von unter 58 Prozent im Jahr 2000 auf über 74 Prozent in 2024. Der Anstieg des Arbeitsvolumens trug in dieser Zeit alleine etwa 1 Prozentpunkt zum Wachstum bei. Der Ausbau des Kapitalstocks und Produktivitätssteigerungen machten zusammen dagegen nur 0,7 Prozentpunkte aus.

Ausblick Deutschland

Mit Blick nach vorne ist der positive Einfluss durch das Arbeitsvolumen ausgeschöpft. Im Gegenteil: Die geburtenstarken Jahrgänge der Babyboomer erreichen nun das Rentenalter, womit in den nächsten 15 Jahren rund ein Drittel der Erwerbspersonen aus dem Arbeitsmarkt ausscheidet. Zudem scheint die Erwerbstätigenquote weitgehend ausgereizt und eine Aufstockung bei Teilzeitkräften nur bei verbesserten Kinderbetreuungsangeboten möglich - und dann auch nicht zwingend gewollt. Im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre geht die Zahl der Erwerbstätigen rein rechnerisch um rund 300.000 p. a. zurück. Dies entspricht einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um rund 0,5 Prozent jährlich.

Abbildung 8: Veränderung des deutschen BIP zum jeweiligen Vorjahresquartal



Quelle: Bloomberg

Veränderung des deutschen BIP zum jeweiligen Vorjahresquartal in Prozent. Unterscheidung zwischen Wachstum durch Erwerbstätigenzuwachs, Wachstum pro Erwerbstätigen und Gesamtwachstum.

Der Kapitalstock in Deutschland sollte durch das im März 2025 beschlossene Fiskalpaket für Infrastruktur und Verteidigung positiv beeinflusst werden, sofern die Ausgaben in relevanter Höhe in Investitionen und nicht in Konsum fließen. Im besten Falle werden dadurch auch private Investitionen mit angestoßen und nicht verdrängt (Crowding-in statt Crowding-out). Die Größenordnung dieses Paketes sollte nicht unterschätzt werden. Unseren Annahmen nach würde sich aus dem Kapitalstock eine Wachstumsbeitrag von durchschnittlich 1,0 Prozent p. a. ergeben.

Der technische Fortschritt bzw. der Produktivitätsgewinn ist die am schwierigsten zu prognostizierende der drei Einflussgrößen. Zum einen kann es jederzeit (fast aus dem Nichts) disruptive Innovationen geben, die weitgehend unvorhersehbar waren. Zum anderen ist selbst die Auswirkung von bekannten Technologien schwer abzuschätzen. Derzeit ist mit Sicherheit die Künstliche Intelligenz die entscheidende Schlüsseltechnologie. Die Schätzungen zum Wachstumsimpuls binnen zehn Jahren gehen weit auseinander. Am unteren Ende steht ein kumulierter BIP-Effekt von unter 1,0 Prozent (Daron Acemoglu, OECD), was weniger als 0,1 Prozent p. a. bedeuten würde. Am oberen Ende stehen Beratungsunternehmen, die niedrige zweistellige Werte prognostizieren (McKinsey, PWC). Wir halten KI für eine Schlüsseltechnologie und orientieren uns daher an Erfahrungswerten aus der Vergangenheit, z. B. von der Dampfmaschine, Eisenbahn, Elektrizität oder IT-Revolution. Auch seinerzeit gab es einerseits Befürchtungen, vieles sei gar nicht umsetzbar, und andererseits Phantasien davon, dass bald gar nicht mehr gearbeitet werden müsse. Schätzungen gehen von Produktivitätsgewinnen aus, die einem BIP-Zuwachs von 0,3 bis 0,6 Prozent jährlich entsprechen. Gerundet gehen wir für Deutschland von 0,5 Prozent aus.

Addiert man die drei Einflussgrößen, kommt man für Deutschland auf ein Potentialwachstum von rund 1,0 Prozent jährlich in den nächsten zehn Jahren. Dies würde eine Abkehr vom Stagnationstrend der letzten sieben Jahre bedeuten, aber unter dem Durchschnitt der 1990er, 2000er und frühen 2010er von rund 1,7 Prozent liegen.

Kurzüberblick Euroraum

Deutschland als größte Volkswirtschaft des Euroraums macht bereits einen Großteil der Entwicklung aus und steht repräsentativ für einige strukturelle Trends. Ein paar Unterschiede gibt es jedoch im Detail. Im Euroraum als Ganzes fällt der negative Effekt des demografischen Wandels auf das Arbeitsvolumen etwas geringer aus (-0,3 %). Andererseits werden wohl auch die positiven Auswirkungen aus dem Fiskalpaket auf den Kapitalstock etwas kleiner sein als in der deutschen Volkswirtschaft (+0,8 Prozent). Bezüglich des technischen Fortschritts dürfte die Lage weitgehend vergleichbar sein (+0,5 Prozentpunkte). Damit sehen wir für den Euroraum ein Potentialwachstum von ebenfalls 1,0 Prozent im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre.

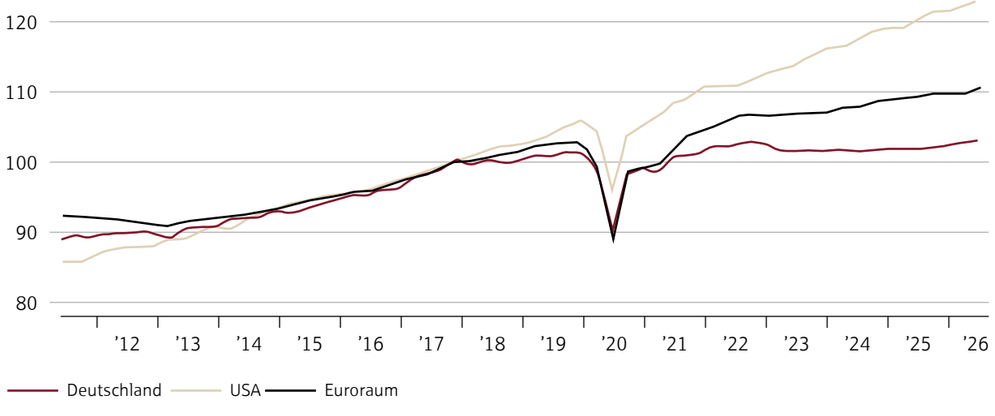
Rückblick USA

Auch in den USA erklärt der Anstieg des Arbeitsvolumens einen großen Teil des Realwachstums. So stieg die Zahl der Erwerbspersonen von 1990 bis 2019 um durchschnittlich 1,0 Prozent pro Jahr. Dabei lag der Arbeitskräfteaufbau abseits von Rezessionen meist bei über 1,5 Prozent. Der Abbau in den Krisenphasen war dagegen sehr unterschiedlich, abhängig von der Ursache sowie Tiefe und Länge des Konjunkturdämpfers.

Spannend ist auch der Blick auf den Output pro Stunde (Arbeitsproduktivität), der die Effekte der Totalfaktorproduktivität und der Kapitalintensivierung zusammenfasst. In der Hochphase von Mitte der 1990er bis Mitte der 2000er brachte die IT-Revolution in den USA dadurch über 2,0 Prozent Wachstumsbeitrag pro Jahr hervor. Die durchschnittliche Gesamtwachstumsrate betrug somit 3,3 Prozent.

Nach der globalen Finanzkrise lag das Trendwachstum nur noch bei rund 2,3 Prozent, wovon alleine etwa 1,3 Prozent durch die Arbeitskräftezunahme erklärt werden kann. Entsprechend lieferte die Arbeitsproduktivität nur noch etwa 1,0 Prozent Wachstumsbeitrag. Halb so viel wie in der Phase zuvor. Dieser Rückgang, der sich trotz weiterer bahnbrechender technologischer Innovationen wie dem Smartphone, Big Data oder Cloud Computing vollzog, ist als „Rätsel der US-Produktivitätskrise (Productivity Puzzle)“ bekannt. Es gibt verschiedene Erklärungsversuche dafür. Womöglich könnte es eine Art Messfehler geben, da ein Großteil des wirtschaftlichen Nutzens (z. B. kostenlose digitale Dienste, verbesserte Software oder Kommunikationsmöglichkeiten) sich mit traditionellen ökonomischen Kennzahlen wie dem BIP nicht erfassen lässt. Ein weiterer Erklärungsansatz ist die verzögerte Technologie-Implementierung. Bis Basis-

Abbildung 9: BIP: Indexierte Entwicklung



Quelle: Bloomberg

Reale Entwicklung des BIP in verschiedenen Wirtschaftsräumen. Normalisiert auf 100 zum 4. Quartal 2017.

technologien über neue Prozesse, Managementstrukturen und Qualifikationen in der Masse der traditionellen Wirtschaft ankommen, könnten Jahre bis Jahrzehnte vergehen. Beide Überlegungen lassen sich nicht eindeutig verifizieren oder falsifizieren, wir halten jedoch die Erklärung durch die fehlende Messbarkeit für plausibler.

Ausblick USA

Die Entwicklung der letzten zwei bis drei Jahre lässt erahnen, wie es in den USA ökonomisch weitergehen könnte. Investitionen in die KI-Infrastruktur (Software und Hardware) sind derzeit für rund die Hälfte des Wirtschaftswachstums verantwortlich. Sofern es keinen abrupten Schock gibt, dürfte sich dies in den nächsten zwei Jahren fortsetzen. Danach könnten die Investitionen auf einem hohen Niveau verharren, aber keine weiteren Wachstumsimpulse auslösen. Vielmehr ist ab dann ein Produktivitätsschub aus der Implementierung und Anwendung von KI zu erwarten. Entsprechend wäre das Wachstum aktuell noch durch den Aufbau des Kapitalstocks getrieben und würde sich später Richtung Totalfaktorproduktivität verschieben. Der dritte Faktor, das Arbeitsvolumen, dürfte bezüglich seines Wachstumsbeitrags tendenziell nachlassen. Die Abschreckungspolitik gegenüber Migranten wird Zuwanderung zwar nicht komplett unterbinden, vermutlich aber spürbar reduzieren. Die Fertilitätsrate von 1,6 pro Frau liegt weit unter dem Bestandserhaltungsniveau von 2,1.

Führt man all diese Annahmen zusammen, kommt man zu folgenden Schätzungen für die drei Bestandteile des Wirtschaftswachstums im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre. Erstens, das Arbeitsvolumen wird wohl nicht mehr so stark steigen wie zuvor, aber auch nicht - wie in Deutschland - rückläufig sein. Wir gehen von einer Stagnation, also 0,0 Prozent aus. Zweitens, die Technologieführerschaft samt KI-Infrastrukturausgaben, der tiefe Finanzmarkt und die vielfältigen Investitionsmöglichkeiten werden wohl auch künftig viel Kapital in die USA ziehen und so zu einem weiteren Aufbau des Kapitalstocks führen. Wir gehen von einem Wachstumsimpuls von 1,0 Prozent vom Faktor Kapital aus. Drittens, der technische Fortschritt dürfte der wichtigste Wachstumstreiber sein. Allen voran (aber nicht ausschließlich) geprägt von den neuen Möglichkeiten, die KI schafft. Für die nächsten zehn Jahre gehen wir daher von einem, im Ländervergleich überdurchschnittlichen, Wachstumsbeitrag von 0,8 Prozent aus. Die Arbeitsproduktivität würde also stärker steigen als nach der Finanzkrise, aber leicht hinter dem Effekt der IT-Revolution bleiben. In Summe ergibt sich daraus eine Wachstumserwartung von 1,8 Prozent im Durchschnitt der nächsten Dekade.

Allgemeine Bedeutung für Assetklassen

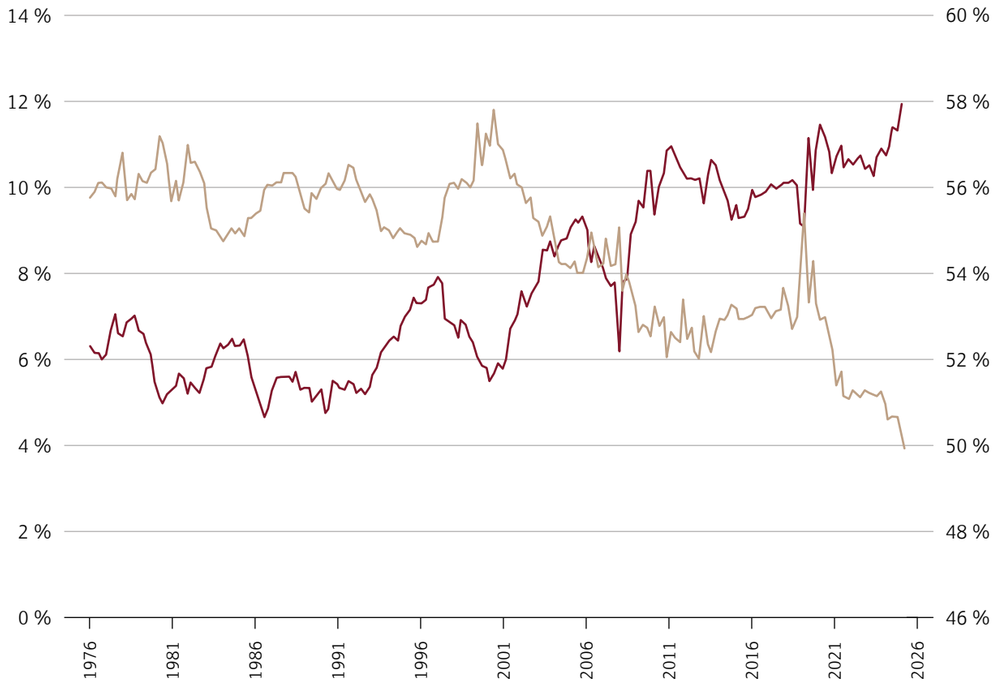
Eine spannende Erkenntnis dieser volkswirtschaftlichen Analyse ist, dass trotz der tiefgreifenden und unverkennbaren Veränderungen in unserem Lebensalltag (Erfindung des Smartphones, Bereitstellung von mobilem Breitband, Weiterentwicklung von Onlinesuchmaschinen, Sozialen Medien, Cloud Computing, Elektromobilität, …) seit der globalen Finanzkrise der größte Wachstumsimpuls aus dem Aufbau des Arbeitsvolumens herrührt. Womöglich liegt auch eine Erklärung des US-Produktivitätsrätsels darin, dass der technische Fortschritt vor allem durch Investitionen in immaterielle Güter und geistiges Eigentum entstand und in Form von hohen Gehältern an Forscher, Entwickler und Datenspezialisten floss. Der Fortschritt wurde also durch teures Humankapital erkauft.

Fast gleichzeitig ist in den USA seit der Jahrtausendwende der Anteil von Löhnen und Gehältern in der BIP-Verteilungsrechnung von knapp 58 Prozent auf etwa 50 Prozent gefallen, während sich der Anteil von Unternehmensgewinnen (bzw. Kapitaleinnahmen) von 6 Prozent auf fast 12 Prozent verdoppelt hat (siehe Abbildung 10). Wie passt beides zusammen? Die steigende Zahl von Arbeitnehmern verursacht zwar steigende volkswirtschaftliche Ausgaben, erhöht aber auch die Konkurrenz zwischen ihnen. Die vergleichsweise geringen Sachinvestitionen entlasten die Ausgaben der Unternehmen, was die Gewinne steigen lässt.

Mit Blick nach vorne und insbesondere auf die neue Basis- und Querschnittstechnologie KI wird das Wachstum künftig wohl deutlich kapitalintensiver. Denn anders als bisher macht der große Teil der Investitionen nicht die Softwareentwicklung aus, sondern die Ausgaben für Hardware. Data Center werden mit Unmengen von extrem teuren Grafikprozessoren / Rechenkernen (GPU-Chips) bestückt. Außerdem werden Hauptprozessoren (CPUs) und hochleistungsfähige Speicherchips (HBM-RAM) benötigt. Die Nachfrage übersteigt das derzeitige Angebot bei weitem. Hinzu kommt der Energiehunger der Anlagen, der weitere Investitionen in Stromerzeugung nach sich zieht. Perspektivisch dürfte das Angebot ausgebaut werden, neue Chips (energie-)effizienter werden und damit die Kosten fallen. In den nächsten zehn Jahren dürfte das Wachstum aber sehr kapitalintensiv sein.

Für die Anlageklassen hat dies wesentliche Folgen. Die steigende Nachfrage nach Kapital dürfte dazu führen, dass die Renditen und damit die laufenden Erträge hoch bleiben. Die Niedrigzinsphase kommt wohl nicht zurück. Anleihen sollten also attraktiv bleiben, aber nicht von steigenden Kursen (durch fallende Renditen) profitieren. Für

Abbildung 10: US-BIP Verteilung



Quelle: Bloomberg

BIP der USA nach der Verteilungsrechnung. Gegenüberstellung von Arbeitnehmervergütung und Unternehmensgewinnen.

Aktienkurse sind Unternehmensgewinne in der langen Frist der mit Abstand wichtigste Treiber. Volkswirtschaftlich gesehen können Unternehmensgewinne - und damit die Assetklasse Aktie ganz generell - nicht ewig stärker als das Nominalwachstum steigen. Doch aus Anlegersicht gibt es Dynamiken, die auch längere Zeit für ein überdurchschnittliches Wachstum sorgen können. So kann es in der BIP-Verteilungsrechnung eine Verschiebung von Arbeitseinkommen zu Unternehmens- und Vermögenseinkommen geben. Wobei dieser Effekt bereits stark ausgereizt wirkt. Eine weitere Erklärung ist die Internationalität. Expandieren die Unternehmen ins Ausland und gewinnen dort Marktanteile, bringt dies Wachstum außerhalb des heimischen BIP. Zu guter Letzt müssen börsennotierte Unternehmen nicht repräsentativ für die Gesamtwirtschaft sein. So kann ihr Anteil an der heimischen Wertschöpfung steigen und damit ein überproportionales Wachstum erklären. Letzteres scheint besonders plausibel, da technologischer Fortschritt zuletzt häufig von Großunternehmen vorangetrieben wurde. Angesichts steigender Investitionen und der damit einhergehenden Bautätigkeit dürften auch Rohstoffe (insbesondere Kupfer und Seltene Erden) gefragt sein, die für Data Center und Chips benötigt werden. ■

Tabelle 2: BIP Wachstum

BIP Wachstum	2011 – 2020	Prognose 2027– 2036
USA	1,7 %	1,8 %
Deutschland	1,7 %	1,0 %
Euroraum	0,9 %	1,0 %
China	6,7 %	3,0 %

Quelle: Bloomberg bzw. eigene Berechnungen Haspa

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

5.2 Inflation & Notenbanken

Inflation: Zwischen strukturellen Kräften und wachsender Gefahr angebotsseitiger Schocks

In den kommenden zehn Jahren dürfte die langfristige Entwicklung von Zinsen und Inflation von in Teilen gegenläufigen strukturellen Einflussfaktoren geprägt sein. Auf der preistreibenden Seite stehen insbesondere die identifizierten säkularen Tendenzen. Hier sind vor allem demografische Engpässe, Protektionismus, geopolitische Fragmentierung und der zunehmende Investitionsbedarf in Energie, Rüstung und Infrastruktur hervorzuheben, die letztendlich auch Schulden-induzierte Inflation mit sich bringen können. Demgegenüber stehen disinflationäre säkulare Tendenzen.

Tabelle 3: Entwicklung der Inflationsrate

Inflationsrate	2011 – 2020	Prognose 2027 – 2036
USA	1,7 %	2,5 %
China	2,5 %	1,5 %
Euroraum	1,2 %	2,0 %

Quelle: Bloomberg bzw. eigene Berechnungen Haspa

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

Hervorzuheben sind hier insbesondere die Aussicht auf ein eher moderates Wirtschaftswachstum sowie Effizienz-/Produktivitätsgewinne durch KI, Robotik und Automatisierung. Entscheidend ist die zeitliche Dimension, mit der die strukturellen Einflussfaktoren wirksam werden. Im Euroraum stehen sich gegenläufige Effekte gegenüber, wobei wir in Summe weitestgehend eine Erreichung des 2-Prozent-Ziels erwarten. In den USA dürfte vor allem die Verschuldung eine größere strukturelle Verfehlung des Ziels mit sich bringen. In China dürfte die Teuerungsrate insbesondere durch eine Stärkung der Binnennachfrage und demografische Faktoren immerhin den gegenwärtigen Deflationsbereich verlassen und sich längerfristig um die 1,5 Prozent einpendeln.

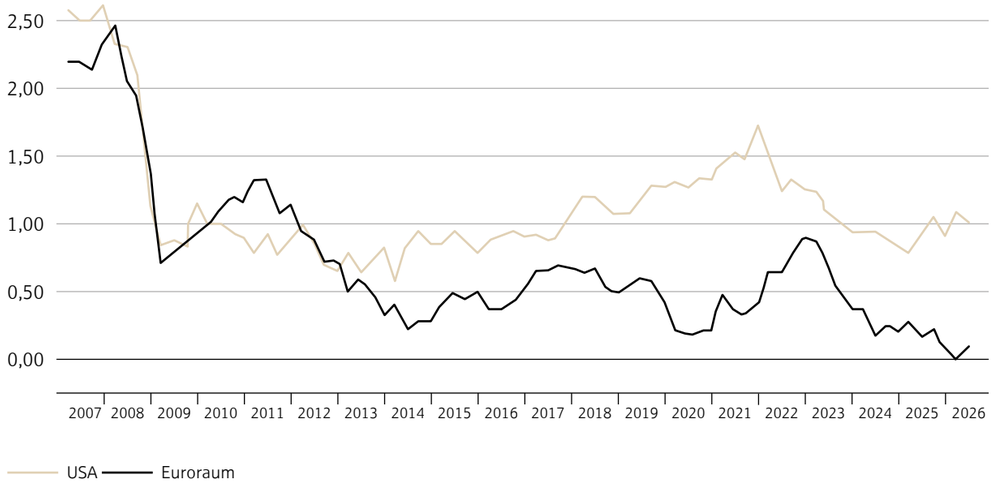
Notenbanken: Vor herausfordernder Dekade

Viele der von uns identifizierten säkularen Themenblöcke bergen vor allem aus Sicht der Notenbanken eine deutlich gestiegene Gefahr von angebotsseitigen Schocks. Inflationsraten könnten durch diese stärker in die eine oder andere Richtung vom 2-Prozent-Ziel abdriften, ohne dass die Notenbanken dies mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium direkt bekämpfen könnten. Hinzu kommt, dass die Geldpolitik in den kommenden zehn Jahren zunehmend unter fiskalischen Einfluss geraten dürfte (fiskalische Dominanz). Hohe Staatsschulden, tendenziell schwächeres Wachstum und politischer Druck könnten insbesondere in den USA die Handlungsmöglichkeiten der Fed einschränken. Auch im Euroraum bleibt die EZB angesichts fehlender fiskalischer Integration und ungelöster Defizit-/Staatsschuldenproblematik eng mit der Finanzpolitik verflochten. Eine grundlegende Reform des europäischen Rahmenwerks erscheint aufgrund divergierender nationaler Interessen wenig wahrscheinlich. Darüber hinaus könnten fiskalpolitisch beeinflusste Wechselkurse und Zinsdifferenzen den geldpolitischen Handlungsspielraum zusätzlich begrenzen. Nicht nur die Fed, sondern auch die EZB dürften mit Blick auf ein voraussichtlich geringeres Wachstum versuchen, die Konjunktur mit möglichst niedrigen Zinsen zu stimulieren.

Auch r* im Spannungsfeld struktureller Effekte

Möglichst geringe Leitzinsen sind hier weniger als tatsächlicher absoluter Wert zu verstehen. Denn der neutrale (Nominal-)Zins – der sich aus dem neutralen Realzins, r*, und dem Inflationsziel zusammensetzt und das Leitzinsniveau darstellt, das die Wirtschaft weder bremst noch stimuliert – ist selbst bei einem konstanten Inflationsziel keine fixe Größe, sondern kann sich im Zeitablauf verändern. Da dieser eine theoretische Größe darstellt, muss eine Schätzung erfolgen. Abbildung 11 zeigt Schätzungen von r* durch die Federal Reserve Bank of New York für die USA und den Euroraum. Neben der Relevanz für die Geldpolitik stellt er auch einen entscheidenden Faktor für die Höhe von Anleiherenditen dar. Zu den wichtigsten langfristigen Einflussgrößen auf r* zählen insbesondere Sparverhalten, Investitionsnachfrage, Demografie, Fiskalpolitik und Produktivität. KI könnte r* durch höhere Investitionsnachfrage und erwartete Produktivitätsgewinne steigern. Entscheidend ist, ob sie das Trendwachstum dauerhaft erhöht oder nur einen einmaligen Produktivitätsschub auslöst. Höhere Sparneigung und Unsicherheit könnten gegenläufig wirken. Demografische Alterung wirkt über Entsparprozesse zinserhöhend, über schwächeres Wachstum zinssenkend. Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur könnten r* erhöhen, Protektionismus hingegen dämpfen. Wir erwarten, dass die neutralen Zinssätze im Euroraum und den USA weitgehend in den gegenwärtigen Bändern (EZB Einlagesatz: 1,75 % bis 2,5 %; Federal Funds Rate: 2,25 % bis 3,75 %) zu verorten sein werden. Mit Blick auf die zuvor genannten Gründe erwarten wir, dass sich Fed und EZB, sofern möglich, tendenziell eher am unteren Rand dieser Zinskorridore orientieren werden. ■

Abbildung 11: Schätzung für den Neutralen Realzins (r*)



Quelle: Bloomberg

Berechnung über ein Holsten-Laubach-Williams Modell. Berechnung durch Federal Reserve Bank of New York

> „Hohe Staatsschulden, tendenziell schwächeres Wachstum und politischer Druck könnten insbesondere in den USA die Handlungsmöglichkeiten der Fed einschränken.“



6. Unsere Sicht auf die Anlageklassen

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

6.1 Aktien

Ausgangsbasis

Bei der Prognose der Aktienmarktentwicklung für die nächste Dekade ist es in einem ersten Schritt essentiell, sich der Ausgangsbasis gewahr zu werden und diese zu charakterisieren. Fest steht bei dem Blick auf die Kurstafeln, dass viele wichtige internationale Barometer trotz einer Reihe von unterschiedlichen und bedeutungsschweren Belastungsfaktoren nach einem Quartett von Premium-Jahrgängen unweit ihrer historischen Allzeithochs liegen. Mit dem Blick in den Rückspiegel erhöhten zwar noch schwelende geopolitische Krisenherde (Ukraine, Iran) oder der von den USA initiierte globale Handelszwist (Liberation Day) - beides inklusive deutlicher Inflationseffekte - zwischenzeitlich immer wieder die Risikoaversion der Investoren, vermochten aber unter dem Strich nicht, den grundsätzlichen Auftrieb der vergangenen Jahre zu zügeln.

Sprudelnde Unternehmensgewinne

Den latenten Negativfaktoren zum Trotz konnten sich die Anleger gleichwohl bei den Gedankenspielen zu ihren Investitionsentscheidungen auf eine substanzielle Einflussvariable verlassen: die Unternehmensgewinne. Die bereits verbuchten Überschüsse sowie die dynamisch anziehenden Gewinnschätzungen - vor allem im Dunstkreis des strukturellen Trendthemas „Künstliche Intelligenz“ - überstrahlten als Haupttriebfeder die ungünstigen Nebengeräusche auf der politischen Bühne. Damit dokumentiert die Ertragskraft der Börsengesellschaften ihren Status als wichtigste singuläre Größe für den mittel- und langfristigen Verlauf an den Aktienmärkten. Auf Augenhöhe mit den erzielten Renditen legten beispielhaft die aggregierten Gewinne der MSCI World-Unternehmen in den vergangenen dreißig Jahren im Mittel um 10 Prozent per annum zu. Und gerade in diesen Tagen verbessern sich die gesamthaften Überschüsse, angetrieben von den Technologieriesen, überproportional. Die direkte Konsequenz der zuletzt sichtlich anziehenden Dynamik war insbesondere in Übersee eine spürbare Bewertungskompression (de-rating) der tonangebenden Indizes. In Conclusio: Reichhaltigere Profite bilden die Stütze für die Wertsteigerungen von Aktien.

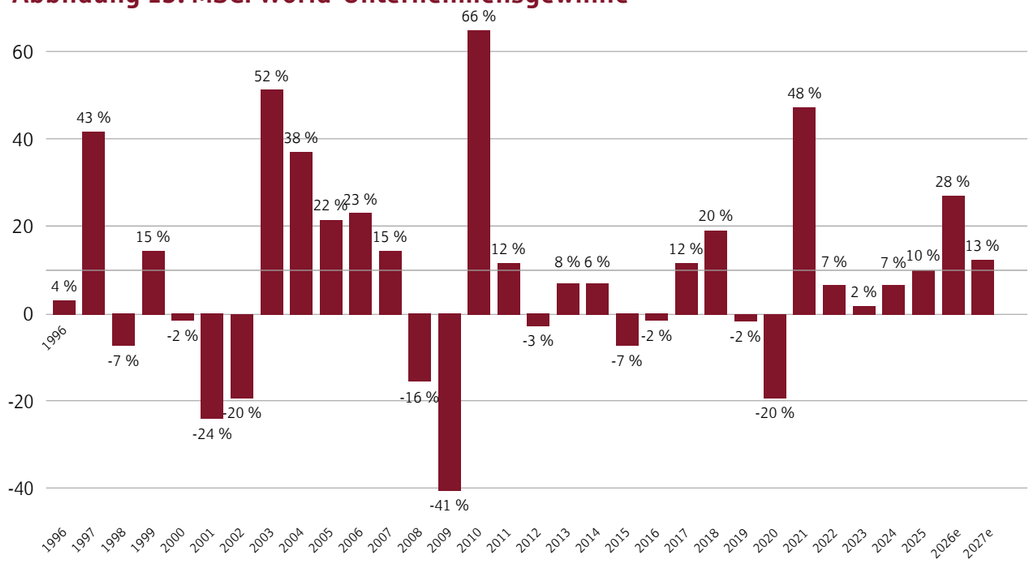
Abbildung 12: MSCI World



Quelle: Bloomberg

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

Abbildung 13: MSCI World-Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg

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

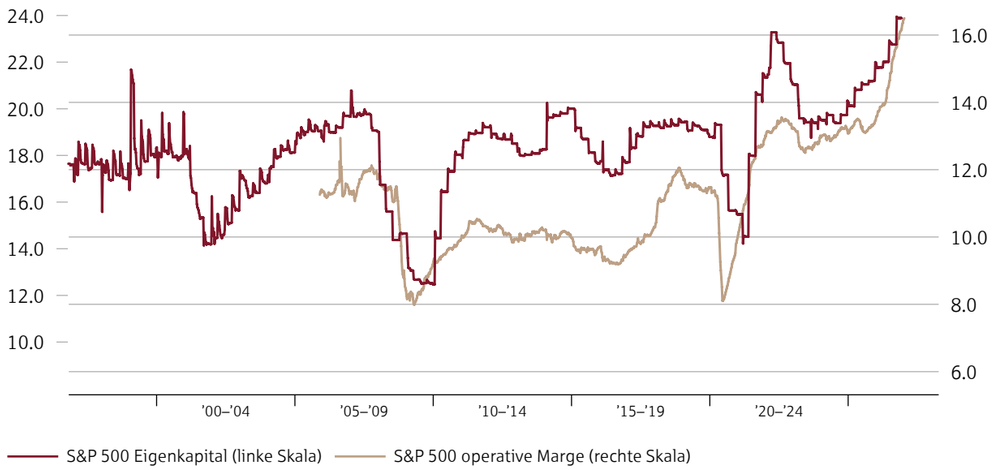
Zukünftiges Ertragspotenzial

Mit diesem Bewusstsein stellt sich bei der Vorschau bzw. explizit bei der Abschätzung der zukünftigen Aktienmarktrenditen unweigerlich die Frage: Welches Potenzial haben die Konzernerträge in den kommenden Jahren? Für diese Übung brauchen wir in einer gröberen Vorgehensweise ein Gefühl für das allgemeine konjunkturelle Umfeld mit etwaigen Ableitungen für die Umsatzexpansion sowie für die Margenentwicklung.

> „Auf der Erlösseite dürften die generellen Perspektiven gemäß unserer Analyse gar nicht so schlecht aussehen."

Auf der Erlösseite dürften die generellen Perspektiven abseits von länder- und sektorabhängigen Spezifika gemäß unserer Analyse gar nicht so schlecht aussehen. Ferner sollte ein solides nominales Wachstum viele Unternehmen in die Lage versetzen, diese inflationsbedingt aufgepolsterten Zuwächse in ebenso achtbare Gewinne zu veredeln. Den limitierenden Faktor sehen wir allerdings auf Seiten der Margen bzw. der Möglichkeit, diese weiter auszubauen. Die steigende Rentabilität der Börsengesellschaften - auch wenn sich diese auf einen vergleichsweisen kleinen Kreis von Schwergewichten konzentrierte - war in den vergangenen Jahren unmissverständlich ein primärer Erfolgsgarant für die Kursrallye. Bei der Betrachtung der Kennzahlen „Eigenkapitalrendite" (Return on Equity) und „operative Marge" in der zusammengefassten Form für die Unternehmen des US-amerikanischen Leitindex S&P 500 wird deutlich, dass sich die Profitabilität inzwischen auf einem ambitionierten Niveau bewegt.

Abbildung 14: S&P 500 Eigenkapitalrendite & operative Marge



Quelle: Bloomberg

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

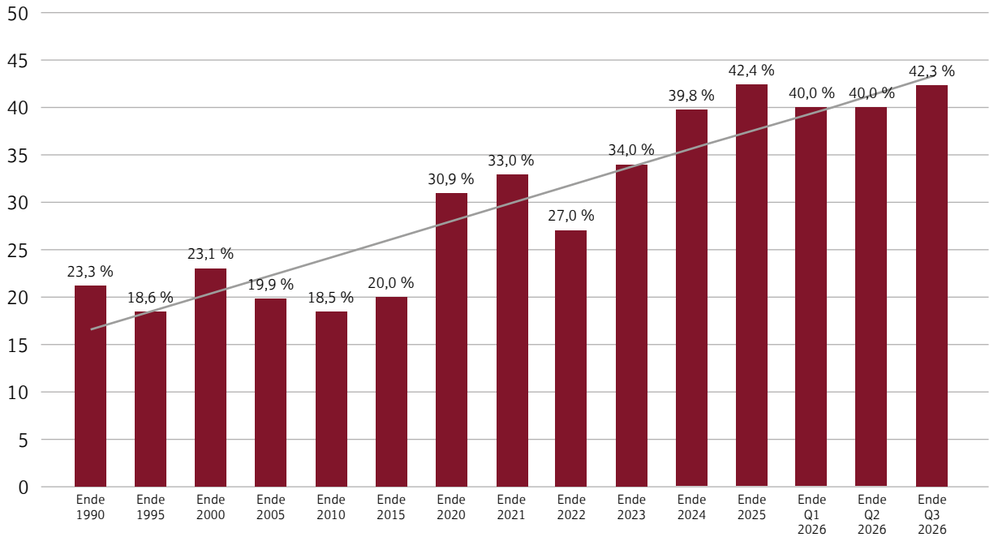
Die Margenstärke ist vor dem Hintergrund der vielerorts gestiegenen Inputkosten bemerkenswert, aber gleichzeitig mit der Sonderkonjunktur der KI-Profiteure weitestgehend erklärbar. Dass die hohen Gewinne bei den Vertretern aus dem KI-Universum auf Dauer allerdings Wettbewerb anlocken, liegt nach unserem Verständnis in der Natur der Sache. Heute bestehende Burggräben, die Geschäftsmodelle und deren Margen-Exzellenz schützen, dürften zumindest schmaler werden. Alleine unter dieser Annahme gehen wir in einem ersten Zwischenfazit nicht von einer uneingeschränkten Fortsetzung der imposanten Gewinndynamik aus.

Und somit ist im Angesicht der beeindruckenden Zahlen auch die sichtbar gestiegene Marktkonzentration an der Wall Street und damit auch im Welt-Index MSCI World ein nicht von der Hand zu weisender Teil der Wahrheit. Auf dem Rücken der jüngeren Erfolgsstory der Technologieheroen, zum Beispiel im prosperierenden Halbleiterbereich, haben sich die Indexgewichte immer weiter zu deren Gunsten verschoben. In Verbindung mit deren inhärent überdurchschnittlichen Rentabilität fällt der Einfluss auf die indexweiten Kennziffern entsprechend groß aus.

Marktkonzentration ein Problem?

Aktien mit einer inhaltlichen Verwandtschaft zu dem KI-Megatrend gehörten ganz augenscheinlich zu den Favoriten der Marktteilnehmer in den vergangenen Zwölfmonatsperioden. Sie verantworten gleichzeitig sowohl einen Großteil des Gewinnanstiegs als auch des indexweiten Kursaufschwungs. Die Sonderrolle von KI-Unternehmen auf dem Parkett hat also Stand heute und mit Blick auf die Bewertungsrelationen eine fundamentale Berechtigung. Das aufgekommene Unwohlsein über die zugespitzte Marktkonzentration liegt hauptsächlich in den schmerzlichen Erinnerungen an die unrentierliche Börsenphase rund um die Jahrtausendwende (Dotcom-Blase) begründet. Gleichwohl gibt es prinzipiell keine statistischen Belege für einen positiven Zusammenhang von einer hohen Marktkonzentration und negativen Aktienrenditen in der Zukunft. Das Phänomen einer zunehmenden Einseitigkeit in der Aktien-Allokation dürfte allerdings die Volatilität heben, wenn das Sentiment temporär Kratzer erfährt. ■

Abbildung 15: S&P 500 - Anteil Top 10 Marktgewichte (in Prozent)



Quelle: Bloomberg

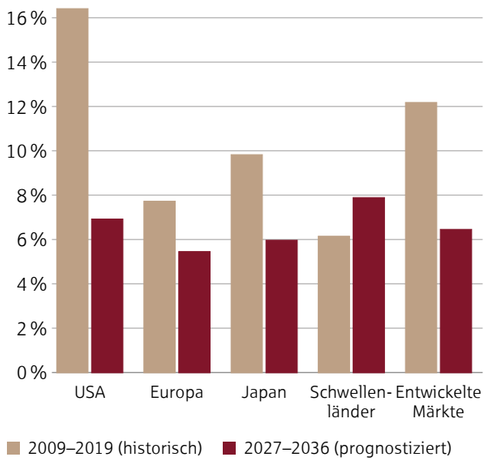
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Prognose der Aktienmarktrenditen

In der Grundannahme etwas moderaterer operativer Erfolge im Vergleich zu den aktuellen Ertragssprüngen rechnen wir für die vor uns liegende Dekade mit etwas beschaulicheren Renditen im Aktiensegment. Aus dem regionalen Blickwinkel prognostizieren wir für die Märkte der „Entwickelten Welt" ein durchschnittliches Gesamtergebnis von rund 6,5 Prozent per annum. Dabei antizipieren wir mit 7 Prozent im Mittel die höchste Rate für die US-Indizes und tragen dabei insbesondere deren Führungsrolle im wachstumsstarken Technologiesektor Rechnung. In Europa nehmen wir für das Zeitfenster nach der gleichen Methodik eine Expansionsrate von 5,5 Prozent an. Hierzulande sollten strukturelle Herausforderungen wie die demografische Entwicklung und politische Unsicherheiten das Standing auf der internationalen Investorenlandkarte schmälern und somit das Renditepotenzial etwas eingrenzen. Japanische Börsengesellschaften scheinen in Zukunftstechnologien gut positioniert, während die Emanzipation im Bereich Corporate Governance weiter voranschreitet. Die inzwischen angespanntere Bewertung nach der Rallye seit Mitte 2025 limitiert allerdings den mittelfristigen Spielraum. Mehr Dynamik sprechen wir hingegen den Emerging Markets zu. Die Region bietet weiterhin das höchste gesamtwirtschaftliche Wachstum sowie bereits jetzt eine starke inhaltliche Nähe zu dominierenden technologischen Trends. Der Bewertungsabschlag der Schwellenländer zu den Industrienationen sollte sich perspektivisch etwas abbauen. An dieser Stelle ist es wichtig zu betonen, dass sich unsere Projektionen auf den gesamten jeweiligen Aktienmarkt beziehen und die Entwicklungen einzelner Unternehmen sowie Branchen im Zeitablauf deutlich abweichen können. Dieser Umstand ruft unweigerlich ein aktives Portfoliomanagement auf den Plan. Doch auch hier ist es wichtig hervorzuheben, dass die historische Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung ist und wie bei jeder Kapitalanlage auch ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden kann.

> „Den Emerging Markets sprechen wir mehr Dynamik zu."

Abbildung 16: Prognostizierter Gesamtertrag
(nominal, in EUR, p. a.)



Quelle: Bloomberg

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

Conclusio

In einem Fazit bleibt der Ausblick für die Anlageklasse Aktien in den kommenden zehn Jahren unseres Erachtens konstruktiv. Wir können uns ferner eine erhöhte Volatilität ausgehend von der gegenwärtigen Marktkonzentration in den USA, aber auch in gehypten Ländern Asiens gut vorstellen. Weiter steigende Gewinne als notwendiges Fundament und Lebenselixier der Börsen hängen bis dato stark an den Investitionsexzessen einiger weniger US-Player. Eine Verbreiterung der operativen Basis wäre absolut wünschenswert und ist mit der absehbaren Durchdringung neuer Technologien nicht nur im Sinne von Produktivitätsverbesserungen sehr realistisch. ■



6.2 Anleihen

Anleihen dürften auch in den kommenden 10 Jahren ein wesentlicher Bestandteil eines diversifizierten Portfolios bleiben. Das gegenüber der vergangenen Niedrigzinsphase erhöhte Renditeniveau bietet wieder attraktive laufende Erträge und verbessert damit die langfristigen Ertragsaussichten. Gleichzeitig verändern geopolitische Fragmentierung, steigende Staatsverschuldung, demografischer Wandel und technologischer Fortschritt die Rahmenbedingungen der Rentenmärkte. Wir erwarten daher ein Umfeld, in dem Anleihen weiterhin Stabilität und Diversifikation bieten können, die Unterschiede zwischen einzelnen Laufzeiten, Emittenten und Währungsräumen jedoch an Bedeutung gewinnen.

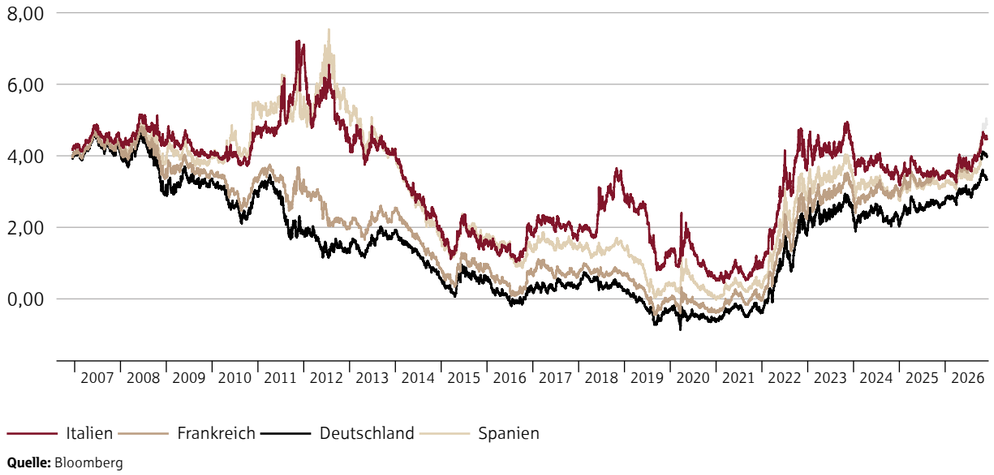
> „Anleihen dürfen Teil eines diversifizierten Portfolios bleiben.“

Staatsanleihen

Struktureller Renditedruck trifft auf geldpolitische Flexibilität

Für die langfristige Entwicklung der Staatsanleiherenditen dürfte insbesondere das Zusammenspiel aus erwarteten kurzfristigen Zinsen und Laufzeitprämien entscheidend sein. Denn die Rendite langfristiger Anleihen kann vereinfacht als die diskontierte Summe der erwarteten „risikolosen“ kurzfristigen Zinsen über die Laufzeit der Anleihe (hier fließen vornehmlich Leitzins- und Inflationserwartungen ein) und einer Laufzeitprämie aufgeschlüsselt werden. Abbildung 18 und 19 zeigen die anhand eines Modells berechneten Anteile der beiden Komponenten für Deutschland und die USA. Während die Zentralbanken angesichts konjunktureller Schwächephasen und hoher staatlicher Finanzierungskosten weiterhin Anreize für eine unterstützende Geldpolitik haben dürften, sprechen mehrere strukturelle Entwicklungen für höhere Laufzeitprämien.

Abbildung 17: Historische Entwicklung von zehnjährigen Renditen im Euroraum



Quelle: Bloomberg

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

Tabelle 4: Entwicklung Renditen

Renditen (Jahresendwerte)	Dez. 2009	Dez. 2010	Dez. 2036
Bundesanleihe 2J.	1,33 %	-0,60 %	2,00 %
Bundesanleihe 10J.	3.39 %	-0,19 %	3,00 %
US Treasury 2J.	1.14 %	1.57 %	3,50 %
US Treasury 2J.	3,84 %	1,92 %	4,50 %

Quelle: Bloomberg bzw. eigene Berechnungen Haspa

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

Hierzu zählt insbesondere der wachsende Finanzierungsbedarf der Staaten. Die demografische Alterung erhöht die Ausgaben für Renten, Gesundheit und Pflege, während Verteidigung, Infrastruktur, Klimaanpassung und die Neuordnung globaler Lieferketten zusätzliche öffentliche Investitionen erfordern. Gleichzeitig dürfte die staatliche Kapitalnachfrage zunehmend mit privaten Investitionen in KI, Automatisierung und Energieinfrastruktur konkurrieren.

Auch die Nachfrageseite der Anleihemärkte verändert sich. Die Reform des niederländischen Pensionssystems verdeutlicht, wie institutionelle Anpassungen die strukturelle Nachfrage nach langlaufenden Anleihen reduzieren können. Eine abnehmende institutionelle Nachfrage im Zusammenspiel mit einem steigenden Emissionsvolumen („Anleiheschwemme“) könnte insbesondere am langen Ende der Zinsstrukturkurven für Aufwärtsdruck sorgen (siehe Abbildung 4 und 5).

Der technologische Fortschritt wirkt dagegen mehrdeutig. KI könnte über höhere Produktivität Kosten reduzieren und damit die Inflation und r* drücken. Allerdings kann eine steigende Investitionsnachfrage den neutralen Realzins, r*, erhöhen. Entscheidend ist jedoch, ob daraus eine dauerhafte Beschleunigung des Trendwachstums entsteht. Unsicherheit über Beschäftigung und Einkommen sowie eine höhere Vorsichtssparneigung könnten gegenläufig wirken. Auch die demografische Alterung beeinflusst den neutralen Realzins über mögliche Entsparprozesse und ein schwächeres Potenzialwachstum in unterschiedliche Richtungen.

Insgesamt erwarten wir, dass die Zinsstrukturkurven abseits ausgeprägter Krisenphasen wieder eine deutlich positive Steigung aufweisen dürften. Dabei sehen wir die Renditedifferenz zwischen zwei- und zehnjährigen Staatsanleihen langfristig weiterhin bei etwa 1,0 Prozentpunkten im Euroraum und 1,1 Prozentpunkten in den USA (jenseits des Atlantiks aber auf einem um rund 1,5 Prozentpunkte höheren Niveau). Diese Einschätzung beruht insbesondere auf der Erwartung höherer Laufzeitprämien und nicht zwingend auf dauerhaft restriktiveren Leitzinsen.

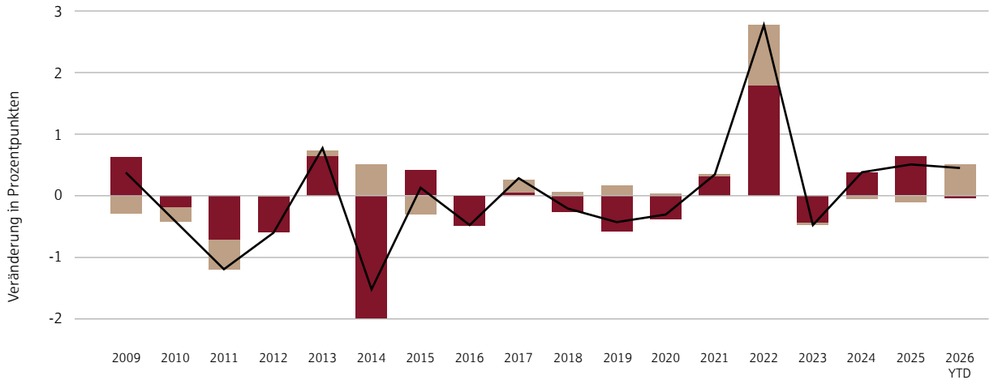
> „Die demografische Alterung beeinflusst den neutralen Realzins .“

Sicherheit wird stärker zur Frage der Selektion

Die wachsende Staatsverschuldung dürfte zu einer stärkeren Differenzierung zwischen einzelnen Emittenten führen. Staaten mit hohen strukturellen Defiziten, schwachem Wachstum und begrenzter fiskalischer Glaubwürdigkeit könnten zunehmend höhere Risikoaufschläge zahlen müssen. Die Bedeutung sogenannter „Bond Vigilantes“, die durch den Verkauf von Staatsanleihen, als Ausdruck einer Ablehnung der Haushaltsentscheidungen von Regierungen, fiskalischen Druck ausüben, dürfte entsprechend steigen.

Gleichzeitig behalten Staatsanleihen hoher Bonität ihre besondere Rolle als liquide und vergleichsweise sichere Anlageklasse. Insbesondere US-Treasuries profitieren weiterhin von der internationalen Stellung des US-Dollars sowie der Größe und Liquidität ihres Marktes. Allerdings dürfte auch dieser strukturelle Vorteil einen längerfristigen Anstieg der Laufzeitprämien nicht vollständig verhindern. Am Beispiel der Schweiz wird deutlich, wie eine transparente und konsistente Schuldenpolitik von Marktteilnehmern in Form von geringeren Renditen honoriert wird.

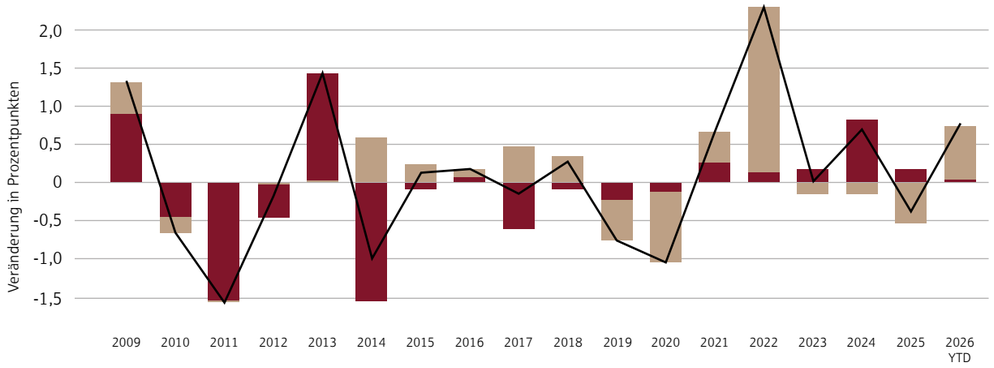
Abbildung 18: Änderungen der Rendite einer 10-jährigen Null-Kupon-Anleihe (Deutsche Bundesanleihe)



Schätzung anhand eines ACM-Modells.

Quelle: Bloomberg. (YTD = Stand: 27.10.2026)

Abbildung 19: Änderungen der Rendite einer 10-jährigen Null-Kupon-Anleihe (US-Treasury)



Schätzung anhand eines ACM-Modells.

Quelle: Bloomberg (YTD = Stand: 27.10.2026)

In konjunkturellen Krisen erwarten wir weiterhin eine erhöhte Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen. Zudem könnten Zentralbanken bei erheblichen Marktverwerfungen erneut mit Anleihekäufen eingreifen. Solche Maßnahmen dürften die Renditen zeitweise senken und die Zinsstrukturkurven verflachen. Umgekehrt könnten eine Normalisierung der Zentralbankbilanzen und steigende Emissionsvolumina die Renditen anschließend wieder erhöhen (siehe Abbildung 17 und Tabelle 4).

Für die Portfolioallokation bleiben Staatsanleihen hoher Bonität in unseren Augen damit ein wichtiger Diversifikator gegenüber Aktienrisiken. Allerdings dürfte ihre Absicherungswirkung stärker von der Ursache eines Marktschocks abhängen. Während klassische Rezessionen tendenziell fallende Staatsanleiherenditen begünstigen, können Inflations- und Fiskalkrisen gleichzeitig Aktien- und Anleihekurse belasten.

Vor dem Hintergrund erhöhter geopolitischer Risiken und einer möglicherweise größeren Inflationsvolatilität halten wir zudem eine Beimischung inflationsindexierter Anleihen für sinnvoll. Diese bieten insbesondere Schutz gegenüber unerwarteter Inflation, während bereits eingepreiste Teuerungsraten keinen zusätzlichen Renditevorteil darstellen.

Auch die Währungsallokation dürfte wichtiger werden. Eine fragmentiertere Weltwirtschaft, divergierende Fiskalpolitiken und veränderte internationale Kapitalströme könnten zu größeren Wechselkursschwankungen führen. Eine globale Streuung einschließlich ausgewählter Schwellenländeranleihen bleibt aufgrund der zu erwartenden Diversifikationseffekte sinnvoll. Dennoch sollte man sich den daraus resultierenden Währungsrisiken bewusst sein.

> „Eine fragmentiertere Weltwirtschaft, divergierende Fiskalpolitiken und veränderte internationale Kapitalströme könnten zu größeren Wechselkursschwankungen führen.“

Unternehmensanleihen

Qualität und strukturelle Wachstumstreiber im Vordergrund

Unternehmensanleihen dürften auch in den kommenden zehn Jahren von einem gegenüber der vergangenen Dekade attraktiveren laufenden Renditeniveau profitieren. Insbesondere Anleihen hoher bis mittlerer Bonität bleiben aus unserer Sicht ein wichtiger Portfoliobaustein, da sie zusätzliche Erträge gegenüber Staatsanleihen ermöglichen, ohne die Risiken von Aktien vollständig zu übernehmen.

Allerdings dürfte die Entwicklung der Unternehmen zunehmend von ihrer Positionierung gegenüber den langfristigen strukturellen Veränderungen abhängen. KI, Automatisierung und Digitalisierung eröffnen erhebliche Produktivitäts- und Wachstumspotenziale. Gleichzeitig entstehen hohe Investitionsanforderungen, insbesondere bei Rechenzentren, Energieversorgung und technologischer Infrastruktur. Unternehmen mit robusten Bilanzen und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen dürften diese Transformation leichter finanzieren können als hochverschuldete Emittenten.

Auch geopolitische Fragmentierung, Protektionismus und die Neuausrichtung globaler Lieferketten werden die Kreditqualität unterschiedlich beeinflussen. Während Unternehmen aus den Bereichen Infrastruktur und Verteidigung sowie ausgewählten Technologien von zusätzlichen Investitionen profitieren könnten, stehen energieintensive und stark international verflochtene Geschäftsmodelle vor höheren Kosten und zunehmender Unsicherheit.

Wir erwarten daher eine stärkere Differenzierung der Kreditrisiken zwischen Branchen, Regionen und einzelnen Emittenten. Gerade in einem Umfeld höherer Finanzierungskosten dürfte die Fähigkeit, Investitionen aus dem operativen Cashflow zu finanzieren und bestehende Schulden zu refinanzieren, an Bedeutung gewinnen.

Kreditrisikoprämien als Quelle zusätzlicher Erträge

Die erwartete höhere makroökonomische und geopolitische Volatilität dürfte auch bei Unternehmensanleihen zu größeren Schwankungen der Risikoaufschläge führen. Dabei könnten sich zwischenzeitlich attraktive Bewertungsunterschiede gegenüber Staatsanleihen ergeben.

Eine zunehmende Skepsis gegenüber einzelnen Staatshaushalten könnte die relative Attraktivität finanzstarker Unternehmen erhöhen. Allerdings bleiben Unternehmensanleihen eng mit der wirtschaftlichen Entwicklung ihrer jeweiligen Heimatmärkte verbunden. Eine umfassende Staatsschuldenkrise dürfte deshalb auch die Finanzierungskosten und Kreditrisiken privater Emittenten erheblich erhöhen.

Im Investmentgrade-Segment erwarten wir langfristig Renditen oberhalb von vergleichbaren Staatsanleihen, aber unterhalb der erwarteten Aktienmarktrenditen. Bei europäischen Hochzinsanleihen (High Yield) halten wir dagegen Renditen in einer ähnlichen Größenordnung wie bei europäischen Aktien für möglich. Die höheren laufenden Erträge gehen jedoch mit erheblichen Ausfall- und Liquiditätsrisiken einher, die insbesondere in wirtschaftlichen Abschwungphasen zum Tragen kommen können. Es fehlt also eine Diversifikation zu Aktienrisiken.

Die Risikoaufschläge im High-Yield-Segment dürften im Verlauf der kommenden Dekade wiederholt attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten. Eine pauschale Erhöhung des Kreditrisikos erscheint uns jedoch weniger sinnvoll als eine selektive Allokation von Emittenten mit tragfähigen Geschäftsmodellen und soliden Refinanzierungsprofilen.

Insgesamt erwarten wir, dass die relative Attraktivität von Anleihen gegenüber Aktien hoch bleiben wird. Die in der vergangenen Dekade beobachtete deutliche Überrendite von Aktien dürfte sich dadurch zumindest abschwächen. Insbesondere im Euroraum und in den USA könnten reale Anleiherenditen langfristig oberhalb der Dividendenrenditen vergleichbarer Aktien liegen.

Für die langfristige strategische Asset Allokation ergibt sich daraus eine wieder wichtigere Rolle von Anleihen als Ertragsquelle und Instrument zur Risikodiversifikation. Neben einer reinen Ausweitung der Rentenquote wird auch die gezielte Auswahl von Laufzeiten, Bonitäten, Emittenten und Währungsräumen entscheidend sein. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung und wie bei jeder Kapitalanlage gilt, dass auch ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden kann. ■



6.3 Gold und Öl

Die vergangenen vier Jahre waren von einem außergewöhnlichen Bedeutungsgewinn des Goldes geprägt. Wie in Abbildung 20 zu sehen, folgten auf die starken Preissteigerungen der Vorjahre in 2026 jedoch erhebliche Korrekturen. Selbst nach der Eskalation des Iran-Konflikts setzte sich der Ausverkauf fort. Diese Entwicklung verdeutlicht, dass das Edelmetall trotz seiner traditionellen Funktion als Sicherer Hafen keineswegs zwangsläufig von geopolitischen Krisen profitiert. Vielmehr wird die Preisentwicklung durch ein komplexes Zusammenspiel aus geopolitischen Risiken, Realzinsen, Währungsbewegungen und Kapitalströmen bestimmt. Gleichzeitig sprechen mehrere säkulare Entwicklungen für einen langfristigen Bedeutungsgewinn des Edelmetalls.

Gold als Sicherer Hafen in einer fragmentierten Welt

Die zunehmende geopolitische Fragmentierung und die Vielzahl struktureller Risikofaktoren dürften Gold auch in der kommenden Dekade begünstigen. Traditionell suchen Anleger in Krisenzeiten Schutz in der Kombination aus US-Staatsanleihen, US-Dollar und Gold. Angesichts der steigenden US-Staatsverschuldung, wachsender fiskalischer Risiken und einer schrittweisen De-Dollarisierung könnte Gold gegenüber den beiden anderen Anlageklassen jedoch an relativer Attraktivität gewinnen.

Staatsverschuldung und Debasement-Trade

Ein weiterer struktureller Treiber dürfte der sogenannte Debasement-Trade sein. Darunter versteht man die Umschichtung von Vermögen aus staatlichen Währungen und nominalen Forderungen in knappe Sachwerte, um sich gegen einen möglichen langfristigen Kaufkraftverlust abzusichern.

Steigende Staatsverschuldung, anhaltende Haushaltsdefizite und eine mögliche Einschränkung der geldpoli-

Abbildung 20: Entwicklung des Goldpreises je Feinunze in US-Dollar



Quelle: Bloomberg

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

tischen Unabhängigkeit könnten die Sorge vor einer schleichenden Entwertung staatlicher Währungen verstärken. Gold profitiert in diesem Umfeld von seiner begrenzten Verfügbarkeit und davon, dass es keine Forderung gegenüber einem Staat oder Emittenten darstellt. Auch eine strukturell erhöhte Inflationsvolatilität könnte seine Attraktivität unterstützen. Allerdings hängt die tatsächliche Preisentwicklung wesentlich von den Realzinsen ab, weshalb Gold auf kurze Sicht nicht zwangsläufig einen verlässlichen Inflationsschutz bieten kann.

De-Dollarisierung und internationale Währungsreserven

Die zunehmende Diversifizierung internationaler Währungsreserven dürfte ein wesentlicher Nachfragetreiber bleiben. Seit 2022 haben Zentralbanken ihre Goldbestände erheblich ausgeweitet. Besonders für Schwellenländer gewinnen die Reduzierung der Dollarabhängigkeit, die Absicherung geopolitischer Risiken und der Schutz vor möglichen Finanzsanktionen an Bedeutung.

Der Anteil von Gold an den weltweiten offiziellen Währungs- und Goldreserven erreichte im ersten Quartal 2026 rund 29 Prozent. Dieser Anstieg ist allerdings nicht ausschließlich auf zusätzliche Käufe zurückzuführen, sondern auch auf die erheblichen Preissteigerungen. Wir erwarten, dass die strukturelle Nachfrage der Zentralbanken in der kommenden Dekade bestehen bleibt und den Goldpreis langfristig unterstützt.

Gold in der strategischen Vermögensallokation

Neben den Zentralbanken dürfte Gold auch in privaten und institutionellen Portfolios stärker berücksichtigt werden. Die hohen Zuflüsse in Gold-ETFs der vergangenen Jahre deuten auf eine zunehmende strategische Neugewichtung hin.

Insgesamt sprechen die identifizierten säkularen Entwicklungen für eine langfristige Unterstützung des Goldpreises und weiteres Aufwärtspotenzial. Allerdings können steigende Realzinsen, eine Aufwertung des US-Dollars oder eine nachlassende Risikowahrnehmung Korrekturen auslösen. Auch länger anhaltende Verlustphasen bleiben möglich. Für unsere strategische Asset Allokation steht deshalb nicht das Renditemotiv im Vordergrund. Wir betrachten Gold vielmehr als strategischen Diversifikations- und Stabilitätsbaustein, der die Widerstandsfähigkeit eines Portfolios gegenüber geopolitischen, fiskalischen und monetären Risiken erhöhen kann.

Rohöl

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

Dies zeigte sich einmal mehr im März 2026 mit der Eskalation im Persischen Golf. Rund 20 Prozent des weltweit geförderten Rohöls gehen durch die Straße von Hormus. Mit der Schließung der Meerenge wurde dieses Angebot dem Markt entzogen. Zwar gibt es mit Pipelines in Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten Umgehungsmöglichkeiten, doch sind diese vulnerabel und ihre Kapazitäten reichen nicht für eine vollständige Kompensation. Die entsprechende Nervosität zeigte sich beim Ölpreis, der - abhängig vom Stand der Verhandlungen zwischen USA und Iran - mal nach oben und mal nach unten ausschlägt.

Perspektivisch befindet sich der fossile Brennstoff im Wandel der Zeit. Bis 2019 stieg die globale Nachfrage nach Rohöl noch weitgehend konstant um durchschnittlich rund 1,6 Prozent pro Jahr. Zuerst durch den steigenden Verbrauch in Industrieländern. So nahm der Ölbedarf der OECD-Länder von 1995 bis 2005 um über ein Drittel zu. Im Zuge der globalen Finanzkrise sank die Nachfrage jedoch kräftig und kam danach nicht mehr auf die alten Niveaus zurück. In dieser Zeit sprang der Verbrauch der Schwellenländer, allen voran China, kräftig an. Die Corona-Pandemie führte dann zu einem dramatischen Nachfrageeinbruch, der aber wieder aufgeholt wurde. Seither steigt der Bedarf etwas weniger stark an, wird dabei aber insbesondere von Indien angetrieben, sodass inzwischen die Marke von 100 Millionen Barrel am Tag spürbar geknackt wurde.

Viele Länder wollen ihren Energiebedarf zunehmend aus erneuerbaren Quellen decken. Während dies in Europa vor allem durch den Gedanken der Nachhaltigkeit getrieben ist, ist es in China der Schritt hin zur Autarkie. Bislang importiert das Reich der Mitte den Großteil des Bedarfs aus dem Ausland, ist an dieser Stelle also auf

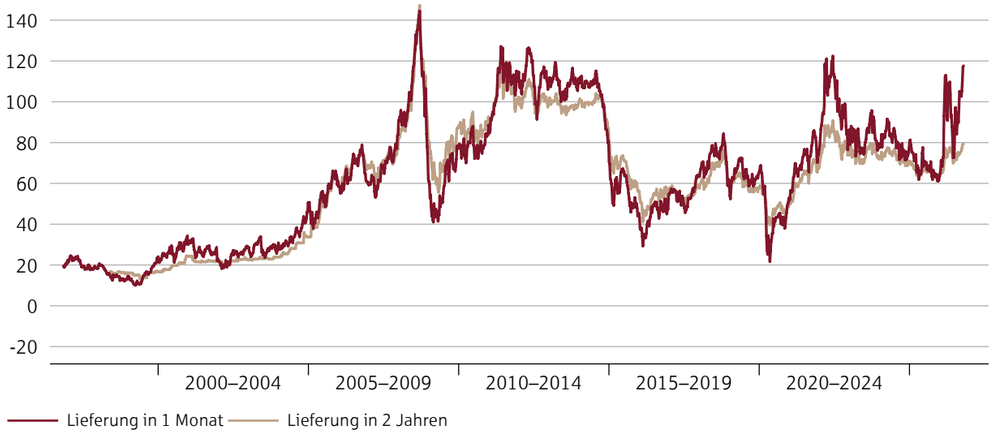
Ölförderländer angewiesen. Um die Abhängigkeit zu reduzieren, werden die Kapazitäten zur Gewinnung von Sonnen-, Wind- und Wasserenergie kräftig ausgebaut. Zwar wurde in den USA politisch ein anderer Weg eingeschlagen („drill, baby, drill“). Doch folgen die US-Unternehmen diesem Aufruf bislang nur zögerlich, da sich neue Explorations-Projekte nur bei einem nachhaltig hohen Ölpreis rechnen. Insgesamt geht Oxford Economics davon aus, dass ab 2028 der Ölbedarf rückläufig sein wird und in zehn Jahren etwa 4 Prozent unter dem heutigen Niveau liegen könnte.

Die ölfördernden Staaten, die sich im OPEC-Kartell zusammengeschlossen haben, könnten ihre Produktionsmenge grundsätzlich deutlich ausweiten - bei vergleichsweise günstigen Explorations-Kosten. Sie beschränken ihre Fördermenge jedoch, um die Preise hoch zu halten. Das Kartell war immer mal wieder brüchig, weshalb fraglich ist, ob es noch über einen langen Zeitraum halten wird. So traten die Vereinigten Arabischen Emirate im Frühjahr 2026 bereits aus. Aufgrund des Iran-Konflikts sind vielen Golfstaaten große Teile ihrer Fiskalbudgets weggebrochen. Nach einem Ende des Konflikts - was auf einen Zeithorizont von zehn Jahren sehr wahrscheinlich erscheint - könnten diese Länder daher ihre Fördermengen hochfahren, um die ausgefallenen Staatseinnahmen zu kompensieren. Dann könnte es zu einem deutlichen Überangebot kommen.

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

Wir nehmen jedoch auch an, dass diese steigende Nachfrage zunehmend aus anderen Energiequellen bedient wird. Nicht zuletzt, weil die Schließung der Straße von Hormus vielen Ländern einmal mehr ihre geopolitische Vulnerabilität und die Abhängigkeit von rohölexportierenden Ländern vor Augen geführt hat. Damit hätte der Verbrauch von Rohöl seinen Zenit überschritten, dürfte aber eher auf einem Plateau verharren statt abrupt zu fallen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass der Ölpreis auf Sicht der nächsten zehn Jahre nicht auf dem erhöhten Niveau des Iran-Konflikts verharren wird, sondern ausgehend von einem niedrigeren Ausgangslevel leicht nach unten gerichtet sein wird. In Preisen von heute sehen wir die Notierung in der langen Frist unter Berücksichtigung der von uns erwarteten Inflationsentwicklung bei 75 US-Dollar pro Barrel. In der Zwischenzeit dürfte es aufgrund geopolitischer Spannungen und Machtspiele jedoch immer wieder kräftige Ausschläge nach oben und unten geben. ■

Abbildung 21: Ölpreis pro Barrel (Brent) in US-Dollar



Quelle: Bloomberg

Unterscheidung zwischen Future-Kontrakten mit Lieferung in 1 Monat und in 2 Jahren. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.



7. Ableitungen für die Vermögensallokation

Die in diesem Secular Outlook skizzierten langfristigen Entwicklungen rechtfertigen aus unserer Sicht weder einen pauschal defensiven Rückzug aus Risikoanlagen noch die unkritische Übergewichtung einzelner Zukunftsbranchen. Für Anleger gilt: Risiken für die Weltwirtschaft sind nicht zwangsläufig mit entsprechend negativen langfristigen Kapitalmarktrenditen gleichzusetzen. Auch tiefgreifende wirtschaftliche und geopolitische Umbrüche können neue Wachstums- und Investitionsmöglichkeiten eröffnen. Entscheidend bleibt jedoch, in welchem Umfang diese Chancen bereits in den heutigen Marktpreisen berücksichtigt werden und ob sich die erwarteten Produktivitäts- und Gewinnzuwächse tatsächlich realisieren lassen.

Insgesamt unterstreicht unser Secular Outlook die Bedeutung einer robusten Diversifikation, realistischer Rendite- und Bewertungsannahmen sowie einer systematischen Berücksichtigung von säkularen Entwicklungen und deren Wechselwirkungen. Weder kurzfristige Datenreihen noch historische Durchschnittsrenditen sollten einfach in die Zukunft extrapoliert werden. Dabei stehen weniger einzelne Anlageideen als vielmehr die langfristige Widerstandsfähigkeit und Anpassungsfähigkeit des Gesamtportfolios im Vordergrund. Eine robuste Allokation muss dabei nicht in jedem denkbaren Szenario die höchste Rendite erzielen. Ihr Ziel besteht vielmehr darin, auch bei erheblichen Abweichungen von den ursprünglichen Erwartungen eine tragfähige Kombination aus langfristigem Renditepotenzial und Risikobegrenzung zu ermöglichen. Doch wie bei jeder Kapitalanlage gilt, dass auch ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden kann.

Gesamtportfoliokontext in den Mittelpunkt stellen

Viele der identifizierten säkularen Entwicklungen sollten nicht ausschließlich als sektorale Investmentthesen betrachtet werden. Vielmehr beeinflussen sie gleichzeitig verschiedene Anlageklassen und deren Risikoeigenschaften. So könnte Künstliche Intelligenz das Produktivitätswachstum erhöhen und neue Gewinnpotenziale schaffen, zugleich jedoch den Investitionsbedarf, den neutralen Realzins und damit die Bewertungen zinssensitiver Vermögenswerte beeinflussen. Ähnliche Wechselwirkungen ergeben sich aus dem demografischen Wandel, steigenden Staatsausgaben und der geopolitischen Fragmentierung.

Ziel einer langfristigen Vermögensallokation sollte daher nicht die Aneinanderreihung einzelner Zukunftsthemen sein, sondern die Konstruktion eines Portfolios, dessen Risiko- und Ertragsquellen möglichst ausgewogen auf unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklungspfade verteilt sind. Entscheidend ist dabei auch, die zugrundeliegenden Annahmen regelmäßig zu überprüfen und die strategische Allokation bei wesentlichen strukturellen Veränderungen gegebenenfalls anzupassen.

Globale Diversifikation und wirtschaftliche Abhängigkeiten

Die Neuordnung der Weltwirtschaft dürfte zusätzliche langfristige Wachstumsquellen erschließen und gleichzeitig die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen einzelnen Regionen verstärken. Insbesondere die Verlagerung internationaler Lieferketten, der demografische Wandel und die zunehmende technologische Konkurrenz könnten neue Gewinner und Verlierer hervorbringen.

Eine breite geografische Diversifikation bleibt deshalb in unseren Augen ein wesentlicher Bestandteil einer strategischen Vermögensallokation. Bei Aktien sollten neben den heutigen Marktgewichten und Bewertungen insbesondere institutionelle Qualität, Produktivitätspotenziale und die tatsächlichen wirtschaftlichen Abhängigkeiten der Unternehmen berücksichtigt werden. Der Börsenstandort allein ist hierfür häufig wenig aussagekräftig. Vielmehr sind die geografische Verteilung von Umsätzen, Produktionskapazitäten und Lieferketten sowie die Abhängigkeit von kritischen Technologien und Infrastruktur entscheidend. Bei Anleihen gewinnen darüber hinaus die fiskalische Tragfähigkeit, die institutionelle Glaubwürdigkeit sowie die jeweilige Währungs- und Zinsstruktur an Bedeutung. Eine globale Streuung reduziert Risiken allerdings nur dann wirksam, wenn die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Abhängigkeiten nicht weitgehend identisch sind.

Währungsrisiken als bewussten Diversifikationsbaustein nutzen

Eine globale Vermögensallokation geht mit unterschiedlichen Währungsexponierungen einher. In unseren Augen ist eine pauschale systematische Absicherung dieser Risiken wenig zielführend, weshalb wir Fremdwährungen als eigenständigen Bestandteil der strategischen Diversifikation betrachten. Hierfür sprechen insbesondere zusätzliche Diversifikationseffekte. Wechselkursentwicklungen können die Renditen internationaler Anlagen erheblich beeinflussen, zugleich aber auch Verluste einzelner Anlageklassen oder Regionen teilweise kompensieren. Anzumerken ist hierbei jedoch für Euroanleger, dass Wechselkursrisiken zu Ver-

lusten führen können. Bei hochwertigen Staatsanleihen kann eine Absicherung gegen Wechselkursrisiken prinzipiell sinnvoll sein. Denn hier können Wechselkursschwankungen die vergleichsweise geringe Volatilität dieser Anleihen deutlich übersteigen und damit ihre stabilisierende Funktion im Portfolio beeinträchtigen. Die Entscheidung gegen eine systematische Währungsabsicherung ist daher mit der bewussten Übernahme zusätzlicher Risiken verbunden. Vor dem Hintergrund einer zunehmend fragmentierten Weltwirtschaft und möglicher langfristiger Verschiebungen im internationalen Währungssystem erscheint es uns dennoch sinnvoll, Währungsexponierungen nicht grundsätzlich zu eliminieren, sondern ihre möglichen Diversifikationseffekte und Risiken im Gesamtportfoliokontext zu berücksichtigen.

Konzentrationsrisiken und technologische Disruption berücksichtigen

Der technologische Wandel, insbesondere durch Künstliche Intelligenz, dürfte unserer Ansicht nach zu den wichtigsten Wachstumstreibern der kommenden Dekade zählen. Wie im Kapitel 4.3 zur „Konzentration“ beschrieben, könnte sich die wirtschaftliche Wertschöpfung zunehmend auf wenige Unternehmen konzentrieren, die über entscheidende technologische Infrastruktur, Daten und Kapital verfügen. Für die Aktienallokation ergibt sich daraus ein Zielkonflikt. Einerseits kann eine hohe Gewichtung technologisch führender Unternehmen eine Beteiligung an außergewöhnlichen Wachstumspotenzialen ermöglichen. Andererseits erhöhen steigende Marktkonzentrationen die Abhängigkeit des Gesamtportfolios von wenigen Geschäftsmodellen und Bewertungsannahmen. Eine breite Streuung über verschiedene Unternehmen und Sektoren hat nur dann einen positiven Diversifikationseffekt zu erwarten, wenn die Erfolgstreiber nicht gleichgerichtet sind. Zudem sollten Anleger zwischen den erwarteten gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinnen auf der Makro-Ebene und den letztendlich bei einzelnen Unternehmen anfallenden Gewinnen unterscheiden. Die Historie zeigt: Nicht jedes technologisch innovative Unternehmen wird zwangsläufig auch eine attraktive Kapitalanlage darstellen.

Bewertungen und strukturelle Renditetreiber stärker berücksichtigen

Langfristige Wachstumsperspektiven allein sind keine ausreichende Grundlage für Investitionsentscheidungen. Elementar bleibt, welcher Teil zukünftiger Erträge bereits in den heutigen Marktpreisen berücksichtigt wird. Besonders bei Unternehmen und Branchen, denen außergewöhnliche Wachstumsmöglichkeiten zugeschrieben werden, kann diese Zunahme durch hohe Bewertungen bereits vorweg genommen sein und das langfristige Renditepotenzial erheblich begrenzen. Auch auf der Anleiheseite dürften strukturelle Veränderungen die langfristigen Renditeerwartungen beeinflussen. Für die strategische Vermögensallokation erscheint es daher sinnvoll, langfristige Renditeannahmen regelmäßig anhand fundamentaler Wachstumsperspektiven, Bewertungen, realer Zinsen und Risikoprämien zu überprüfen, anstatt historische Durchschnittsrenditen unverändert fortzuschreiben.

Korrelationen und Diversifikationseigenschaften nicht als konstant annehmen

Historische Korrelationen zwischen Anlageklassen sollten nicht als dauerhaft stabil betrachtet werden. Insbesondere das Inflationsumfeld und die Art eines wirtschaftlichen Schocks beeinflussen maßgeblich die Diversifikationseigenschaften von Aktien und Staatsanleihen. Während hochwertige Staatsanleihen bei nachfragebedingten Wachstumseinbrüchen weiterhin eine stabilisierende Funktion übernehmen können, besteht bei angebotsseitigen Inflationsschocks (z. B. durch Energiepreise), die Gefahr gleichzeitiger Verluste beider Anlageklassen.

Die traditionelle Diversifikationswirkung eines Aktien-Anleihen-Portfolios ist daher nicht in jedem Marktumfeld gleichermaßen ausgeprägt. Dies unterstreicht die Bedeutung einer breiteren Vermögensallokation, in der auch Gold als ergänzender Diversifikationsbaustein eine wichtige Rolle einnehmen kann.

Inflationsrisiken differenziert absichern

Die kommenden zehn Jahre dürften durch unterschiedliche, teilweise gegenläufige strukturelle Inflationskräfte geprägt sein. Für die Vermögensallokation erscheint deshalb weniger eine eindeutige Prognose dauerhaft höherer oder niedrigerer Inflation entscheidend als vielmehr die Berücksichtigung einer möglicherweise erhöhten Inflationsvolatilität. Insbesondere nominale Anleihen mit langen Laufzeiten können bei unerwarteten Inflationsanstiegen erhebliche Verluste erleiden. Eine bewusste Steuerung von Zinsänderungsrisiken, die Berücksichtigung inflationsindexierter Anleihen und eine ergänzende Goldallokation können dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit gegenüber unterschiedlichen Inflationsszenarien zu erhöhen. Die Wirksamkeit dieser Instrumente hängt allerdings wesentlich von ihrem jeweiligen Bewertungsniveau und der Art des Inflationsschocks ab.

Staatsanleihen stärker nach Qualität und Risikofunktion differenzieren

Im Kapitel zu Staatsanleihen haben wir wichtige langfristige strukturelle Einflussfaktoren betrachtet. Anleihen sollten demnach nicht ausschließlich anhand ihrer laufenden Verzinsung bewertet werden. Ebenso wichtig ist ihre Funktion im Gesamtportfolio. Hervorzuheben sind hier vor allem der Einsatz von Staatsanleihen als laufende Ertragsquelle sowie als potenzielle Diversifikations- und als Absicherungsinstrumente. Eine höhere nominale Rendite ist nicht zwangsläufig Ausdruck einer attraktiveren Anlage, wenn sie mit entsprechend höheren Inflations-, Laufzeit- oder Ausfallrisikoprämien einhergeht. Die Selektion zwischen Emittenten, Währungen, Bonitäten und Laufzeiten dürfte deshalb an Bedeutung gewinnen.

Chancen des Strukturwandels nicht mit attraktiven Renditen gleichsetzen

Die Anpassung an eine fragmentiertere, technologisch fortschrittlichere und demografisch veränderte Weltwirtschaft dürfte erhebliche Investitionen erfordern. Aus dem hohen Investitionsbedarf lassen sich jedoch nicht automatisch überdurchschnittliche Kapitalmarktrenditen ableiten. Hoher Wettbewerb, regulatorische Eingriffe, steigende Finanzierungskosten und bereits ambitionierte Bewertungen können dazu führen, dass ein erheblicher Teil des wirtschaftlichen Nutzens nicht bei den Kapitalgebern ankommt. Für langfristige Anleger ist deshalb weniger entscheidend, welche Branchen besonders stark wachsen, sondern welche Unternehmen und Emittenten unter Berücksichtigung ihrer Bewertungen, Wettbewerbsvorteile und Kapitalrentabilität nachhaltig von diesen Entwicklungen profitieren können.

Beispielhafte Vermögensallokation

Die zuvor abgeleiteten Erkenntnisse sollen im Folgenden anhand beispielhafter Portfolioallokationen in konkrete Gewichtungsentscheidungen übersetzt werden. Als Ausgangspunkt dient das klassische 60/40-Portfolio aus 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Anleihen. Diese seit Jahrzehnten etablierte Kombination bietet einen transparenten Referenzrahmen, um die Auswirkungen säkularer Entwicklungen auf das Zusammenspiel von Renditepotenzial, Risiko und Diversifikation zu untersuchen.

Auf dieser Grundlage werden alternative Gewichtungen zwischen Aktien, Anleihen und Gold betrachtet. Ziel ist es, aufzuzeigen, wie sich unterschiedliche langfristige Erwartungen an Wachstum, Inflation, Zinsen und Risikoprämien auf die strategische Vermögensallokation auswirken könnten. Die Einbeziehung von Gold ermöglicht dabei insbesondere eine Untersuchung zusätzlicher Diversifikationseffekte gegenüber dem traditionellen Aktien-Anleihen-Portfolio.

Die dargestellten Allokationen sind als modellhafte Portfoliokonstruktionen innerhalb eines bewusst definierten Referenzrahmens zu verstehen. Sie dienen der Veranschaulichung langfristiger Zusammenhänge und stellen keine universell optimale Vermögensaufteilung dar. Die tatsächliche strategische Vermögensallokation sollte in unseren Augen stets im Kontext eines breit diversifizierten Multi-Asset-Portfolios sowie unter Berücksichtigung individueller Anlageziele, der Risikotragfähigkeit und von Liquiditätsanforderungen erfolgen.

Methodische Grundlagen

Das klassische 60/40-Portfolio mit einer Aufteilung von 60 % Aktien und 40 % Anleihen dient seit Jahrzehnten als etablierter Referenzpunkt für die Betrachtung langfristiger Multi-Asset-Strategien. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche Auswirkungen die im Secular Outlook diskutierten strukturellen Entwicklungen auf das Zusammenspiel verschiedener Anlageklassen haben könnten.

Zur Veranschaulichung dieser Zusammenhänge wurde eine vereinfachte quantitative Modellrechnung durchgeführt. In die Berechnungen fließen die langfristigen Erwartungen zum nominalen Gesamtertrag der Prognoseübersicht sowie die historischen Volatilitäten und Kovarianzen der betrachteten Anlageklassen seit April 1999 ein.

Die Untersuchung basiert auf einem bewusst eingegrenzten Anlageuniversum, der Anteil von Hochzinsanleihen auf maximal 10 Prozent des Gesamtportfolios begrenzt. Solche Obergrenzen sind ein gängiges Instrument der strategischen Portfoliooptimierung, um Konzentrationen einzelner Risikofaktoren und die Abhängigkeit der Ergebnisse von spezifischen Modellannahmen zu begrenzen. Die gewählte Höhe stellt dabei eine Modellannahme und keinen allgemein verbindlichen Standard dar.

Die nachfolgende Abbildung 22 zeigt die rechnerisch resultierenden Gewichtungen der übergeordneten Anlageklassen Aktien, Anleihen und Gold für unterschiedliche vorgegebene Volatilitätsniveaus. Die Ergebnisse sind ausschließlich als modellbasierte Veranschauli-

chung zu verstehen. Sie stellen weder konkrete Anlagevorschläge noch strategische Zielallokationen für bestimmte Anlegergruppen dar. Individuelle Anlageziele, Anlagehorizonte, finanzielle Verhältnisse und Risikotragfähigkeit bleiben unberücksichtigt.

Ergebnisse der Modellrechnung

Unter den getroffenen Annahmen weisen die berechneten Portfoliozusammensetzungen über die betrachteten Volatilitätsniveaus hinweg vergleichsweise hohe Gewichtung von Anleihen auf. Auch bei höheren Volatilitätsvorgaben bleibt der rechnerische Anteil von Anleihen bedeutsam. Daneben ergeben sich in mehreren Modellvarianten spürbare Gewichtungen für Gold. Die Ergebnisse sind insbesondere vor dem Hintergrund der verwendeten langfristigen Renditeannahmen zu betrachten. Für Aktien wird demgegenüber keine unveränderte Fortsetzung der überdurchschnittlichen Wertentwicklung der vergangenen vier Jahre angenommen. Die langfristigen Renditeerwartungen bleiben dennoch grundsätzlich positiv.

Einordnung im Kontext des Secular Outlooks

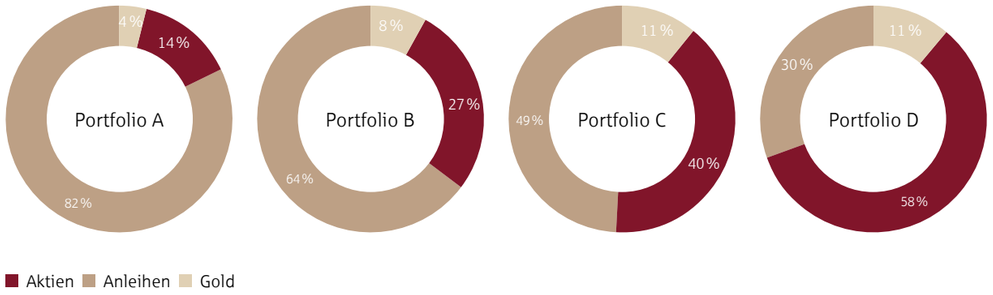
Die Modellrechnung illustriert, wie sich ausgewählte Annahmen über langfristige Kapitalmarktentwicklungen auf die rechnerische Gewichtung verschiedener Anlageklassen auswirken können. Die Ergebnisse stehen im Einklang mit den im Secular Outlook diskutierten strukturellen Entwicklungen und verdeutlichen die Bedeutung des Zusammenspiels von Renditeerwartungen, Risiken und Diversifikation.

Dabei handelt es sich ausdrücklich nicht um eine Prognose zukünftiger Portfoliozusammensetzungen. Die Berechnungen beruhen auf Punktschätzungen, historischen Risikoparametern und vereinfachenden Modellannahmen. Insbesondere können sich die zukünftigen Volatilitäten und Korrelationen erheblich von ihren historischen Ausprägungen unterscheiden. Auch Änderungen einzelner Renditeannahmen oder Modellrestriktionen können zu deutlich abweichenden Gewichtungsergebnissen führen.

Die Untersuchung dient damit der Illustration möglicher Zusammenhänge und nicht der Ableitung konkreter Anlageentscheidungen. Wie bei jeder Kapitalanlage gilt, dass auch ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden kann.

Hier handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht beispielhafter Vermögensverteilungen. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.

Abbildung 22: Beispielhafter Vermögensaufbau anhand von Prognosen



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. Hier handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht beispielhafter Vermögensverteilungen. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.



8. Prognoseübersicht

			Aktien					Anleihen						
			Gesamtertrag nominal p. a. in EUR					Gesamtertrag nominal p. a. in EUR						Preisänderung p. a. in Euro
			USA	Europa	Japan	Schwellen-länder	Entwickelte Märkte	Deutsche Bundesanleihe 10J	Deutsche Bundesanleihe 2J	Euro Corporate Investment Grade	Euro Corporate High Yield	US Treasury 10J	US Treasury 2J	Gold in US-Dollar
Historische Wertentwicklung	2000	Dez.31 1999 – Dez. 31 2000	–3,0	–2,2	–28,2	–26,2	–7,3	8,8	4,7	3,8	–16,3	22,5	15,3	0,9
	2001	Dez. 31 2000 – Dez. 31 2001	–6,6	–15,5	–25,4	3,2	–11,8	4,4	5,6	6,0	–12,4	13,2	14,9	8,6
	2002	Dez. 31 2001 – Dez. 31 2002	–34,0	–30,7	–22,5	–20,5	–32,1	11,3	5,7	5,7	–0,5	–2,9	–10,2	5,8
	2003	Dez. 31 2002 – Dez. 31 2003	7,2	15,3	15,6	29,8	10,9	4,3	3,2	9,0	29,7	–15,1	–15,1	–0,6
	2004	Dez. 31 2003 – Dez. 31 2004	3,0	12,2	8,1	16,7	6,6	9,2	3,2	7,4	14,0	–3,0	–6,2	–1,9
	2005	Dez. 31 2004 – Dez. 31 2005	20,0	26,1	44,8	53,3	25,2	5,9	2,0	2,7	5,8	17,2	16,2	34,9
	2006	Dez. 31 2005 – Dez. 31 2006	4,0	19,6	–8,5	18,6	7,8	–0,9	1,8	1,1	11,3	–7,8	-6,7	10,6
	2007	Dez. 31 2006 – Dez. 31 2007	–4,6	2,7	–14,3	26,1	–1,4	1,7	3,8	0,4	–2,0	–0,3	–2,9	18,4
	2008	Dez. 31 2007 – Dez. 31 2008	–34,2	–43,6	–23,6	–51,3	–38,1	15,0	7,5	–6,2	–34,2	23,2	11,4	10,5
	2009	Dez. 31 2008 – Dez. 31 2009	23,4	31,6	2,4	74,1	26,8	1,6	3,0	25,4	76,1	–8,3	–1,7	21,3
	2010	Dez. 31 2009 – Dez. 31 2010	23,1	11,1	24,0	27,2	19,6	6,9	2,2	5,7	14,1	17,0	9,6	38,6
	2011	Dez. 31 2010 – Dez. 31 2011	5,4	–8,1	–9,7	–15,8	–2,5	12,8	2,8	–0,4	–3,2	19,4	4,9	13,7
	2012	Dez. 31 2011 – Dez. 31 2012	14,0	17,3	5,2	16,1	13,8	6,9	0,5	16,9	27,3	2,3	–1,3	5,2
	2013	Dez. 31 2012 – Dez. 31 2013	27,1	19,8	22,1	–6,5	21,6	–1,9	–0,2	4,2	10,1	–9,8	–3,7	-31,1
	2014	Dez. 31 2013 – Dez. 31 2014	29,1	6,8	10,2	11,1	19,2	13,4	0,7	8,6	5,8	23,8	14,3	12,0
	2015	Dez. 31 2014 – Dez. 31 2015	12,9	8,2	24,3	–5,2	10,4	0,8	0,2	–0,7	1,0	13,2	12,0	-0,2
	2016	Dez. 31 2015 – Dez. 31 2016	15,6	2,6	6,6	14,8	11,0	4,3	0,3	5,3	9,1	4,4	4,2	11,7
	2017	Dez. 31 2016 – Dez. 31 2017	6,7	10,2	11,1	20,3	7,2	–0,8	–0,9	3,2	6,9	–10,2	–12,0	–0,5
	2018	Dez. 31 2017 – Dez. 31 2018	0,1	–10,6	–9,7	–10,6	–4,4	2,7	–0,4	–1,8	–3,8	5,6	6,3	3,1
	2019	Dez. 31 2018 – Dez. 31 2019	34,5	26,1	22,1	21,1	30,6	3,2	–0,7	7,5	11,3	11,0	5,9	21,0
	2020	Dez. 31 2019 – Dez. 31 2020	8,7	–3,3	3,6	8,6	6,4	2,7	–0,6	3,0	2,3	0,9	-5,3	14,8
	2021	Dez. 31 2020 – Dez. 31 2021	38,3	25,1	8,7	4,7	30,9	–2,8	–0,8	–0,6	3,4	4,1	6,8	3,5
	2022	Dez. 31 2021 – Dez. 31 2022	–13,0	–9,5	–9,1	–15,1	–13,1	–18,9	–4,7	–14,1	–10,6	–9,6	2,2	5,9
	2023	Dez. 31 2022 – Dez. 31 2023	22,5	15,8	15,6	6,5	20,0	7,0	2,8	8,9	12,1	0,5	1,1	9,7
	2024	Dez. 31 2023 – Dez. 31 2024	33,3	8,6	15,2	14,6	26,5	0,1	2,8	5,4	8,2	5,9	10,9	35,6
	2025	Dez.31 2024 – Dez. 31 2025	3,9	19,4	11,0	17,7	6,7	–0,6	1,8	3,4	5,2	–4,4	–7,3	45,1
Durchschnittliche historische annualisierte Wertentwicklung	1999 – 2009	31.12.1999 –31.12.2009	–4,4	–1,6	–7,5	6,0	–3,7	6,0	4,0	5,3	3,7	3,0	0,9	10,3
	2009 – 2019	31.12.2009 –31.12.2019	16,4	7,8	9,9	6,2	12,2	4,7	0,4	4,7	7,5	7,1	3,7	5,9
Prognose Haspa Marktanalytik	2027–2036	Jan. 1 2027 – Dez. 31 2036	7,0	5,5	6,0	8,0	6,5	3,5	2,5	4,4	6,6	4,1	3,2	4,0
Verwendete Daten	Daten		S&P 500 Total Return Index. Umrechnung in EUR über Euro / United States Dollar Cross	MSCI Europe Net Total Return EUR Index. Umrechnung in EUR über Euro / United States Dollar Cross	Topix Total Return Index JPY. Umrechnung in EUR über Euro / Japanese Yen Cross	MSCI Emerging Net Total Return USD Index. Umrechnung in EUR über Euro / United States Dollar Cross	MSCI World Net Total Return USD Index. Umrechnung in EUR über Euro / United States Dollar Cross	Bloomberg Germany Govt 7 to 10 Year TR	Bloomberg Germany Govt 1 to 3 Year TR	Bloomberg EuroAgg Corporate Baa TR Index Value Unhedged EUR	Bloomberg Pan-European High Yield (Euro) TR Index Value Unhedged EUR	Bloomberg U.S. Treasury: 7-10 Year TR Index Value Unhedged U. Umrechnung in EUR über Euro / United States Dollar Cross	Bloomberg U.S. Treasury: 1-3 Year Total Return Index Value U. Umrechnung in EUR über Euro / United States Dollar Cross	Gold United States Dollar Spot. Umrechnung in EUR über Euro / United States Dollar Cross
	Quelle		Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg	Bloomberg

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

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

Impressum

Herausgeber
Hamburger Sparkasse AG
Dammtorstr. 1, 20354 Hamburg
Telefon: (040) 35 78 - 0
Internet: www.haspa.de und www.haspa-kapitalmarkt.de

Erstellungsdatum
10. November 2026

Grafiken
Hamburger Sparkasse AG / Bloomberg

Redaktion / Autorenteam
Dr. Max Ole Liemen, Korbinian Dress, Marco Günther

Gestaltung
Karola Müller

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

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

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

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

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



