



Kapitalmarkt '26 perspektiven

26

**Dünne Luft
am Schuldenberg.**



Kreissparkasse
Köln

Sehr geehrte Leserinnen und Leser unserer Kapitalmarktperspektiven 2026,

die öffentliche Verschuldung ist weltweit auf neue Rekordstände gestiegen. Für die Gruppe der Industrieländer liegt die Relation der Brutto-Verschuldung zur Wirtschaftsleistung seit Jahren bereits über 100 % – ein Niveau, das von vielen Wirtschaftsexperten als ungesund für nachhaltiges Wirtschaftswachstum und finanzielle Solidität angesehen wird. Auch Deutschland hat sich nach dem Regierungswechsel auf den Pfad einer verstärkten öffentlichen Kreditaufnahme begeben und die Schuldenbremse gelockert. Wir haben den Ausblick deshalb unter das Motto „Dünne Luft am Schuldenberg“ gestellt.

Diese rekordhohen Schuldenberge sind nicht allein das Ergebnis früherer Kriseninterventionen infolge Pandemie und des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine, sondern auch Ausdruck einer eher nachfrageorientierten Ausgabenpolitik, einer wachsenden Anspruchsmentalität im Wechselspiel von Staat und Gesellschaft sowie auch Folge des demografischen Wandels. Die dünner werdende Luft am Schuldenberg steht stellvertretend für die Mahnung, früherem Zweckoptimismus und politischen Kompromissen kluge Weitsicht und Disziplin entgegenzusetzen – die gleichen Prinzipien, denen auch Anleger beim langfristigen Vermögensaufbau folgen sollten.

Losgelöst von diesen eher grundlegenden Fragen zur Höhe der öffentlichen Verschuldung sind wir für das Wirtschafts- und Börsenjahr 2026 moderat zuversichtlich gestimmt. Die Weltwirtschaft dürfte auf maßvollem Expansionskurs bleiben und Deutschland seine wirtschaftliche Schwächephase der Stagnation/Rezession dank zunehmender Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben überwinden. Die Inflation ist hierzulande auf Zielkurs eingeschwenkt. Wir rechnen daher mit einem Verharren der europäischen Leitzinsen auf aktuellem Niveau. Das höhere Bewertungsniveau an den Aktienmärkten bedeutet, dass schon viel Positives vorweggenommen ist. Es sollte also nicht verwundern, wenn sich die Hausse der letzten Börsenjahre nicht ungebremst fortsetzt. Die Börsengeschichte lehrt allerdings: Die Zeit im Markt ist wichtiger als Diskussionen über Ein- und Ausstiegszeitpunkte. Auch wenn zwischenzeitlich die Schwankunganfälligkeit z. B. durch geopolitische Einflüsse wieder zunehmen könnte, lautet unsere Empfehlung, den eingeschlagenen Kurs weiter zu verfolgen. Eine ausgewogene Vermögensstruktur ist und bleibt die Basis für den langfristigen Anlageerfolg. Veränderungen an den empfohlenen Vermögensstrukturen haben wir keine vorgenommen.

Ihnen und Ihren Familien wünschen wir ein glückliches und gesundes neues Jahr.

Herzliche Grüße – Ihr Team der Kapitalmarktanalyse der Kreissparkasse Köln

Kapitalmarktperspektiven 2026 auf einen Blick

Prognoseübersicht

	31.12.25	Prognoseübersicht Jahresmitte 2026		Jahresende 2026	
		Konsens Durchschnitt	KSK	Konsens Durchschnitt	KSK
Leitzinsen¹⁾					
EZB-Einlagensatz	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Fed (obere Grenze)	3,75%	3,50%	3,25 - 3,75%	3,25%	3,00 - 3,50%
Staatsanleihen 10J¹⁾					
Deutschland	2,86%	2,83%	2,60 - 3,10%	2,93%	2,75 - 3,25%
USA	4,17%	4,04%	4,25 - 4,50%	4,06%	4,25 - 4,50%
Wechselkurse¹⁾					
USD/EUR	1,1750	1,18	1,15 - 1,20	1,19	1,17 - 1,22
JPY/EUR	184,09	176	165 - 175	175	165 - 175
CHF/EUR	0,9314	0,94	0,95 - 1,00	0,95	0,95 - 1,00
Aktienmärkte¹⁾					
DAX	24.490	25.250	24.500 - 25.500	25.500	25.500 - 26.500
Euro Stoxx 50	5.791	5.700	5.750 - 5.850	5.900	5.850 - 6.000
S&P 500	6.846	7.016	6.950 - 7.050	7.490	7.050 - 7.200

¹⁾ Quelle für die Konsensprognosen: Bloomberg, Stand: Dezember 2025, Aktienmarktprognosen: Reuters, Stand: November 2025

Redaktionelle und rechtliche Hinweise

Autoren

Rückblick:	Jan Rösch
Konjunktur, Zinsen, Währungen:	Prof. Dr. Carsten Wesselmann, Heiko Zülch, Max Blönigen
Aktienmärkte:	Michael Kahler, Heiko Zülch
Rohstoffe:	Heiko Zülch
Vermögensstrukturierung:	Rolf Saßen

Wichtiger Hinweis:

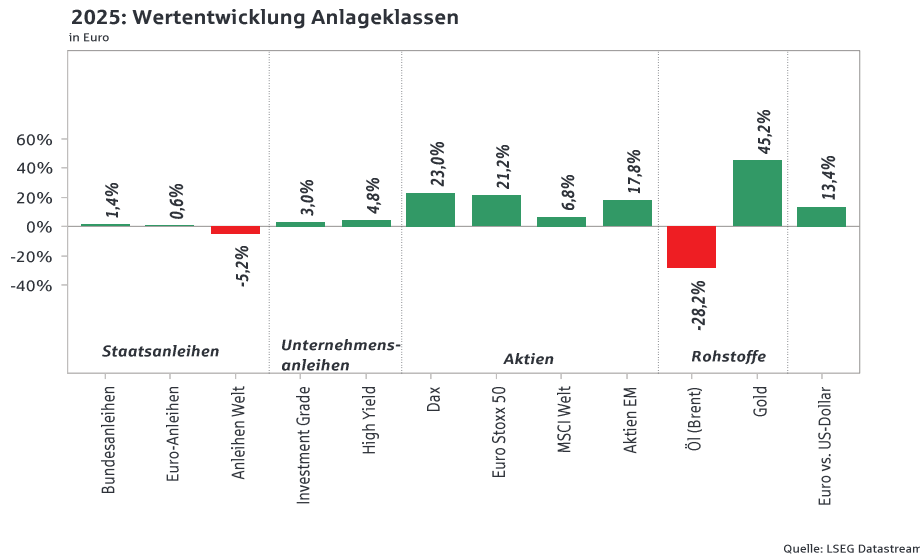
Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die Ihnen eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll. Meinungsäußerungen oder Empfehlungen können für den einzelnen Investor nicht anleger- oder objektgerecht sein. Bitte sprechen Sie daher vor einer Auftragserteilung mit Ihrem Anlageberater, soweit nicht auf eine Beratung verzichtet wird (S direkt Brokerage). Die Informationen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernommen werden. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt bzw. eine Kopie dieser Veröffentlichung dürfen ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis der Kreissparkasse Köln auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten.

In einigen ausländischen Rechtsordnungen ist die Verbreitung dieser Information unter Umständen gesetzlichen Restriktionen unterworfen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument/diese Information gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Einen ausführlichen Hinweis auf interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten in der Kreissparkasse Köln können sie unter <https://www.ksk-koeln.de/wertpapiere> einsehen.

Sofern nicht anders vermerkt, ist als Quelle für die statistischen Daten, Tabellen und Grafiken der Datenanbieter LSEG Datastream zu nennen.

A. Rückblick 2025 – Kapitalmärkte



Das zurückliegende Jahr war von einem hohen Maß an Unsicherheit geprägt und hat vieles infrage gestellt, was zuvor Grundüberzeugungen entsprach. Die neue US-Regierung unter der Führung von Präsident Trump hatte hieran gehörigen Anteil. Der im Frühjahr losgetretene Zollstreit der USA gegen praktisch die ganze Welt schwächte das Vertrauen in die US-Währung zunehmend und führte in der ersten Jahreshälfte, gemessen am handelsgewichteten Außenwert des US-Dollar, zum stärksten Dollar-Verfall seit 1973. Auch der längste Regierungsstillstand in der US-Geschichte steht beispielhaft für politisch unruhige Zeiten. In diesem Umfeld verwundert es daher nicht, dass Gold als verlässlicher Anker in rauer See hoch im Kurs stand. Verwundern mag schon eher, dass risikobehaftete Anlagen wie Unternehmensanleihen und Aktien ebenfalls stark nachgefragt waren. Noch verwunderlicher wirkt es, dass Europas Börsen mit starken Kurszuwächsen glänzten, wenn man bedenkt, dass für die von Exporten stärker abhängige Region nun in den USA mit ca. 13 % der höchste effektive Zollsatz seit den 1930er-Jahren zu Buche steht.

Beflügelte Märkte trotz politisch unruhiger Zeiten – US-Dollar unter Druck

Doch die Weltwirtschaft besteht aus mehr Regionen als nur den USA und diese erwies sich 2025 wieder einmal als erstaunlich widerstandsfähig. In Deutschland dürfte sich das BIP-Wachstum 2025 durch die Konsum- und Exportschwäche letztlich einmal mehr nahe der Stagnationsmarke bewegen. Der Euroraum stand insgesamt ein wenig besser da und verzeichnete voraussichtlich ein Wachstum von etwa 1,3 %. Die durchschnittlichen Inflationsraten in Deutschland und dem Euroraum befinden sich wieder nahe der 2-%-Zielmarke und gaben der EZB im ersten Halbjahr Raum für vier weitere Senkungen der Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte, sodass der Einlagensatz letztendlich 2,00 % erreichte. Die US-Notenbank (Fed) rückte mit drei Zinsschritten à 25 Basispunkten im Herbst schlussendlich auf einen Zielkorridor für die Fed Funds Rate von 3,50 bis 3,75 % nach. Der Euro gewann per saldo gegenüber dem US-Dollar rund 13 % und notierte zuletzt bei ca. 1,17 US-Dollar je Euro.

Weltwirtschaft erweist sich erneut als widerstandsfähig

Am europäischen Rentenmarkt standen neben der EZB-Zinspolitik das großvolumige Fiskalpaket der neu gewählten Bundesregierung und die damit einhergehende Ausweitung der Verschuldung im Fokus. Das absehbar höhere Angebot an neuen Staatsanleihen führte zu einem moderaten Anstieg bei den Renditen langlaufender Staatsanleihen. Für die Effektivverzinsung der 10-jährigen Bundesanleihen resultierte ein Anstieg um 46 Basispunkte auf 2,82 %. Am US-

Verschuldung im Fokus – Moderater Anstieg langlaufender Bundesanleihen – Fallende Renditen bei den US-Pendants

Anleihemarkt ließ die Kombination aus wirtschaftlichen Unsicherheitsfaktoren, einem schwächeren Arbeitsmarkt und die Erwartung weiterer Zinssenkungen der Fed die Rendite der 10-jährigen US-Pendants hingegen um 0,43 %-Punkte auf 4,14 % fallen. Der deutsche Rentenindex (RexP), der die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen misst, verzeichnete ein Plus von 1,4 %. Für europäische Unternehmensanleihen fiel der Zuwachs mit 0,6 % etwas schwächer aus.

KI-Fantasie und Zinssenkungen sorgten für steigende Aktienkurse – Gold in neuen Höhen

Die Aktienmärkte ließen sich von den Unsicherheitsfaktoren weniger beeindrucken und konnten, getrieben von sinkenden Leitzinsen und der fortwährenden KI-Fantasie, erneut um teils zweistellige Prozentbeträge wachsen. Während Europa zu Jahresbeginn die Nase vorn hatte, startete nach dem Liberation-Day-Schock der US-Aktienmarkt durch. Dax und Euro Stoxx 50 legten 23,0 bzw. 21,2 % zu. Der S&P 500 Composite und der Weltindex der Standardbörsen stiegen, in Euro gerechnet, aufgrund der ausgeprägten Dollar-Schwäche um „nur“ 3,5 bzw. 6,8 %. Der Gewinner des vergangenen Jahres war jedoch, wie auch schon im Jahr zuvor, Gold. U. a. Zentralbankaktivitäten, politische Unsicherheiten sowie das sinkende Vertrauen in den US-Dollar hoben das Edelmetall in neue Höhen – zu Buche stand ein Zuwachs von ca. 65 % auf Dollar-Basis und ca. 45 % in Euro. Der Ölpreis büßte unterdessen durch eine Ausdehnung des Angebots per saldo circa 28 % ein.

B. Der Blick nach vorn

I. Das große Bild

	2022	2023	2024	Konsensprognosen ¹	
				2025	2026
BIP-Wachstum*					
Deutschland	1,9	-0,7	-0,5	0,2	1,1
Euroraum	3,7	0,6	0,9	1,3	1,1
USA	2,5	2,9	2,8	1,7	1,7
Japan	0,9	1,2	-0,2	1,1	0,6
Inflation*					
Deutschland	6,9	6,0	2,3	2,2	2,0
Euroraum	8,4	5,4	2,4	2,1	1,8
USA	8,0	4,1	3,0	2,8	2,7
Japan	2,5	3,2	2,3	3,1	1,8

¹ Quelle: Consensus Economics

* Veränderung ggü Vj.

2026: Komplexes Wirtschaftsumfeld – expansive Fiskalpolitik und tiefgreifende Strukturwandel-Trends

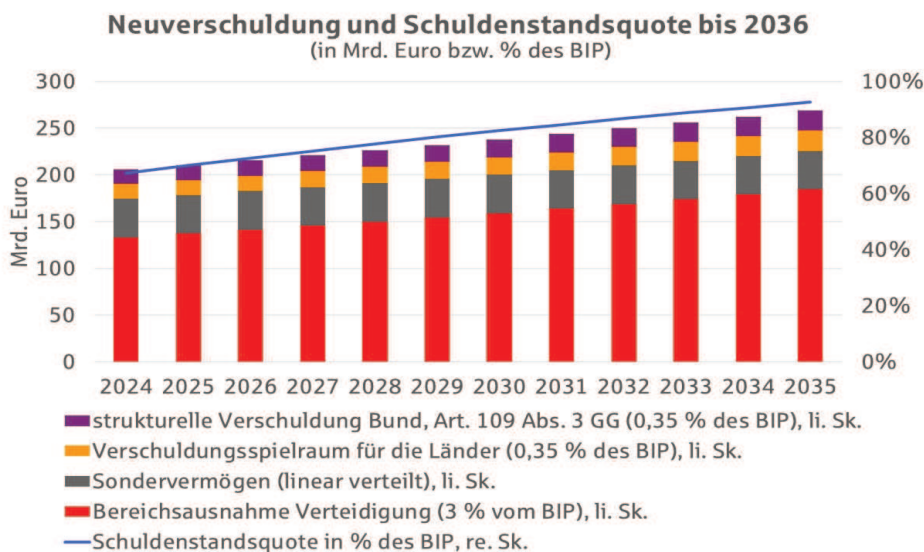
Das makroökonomische Umfeld des Jahres 2026 ist von einer ungewöhnlich dichten Überlagerung kurzfristiger Krisenfolgen und langfristiger Struktur-trends geprägt. Expansive Fiskalpolitik trifft auf vier dominante Transformationskräfte – Digitalisierung, demografischer Wandel, Dekarbonisierung und Deglobalisierung –, die Politik, Unternehmen und Kapitalmärkte gleichermaßen unter Anpassungsdruck setzen. Die staatlichen Ausgaben wurden in vielen Volkswirtschaften massiv ausgeweitet, um die ökonomischen und sozialen Folgen der Pandemie, geopolitische Spannungen sowie die Kosten der ökologischen und technologischen Transformation abzufedern. In der Folge sind die öffentlichen Schuldenstände in den meisten Industrieländern auf historisch hohe Niveaus gestiegen, während die reale Wachstumsdynamik nur verhalten zurückkehrt und die Zinslast spürbar zugenommen hat. Damit entsteht eine komplexe Gemengelage: Die notwendige Transformation verlangt hohe Zukunftsinvestitionen, zugleich schränkt die gestiegene Schulden- und Zinslast den fiskalischen Spielraum zunehmend ein.

Vor diesem Hintergrund rücken Schuldentragfähigkeit und die institutionelle Robustheit öffentlicher Haushalte deutlich stärker in den Mittelpunkt ökonomischer Analysen und wirtschaftspolitischer Debatten. Viele Staaten haben in den vergangenen Jahren über ihre strukturellen Einnahmemöglichkeiten hinaus gelebt – nicht nur aus Gründen akuter Krisenbewältigung, sondern auch aufgrund politischer Kurzfristorientierung, wachsender gesellschaftlicher Anspruchshaltung und unzureichender Konsolidierungsanstrengungen. Die hohen Defizite sind damit nur zum Teil Resultat außergewöhnlicher externer Schocks; sie spiegeln ebenso eine dauerhaft angelegte Ausgabenexpansion in Bereichen wie soziale Sicherung, Infrastruktur, Verteidigung und Klimaschutz wider.

Dies gilt zunehmend auch für Deutschland: Zwar liegt die Schuldenstandsquote mit rund zwei Dritteln des Bruttoinlandsprodukts noch unter den Werten anderer großer Industriestaaten, doch die geplante Neuverschuldung und die Nutzung umfangreicher Sondervermögen signalisieren eine strukturelle Verschiebung hin zu dauerhaft höheren Schuldenstandsquoten. Prognosen legen bis zum Jahr 2035 einen Schuldenstand in Relation zum BIP von fast 90 % nahe. Die damit verbundene intergenerationelle Lastverschiebung wird angesichts alternder Bevölkerung und schrumpfender Erwerbsbasis zu einem zentralen Risiko für Tragfähigkeit und Bonität.

Nachhaltige Finanzierung und flexible Haushalte im Fokus

Deutschlands Schuldenquote steigt 2026 auf 66 % – Dieser Trend ist nicht temporärer Natur, sondern setzt sich in den kommenden Jahren wahrscheinlich fort



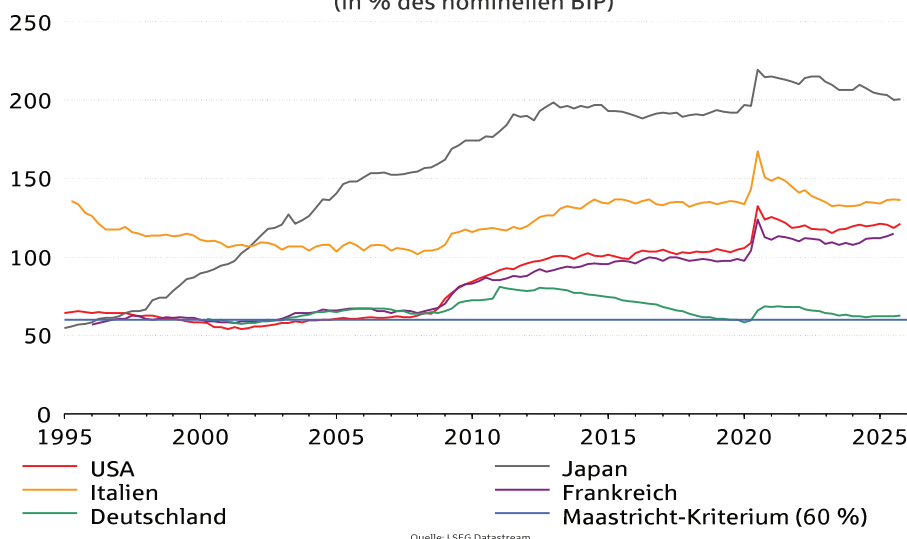
Ähnliche, teilweise noch zugespitztere Muster finden sich in anderen führenden Volkswirtschaften.¹ In den USA resultiert die sehr hohe öffentliche Verschuldung aus jahrzehntelangen strukturellen Defiziten, die sich aus einer Kombination von Steuersenkungen, steigenden Sozialausgaben und hohen Verteidigungsbudgets speisen und nur noch begrenzt mit konjunkturellen Sonderlagen erklärbar sind. In Japan ist die Schuldenquote bereits seit Jahren auf einem außergewöhnlich hohen Niveau verfestigt – als Ergebnis wiederholter Konjunkturprogramme zur Bekämpfung von Wachstumsschwäche und Deflation sowie einer eng verflochtenen Beziehung zwischen Staat, Zentralbank und heimischem Anleihemarkt.

Wachsende Schuldenlast in fast allen großen westlichen Volkswirtschaften

¹ Dem interessierten Leser empfehlen wir zu diesem Thema unsere zwei Sonderberichte „Staatsverschuldung – Die Ruhe vor dem Sturm“, Teil 1 USA und Teil 2 Europa. Ihr Berater stellt Ihnen diese gerne zur Verfügung.

Staatsverschuldung ausgewählter Länder

(in % des nominellen BIP)



Fiskalische Dominanz: Zentralbanken werden zu systemischen Stützpfählern der Staatsfinanzen

Parallel zur Transformation der makroökonomischen Rahmenbedingungen hat sich auch das institutionelle Verhältnis zwischen Fiskal- und Geldpolitik grundlegend verändert. Zentralbanken agieren heute nicht mehr nur als Hüter der Preisstabilität, sondern sind zu integralen Bestandteilen staatlicher Finanzierungsstrategien geworden. Programme zum großvolumigen Anleihekauf, temporäre Eingriffe in die Zinsstruktur sowie eine flexiblere Auslegung des Inflationsziels gehören in den großen Währungsräumen inzwischen zum etablierten Instrumentarium, um Refinanzierungskosten zu senken, Marktspannungen zu dämpfen und fiskalische Anpassungsprozesse abzufedern.

Kriterium	USA/Federal Reserve	Euroraum/EZB
Fiskalische Risiken	Extrem (Rekorddefizite, Zinsdeckel dringlich)	Hoch, aber Heterogenität erschwert Steuerung der Zinsstrukturkurve (SZSK)
Politischer Druck	Sehr hoch	Eher gering, konsensorientiertes Mandat
Marktstruktur	Liquidität im Markt für US-Staatsanleihen unterliegt starken Schwankungen mit entsprechenden weltweiten Auswirkungen auf Finanzmärkte	Zersplitterter Rentenmarkt, erhöhtes Fragmentierungsrisiko ²
Mandat	Flexibel, aktuell gefährdet	Striktes Preisstabilitätsmandat, eingeschränkter Spielraum
Einschätzung von Investmenthäusern	Temporäre SZSK denkbar, aber risikoträchtig	Gezielte Programme möglich, generelle SZKS unwahrscheinlich

Szenarien und Wahrscheinlichkeitsbewertung einer aktiven Beeinflussung der Zinsstruktur durch die US- und Euroland-Notenbank

In den USA ist die Gefahr direkter politischer Einflussnahme auf die Fed besonders hoch

Besonders ausgeprägt ist der politische Einfluss auf die Notenbankpolitik in den USA, wo der Erwartungsdruck auf die Federal Reserve zunehmend geldpolitische Entscheidungen prägt. Instrumente zur Begrenzung langfristiger Zinsen, einst als japanische Besonderheit betrachtet, werden dort inzwischen als

² Risiko, dass geldpolitische Maßnahmen – insbesondere Zinssatzänderungen oder Anleihekäufe durch Zentralbanken – nicht gleichmäßig und wirksam auf die Renditen aller Staatsanleihen im gesamten Währungsraum übertragen werden.

realistische Option diskutiert. Im Euroraum gestaltet sich das Zusammenspiel komplexer: Die Europäische Zentralbank muss Preisstabilität, finanzielle Stabilität und die fiskalische Heterogenität der Mitgliedstaaten zugleich berücksichtigen. Diese Spannungsfelder erschweren eine einheitliche Zinssteuerung und erhöhen in Stressphasen die Wahrscheinlichkeit gezielter, länderspezifisch motivierter Interventionen.

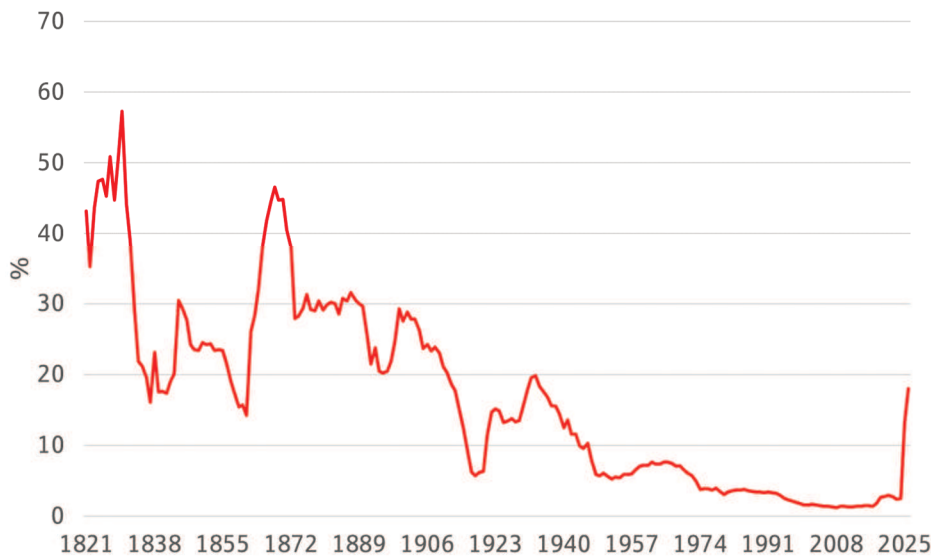
Diese fiskalischen und geldpolitischen Weichenstellungen verändern grundlegend die Erwartungen an die Kapitalmärkte. Die klassische Preissignalfunktion der Zinskurve wird durch anhaltende Eingriffe, übermäßige Liquidität und die Verwischung institutioneller Grenzen zunehmend verfälscht. Investoren entziehen sich langsam, aber beständig dieser Entwicklung, indem sie alternative Währungs- und Sachwertstrategien verfolgen, um sich gegen eine schleichende finanzielle Repression, negative Realzinsen und steigende Risikoaufschläge auf klassische Staatsanleihen abzusichern.

Erschwerend kommt hinzu, dass sich im Zuge globaler Transformationsprozesse und umfassender Strukturveränderungen die Grundlagen und Regeln der internationalen Wirtschaftsordnung verschieben. Dieser dynamische Anpassungsprozess wird maßgeblich durch technologische Innovation, neue geopolitische Rahmenbedingungen und wachsende Fragmentierung im Welthandel geprägt. Besonders die Vereinigten Staaten forcieren die Revision etablierter Regeln mit protektionistischen Maßnahmen und neuen Zöllen.

Institutionelle Grenzen verwischen: Massive Liquiditätsversorgung und Eingriffe der Notenbanken in das Marktgeschehen schwächen klassische Preissignalfunktion der Zinskurve

Technologischer Wandel, Geopolitik und US-Protektionismus treiben Neujustierung der Weltwirtschaftsordnung voran

Durchschnittlicher Zollsatz auf Importe in die USA
(in %)



Quelle: statista, US International Trade Commission; US Census Bureau; Tax Foundation

Traditionell etablierte Normen, Institutionen und Kooperationsstrukturen, die langfristig Stabilität im Welthandel gewährleisteten, geraten zunehmend unter Druck. Neue Akteure, alternative Allianzen und veränderte Handelsmuster fordern die bestehende Ordnung heraus. Technologische Umbrüche, Re-Regionalisierung von Lieferketten und verstärkte Zölle führen zu einer grundlegenden Revision der Regeln für den internationalen Austausch von Gütern, Dienstleistungen und Kapital.

Neue Allianzen und Protektionismus hebeln alte Handelsregeln aus

II. Konjunktur

Handelsbarrieren schwächen Produktivität und Effizienz der Weltwirtschaft

Die jüngsten US-Zollerhöhungen wirken dabei als negativer Angebotsschock, der internationale Wertschöpfungsketten belastet, Produktionskosten erhöht und die Effizienz der globalen Arbeitsteilung mindert, insbesondere in stark verflochtenen Branchen wie der Automobil- und Elektronikindustrie.

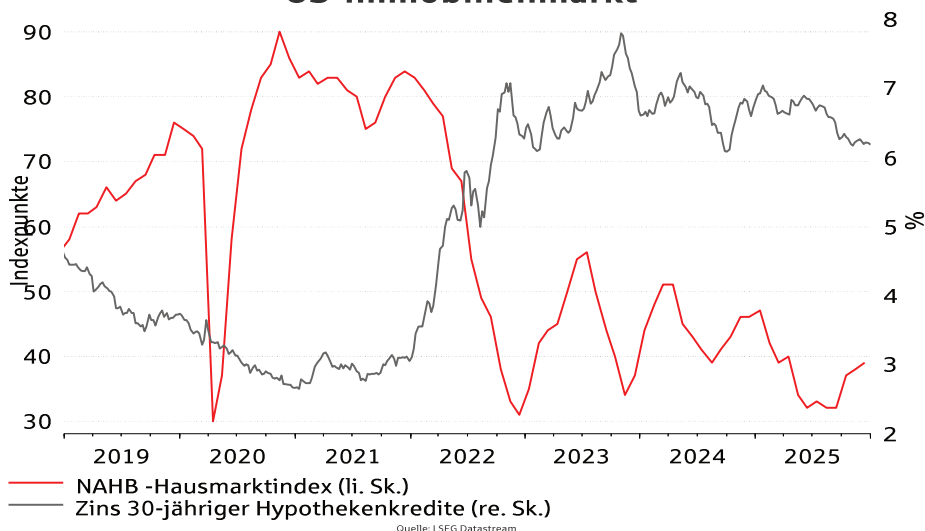
Handelskonflikte und restriktive Politik bremsen die US-Konjunktur – KI-Investitionsboom und damit einhergehende Vermögenseffekte verhindern deutlichen Abschwung

In den **USA** schlägt sich diese Gemengelage in einem im Vergleich zum Jahr 2024 flacheren Wachstumspfad nieder. Nach einem kräftigen Vorjahresplus von 2,8 % verlangsamt sich die Expansion 2025 auf eine Größenordnung von rund 1,5 bis 2 %, wobei die restriktivere Einwanderungspolitik das Arbeitskräfteangebot begrenzt und das langfristige Potenzialwachstum absenkt. Dem steht ein ausgeprägter Investitionsboom im Bereich Künstliche Intelligenz gegenüber: Hohe Ausgaben für Rechenzentren, digitale Infrastruktur und KI-Anwendungen stützen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, steigern Gewinnerwartungen und erzeugen Vermögenseffekte über die Kapitalmärkte, die den privaten Konsum stabilisieren. Damit gelingt es bislang, die Konjunktur auf einem abgeschwächten, aber positiven Wachstumspfad zu halten.

US-Geldpolitik im Polit-Stress

Die Geldpolitik trägt in den USA zusätzlich zur Stabilisierung bei, befindet sich aber in einem schwierigen Spannungsfeld. Trotz einer Inflationsrate oberhalb des 2-Prozent-Ziels hat die US-Notenbank die Leitzinsen seit Mitte 2024 sukzessive gesenkt und für 2026 werden weitere Zinssenkungen erwartet, um Konjunkturrisiken abzufedern und die finanzielle Belastung hoch verschuldeter öffentlicher und privater Haushalte zu begrenzen. Diese Lockerungen wirken jedoch mit zeitlicher Verzögerung und werden durch die bremsenden Effekte der Zollpolitik teilweise neutralisiert.

US-Immobilienmarkt



Geldpolitische Impulse lassen Hypothekenzinsen Richtung 6 % sinken – Leichte Stimmungsaufhellung am Immobilienmarkt

Erste vorsichtige, positive Signale durch die geldpolitischen Impulse sind derzeit am Immobilienmarkt erkennbar (siehe voranstehende Grafik): Die durchschnittlichen langfristigen Hypothekenzinsen haben sich von ihrem Zinsgipfel nach unten entfernt und bewegen sich in Richtung der psychologisch wichti-

gen 6-%-Marke. Dies lindert den durch höhere Zinsen ausgelösten „Affordability-Schock“³ zwar nur graduell, sorgt aber für eine bessere Stimmung im Bau-sektor. So deuten Indikatoren wie der NAHB-Index auf eine leichte Stimmungsaufhellung im Immobilienmarkt hin. Zudem sollten die aktuell diskutierten Instrumente, etwa sehr langfristige (bis zu 50-jährige) Hypotheken, die Nachfrage am Wohnimmobilienmarkt stabilisieren. Für 2026 ist daher mit einer moderaten Erholung der Bauaktivität und einem gewissen positiven Beitrag des Wohnungsbaus zur Konjunktur zu rechnen.

Die Fiskalpolitik bleibt in den USA klar expansiv ausgerichtet. Ein hohes Staatsdefizit von über 6 % des BIP stabilisiert kurzfristig Nachfrage und Beschäftigung, verfestigt jedoch zugleich eine steigende Schulden- und Zinslast. Mittelfristig drohen dadurch die fiskalischen Spielräume zu erodieren; zunehmende Zweifel an der Schuldentragfähigkeit können sich in höheren Risikoaufschlägen auf Staatsanleihen, erhöhter Wechselkursvolatilität und einer empfindlicheren Reaktion der Finanzmärkte auf politische Schocks niederschlagen. In der Summe ergibt sich für 2026 ein Bild moderaten, aber fragilen Wachstums: Die Kombination aus KI-Investitionen, geldpolitischer Lockerung und robustem Konsum der wohlhabenderen Bevölkerung trifft auf dämpfende Faktoren wie Zollpolitik, Migrationsbeschränkungen und strukturelle Unsicherheit, während die Inflation voraussichtlich über dem Zielwert der Notenbank verharrt. Das reale BIP der USA sollte 2026 mit 1,5 bis 2,0 % wachsen.

Der Preisauftrieb wird in den kommenden Jahren durch Zollpolitik, Energiepreise und den KI-Boom geprägt. Unternehmen geben die durch Zölle erhöhten Kosten zögerlich, aber zunehmend an die Endkunden weiter. Besonders importintensive Konsumgüter verzeichnen deutlich höhere Preissteigerungsraten. Der KI-Boom steigert zudem den Strombedarf und damit die Energiekosten. Die Rückkehr der Inflationsrate auf das Zielniveau der Notenbank wird dadurch erschwert – Prognosen gehen für 2026 von durchschnittlichen Raten zwischen 2,7 und 3,2 % aus. Dauerhaft hohe Defizite und strukturelle Eingriffe erhöhen die Inflation weiter, während das Wachstum vor allem fiskalisch gedopt ist. Steigende staatliche Ausgaben und anhaltend hohe Defizite in den USA wirken in diesem Umfeld tendenziell zusätzlich inflationstreibend, weil sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hoch halten, während Angebotsengpässe durch Zölle und höhere Energiekosten die Produktionskapazitäten begrenzen.

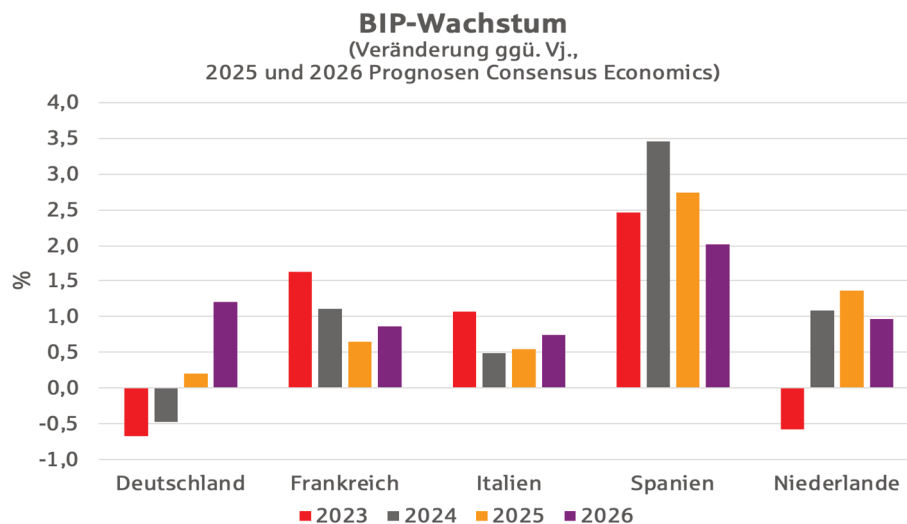
Im **Euroraum** hat sich die Konjunktur nach mehreren Krisenjahren zwar spürbar stabilisiert, bleibt aber verhalten und von erheblichen Unterschieden zwischen den Mitgliedstaaten geprägt. Dienstleistungssektor und Arbeitsmarkt erweisen sich als zentrale Stützen der Erholung: Steigende Realeinkommen, rückläufige Inflation und eine nach wie vor niedrige Arbeitslosigkeit stärken den privaten Konsum, während Unternehmen angesichts des Fachkräftemangels Personal halten, auch wenn die Kapazitäten eher unterausgelastet sind. Dies stützt kurzfristig Einkommen und Nachfrage, erhöht aber mittelfristig den Druck zu Produktivitätsgewinnen durch Digitalisierung, Automatisierung und Prozessinnovationen, um Lohnstückkosten im internationalen Wettbewerb beherrschbar zu halten.

Stark expansive Fiskalpolitik federt Konjunkturrisiken zwar ab, die Schuldenspirale gefährdet jedoch langfristige Stabilität

Inflation bleibt über dem Ziel

Konjunktur hat sich 2025 im Euroraum stabilisiert

³ Ein „Affordability-Schock“ bezeichnet einen plötzlichen, massiven Rückgang der Erschwinglichkeit von bspw. Wohnraum aber auch anderer Güter für breite Teile der Bevölkerung. Er entsteht, wenn die Kosten (z. B. durch steigende Zinsen, Preise oder Nachfrigestau) unerwartet schneller wachsen als Einkommen oder Vermögen, sodass sich viele Menschen Immobilien und andere Güter kaum noch leisten können.



Quelle: LSEG Datastream, Consensus Economics

Öffentliche und private Investitionen liefern positive Wachstumsbeiträge

Die Investitionstätigkeit im Euroraum verlagert sich zunehmend in Richtung immaterieller Vermögenswerte. Niedrigere Leitzinsen nach den Zinssenkungen der EZB seit 2024 verbessern die Finanzierungsbedingungen, insbesondere für Unternehmensinvestitionen in KI, Software und digitale Infrastrukturen. Dagegen bleiben klassische Sachinvestitionen in der Industrie, etwa in neue Produktionsanlagen, von Unsicherheit über Nachfrageperspektiven, Energiepreise und regulatorische Rahmenbedingungen gebremst. Staatliche Investitionsprogramme in Infrastruktur, Digitalisierung und Verteidigung wirken dagegen stützend, auch wenn der Impuls der „Next Generation EU“-Mittel in Südeuropa allmählich an Intensität verliert.

Euroraum 2026: Moderates, aber widerstandsfähiges Wachstum – Inflation bleibt in der Nähe der Zielmarke der EZB

Auf der außenwirtschaftlichen Seite bleibt die Lage für den Euroraum angespannt. US-Zölle beschneiden wichtige Absatzmärkte, insbesondere für die exportorientierten Kernbranchen Maschinenbau, Fahrzeugindustrie und Chemie. Gleichzeitig verschärfen der Preis- und Technologiewettbewerb aus China sowie Phasen einer temporären Euro-Aufwertung den Druck auf die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Exporteure. Der Außenbeitrag dürfte 2026 damit kaum positive Impulse für das Wachstum liefern. Vor diesem Hintergrund zeichnet sich für den Euroraum insgesamt ein Szenario moderaten, aber widerstandsfähigen Wachstums ab, bei dem das reale BIP mit rund 1,0 bis 1,5 % zulegt. Die Inflation sollte dabei im Durchschnitt – ähnlich wie 2025 – 2026 knapp oberhalb des EZB-Ziels verharren, getrieben vor allem von dienstleistungsnahen und lohnintensiven Bereichen. Erfreulich ist in diesem Kontext hervorzuheben, dass die längerfristigen Inflationserwartungen trotz strukturell bedingten Druck in der Inflationspipeline nahe am EZB-Ziel verankert sind und sich das Lohnwachstum in nächster Zeit kompatibler mit dem EZB-Inflationsziel zeigen dürfte.

Staatliche Investitionen und steigende Reallöhne als Wachstumstreiber für Deutschlands Erholung

Für **Deutschland** ergibt sich innerhalb dieses Rahmens ein spezifisch ambivalentes Bild. Nach einer längeren Phase der Stagnation deutet sich 2026 eine konjunkturelle Erholung an, die jedoch stark von fiskalischen Impulsen und dem binnenwirtschaftlichen Umfeld abhängt. Umfangreiche staatliche Ausgabenprogramme, die temporäre Aufweichung der Schuldenbremse und Sondervermögen für Infrastruktur sowie Verteidigung schaffen zusätzliche Nachfrage und geben vor allem dem Bau- und Dienstleistungssektor sowie bestimmten Industrie- und Transformationsprojekten Rückenwind. Gleichzeitig sorgen steigende Reallöhne und eine im Vergleich zu den Vorjahren deutlich moderatere Inflation dafür, dass die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben ausweiten können.

Gleichwohl zeigen sich in der deutschen Volkswirtschaft strukturelle Bremsfaktoren, die eine kräftige, selbsttragende Erholung erschweren. Hohe Energiepreise im internationalen Vergleich, ein angespanntes Fachkräfteangebot, komplexe bürokratische Verfahren und Unsicherheit über die industrie- und energiepolitische Ausrichtung belasten insbesondere die Investitionsneigung im produzierenden Gewerbe. Hinzu kommt, dass ein Teil der öffentlichen Investitionsoffensive weniger als echter Zusatzimpuls wirkt, sondern eher als „Verschiebebahnhof“ im Haushalt: Mittel aus Sondervermögen ersetzen häufig Ausgaben, die sonst im Kernhaushalt veranschlagt worden wären, ohne das gesamtwirtschaftliche Investitionsniveau dauerhaft und deutlich anzuheben.

Die außenwirtschaftliche Flanke bleibt für Deutschland ebenfalls eine Schwachstelle. Die exportorientierte Industrie leidet unter den US-Zöllen, einer gedämpften Nachfrage aus wichtigen Absatzmärkten und dem verschärften globalen Wettbewerb, insbesondere aus China. Während der Handel innerhalb Europas einen Teil der Einbußen kompensiert, reichen diese Effekte nicht aus, um an die früheren außenwirtschaftlichen Wachstumsbeiträge anzuknüpfen. In der Gesamtbetrachtung spricht dies – ähnlich wie in den USA – für ein Szenario moderaten, aber anfälligen Wachstums: Für 2026 erscheint ein reales BIP-Plus Deutschlands im Korridor von etwa 0,7 bis 1,2 % plausibel, bei einer Inflationsrate, die im Jahresdurchschnitt leicht über 2 % liegt und damit in der Nähe des EZB-Ziels verharrt. Damit bleibt die deutsche Konjunktur erholungsfähig, aber strukturell verletzlich – und auf konsequente Reformen angewiesen, um ihr langfristiges Wachstumspotenzial auszubauen.

Werfen wir noch einen kurzen Blick auf die **Schwellenländer**. Die wirtschaftliche Entwicklung dieser Ländergruppe bleibt heterogen, insgesamt zeichnet sich für 2026 jedoch ab, dass sie auf einem moderaten, aber tragfähigen Wachstumspfad bleibt. Die protektionistische US-Handelspolitik bleibt ein zentraler Risikofaktor, da höhere Zölle und neue Handelsbarrieren die Exportaussichten vieler Emerging Markets eintrüben und Investitionsentscheidungen verzögern können.

Die **chinesische Volkswirtschaft** dürfte weiter wachsen, allerdings mit nachlassendem Tempo, weil eine schwache Binnennachfrage und ungelöste Probleme im Immobiliensektor belasten. Das Land versucht, die konjunkturellen Risiken zu begrenzen, indem es seine Exporte stärker auf andere Regionen und Produktsegmente verlagert, sodass Rückgänge im US-Geschäft teilweise durch zusätzliche Nachfrage aus Asien, Europa und den Schwellenländern ausgeglichen werden können.

Indien bleibt ein zentraler Wachstumsmotor unter den Schwellenländern, getragen von einem dynamischen Binnenmarkt, einer jungen Bevölkerung und einer für die Historie des Landes günstigere Inflationsentwicklung. US-Zölle erhöhen zwar die außenwirtschaftliche Unsicherheit, doch die geringe Exportquote Indiens begrenzt die direkten negativen Effekte. Anhaltende Unsicherheit und günstigere Inflationsperspektiven lassen Spielraum für weitere moderate geldpolitische Lockerungen.

In **Brasilien** überwiegen hingegen die Abwärtsrisiken, da hohe Leitzinsen, politische Unsicherheit vor den Wahlen 2026 und nur zäh sinkende Inflationsraten die Investitionsbereitschaft bremsen. Trotz eines robusten Arbeitsmarktes und leicht stützenden privaten Konsums spricht viel für eine weitere Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik, zumal strukturelle Reformen vorerst wenig wahrscheinlich sind.

Reformstau statt Investitionsschub: Strukturprobleme und Schattenhaushalte bremsen Deutschlands Aufschwung

Außen schwach, innen verwundbar: Zölle und China-Druck bremsen Deutschlands Exportmotor – Reformen dringend nötig

Schwellenländer 2026: Moderates Wachstum, US-Protektionismus bleibt ein entscheidendes Risiko

China 2026: Wachstumsverlangsamung, aber verstärkte Export-Diversifizierung zur Risikominiemierung

Indien 2026: Dynamisches Wachstum, geringe Exportabhängigkeit dämpft US-Zoll-Risiko, moderate geldpolitische Lockerung möglich

Brasilien 2026: Hohe Zinsen, politische Unsicherheit und nur langsame Entspannung an der Inflationsfront bremsen das Wachstum

III. Zinsen

1. Geldmärkte

Trumps Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank stoßen auf Skepsis an den Finanzmärkten

Die **US-Notenbank** agiert derzeit in einem Spannungsfeld aus zunehmendem politischen Druck aus dem Weißen Haus und wachsender Skepsis an den Finanzmärkten, die eine schleichende Erosion ihrer Unabhängigkeit befürchten lassen. Es stellt sich die Frage, inwieweit US-Präsident Donald Trump über Personalentscheidungen und öffentliche Interventionen Einfluss auf die Zinsentscheidungen der Federal Reserve nehmen kann – nicht zuletzt mit Blick auf die anstehende Neubesetzung des Fed-Vorsitzes im Mai 2026. Vor diesem Hintergrund beobachten Marktteilnehmer sehr genau, ob die Fed ihre Beschlüsse weiterhin strikt daten- und mandatsorientiert trifft oder ob kurzfristige politische Erwägungen stärker in den Vordergrund rücken.

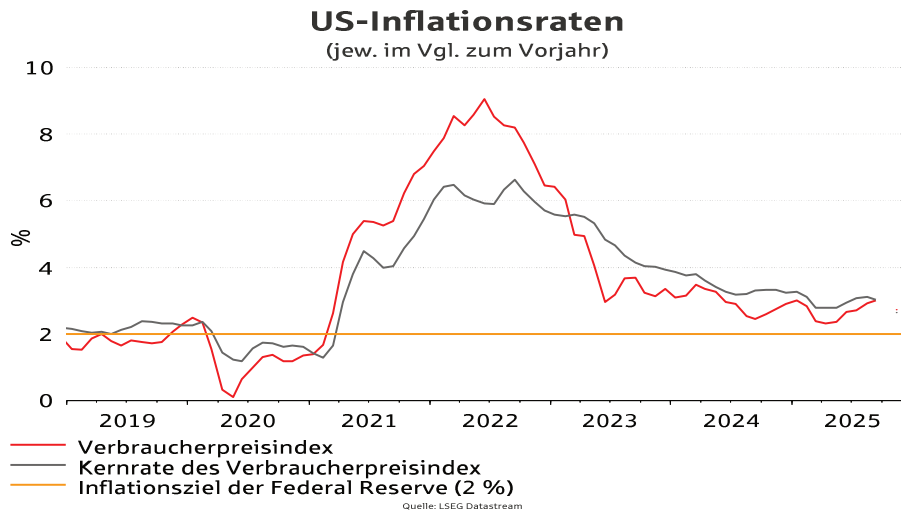
Dauerhaft billiges Geld: Politisierte Fed-Zinsen setzen Vertrauen, Marktallokation und Preisstabilität aufs Spiel

Damit gewinnt die Frage nach dem weiteren geldpolitischen Kurs der US-Notenbank zusätzliche Brisanz. Eine politisierte Geldpolitik, die die Leitzinsen dauerhaft künstlich niedrig hält, könnte zwar in einer Phase rasant steigender US-Schuldenquoten und wachsender Zinslast kurzfristig helfen, die Refinanzierungskosten des Staates zu begrenzen und fiskalische Schocks zu dämpfen. Mittel- bis langfristig würde sie jedoch die Tragfähigkeitsprobleme der öffentlichen Finanzen eher überdecken als lösen und zugleich neue Risiken für Preisstabilität schaffen und das Vertrauen der Finanzmärkte unterminieren. Damit wären jedoch erhebliche Glaubwürdigkeitsverluste und eine Erosion institutioneller Unabhängigkeit verbunden, die sich nicht ohne Weiteres rückgängig machen ließen. Eine staatlich forcierte und motivierte Preisbildung der Zinsen schwächt marktwirtschaftliche Allokationsmechanismen, erhöht das Risiko von Fehlanreizen und unterminiert international das Vertrauen in Währungsraum und Assetqualität. Ein über längere Zeiträume künstlich niedrig gehaltenes Zinsniveau fördert zudem höhere Inflationserwartungen, negative Realrenditen und in der Folge Kapitalabflüsse, insbesondere seitens internationaler Investoren. Die Erfahrung mit der Bank of Japan zeigt zudem, dass eine spätere geldpolitische Normalisierung politisch schwierig und ökonomisch kostspielig ist, etwa in Form einer massiv aufgeblähten Zentralbankbilanz, langfristigen Wechselkursverwerfungen und wachstumshemmenden Nebenwirkungen.

Fed tut gut daran, der zunehmenden politischen Einflussnahme Stand zu halten

Auch wenn die Fed auf absehbare Zeit unter größerem politischen Druck agieren dürfte als vor Trump, bleibt ein abruptes, vollständiges „Verlieren der Unabhängigkeit“ aus heutiger Sicht entsprechend unserer Einschätzung ein eher unwahrscheinliches Extremszenario. Vorrangig zu gewichten sind weiterhin die Bewahrung des Vertrauens in Marktmechanismen, die Vermeidung einer finanziellen Repression sowie die Aufrechterhaltung einer flexiblen, glaubwürdigen geldpolitischen Steuerung als Voraussetzung für nachhaltigen Wohlstand, Währungsstabilität und tragfähige Staatsfinanzen. Gleichwohl ist das Risiko einer schleichenden Erosion der Unabhängigkeit der Fed real. Hinzu kommt, dass die wirtschaftliche Ausgangslage für den geldpolitischen Kurs im Jahr 2026 anspruchsvoll ist: Die Inflation hat sich nach dem Ende des Disinflationstrends bei rund 3 % und damit oberhalb des Inflationsziels der Fed verfestigt, während das Wachstum zwar nachlässt, aber weiterhin solide ausfällt. Die US-Wirtschaft profitiert nach wie vor von dynamischen Zukunftssektoren, etwa im Bereich Künstliche Intelligenz, zeigt jedoch in traditionellen Branchen zunehmende Ermüdungserscheinungen. Vor diesem Hintergrund kann sich die US-Notenbank weder eine aggressive Straffung noch stark fallende Leitzinsen leisten; vielmehr dürfte sie in kleinen Schritten lockern und gleichzeitig zu verankern versuchen,

dass das Zinsniveau strukturell höher bleibt als in der Dekade nach der Finanzkrise.



In der Summe spricht vieles dafür, dass sich ein geldpolitischer Kompromiss herausbildet: Die Leitzinsen werden etappenweise gesenkt, verbleiben aber deutlich über früheren Niedrigstständen. Die Protokolle zur Zinssenkung im Dezember 2025 zeugen jedoch von einer gestiegenen Unsicherheit im Offenmarktausschuss über den weiteren geldpolitischen Kurs, der wir mit einer weiteren Spanne in unseren Prognosen Rechnung tragen. Das obere Ende des Zielbandes der Fed Funds Rate dürfte zur Jahresmitte 2026 im Bereich von 3,25 bis 3,75 % und zum Jahresende 2026 zwischen 3,00 und 3,50 % liegen.

Nicht gänzlich auszuschließen ist jedoch ein Risikoszenario, in dem US-Präsident Donald Trump seinen Frontalangriff auf die Unabhängigkeit der Federal Reserve verstärkt fortsetzt: Durch permanente öffentliche Kritik, die gezielte Ernennung geldpolitischer Tauben in seinem Sinne und die Drohung, unliebsame Notenbanker „kaltzustellen“, könnte er die Mehrheitsverhältnisse im Fed-Board schrittweise zu seinen Gunsten verschieben. Spätestens mit dem turnusgemäßen Ausscheiden von US-Notenbank-Chef Jerome Powell im Mai 2026 bestünde die Möglichkeit, dass ein Trump-loyaler Vorstand die Oberhand gewinnt und die Fed zu deutlich aggressiveren Zinssenkungen drängt, als es Fundamentaldaten und Inflationslage nahelegen. In einem solchen Risikoszenario wäre bis zum Jahresende 2026 ein Rückgang der Fed Funds Rate in Richtung 2 % denkbar – klar unterhalb des geschätzten natürlichen Zinses, mit spürbarem konjunkturellen Stimulus, aber auch mit dem Risiko einer späteren Inflations- und Vertrauensstrafe durch die Märkte.

Im Vergleich dazu wirkt der zu erwartende geldpolitische Kurs der **Europäischen Zentralbank** im Jahresverlauf 2026 nahezu langweilig. Die Hürden für eine politische Einflussnahme auf die Geldpolitik der EZB liegen hoch: Ihr institutionelles Design, die in den EU-Verträgen und in der geldpolitischen Strategie verankerte vorrangige Verpflichtung zur Preisstabilität sowie die ausgeprägte politische Heterogenität im Euroraum begrenzen den Spielraum für direkte politische Interventionen erheblich.

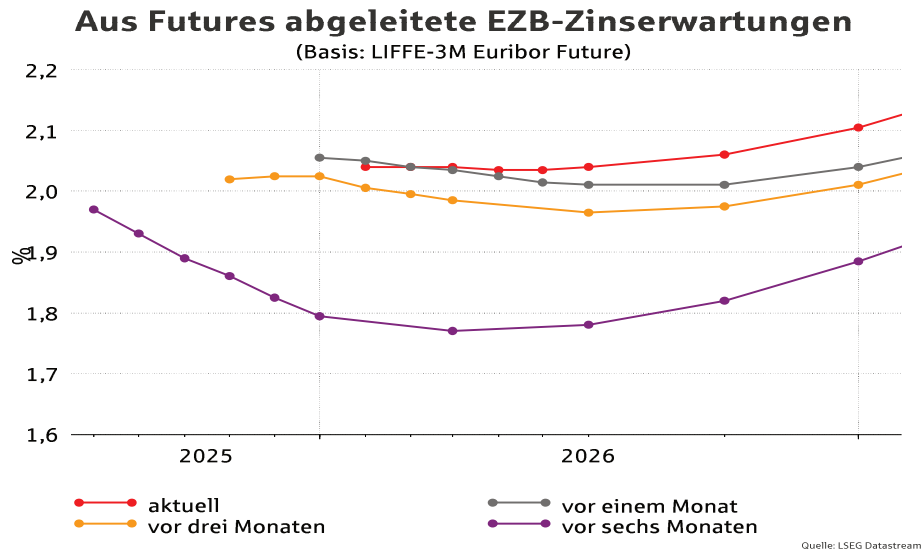
Bereits seit Mitte 2025 tritt die EZB, was den Leitzins betrifft, auf der Stelle, und entsprechend unserer Einschätzung spricht vieles dafür, dass im Jahresverlauf 2026 das aktuelle Leitzinsniveau (Einlagensatz 2 %) weiter Bestand hat, was weitgehend mit dem aktuell an den Terminmärkten eingepreisten Niveau korrespondiert.

2026: Sanfte Zinssenkungen im begrenzten Umfang

Trump-Risikoszenario: Politisch weichgekochte Fed könnte Leitzinsen in Richtung 2 % drücken

Hürden für politische Einflussnahme auf die Geldpolitik der EZB sind deutlich höher als in den USA

EZB-Leitzins 2026 stabil bei 2 %



Inflation stabil um 2 % – Kerninflation nähert sich nur langsam dem Ziel

Für ein stabiles Leitzinsniveau spricht zum einen, dass die Inflationsrate im Jahresverlauf 2026 um rund 2 % schwanken sollte, während sich die Kerninflation dem EZB-Zielwert nur allmählich annähern dürfte. Ein deutlicher Rückgang der Teuerung unter das Zielniveau erscheint vor diesem Hintergrund wenig wahrscheinlich. Dazu trägt auch bei, dass die erwartete Flut preisgünstiger Warenimporte aus China im Zuge der scharfen US-Zollpolitik bislang schwächer ausfällt als ursprünglich befürchtet.

Verbesserung der Wachstumsperspektiven und steigende Staatsverschuldung sprechen ebenfalls für unverändertes Leitzinsniveau im Jahr 2026

Zum anderen verbessern sich schrittweise die Wachstumsperspektiven im Euroraum. Steigende Realeinkommen bei gleichzeitig anhaltend niedriger Arbeitslosigkeit sollten positiv auf den privaten Konsum ausstrahlen; gleichzeitig begünstigt das niedrigere Zinsniveau die Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen. Hinzu kommen steigende Staatsausgaben in vielen Eurostaaten, die das Wachstum zusätzlich anschieben sollten. Vor diesem Hintergrund besteht derzeit weder ein klarer Anlass für Zinssenkungen noch für Zinserhöhungen.

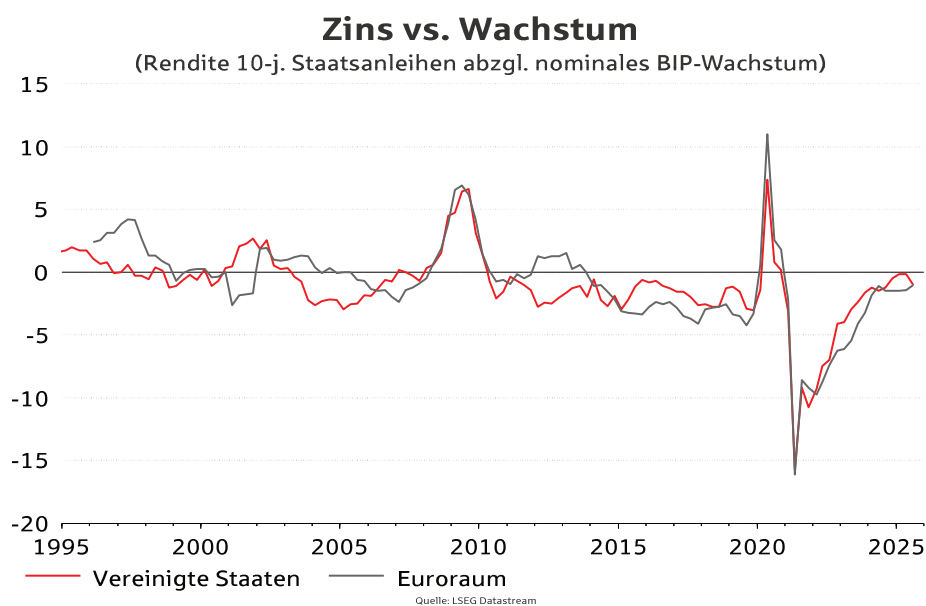
2. Rentenmärkte

Übergang von einem geldpolitisch dominierten zu einem fiskalisch geprägten Kapitalmarktregime

Sowohl in den USA als auch im Euroraum setzt sich 2026 der Übergang von einem geldpolitisch dominierten zu einem fiskalisch geprägten Kapitalmarktregime fort. Die EZB und die US-Notenbank signalisieren, dass sie ihre Geldpolitik 2026 am neutralen Leitzins ausrichten wollen, wodurch der geldpolitische Rückenwind für sinkende Renditen begrenzt bleibt. Für die USA ist ein nominal neutrales Niveau im Bereich von etwa 3,0 bis 3,5 % plausibel, für den Euroraum ein Korridor von rund 1,75 bis 2,25 %. Zugleich steigt der staatliche Refinanzierungsbedarf deutlich, was die Sensitivität der Märkte gegenüber Laufzeit- und Risikoprämien erhöht. Für die Tragfähigkeit öffentlicher Schulden ist in diesem Kontext das Verhältnis zwischen Zinsniveau (r) und Wirtschaftswachstum (g) entscheidend. Solange der Staat im Durchschnitt weniger Zinsen auf seine Schulden zahlt, als die Wirtschaft nominal wächst, sinkt die Schuldenquote – also der Schuldenstand im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung – auch dann, wenn der Staat Haushaltsdefizite einführt. Dreht sich dieses Verhältnis jedoch um und die Zinsen liegen über der Wachstumsrate, steigt die Schuldenquote automatisch an. Dann sind Primärüberschüsse – also Haushaltsüberschüsse vor Zinszahlungen – notwendig, um die Schuldenquote zumindest zu stabilisieren.

Empirische Arbeiten und aktuelle Projektionen zeigen, dass negative $(r - g)$ -Phasen in den vergangenen Jahren zwar häufiger auftraten, mit dem Anstieg der Schuldenstände aber die Risiko- und Laufzeitprämien tendenziell zunehmen und damit $r - g$ in Richtung Null oder darüber verschieben. Für die USA deuten langfristige Haushaltsprojektionen darauf hin, dass die Phase klar negativer $(r - g)$ -Differenzen allmählich ausläuft und ab den 2030er-Jahren zunehmend positive Werte möglich werden. Für den Euroraum deutet sich zumindest eine Annäherung von Zinsen und Wachstum an. Da die Primärdefizite ungeachtet dieser Konstellation hoch bleiben, dürfte der Markt zukünftig höhere Laufzeit- und Risikoprämien einfordern. Die USA und der Euroraum stehen vor der Herausforderung, ihre Fiskalpolitik an diese neue Realität anzupassen. Die Zeit der „kostenlosen“ Staatsverschuldung ist vorbei. Ohne strukturelle Reformen – fiskalische Regeln und Ausgabenprioritäten – droht eine Schuldenspirale, die das Vertrauen in die fiskalische Nachhaltigkeit der USA und des Euroraums beschädigen könnte.

Schuldenlast drückt $(r - g)$ -Differenz sukzessive in Richtung positives Terrain



Für die **USA** gehen wir davon aus, dass die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen zur Jahresmitte und zum Jahresende 2026 um etwa 25 bis 50 Basispunkte über dem aktuellen Niveau von rund 4 % liegen dürften, also grob in einer Spanne von etwa 4,25 bis 4,50 %. Treiber sind eine schrittweise Anpassung der Markterwartungen an ein höheres strukturelles Zinsniveau angesichts eines dauerhaft höheren US-Haushaltsdefizits und die Notwendigkeit, ein großes Emissionsvolumen zu einer attraktiven Laufzeitprämie am Markt unterzubringen. Dass die US-Notenbank ihre Bilanzreduktion beendet und fällige US-Staatsanleihen wieder vollständig reinvestiert, nimmt zwar den Nettoabgabedruck der Fed vom Markt, ändert aber nichts daran, dass ein größerer Teil des Angebots von privaten und ausländischen Investoren absorbiert werden muss – typischerweise gelingt dies nur zu höheren Risikoprämien. Versuche, die Unabhängigkeit der US-Notenbank politisch zu beschneiden, wirken als weitere Katalysatoren für Inflations- und Glaubwürdigkeitsprämien. In unserem Basiszenario sollte eine solche Einflussnahme zwar begrenzt bleiben und sich das fundamentale Umfeld vor allem in einem etwas höheren Niveau der Langfristrenditen äußern. In unserem Risikoszenario einer deutlich stärker politisierten, zu lockeren Geldpolitik könnten kurzlaufende Zinsen zwar tiefer fallen, die Rendite 10-jähriger US-Staatspapiere aber über 4,5 in Richtung 5,0 % tendieren, weil die Inflations- und Risikoprämien steigen.

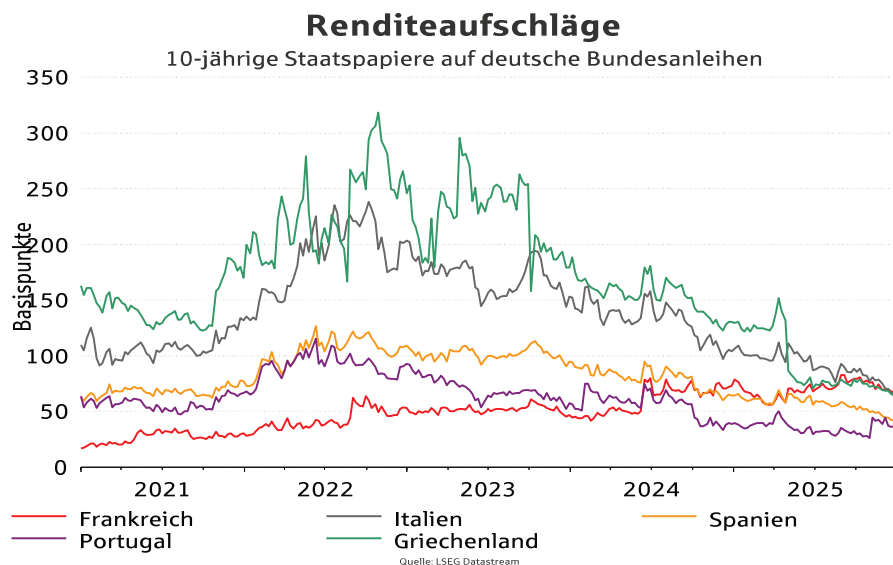
Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen sollte im Jahresverlauf 2026 in Richtung 4,25 bis 4,50 % steigen

Steilere Renditestrukturkurve 2026 – Durations-Risiko rückt in den Fokus

Vor diesem Hintergrund ist im Jahresverlauf 2026 eine steilere Renditestrukturkurve infolge höherer Renditen bei langen Laufzeiten das wahrscheinlichste Muster: Während die kurzfristigen Zinsen mit den erwarteten Leitzinssenkungen graduell zurückgehen, steigen die Renditen längerer Laufzeiten moderat an. Für Anleger impliziert dies, dass Anleiheportfolios verstärkt auf die Steuerung des Durationsrisikos ausgerichtet werden sollten. Langlaufende US-Treasuries bieten zwar höhere laufende Erträge, sind aber empfindlicher gegenüber weiteren Aufwärtsbewegungen der langfristigen Realzinsen und der Risikoprämien.

Euroraum 2026: Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf rund 3 % und schwindende Qualitätsprämie

Im **Euroraum** zeigt sich ein ähnliches, institutionell jedoch anders gerahmtes Bild. Die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen dürfte 2026 graduell anziehen, zur Jahresmitte in einer Spanne von etwa 2,60 bis 3,10 %, zum Jahresende in Richtung 2,75 bis 3,25 %. Mittelfristig etabliert sich damit ein Gravitationsniveau der 10-jährigen Rendite um 3,0 %. Fiskalisch wirken höhere Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen sowie demografisch getriebene Ausgabensteigerungen als Treiber für das deutsche Haushaltsdefizit und für eine verstärkte Emissionstätigkeit von Bundesanleihen. Damit wird die historisch gewachsene Qualitätsprämie deutscher Bundesanleihen relativiert, weil sich die fiskalische Position Deutschlands gegenüber anderen Ländern des Euroraums verschlechtert und sich die Zinsabstände strukturell verengen. Dies zeigt sich u. a. in einer Reduktion des Abstands zu den Renditen in Ländern wie Italien oder Spanien.



Steilere Euro-Zinskurve 2026 – Kurzläufer bei rund 2 % verankert, Renditeanstieg bei Langläufern durch höhere Netto-Emissionen und strukturelle Inflationsrisiken

Da der geldpolitische Rückenwind nachlässt, dürfte sich im Euroraum 2026 eine steilere Renditestrukturkurve herausbilden. Der Einlagenzins wird voraussichtlich länger bei rund 2 % verharren und das kurze Ende damit weitgehend stabil halten. Am langen Ende hingegen führen der fortgesetzte Bilanzabbau der EZB, einhergehend mit einer Erhöhung des frei handelbaren Staatsanleihebestands, steigende staatliche Nettoemissionen und zunehmende Inflationsrisiken zu einem moderaten Renditeanstieg. Die absehbar weiter steigende Staatsverschuldung könnte diese Versteilungstendenz ab 2027 zusätzlich verstärken.

Mehr Flexibilität zwischen den Segmenten und in der Laufzeitsteuerung wird notwendig

Für Anleger im Euroraum ergibt sich daraus ein klarer Handlungsrahmen: Staatsanleihen bieten wieder leicht positive Realrenditen, sind jedoch kein Garant für substanzielle Kursgewinne. Mehr Flexibilität zwischen den Segmenten und in der Laufzeitsteuerung wird notwendig.

Für Frankreich zeichnet sich z. B. ein weiteres Jahr erhöhter Risikoaufschläge ab. Die angespannte Haushaltslage, ein langsamer Konsolidierungspfad und wiederkehrende politische Spannungen sprechen für anhaltende Prämien gegenüber deutschen Bundesanleihen, deren Höhe mit der Nachrichtenlage zu Haushalt, Rating und Reformfortschritten deutlich schwanken kann. Solange das Instrumentarium der EZB – etwa das Transmission Protection Instrument⁴ – im Hintergrund bleibt und nicht aktiviert wird, ist kein nachhaltiger Rückgang der Risikoaufschläge zu erwarten. Taktisch sprechen Spreadausweitungsriskiken bei französischen Anleihen für Vorsicht, ein Zahlungsausfall ist jedoch wenig wahrscheinlich. Temporäre Ausweitungen der Risikoaufschläge sind daher allenfalls für risikotolerante Investoren als selektive Einstiegsgemelegenheiten zu verstehen, auch wenn wir solche Spreadausweitungen nicht als systemische Brüche deuten würden. Für Italien und die übrigen Peripherieländer prägt 2026 ein Spannungsfeld aus höherem strukturellen Zinsniveau, steigenden Staatsausgaben und selektiv attraktiven Risikoaufschlägen das Bild. Die Risikoaufschläge liegen aus heutiger Sicht weiterhin deutlich unter früheren Stressniveaus; bei etwas steigenden Renditen deutscher Bundesanleihen ist eher mit moderat höheren Renditen und leicht breiteren Spreads als mit einem Vertrauensbruch zu rechnen. Für Anleger mit entsprechendem Risikoprofil sehen wir daher Beimischungen von Staatspapieren von Peripherieländern in Rentenfonds unkritisch.

Euro-Staatsanleihen außerhalb Deutschlands bieten für risikotolerantere Investoren Chancen – In Frankreich bestehen politische Risiken, die jederzeit hohe Wellen schlagen können, was bei französischen Anleihen zur Vorsicht mahnt

3. Unternehmensanleihen

Alles in allem sehen wir weiterhin für Euro-Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Segment ein attraktives Chance-Risiko-Profil und empfehlen bei entsprechender Risikoneigung eine Beimischung in einem gut diversifizierten Portfolio. Investment-Grade-Emittenten haben sich in letzter Zeit durch eine bemerkenswert niedrige Volatilität und eine robuste Renditeentwicklung ausgezeichnet. Auch während schwieriger Marktphasen, wie z. B. im April 2025, zeigten gängige Investment-Grade-Indizes für Euro-Unternehmensanleihen, wie z. B. der iBoxx Euro Investment Grade Non-Financials oder der Bloomberg Euro Aggregate Corporate IG Index, keine spürbaren Performance-Einbußen.

Renditen von Unternehmensanleihen liegen über langjährigem Durchschnitt

Auch das fundamentale Umfeld spielt Unternehmensanleihen zu. Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen im Euroraum scheint sich auf einem höheren Niveau einzupendeln und ihren Peak überschritten zu haben, zahlreiche Unternehmen haben Sparprogramme aufgelegt, zudem sollte eine robustere Wirtschaftsentwicklung die Ertrags- und Liquiditätssituation der Unternehmen stützen. Positiv sticht auch die anhaltend erfreuliche Entwicklung der Relation von Rating-Upgrades zu Downgrades hervor. Die Quote der Bonitätsaufwertungen zu Bonitätsherabstufungen stieg im dritten Quartal 2025 zum dritten Mal in Folge an. Mit einem Verhältnis von 1,8 zu 1 erreichte sie den höchsten Quartalswert der letzten beiden Jahre und die Ratingagenturen stuften das vierte Jahr in Folge mehr europäische Unternehmen nach oben als nach unten. Besonders erfreulich ist die Entwicklung im Investment-Grade-Bereich. In dieses

Robustere Wirtschaftsentwicklung, Abflachung der Insolvenzzahlen sowie 1,8-faches Upgrade-Downgrade-Verhältnis stützen

⁴ Das Transmission Protection Instrument (TPI) erlaubt der EZB unmittelbare Käufe von Staatsanleihen, sobald Renditeaufschläge aus Sicht der Notenbank nicht mehr durch Fundamentaldaten zu rechtfertigen sind.

Hohes Refinanzierungsvolumen dient Profilglättung, nicht Schuldenausweitung

Segment fielen zwei Drittel aller Aufwertungen. Unternehmen des Hochzins-segments mussten hingegen den Löwenanteil der Herabstufungen verkraften – etwa 75% aller Bonitätsherabstufungen entfielen auf dieses Segment.

Es zeichnet sich ab, dass die Unternehmen die hohen Refinanzierungsvolumina im Jahr 2026 – Prognosen sehen Emissionen von 330 bis 550 Mrd. Euro – voraussichtlich vor allem dazu nutzen, die während der Pandemie begebenen Anleihen planmäßig zu ersetzen und deren Fälligkeiten zu strecken, statt ihre Verschuldung strukturell auszuweiten. Im Vordergrund steht damit eine Glättung der Fälligkeitsprofile, die Zinsrisiken reduziert und die Planbarkeit der Finanzierungsströme verbessert.

Robuste Liquidität und langfristig orientierte, vergleichsweise preisunempfindliche Investoren stützen Euro-Unternehmensanleihen

Die Liquiditätssituation wird zusätzlich durch anziehende Cashflows, vorsichtige Investitionspläne und eine insgesamt zurückhaltende Ausschüttungspolitik gestützt, was den Bedarf an kurzfristiger Notfallfinanzierung verringert. Weiteren Rückenwind liefern fortschreitende De-Dollarisierungstendenzen sowie stabile Zuflüsse langfristig orientierter, preislich weniger sensibler Investoren, die Euro-Unternehmensanleihen als relativen „Sicherheitshafen“ innerhalb des Kreditsegments nutzen.

Fokus auf Investment-Grade, besonders im unteren IG-Segment, für stabile Erträge ohne Hochzinsrisiko

Insgesamt erwarten wir einen leichten Anstieg der Risikoaufschläge, etwa im Bereich von knapp einem Prozentpunkt über Bundesanleihen bei erstklassigen Unternehmensanleihen bis Ende 2026, ohne dass dadurch das positive Ertragsbild grundsätzlich in Frage gestellt wird. Wir bevorzugen Investment-Grade-Emittenten, insbesondere im unteren IG-Bereich, wo der Renditezuschlag gegenüber erstklassigen Adressen deutlicher ausgeprägt bleibt, ohne Hochzinsrisiken einzugehen.

Risiken im Griff, aber nicht ignorieren – Hohe Qualität und Liquidität sichern Euro-Corporate-Chancen 2026

Aktuell scheinen die Risiken beherrschbar, wir wollen aber nicht verschweigen, dass sie zumindest latent sind. Eine schwächer als erwartet ausfallende Konjunktur im Euroraum, geopolitische Spannungen oder unerwartete Störungen in benachbarten Kreditsegmenten könnten die Risikoaufschläge phasenweise spürbar verbreitern. Für diese Szenarien ist eine „nüchterne“ Risikosteuerung entscheidend: Laufzeiten sollten nicht zu lang gewählt werden, um die Verwundbarkeit gegenüber steigenden Realzinsen zu begrenzen; Emittentenqualität und Liquidität sind zu priorisieren. Unter diesen Bedingungen bietet das Chance-Risiko-Profil von Euro-Unternehmensanleihen 2026 weiterhin einen überzeugenden Gegenwert für Anleger, die Kreditrisiken bewusst und diszipliniert tragen wollen.

4. Schwellenländer

Schwellenländer-Anleihen tun sich in schwierigem Umfeld positiv hervor

Schwierige Zeiten für Anleihen aus den Schwellenländern – so könnte man meinen. Maues Wirtschaftswachstum, wachsende Verschuldung, hohe US-Zölle und geopolitische Verwerfungen sind nur einige Faktoren, die symptomatisch für ein herausforderndes Umfeld sind. Dass sich Anleihen aus den Schwellenländern in einer solchen Gemengelage positiv hervortun, ist bemerkenswert. Sowohl in lokaler als auch in Hartwährung begebene Anleihen erzielten im zurückliegenden Kalenderjahr prozentual zweistellige Renditen. Zwar drückte die Dollar-Schwäche das Anlageergebnis für in Euro rechnende Investoren in den einstelligen Bereich, gleichwohl bleibt festzuhalten, dass die gegenüber diversen anderen festverzinslichen Anlageklassen überdurchschnittliche Wertent-

wicklung von einer gewachsenen Resilienz der Anlageklasse zeugt. Die Kapitalzuflüsse der letzten Quartale sind u. a. auf die Bemühungen von Anlegern rund um den Globus zurückzuführen, Abhängigkeiten von US-Anlagen zu reduzieren. Verstärkend wirken dabei die im Folgenden beschriebenen spezifischen Eigenschaften von Schwellenländerbonds, die ihnen auch in einem aktuell widrigen Umfeld Attraktivität verleihen.

Die Volkswirtschaften der aufstrebenden Länder zeigten sich bereits im schwierigen Wirtschaftsjahr 2022 robust. Denn anders als mancherorts befürchtet, kam es seinerzeit – in einer Phase dynamisch anziehender Inflationsraten und globaler Zinsanstiege – eben nicht, so wie in früheren Zeiten, zu einer großflächigen Emerging Market-Schuldenkrise; die inflationserprobten Zentralbanken reagierten entschieden auf die steigenden Konsumentenpreise und verhinderten so eine Abwärtsspirale aus Inflation und Währungsabwertung. Der gewachsene Reifegrad lässt sich auch an anderer Stelle ablesen. Aufgrund anhaltend überdurchschnittlicher Wachstumsraten gewinnen die Schwellenländer zusehends an Bedeutung für die Weltwirtschaft. Daran dürfte sich auf absehbare Zeit wenig ändern. Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet für 2026 und die Folgejahre Wachstumsraten etwas oberhalb von 4 % und damit deutlich mehr als für die Gruppe der Industrieländer, die den Projektionen zufolge klar unter 2 % bleiben sollten.

Anlageklasse mit gewachsener Resilienz

Für die Zinsmärkte der Schwellenländer stellt dies mit Blick auf das Thema Kreditqualität/Bonität einen nicht unwesentlichen Vorteil dar. Denn auch wenn die Fiskalpolitik vielerorts umsichtig ist, so sind die Schwellenländer diesbezüglich nicht durchweg Heilige. Beispielsweise beläuft sich das Haushaltsdefizit in Indien, Brasilien oder Südafrika in diesem Haushaltsjahr jeweils auf etwa 7 % des BIP. Gleichwohl macht es für den Verschuldungspfad einen wesentlichen Unterschied, ob eine Volkswirtschaft, wie z. B. im Fall von Indien, real um ca. 7 % wächst oder ob sie nahezu stagniert. Auch vor diesem Hintergrund ist der positive Trend bei den Kreditratings zu sehen, denn die Kreditqualität der Emerging Markets verbessert sich zusehends. Allein im zurückliegenden Jahr wurden vierzehn Schwellenländer höhergestuft, so viele wie seit 2011 nicht mehr. Ohnehin ist die vergleichsweise geringere Staatsverschuldung der Schwellenländer ein Umstand, der für ihre Gläubiger bedeutsam ist. Denn anders als in vielen Industrieländern, in denen Schuldenquoten deutlich oberhalb von 100 % nicht unüblich sind, liegt deren Staatsschuldenstandsquote unter Ausklammerung des höher verschuldeten China seit Jahren stabil etwas oberhalb von 60 % des BIP. Trotz leicht ansteigender Tendenz dürfte sich daran laut IWF in den nächsten Jahren wenig ändern.

Positiver Bonitätstrend – Vergleichsweise geringere Staatsverschuldung

Bei der Bekämpfung der Inflation wurden in den letzten Jahren nennenswerte Erfolge erzielt. Die restriktive US-Zollpolitik wirkt zwar konjunkturell hemmend, gleichzeitig verringert sich aber der Teuerungsdruck, was den Notenbanken der Schwellenländer auch mit Blick auf 2026 weiteren Zinssenkungsspielraum eröffnet. Dies dürfte nicht nur die Anleihekurse unterstützen, sondern spielt auch eine Rolle, wenn man die mit Emerging Market-Anleihen erzielbaren Renditen betrachtet: Zweifelsohne wirken die oftmals hohen Kupons und die damit einhergehend hohen nominalen Renditen anziehend. Entscheidend ist allerdings, was – hier bei lokaler Betrachtung – nach Abzug der Inflation als reale Rendite übrig bleibt. So ist zu konstatieren, dass zahlreiche Schwellenländeranleihen auch real einen nennenswerten Zinsvorteil gegenüber den Industrieländern aufweisen. Nachfolgende Tabelle zeigt dies am Beispiel der Daten einiger ausgewählter Industrie- und Schwellenländer.

Erfolgreiche Inflationsbekämpfung

		Nominale Rendite 10-jähriger Staatsanleihen*	Inflationsrate**	Reale Rendite
Industrielländer	USA	4,17%	3,00%	1,17%
	Deutschland	2,83%	2,30%	0,53%
	Frankreich	3,53%	0,90%	2,63%
	Großbritannien	4,59%	3,60%	0,99%
	Japan	1,93%	3,00%	-1,07%
Schwellenländer	Brasilien	13,41%	4,46%	8,95%
	Mexiko	9,45%	3,80%	5,65%
	Südafrika	8,57%	3,60%	4,97%
	Indien	6,60%	0,71%	5,89%
	Indonesien	6,31%	2,72%	3,59%

* Stand: 12.12.2025

** Zuletzt veröffentlichte Rate, in % ggü. Vj.

Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnung

*Schwacher US-Dollar
wirkt begünstigend*

Abseits der bisherigen Ausführungen spielt bei der Betrachtung der Anlageklasse auch der US-Dollar eine nicht ganz unwesentliche Rolle. So besteht ein klarer, empirisch nachweisbarer Zusammenhang zwischen den mit Emerging Market-Anleihen erzielbaren Renditen und der US-Devisenwert: Ein schwacher US-Dollar wirkt begünstigend auf die erzielbaren Renditen, was u. a. darauf zurückzuführen ist, dass ein lahmender Greenback die Schuldenlast der Emittenten reduziert respektive deren Bonität verbessert. Aktuell ist zu beobachten, dass der US-Dollar seine Stärkephase der letzten Jahre hinter sich gelassen zu haben scheint. Die Ursachen dafür liegen einerseits in der Sphäre der USA (politische Unberechenbarkeit, ausufernde Verschuldung, wachsende Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Institutionen), andererseits aber auch im gewachsenen Vertrauen der Anleger in die fiskalische Verantwortung der Emerging Markets. So hat bspw. der Umstand, dass der brasilianische Real oder der polnische Zloty in diesem Jahr prozentual zweistellig ggü. der US-Devisenwert aufgewertet haben, maßgeblich zur positiven Wertentwicklung dieser aufstrebenden Länder beigetragen.

Trotz zahlreicher Verbesserungen bleibt die Anlageklasse risikobehaftet – Mittel- bis langfristig überwiegen jedoch die Chancen

Zweifelsohne ist die Anlageklasse nicht frei von Risiken. An den zurzeit vergleichsweise niedrigen Risikoaufschlägen lässt sich eine gewisse Sorglosigkeit der Anleger ablesen. Sollte sich dies ändern und ausgeprägte Risikoaversion an die Finanzmärkte zurückkehren, flüchten Investoren gerne in sichere Häfen. Dazu zählt man Schwellenländer und deren Währungen gemeinhin nicht. Zu beachten ist daher die Vielfalt der Emerging Market-Gemeinschaft, die sich aus einer Vielzahl von Ländern zusammensetzt. Darunter finden sich zwar Länder mit stabilen Institutionen und ähnlich tiefen Kapitalmärkten wie in den G-10-Staaten; andererseits aber auch Krisennationen, die sich von einer Schuldenrestrukturierung zur anderen hangeln. Heterogenität zeigt sich auch in den Anlagemöglichkeiten, die sich im festverzinslichen Emerging Market-Spektrum bieten. Ob Lokal- oder Hartwährungsanleihen, Papiere von staatlichen oder quasi-staatlichen Emittenten (staatsnahe Unternehmen, Förder- und Entwicklungsbanken, öffentliche Einrichtungen mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie usw.), alternativ auch von Unternehmen – es ist über sämtliche Laufzeiten und Emittentenbonitäten eine riesige Auswahl vorhanden. Selektion und angemessene Diversifikation sind daher bedeutsam für Investoren, die sich für das Anlagensegment interessieren. Da u. E. mittel- bis langfristig die Chancen überwiegen, raten wir dazu, die Anlageklasse einem gut sortierten Rentenportfolio beizumischen. Angesichts der Heterogenität der Anlageklasse empfiehlt sich eine aktiv gemanagte Produktlösung.

IV. Währungen

Wir gehen davon aus, dass der seit 2025 einsetzende Abwertungstrend des **US-Dollar** im Jahresverlauf 2026 in moderaterer Form anhält und in geordneten Bahnen verläuft. Die Kombination aus weiteren US-Leitzinssenkungen, einem sinkenden Realzinsvorteil und einem dauerhaft hohen US-Haushaltsdefizit spricht dafür, dass der US-Dollar seine Stärkephase gegenüber dem Euro sukzessive abbaut. Hinzu kommt die politische Dimension: Die anhaltende Unsicherheit über die handelspolitische Linie und wiederkehrende Zweifel an der politischen Unabhängigkeit der US-Notenbank wirken als Bewertungsabschlag auf die US-Währung.

US-Dollar 2026: Geordnete, moderate Schwäche durch lockere US-Geldpolitik und US-Staatsdefizit

Im Euroraum präsentiert sich das Bild deutlich ambivalenter. Einerseits bleiben die strukturellen Herausforderungen – von der hohen und weiter steigenden Staatsverschuldung in vielen Euroländern über die schleppende Produktivitätsentwicklung bis hin zu politischen Risiken – ein dauerhafter Bremsklotz für den Euro. Andererseits sorgt der abgeschlossene Zinssenkungspfad der EZB, kombiniert mit einer konjunkturellen Stabilisierung, für ein Umfeld, in dem der Euro trotz eigener Schwächen gegenüber dem US-Dollar moderat aufwerten kann.

EZB-Geldpolitik und konjunkturelle Stabilisierung greifen Euro unter die Arme

Auf Basis dieser Einschätzungen gehen wir davon aus, dass der Euro gegenüber dem US-Dollar zur Jahresmitte 2026 in einer Spanne von 1,15 bis 1,20 notiert und bis zum Jahresende 2026 in einen Korridor von 1,17 bis 1,22 US-Dollar je Euro hineinläuft. Kurzfristige Rückschläge des Euro – etwa im Umfeld politischer Episoden im Euroraum – sind möglich.

Ein Wechselkursniveau zwischen 1,17 und 1,22 US-Dollar je Euro scheint zum Jahresende 2026 realistisch

Die Perspektiven des **japanischen Yen** gegenüber dem Euro werden von einer Mischung aus solider japanischer Binnenkonjunktur, belastetem japanischen Außenhandel sowie expansiver Fiskal- und vorsichtig restriktiverer Geldpolitik geprägt. Im Zentrum steht weniger die Frage nach „stark“ oder „schwach“, sondern ob der Yen seine Rolle als reine Finanzierungswährung schrittweise hinter sich lässt und wieder stärker als Stabilisator in gemischten Portfolios wahrgenommen wird.

Japanischer Yen 2026: Expansive Fiskalpolitik und leicht restriktivere Geldpolitik treffen zusammen

Nach der kräftigen Erholung 2025 dürfte das reale Wachstum 2026 auf für japanische Verhältnisse solide, aber moderatere Raten zurückfallen. Getragen wird die Expansion vor allem von Unternehmensinvestitionen und dem privaten Konsum: Firmen haben ihre Ausgaben für Maschinen und Ausrüstungen deutlich ausgeweitet. Gleichzeitig stützen ein struktureller Fachkräftemangel, ein enger Arbeitsmarkt, steigende Löhne und eine rückläufige Sparneigung die reale Kaufkraft der Haushalte. Dem steht ein zunehmend schwieriges außenwirtschaftliches Umfeld gegenüber. Die US-Zölle, auch wenn sie inzwischen reduziert wurden, belasten weiterhin. Hinzu kommt der Wettbewerbsdruck durch günstigere Anbieter aus China und die wachsenden geopolitischen Spannungen mit Peking. Der schwächere Yen verbessert zwar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Japans, kann aber nur einen Teil der Belastungen abfedern.

Solides, moderates Wachstum trotz außenwirtschaftlicher Belastungen

Fiskalpolitisch setzt die neue Premierministerin Sanae Takaichi mit einem deutlich aufgestockten Zusatzbudget klare expansive konjunkturelle Akzente und erhöht zugleich die Verteidigungsausgaben. Das stärkt kurzfristig die Wachstumsdynamik, verschärft aber die Diskussion über die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen und schlägt sich bereits in höheren Risikoprämien auf japanische Staatsanleihen nieder. Vor diesem Hintergrund nimmt die Bank von Japan (BoJ) eine bewusst kontrastierende Rolle ein: Sie hält an einem Kurs gradueller Zinsnormalisierung fest und erhöht die Leitzinsen in kleinen Schritten, während

Fiskalpolitik setzt klar expansive Akzente – BoJ nimmt eine bewusst kontrastierende Rolle ein

sich die Inflation in der Nähe von rund 2 % verfestigt. Bis Ende 2026 erscheint ein Leitzins im Bereich von etwa 1 % realistisch.

Yen verliert Carry-Trade-Attraktivität durch schrittweise BoJ-Zinsanhebungen und „Sanaenomics“

Diese Konstellation verändert auch die Mechanik am Devisenmarkt. In den vergangenen Jahren wurde der Yen vor allem aufgrund extrem niedriger Zinsen und einer lockeren Fiskalpolitik als klassische Finanzierungswährung im globalen Carry-Trade⁵ genutzt. Unter „Sanaenomics“ hat sich dieses Bild zunächst verfestigt, weil die Märkte hohe Ausgaben und eine steigende Schuldenquote betonten und der Regierung nur begrenzt Akzeptanz für eine straffe Geldpolitik unterstellten. Mit der schrittweisen Zinsanhebung der BoJ, der neuen Inflationsrealität und einer Normalisierung am langen Ende der Zinskurve verringert sich jedoch der Zinsabstand zu den USA, während der Renditevorsprung des Euroraums gegenüber Japan zwar bestehen bleibt, aber nicht weiter zunimmt. Das langwährende Carry-Vorteil verliert damit an Schärfe.

Wir sehen den Yen zum Jahresende 2026 in einer Spanne von 165 bis 175 Yen je Euro

Für die Wechselkursrelation EUR–JPY ergibt sich daraus ein Bild einer verhaltenen Abschwächung des Euro gegenüber dem Yen. Auf der einen Seite sprechen der Renditevorsprung des Euroraums und die fiskalische Großzügigkeit in Japan für einen weiterhin schwachen Yen. Auf der anderen Seite begrenzen die Aussicht auf weitere, wenn auch behutsame Zinsschritte der BoJ und die aktuell günstige Bewertungsposition des Yen das Abwertungspotenzial. Unter diesen Annahmen erscheint für 2026 ein Korridor von etwa 165 bis 175 Yen je Euro plausibel – sowohl zur Jahresmitte als auch zum Jahresende. Auf Währungssicherungen bei Anlagen am z. B. japanischen Aktienmarkt sollte daher künftig verzichtet werden können

Schweizer Franken: Sicherer-Hafen-Prämie schmilzt bei Nullzinspolitik der SNB und stärkerem Euro

Der Schweizer Franken hat über Jahre hinweg von seiner Rolle als „sicherer Hafen“ profitiert und dabei mehrfach deutlich aufgewertet, obwohl die Schweiz einen spürbaren Zinsnachteil gegenüber dem Euroraum aufweist. Mit der Stabilisierung der Handelskonflikte und einer gewissen Beruhigung geopolitischer Risiken ist zu erwarten, dass der Franken zumindest graduell einen Teil seiner Überbewertung abbaut, zumal die Schweizer Wirtschaft etwas schwächer wachsen dürfte als der Euroraum und die SNB am Nullzins festhält, während im Euroraum das Leitzinsniveau im Jahresverlauf 2026 konstant bei 2 % liegen sollte.

Wir sehen die eidgenössische Währung zum Jahresende 2026 in einer Spanne von 0,95 bis 1,00 Schweizer Franken je Euro

Vor diesem Hintergrund erscheint es kohärent, für die EUR-CHF-Relation sowohl zur Jahresmitte als auch zum Jahresende 2026 einen Zielkorridor von etwa 0,95 bis 1,00 Schweizer Franken je Euro zu unterstellen. Wir bilden damit unsere Erwartung einer leichten, aber keineswegs dramatischen Euro-Erholung ab, eingebettet in ein Umfeld, in dem der Schweizer Franken seine Funktion als Versicherungswährung gegen extreme politische und finanzielle Schocks behält.

⁵ Carry-Trades sind Zinsdifferenzgeschäfte: Investoren verschulden sich in einer Währung mit sehr niedrigem Zins und legen das Geld in Anlagen in einer Währung mit höherem Zins an. Der Ertrag stammt aus dem Zinsabstand („Carry“). Typisch ist z.B. Kreditaufnahme in Yen (Finanzierungswährung) und Anlage in höher verzinsten Währungen wie Schwellenländerwährungen. Zentral sind dabei zwei Risiken: Zinsänderungsrisiko (die Zinsdifferenz schrumpft oder dreht sich) und Wechselkursrisiko (die Finanzierungswährung wertet auf, die Zielwährung ab), was den Zinsvorteil schnell überkompensieren kann.

V. Aktienmärkte

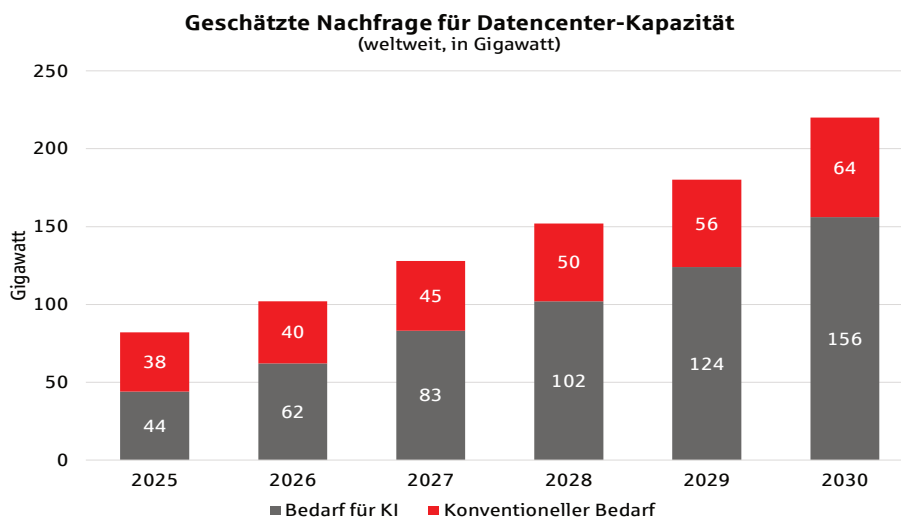
1. USA und Europa

Bei der Beurteilung der Perspektiven für 2025 vor gut einem Jahr nahmen die gedehnte Bewertung am US-Aktienmarkt und die hohe Dominanz der Technologiekonzerne großen Raum ein. Die exorbitanten Wachstumsraten sollten sich leicht abkühlen, der Gewinnfortschritt aber hoch bleiben, sodass die Bewertungsvielfachen gehalten werden könnten. Diese nicht ganz unmutige These drohte bereits früh im Jahr schlecht zu altern, als mit dem Aufkommen von DeepSeek erste Zweifel an der Wirtschaftlichkeit der gigantischen KI-Investitionen aufkamen. Doch im Frühjahr wendete sich das Blatt. Die Unternehmen haben im Großen und Ganzen geliefert, die Bewertung blieb schlussendlich stabil und die Gewinne für den US-Aktienmarkt wuchsen sogar etwas stärker, als wir prognostiziert hatten. Der S&P 500 beendete das Jahr oberhalb unseres ursprünglichen Ziels. Weniger bewahrheitet hat sich indes die These, dass das Thema KI abseits der Hyperscaler und Chiphersteller breitere Schichten der US-Wirtschaft erfasst und so stehen wir ein Jahr und viele Milliarden an Börsenwert später wieder vor denselben Fragen.

Neues Jahr, alte Fragen – Gedehte Bewertung und Dominanz der Digitalkonzerne weiterhin prägend

Im größeren Bild wirken die Bedingungen auf Antrieb vorteilhaft für die Aktienmärkte. Die Leitzinsen wurden in mehreren Schritten gesenkt, auch die Renditen am langen Ende wirken eingehegt. Die mit der Handelspolitik verbundenen Unsicherheiten sollten ihren Höhepunkt hinter sich haben, die US-Wirtschaft wächst zwar nicht dynamisch, aber solide. Wie am Aktienmarkt sind aber auch in der US-Ökonomie gewisse Konzentrationen auszumachen. Expertenschätzungen zufolge gehen 70 Prozent des US-BIP-Wachstums im Jahr 2025 auf die KI-Branche zurück. Ohne die massiven Investitionen wäre das Wachstum somit bedeutend geringer ausgefallen. Ähnliches gilt für die positiven Vermögensseffekte, die aus den Kurssteigerungen am US-Aktienmarkt, vor allem im Technologiebereich, entstanden sind. Sie dürften sich in den einkommensschwächeren Bevölkerungsteilen allenfalls unterproportional bemerkbar gemacht haben. Aufgrund der uneinheitlichen Entwicklung hat sich zuletzt der Begriff des K-förmigen Konjunkturverlaufs etabliert.

Rahmenbedingungen für Aktienmärkte wirken auf Antrieb konstruktiv, zeigen aber unter der Oberfläche Ungleichgewichte



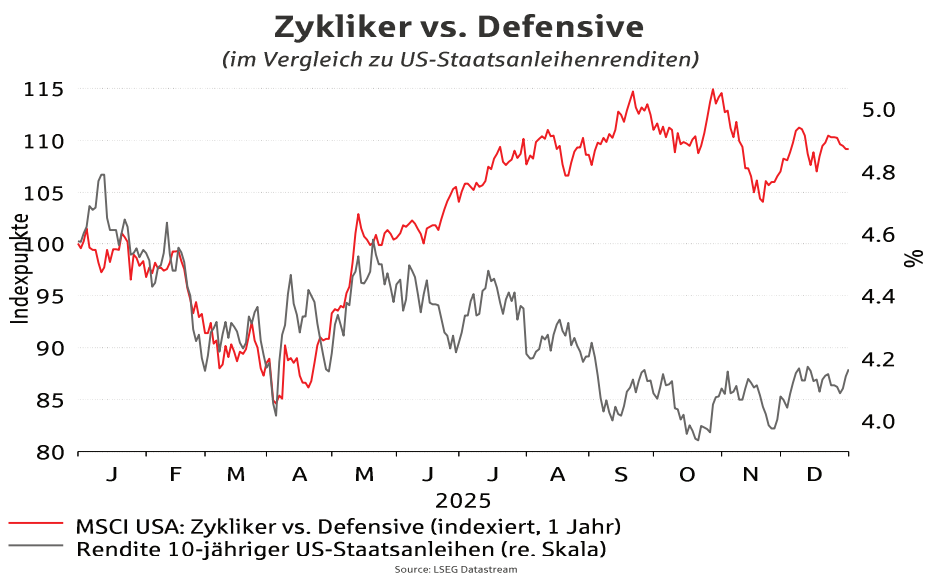
Quelle: In Anlehnung an Kok, K., Rauer, J., Sachdeva, P., Pikul, P., Sutton, D. und Hasrouni, R. (2025): Scaling bigger, faster, cheaper data centers with smarter designs. In: McKinsey & Company, online verfügbar unter: <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/scaling-bigger-faster-cheaper-data-centers-with-smarter-designs>, zuletzt geprüft am 11.12.2025.

Anhaltende Investitionen in KI dürften auch perspektivisch zentrale Wachstumsimpulse liefern

Hochstimmung im Technologiesektor lässt Risikofreude temporär in korrekturbedürftige Ausmaße ansteigen

Trotz der Schlagseite sollte der Rückenwind aus der KI-Branche weiter Bestand haben. Schätzungen der Unternehmensberatung McKinsey gehen davon aus, dass sich die Nachfrage nach Rechenzentrumsleistung für KI-Anwendungen bis zum Jahr 2030 um den Faktor 3,5 erhöhen wird (siehe dazu Grafik auf vorheriger Seite). Auch der Bedarf für konventionelle Anwendungen legt zu, wenngleich in kleineren Schritten. Was volkswirtschaftlich Wachstumsbeiträge aus hohen Investitionen bedeutet, bewirkt auf Unternehmensebene der Ausrüster und Zulieferer steigende Umsätze und Gewinne.

Rund drei Jahre nach der „Geburtsstunde“ von ChatGPT und exorbitanten Kurszuwächsen bei Unternehmen der ersten und zweiten KI-Reihe könnten die niedrig hängenden Früchte jedoch geerntet sein. Die skeptischen Stimmen, welche die gedehnten Bewertungen anmahnen oder sogar von einer Blase sprechen, sind in den letzten Monaten mehr geworden. Nach einer quasi unterbrechungs-freien Rallye ab April mit einer Serie von Allzeithochs kam es im Herbst zu einer spürbaren Korrektur. Diese hatte zwar in den zuvor genannten Bedenken ihren Ursprung, blieb aber nicht auf den Technologiesektor beschränkt. In den Monaten zuvor hatte sich ausgehend von der Hochstimmung im Techsektor eine ausgeprägte Risikofreude breit gemacht, die ungesunde Auswüchse annahm. Festzumachen war dies u. a. daran, dass sich die relative Entwicklung von Zyklikern zu Defensiven ab Frühsommer von der Entwicklung der US-Staatsanleihenrenditen abgekoppelt hat. Über die Monate hat sich zudem der Investitionsgrad in Aktien sukzessive erhöht.



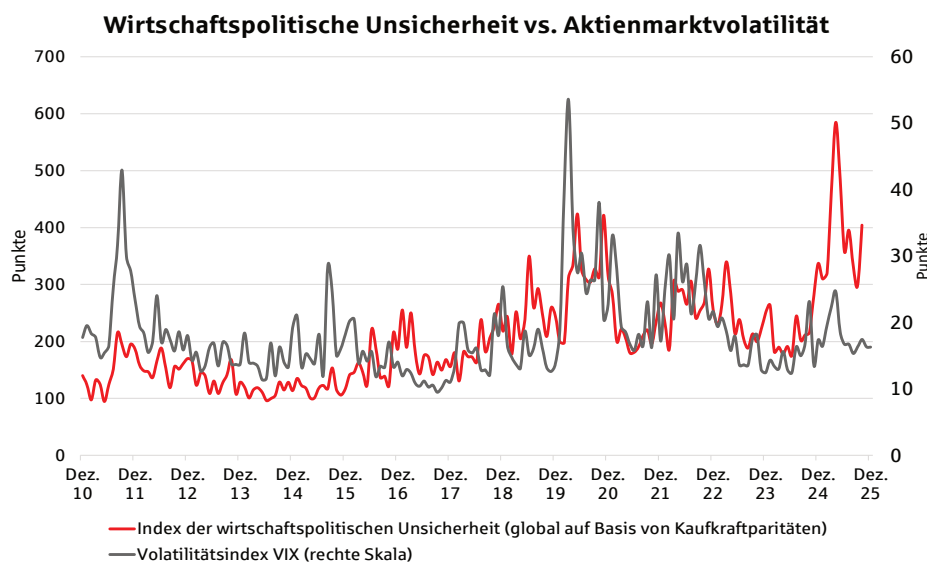
Bedenken hinsichtlich gedehnter Bewertung oder gar einer Blase ebbten ab, bleiben aber latent präsent

Nach wenigen Wochen haben sich die Märkte zwar wieder gefangen. Es fällt jedoch auf, dass über den Erwartungen liegende Quartalszahlen inkl. angehobener Prognosen der KI-Protagonisten nach der Rallye der Vorjahre nicht mehr zwangsläufig zu positiven Kursreaktionen führten. Dies war beispielsweise zu beobachten nach den Zahlen von Nvidia, AMD oder Palantir. Auch konnten die bisherigen Hochs auf Indexebene noch nicht wieder erreicht werden. Die Bedenken scheinen zwar verringert, aber nicht eliminiert. Zu diesen gehören neben der Bewertungsfrage auch die zunehmenden Verflechtungen der großen Akteure untereinander und die wachsende Fremdfinanzierung. Eine weitere Rolle spielt dabei auch, dass infolge der hohen Investitionen in den nächsten Jahren die (planmäßigen) Abschreibungen deutlich steigen werden – in der GuV gleichbedeutend mit gewinnminderndem Aufwand. Damit geht ein nicht zu un-

terschätzender Wandel einher. In den letzten Jahren zeichneten sich die Technologiekonzerne vor allem durch die Skalierbarkeit ihrer Umsätze aus. Nicht zufällig wurden sie auch „Digitalkonzerne“ genannt, da ihre Bilanzen schlank waren und primär aus immateriellen Vermögenswerten bestanden (Software, Filmrechte etc.). Beinahe ohne zusätzliche Kosten konnten neue Kunden bedient, neue Erlöse generiert werden. Ein Umstand, der die Höherbewertung begünstigte. Mit den enormen Investitionen in Rechenzentren erhalten wieder verstärkt materielle Vermögenswerte Einzug in die Bilanzen und die Skalierbarkeit lässt nach. Die Frage nach der angemessenen Bewertung könnte sich damit auch stellen. Zudem ist auf mittlere und längere Sicht die Adaption von Gewicht, sprich inwieweit Unternehmen und Verbraucher die angebotenen KI-basierten Dienstleistungen in Anspruch nehmen und bereit sind, dafür zu zahlen und sich die hohen Investitionen der Unternehmen amortisieren.

Während die vorhandene Skepsis zu begrüßen ist, da sie eine (früher oder später) korrekturbedürftige, breite Euphorie verhindert, gibt es auf der anderen Seite auch das Lager der KI-Enthusiasten. Demnach bleibt KI ein zentraler Impulsgeber und zwar weniger durch die Errichtung von Rechenzentren und Vermarktung von KI-Modellen, sondern vor allem durch den Anwendungsbezug in technologiefremden Branchen. Damit sollen Kosteneinsparungen und Produktivitätsfortschritte einhergehen, die breite Teile der Wirtschaft erfassen. Diese These war allerdings auch bereits vor gut einem Jahr populär. Bisher sind derlei Effekte nur in Ansätzen erkennbar. Diese Hoffnungen drücken sich zum Teil in sehr optimistischen Gewinnerwartungen für die Folgejahre aus, die wir so nicht mitgehen (mehr dazu auf S. 29).

Produktivitätssteigerungen durch KI in techfremden Wirtschaftsbereichen bislang nur in Ansätzen erkennbar



Quelle: LSEG Datastream

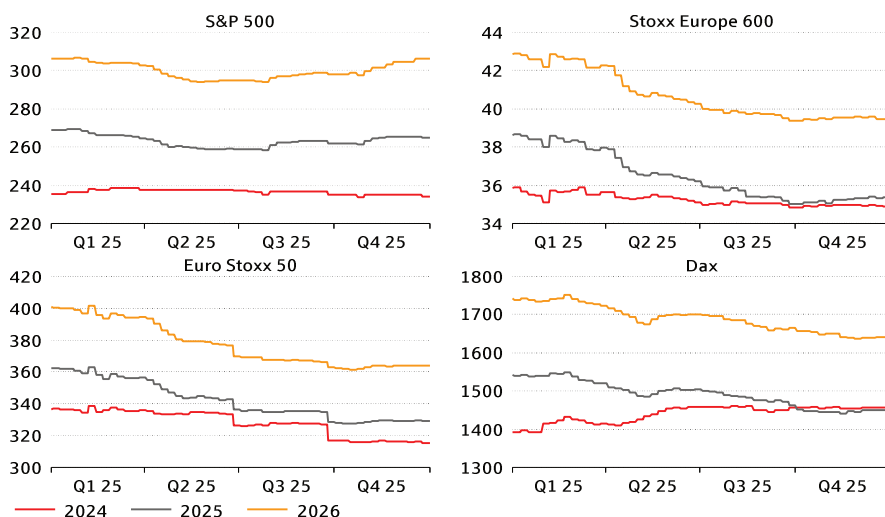
Nach drei überaus erfolgreichen Jahren an der Börse, maßgeblich getrieben durch KI, sind die Erwartungen nicht euphorisch, aber hoch und die Bewertungen anspruchsvoll. Anders als die Aktienmarktgewinne suggerieren mögen, gilt dieses Attribut aber auch für das wirtschaftspolitische Umfeld, etwa in Form der hohen Ungleichgewichte und vielfältigen geo- und handelspolitischen Konflikte, die im vorderen Teil der Publikation bereits erörtert wurden. Zwar hat sich der Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit erkennbar zurückgebildet. Die Diskrepanz zur Aktienmarktvolatilität bleibt aber überdurchschnittlich, womit eine gewisse Fallhöhe einhergeht. Wir erwarten zwar auf Jahressicht weitere moderate Kursgewinne, halten aber Phasen temporärer Schwankungen für durchaus wahrscheinlich.

Wirtschaftspolitische Unsicherheit weicht von Wahrnehmung am Aktienmarkt ab

Hoffnungen in Europa zum Jahreswechsel 2024/2025 haben sich nicht erfüllt

Die **europäischen Aktienmärkte** erlebten auf der Zielgeraden 2024 und zum Auftakt des neuen Jahres 2025 eine spürbare Zunahme der Anlegergunst, auch aus Übersee, was sich in deutlichen Kursgewinnen niederschlug. Sorgen vor handelspolitischem Gegenwind seitens der neuen US-Administration wurden von Hoffnungen auf einen Politikwechsel in Deutschland sowie auf fiskal- und geldpolitische Stimuli verdrängt. Vor allem das hiesige Sondervermögen für Verteidigung und Infrastruktur, aber auch die Initiativen auf europäischer Ebene (z. B. „SAFE“) rückten dabei in den Vordergrund. Doch aus Wunsch wurde so schnell nicht Wirklichkeit, die Konkretisierung der avisierten Investitionen und Reformen verlief schleppend. Hinzu gesellten sich die Belastungen aus den höheren Zöllen. Nach dem Knall zum sog. „Liberation Day“ konnten die Europäer zwar das Schlimmste abwenden und ein Handelsabkommen abschließen. Damit wurde aber nicht verhindert, dass die durchschnittliche Zollbelastung gegenüber den Vorjahren deutlich angestiegen ist. Dass der Euro zum US-Dollar aufwertete, war ebenfalls kontraproduktiv. Wenig überraschend erhielten die Gewinnerwartungen (und letztlich auch die spätere tatsächliche Entwicklung) einen deutlichen Dämpfer. Untenstehende Grafik lässt für die europäischen Märkte gut erkennen, dass die ursprünglich für 2025 erwarteten Ergebnissteigerungen sich mehr oder weniger vollständig in Wohlgefallen auflösten.

Entwicklung der Gewinnschätzungen
(USA, Europa, Deutschland)

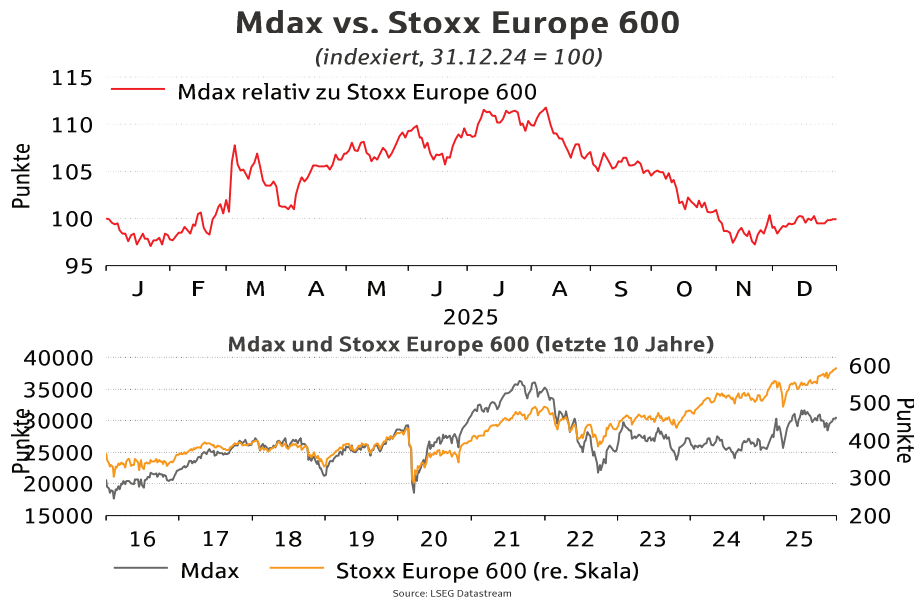


Source: LSEG Datastream

Die erwarteten Gewinnsteigerungen für 2026 dürften angesichts verbesserter Rahmenbedingungen nicht das Schicksal des Jahres 2025 teilen

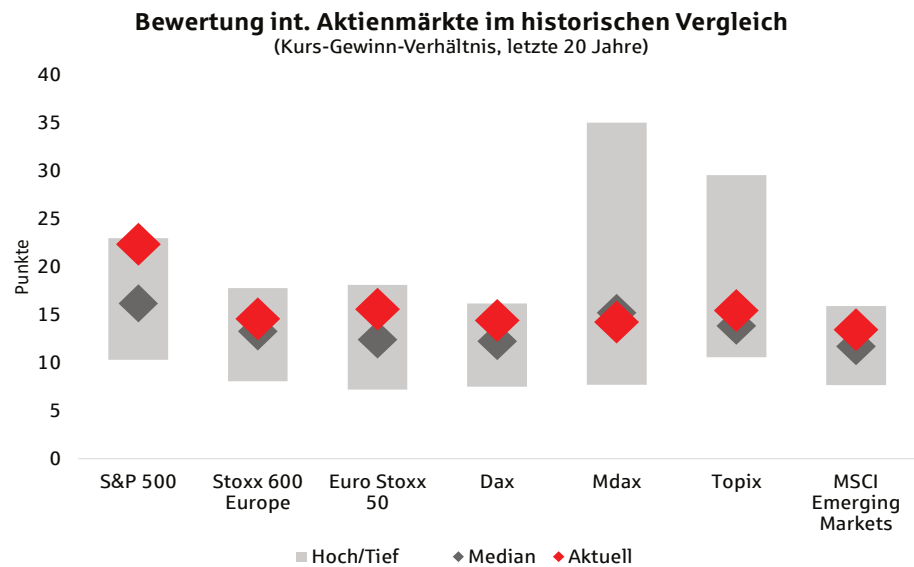
Es drängt sich die Frage auf, ob den ebenfalls in der Grafik erkennbaren, für 2026 erwarteten Ergebnisfortschritten das gleiche Schicksal droht. Wir meinen nein! Zwar später als erhofft, aber im Jahr 2026 sollten sich schließlich die fiskalischen Impulse niederschlagen. Parallel dazu sind die finanziellen Rahmenbedingungen durch die Zinssenkungen der EZB im Verlauf des Jahres 2025 lockerer geworden. Zwar sind die Zölle höher als in früheren Zeiten, allerdings steht man nicht mehr wie im Vorjahr vor einer Phase der Unsicherheit. Auch die Welleneffekte, die vorgezogene Bestellungen in Erwartungen steigender Zölle auslösten, dürften passé sein. Damit verbessert sich insgesamt die Kalkulationsgrundlage für die Unternehmen und erleichtert Investitionsentscheidungen. Auch dürfte sich der Gegenwind seitens der Währungsentwicklung verringern. Zwar ist auf Basis unserer Prognose eine weitere moderate Euroaufwertung möglich, die aber ungleich geringer und vor allem weniger abrupt erfolgen dürfte als Anfang 2025. Weniger eindeutig, aber als zusätzlicher Bonus würde eine sichtliche Erholung der chinesischen Wirtschaft fungieren. Von den zuletzt

genannten Faktoren müsste vor allem die Exportwirtschaft profitieren, die im Jahr 2025 von Handelspolitik und Währungsentwicklung stark in die Mangel genommen wurde.



Abseits dessen sehen wir Chancen im Bereich der Nebenwerte. Diese These hatten wir bereits im Vorjahr vertreten. Nach einem guten Auftakt brach die Out-performance des Segments jedoch ab, weil die Fiskalimpulse auf sich warten ließen. Neben der höheren Konjunktursensitivität ist es auch die höhere Binnenorientierung, welche die Unternehmen zu Profiteuren der Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur machen sollte. Auch die Bewertung ist im historischen Kontext leicht unterdurchschnittlich und lässt Spielraum für eine moderate Ausdehnung (siehe nachfolgendes Balkendiagramm), womit man sich von den Blue Chip-Indizes aller Regionen abhebt. Zudem bewegt sich insbesondere der Mdax noch deutlich unter den historischen Bestmarken.

Die größere Konjunktursensitivität und der höhere Binnenanteil eröffnen Chancen bei Nebenwerten



Quelle: LSEG Datastream

Angesichts leicht überdurchschnittlicher bis anspruchsvoller Bewertungsvielfacher bestimmt die Gewinnentwicklung maßgeblich das Kurspotenzial

Zur Kurszielprognose kommt wie üblich eine zweifache Rolle vorwärts zur Anwendung: Welchen Gewinn erwarten die Prognostiker in einem Jahr für Ende 2027? Für die USA zeigen die Konsensprognosen für 2026 und 2027 jeweils Gewinnsteigerungen von etwa 15 Prozent. Wie angedeutet, halten wir dies für zu optimistisch. Allerdings dürften Verbesserungen im Bereich um 10 Prozent ausreichend sein, damit die anspruchsvolle Bewertung in etwa gehalten werden kann. Nach drei Jahren KI-Zuversicht wäre eine gewisse Ermüdung und damit leichte Verringerung des KGV nicht überraschend. Für das Jahresende ergibt sich auf dieser Basis für den S&P 500 ein Kursziel von 7.050 bis 7.200 Punkten. Für Europa erwarten die Beobachter ähnlich hohe Ergebnisverbesserungen. Mit Blick auf 2026 dürfte ein nicht unwesentlicher Teil durch Basiseffekte realisiert werden (Normalisierung nach der Gewinndelle im Automobilsektor). Wenn gleich deutlich weniger anspruchsvoll sind auch die europäischen Börsen im historischen Vergleich nicht unterbewertet. Die Kursgewinne speisen sich somit ebenfalls primär aus dem Gewinnplus. Für den Dax kommen wir daher auf ein Kursziel von 25.500 bis 26.500 Zählern. Den Euro Stoxx 50 sehen wir in einem Jahr bei 5.850 bis 6.000 Punkten.

2. Branchenstrategie

Konjunkturprognose erlaubt eine Prise mehr Zyklik

Unsere Branchenstrategie ist i. d. R. ausgewogen mit gewissen Akzenten, aber selten stark zyklisch oder primär defensiv. In der jüngeren Vergangenheit schlug das Pendel eher in Richtung defensives Lager aus. Nach teilweise hohen Kurszuwächsen sind wir mit Blick auf den einen oder anderen defensiven Sektor zurückhaltender. Zugleich legen unsere Konjunkturthesen für das Jahr 2026 eine Prise mehr Zyklik nahe. So sehen wir sowohl den Sektor **Bau** als auch die **Industrie** als Adressaten für die zu erwartenden Fiskalimpulse für Verteidigung und Infrastruktur sowie der hohen Investitionen in Rechenzentren und Elektrifizierung. Die gute Auftragslage und die erkennbar verbesserten Margen unterfüttern den leichten Bewertungsaufschlag zur eigenen Historie. **Grundstofftitel** erhalten derzeit Rückenwind von steigenden Preisen für Industriemetalle, die mit der starken Nachfrage aus prosperierenden Wirtschaftsbereichen (u. a. KI-Infrastruktur, Energiewende) einhergeht. Bewertungstechnisch hat die Branche trotz der bereits guten Kurssteigerungen noch Spielraum nach oben. Steigende Realeinkommen, stabile Inflation und eine nach wie vor niedrige Arbeitslosigkeit stärken den privaten Konsum. Die Auswirkungen erwarten wir vor allem im diskretionären Teil, also abseits des täglichen Bedarfs. Nach einem durchwachsenen Jahr sollte sich der **Einzelhandelssektor** daher 2026 gut schlagen. Zum Schluss der Sektor **Gesundheit**, der seit Mitte des Jahres 2024 stark unter die Räder gekommen war, u. a. wegen Zoll- und regulatorischer Drohungen aus den USA. Stimmung und Wirklichkeit divergierten hier aber letztlich stark, sodass der Sektor ansprechendes, konjunkturresistentes Gewinnwachstum bei moderater Bewertung bietet.

Autos, Chemie, Medien und defensiver Konsum mit diversen Herausforderungen konfrontiert

Weniger zuversichtlich sind wir für die **Automobilbranche**. Nach zwei sehr schwachen Jahren ist die Situation unverändert herausfordernd. Die Transformation zur Elektromobilität verschlingt enorme Summen, während zugleich im wichtigsten Premiummarkt (China) Marktanteile stark zurückgehen. Auch der **Chemiesektor** leidet unter Konkurrenz aus China und infolgedessen unter Überkapazitäten. Trotz erwarteter Konjunkturerholung ist vorerst nicht zu erkennen, dass sich Mengen und Preise stabilisieren. Der Bereich **Konsum de-**

fensiv zeichnet sich durch schleppendes Volumenwachstum aus. Die geringe Preissetzungsmacht lässt hierfür keinen Ausgleich erwarten, die schwache relative Entwicklung dürfte sich vorerst fortsetzen. Dem Bereich **Medien** setzen schwache Werbeeinnahmen zu, die zuletzt von Sorgen flankiert wurden, dass KI klassischen Agenturen Geschäftsvolumen wegnehmen könnte. Die Kursreaktion in der zweiten Jahreshälfte war klar negativ, doch die noch immer nicht günstige Bewertung lässt eine Fortsetzung der Schwäche erwarten. In Summe ergibt sich nachfolgendes Bild für unsere empfohlene Branchenallokation, wobei sich gekennzeichnete Änderungen auf unseren Börsenkompass im September 2025 beziehen.

Übergewichten	Neutral	Untergewichten
Bau Einzelhandel (↑) Grundstoffe (↑) Gesundheit Industrie	Banken Energie (↑) Finanzdienstleister Immobilien Konsum zyklisch (↑) Nahrung & Getränke Reisen & Freizeit Technologie Telekommunikation (↓) Versicherungen Versorger (↓)	Automobile Chemie Konsum defensiv (↓) Medien

3. Asien und die Schwellenländer

Nach einer vorausgegangenen Phase der relativen Kursschwäche sind die Emerging Markets ihrem Namen im zurückliegenden Jahr gerecht geworden. „Emerge“ bedeutet so viel wie „aufstreiben“ und eine solche Entwicklung vollzogen die Börsen zuletzt – dies sogar stärker, als es den Aktienmärkten der Industrieländer gelang: Mit einem Wertzuwachs von über 18 % (auf Euro-Basis) haben die Emerging Markets im letzten Jahr deutlich besser abgeschnitten als der auf die Industrieländer beschränkte Weltindex MSCI World, der sich „nur“ um rund 7 % befestigte. Die für Anleger zentrale Frage für 2026 lautet daher: Kann sich diese positive Dynamik fortsetzen? Die Antwort ist nicht trivial, schließlich handelt es sich bei den Schwellenländern um ein vielfältiges Investment-Universum. Ein Blick auf die Zusammensetzung des MSCI-Referenzindex führt vor Augen, dass mit einem Anteil von fast vier Fünfteln die asiatische Region den Index dominiert, hier vor allem die Schwergewichte China, Taiwan und Korea. Branchenseitig nimmt der Technologiesektor mit mehr als einem Viertel das höchste Indexgewicht ein. Zudem ist der Konsum (rund 16 %) hoch gewichtet. Dies wird – wie sich im Folgenden noch zeigen wird – für die zukünftige Wertentwicklung eine bedeutende Rolle spielen.

Zunächst sei aber darauf verwiesen, dass sich die Anlegerstimmung gegenüber Emerging Market-Anlagen grundsätzlich verbessert hat. Wichtigen Rückenwind erfahren die Märkte dadurch, dass der US-Dollar seine Stärkephase der letzten Jahre hinter sich gelassen hat. Denn es lässt sich empirisch belegen, dass ein zur Schwäche neigender US-Dollar (er reduziert Finanzierungskosten und erleichtert Kapitalzuflüsse) eine elementare Triebfeder für die Performance der Schwellenländerbörsen darstellt. Doch damit allein ist es nicht getan. Denn für

Überdurchschnittliche Wertentwicklung der Emerging Markets in 2025

Zur Schwäche neigender US-Dollar wirkt unterstützend – Entwicklungen im Technologiebereich erzeugen ebenfalls Rückenwind

den Anlageerfolg bedarf es weiterer, richtig justierter fundamentaler Stellschrauben – und selbige sind zweifelsohne vorhanden. Beispiel China: Das Land steht vor einer Transformation, weg vom investitionsgetriebenen Wachstum, hin zu einem ausgewogeneren Modell. Hier bestehen zahlreiche Herausforderungen, z. B. konjunktureller bzw. struktureller Gegenwind durch ein schwaches Verbrauchervertrauen oder die anhaltenden Probleme im Immobiliensektor. Jedoch lassen sich bereits Fortschritte beim Übergang hin zu einem stärker konsum- und innovationsgetriebenem Wachstumsmodell erkennen. Insbesondere der Technologiebereich stellt einen Lichtblick dar: Chinas Vorstoß in KI und Hightech-Fertigung gewinnt an Dynamik, gestützt durch staatliche Investitionen und eine versöhnlichere Haltung gegenüber der Privatwirtschaft. Auch Länder wie Korea und Taiwan profitieren vom Halbleiter-Superzyklus. Deren Unternehmenslandschaft spielt eine zentrale Rolle in den globalen Lieferketten von KI-Infrastruktur in all ihren Facetten – von den physischen Basisressourcen, über die Chip-Wertschöpfung, Cloud-Dienstleistungen bis hin zur Server- und Systemhardware. Dieser aktuell florierende Bereich treibt sowohl Unternehmensgewinne als auch Aktienkurse. Selbiges gilt im Übrigen auch für Japan, auch wenn die Industrienation nicht zum Universum der Emerging Markets zu zählen ist.

Bewertungskennzahlen sprechen zwar keine klare Sprache ...

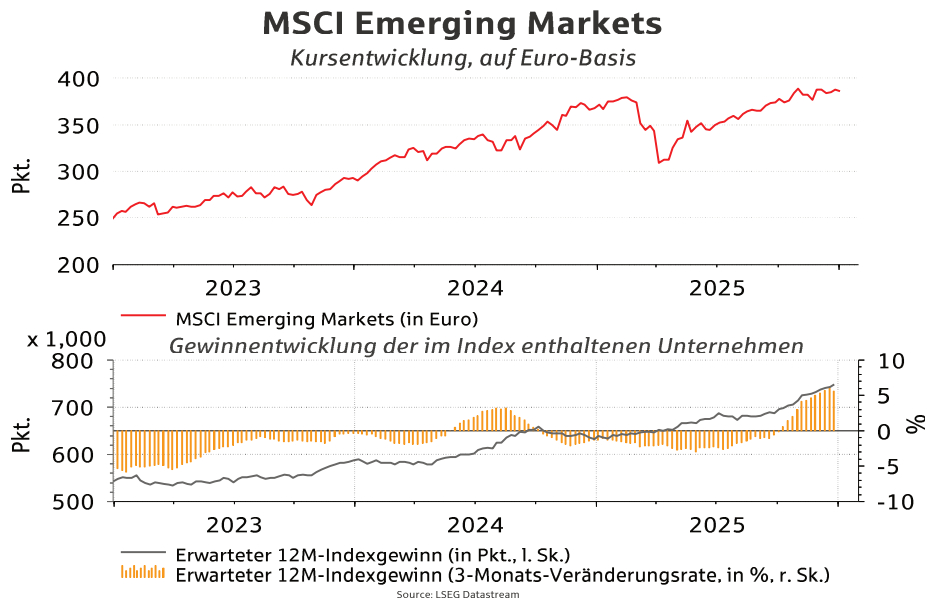
Der Blick auf die Bewertung der Schwellenländer offenbart derweil ein zweiseitiges Schwert. Einerseits liegen klassische Bewertungskennzahlen wie Kurs-Gewinn- oder Kurs-Buchwert-Verhältnis (KGV und KBV) deutlich niedriger, als es an den Industrieländerbörsen der Fall ist. Historisch betrachtet ist die Größenordnung der Bewertungsdifferenz sogar recht ausgeprägt. Andererseits lässt sich aber auch feststellen, dass die Bewertung in der eigenen Historie nicht mehr günstig ist – sowohl KGV als auch KBV bewegen sich etwas oberhalb ihrer historischen Durchschnitte.

... u. E. überwiegt aber der positive Aspekt

U. E. überwiegt bei der Analyse der Bewertung jedoch der positive Aspekt: Ein KGV von gut 13 mag historisch betrachtet leicht erhöht sein; angesichts der aktuellen Entwicklungen und ökonomischen Rahmenbedingungen, die dadurch geprägt sind, dass die asiatische Region zunehmend an Bedeutung für die Weltwirtschaft gewinnt, erscheint das Niveau aber keineswegs überzogen. Als interessant erachten wir vor allem, dass Tech- und (die im Index ebenfalls hoch gewichteten) Finanz- und Konsumtitel deutlich niedrigere Bewertungskennzahlen aufweisen als ihre US-Pendants.

Gewinnentwicklung überzeugt – Aufwärtskorrekturen der Analysten vor allem in im Index hoch gewichteten Ländern und Branchen

Darüber hinaus spricht die Gewinnentwicklung für Schwellenländer-Aktien: Analysten erwarten im Konsens für die kommenden zwölf Monate ein höheres Gewinnwachstum als für die entwickelten Märkte. Bemerkenswert sind dabei die jüngsten Aufwärtsrevisionen. Zwar ist es in „normalen“ Aktienmarktphasen nicht unüblich, dass der erwartete Indexgewinn für die kommenden 12 Monate (nachfolgende Grafik, unterer Teil, graue Linie) so hoch ausfällt wie nie zuvor. Jedoch ist auch die 3-Monats-Veränderungsrate (unterer Teil, orangene Balken) in neue Höhen gestiegen – ein klares Momentum-Signal. Dabei konzentrieren sich die Aufwärtskorrekturen der Analysten vor allem auf Asien, und hier wiederum auf die Technologie- und Konsumsektoren in China, Korea und Taiwan. Und damit schließt sich der Kreis zur eingangs beschriebenen Index-Zusammensetzung.



Fazit: Zweifelsohne gehen mit einem Engagement in den Emerging Markets Risiken einher. Die geopolitische Fragmentierung dürfte bis auf Weiteres erhalten bleiben. Allein aus der US-chinesischen Rivalität heraus ist unterjährig mit Nachrichten zu rechnen, die negative Dynamik erzeugen und zeitweilig volatilitätssteigernd wirken können. Insbesondere für mittel- bis langfristig orientierte Investoren überwiegen u. E. jedoch die Chancen. So nehmen asiatische Unternehmen bei zentralen Investmentthemen, auch und vor allem im Tech-/KI-Bereich, vielerorts und über zyklische Schwankungen hinweg starke Positionen ein. Die Bewertungen sind dabei deutlich verhaltener als in den USA, wo wenige hoch bewertete Großkonzerne die aktuelle Investmentwelt prägen. Die asiatische Region ermöglicht es Anlegern somit, an den Chancen prosperierender Wirtschaftszweige zu partizipieren, ohne sich dabei zu stark in die Abhängigkeit eines Landes (USA) oder einzelner dort angesiedelter Unternehmen zu begeben. Dass der US-Dollar seine Stärkephase hinter sich gelassen hat, dürfte den Börsen der Region zusätzlichen Rückenwind verleihen. In einer Welt, in der Wachstum nicht nur geografisch, sondern auch sektoral ungleich verteilt ist, sehen wir Investments in Asien und den Schwellenländern auch als Chance an, an langfristigen globalen Strukturverschiebungen zu partizipieren. Die Komplexität und Heterogenität des Anlagesegments erfordert dabei Augenmaß, Disziplin und Selektivität. Wir raten daher zu einer aktiv gemanagten Produktlösung.

Chancen überwiegen, wengleich 2026 keine Einbahnstraße werden dürfte – Anleger partizipieren an langfristigen globalen Strukturverschiebungen

VI. Rohstoffe

Rohöl – Die Ölpreisnotierung hat sich seit den Spitzen im Frühjahr 2022, als kurzzeitig über 140 US-Dollar/Barrel gezahlt wurden, deutlich abgeschwächt. Seit über einem Jahr tendiert der Preis seitwärts in einer Spanne zwischen ca. 60 und etwa 80 US-Dollar. Zwischenzeitliche Preisimpulse, beispielsweise im Zuge der Spannungen mit dem Iran im Juni 2025, erwiesen sich dabei als vorübergehend.

Ölpreisspitzen liegen in weiter Ferne

*Preiskampf ante portas?
– Robustes US-
Produktionswachstum
wird mittelfristig mit Fra-
gezeichen versehen*

Das Marktumfeld ist geprägt von der Angebotsflut der weltgrößten Fördernation USA und dem Strategiewechsel der OPEC+-Staatengemeinschaft: Diese setzt nun stärker auf die Verteidigung und Rückeroberung von Marktanteilen, was auf einen Preiskampf mit nordamerikanischen Förderern hinauslaufen könnte. Dies gilt vor allem mit Blick auf die Ölsande- und Schieferölproduzenten, die nur zu vergleichsweise höheren Preisen profitabel arbeiten. Sollte ein Prozess einsetzen, bei dem unprofitable Ölförderer aus dem Markt ausscheiden, könnten daraus Preisimpulse nach oben erwachsen. Mittelfristig sollte man diesbezüglich insbesondere die US-Schieferölbranche im Blick behalten. Sowohl die Internationale Energieagentur (IEA) als auch das US-Energieministerium sehen inzwischen nicht mehr, so wie zuvor kommuniziert, robustes Produktionswachstum der Vereinigten Staaten bis weit in die 2030er-Jahre hinein, sondern halten nun einen möglichen Höhepunkt der US-Förderung bereits deutlich früher für möglich. Rentabilitätsaspekte spielen in diese Überlegungen ebenso hinein wie geologische Grenzen, da die bereits bekannten (und wirtschaftlich förderbaren) US-Vorkommen allmählich zur Neige gehen. Träfe das „Peak Oil“-Szenario für die US-Ölindustrie zu, zeigt ein Blick in die Vergangenheit die möglichen Folgen: Sobald ein Schieferbecken seinen Höhepunkt erreicht hat, sinkt die Produktion in den kommenden fünf Jahren üblicherweise in einer Größenordnung zwischen 30 und 50 %. Perspektivisch sollte man also vorsichtig damit sein, die aktuell anhaltende Angebotsflut und die daraus resultierende Ölpreisschwäche in die fernere Zukunft zu extrapolieren. Denn: Die wichtigste Quelle des US-Förderwachstums der letzten Jahre könnte alsbald schwächeln. Im aktuellen Umfeld kommt ein weiterer interessanter Aspekt hinzu: Spekulativ orientierte Investoren haben dem „schwarzen Gold“ den Rücken zugedreht und sind in Summe „netto short“ positioniert. Dreht sich der Trend, könnte der Ölpreis auch von dieser Seite Rückenwind erfahren.

*Kurzfristig kein deutlicher
Ölpreisanstieg in Sicht –
Auf längere Sicht könnte
sich dies ändern*

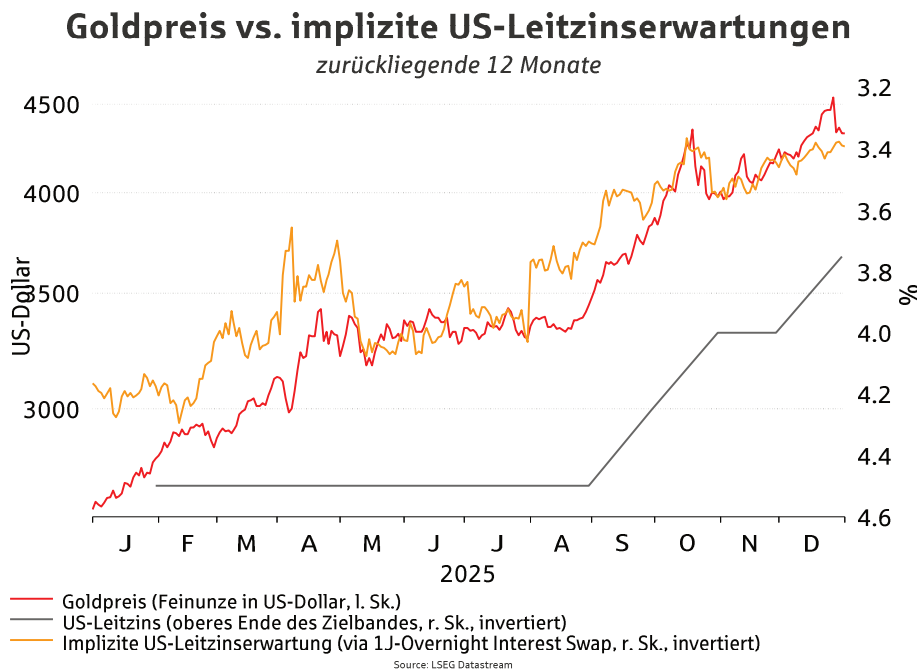
Fazit Rohöl: Angesichts auskömmlicher Fördermengen ist ohne eine spürbare Belebung des globalen Wachstums ein deutlicher Ölpreisanstieg kurzfristig wenig wahrscheinlich. Mit Blick auf die kommenden Jahre sollte man allerdings nicht davon ausgehen, dass der Ölpreis dauerhaft auf dem momentan gedrückten Niveau verharrt. Angesichts der erwartbaren Entwicklungen in der US-Schieferölindustrie sind die Preisrisiken perspektivisch eher aufwärts gerichtet. Für 2026 erwarten wir, dass die Bandbreite des letzten Jahres Bestand hat.

*Aktuelles Umfeld stellt
sehr guten Nährboden für
Gold dar*

Gold – Der Goldpreis hat eine eindrucksvolle Wertentwicklung vollzogen. Auf Euro-Basis hat sich die Notierung in den letzten beiden Jahren nahezu verdoppelt. Allein für das Jahr 2025 steht ein Wertzuwachs von 45 % (in Euro) bzw. 65 % (in Dollar) zu Buche. Die Ursachen sind vielfältiger Natur. Investoren schätzen Gold als nicht beliebig vermehrbaren Sachwert, der langjährig einen guten Inflationsschutz geboten hat. Auch seine positive Wirkfunktion in gemischten Portfolios ist inzwischen weithin anerkannt. Das aktuelle Umfeld – geprägt von (geo-)politischer Unsicherheit, (US-)Inflationssorgen, sinkenden US-Leitzinsen, vielerorts ausufernden Staatsschulden sowie einem nicht mehr zur Stärke neigenden US-Dollar – stellt dabei einen sehr guten Nährboden für das Edelmetall dar. Hinzu kommt, dass sich Investoren rund um den Globus Gedanken über eine möglicherweise zu hohe Abhängigkeit von US-Vermögenswerten machen. Dabei greifen sie, so wie auch diverse Zentralbanken, die zusehends ihre Devisenreserven breiter diversifizieren, vielfach auf Gold zurück. Bislang zeichnet sich keine Umkehr dieser Trends ab.

Wir rechnen damit, dass die zahlreichen preisstützenden Argumente im Gros erhalten bleiben und den Goldpreis mittel- bis langfristig weiter stützen. Anleger sollten dabei aber auch nicht die Möglichkeit aus den Augen verlieren, dass die für den Goldpreis momentan nahezu perfekt anmutenden Rahmenbedingungen zwischenzeitlich auch den ein oder anderen Nackenschlag versetzt bekommen könnten. Noch zeichnet sich dies an keiner Stelle ab. Denkbar wäre allerdings, dass die ETF-Investmentnachfrage, die zuletzt zum Preisanstieg beitrug, nachlässt. Schließlich handelt es sich hier um eine stark momentumgetriebene und damit schwankungsanfällige Nachfragekomponente. Zudem scheint nicht ausgeschlossen, dass die US-Notenbank – sollte der Teuerungsdruck in den Vereinigten Staaten wieder anziehen – die Leitzinsen nicht in dem Ausmaß senkt, wie es der Markt momentan erwartet. Diesbezüglich veranschaulicht nachfolgende Grafik, dass die US-Leitzinssenkungserwartungen in den letzten Monaten ein wichtiger Wegbegleiter des Goldpreisanstiegs waren. Auch mit Blick auf die Kaufaktivitäten der Notenbanken bleibt abzuwarten, ob diese weiterhin bereit sind, das Edelmetall „um jeden Preis“ zu kaufen. Zudem könnten unerwartete geopolitische Entspannungen die Notierung zeitweise ins Hintertreffen geraten lassen.

Preisstützende Argumente bleiben erhalten – Mit Rückschlägen ist dennoch zu rechnen



Fazit Gold: In einem Umfeld, in dem sich der Goldpreis so weit wie nie zuvor von den durchschnittlichen Produktionskosten der Minenförderer entfernt hat, in dem sich spekulative Investoren äußerst „bullish“ positioniert haben und in dem nach der stattlichen Preisrallye eine Grundbereitschaft zu Gewinnmitnahmen vorhanden sein dürfte, sollte es nicht überraschen, wenn sich der Preisanstieg verlangsamt und es unterjährig auch zu Preiskonsolidierungen kommt. Grundsätzlich sprechen die Rahmenbedingungen aber für einen weiterhin gut unterstützten Goldpreis. Im Portfoliokontext bleibt eine Beimischung von Sachwerten, zu denen auch Gold zählt, geboten.

Anzeichen von Euphorie ersichtlich – Unterjährig ist mit Preiskonsolidierungen zu rechnen – Beimischung bleibt geboten

Industriemetalle – Gemessen am Bloomberg Industrial Metals Index haben sich die Notierungen wichtiger Industriemetalle im Jahr 2025 (auf US-Dollar-Basis) um ca. 21 % befestigt. Getragen wurde dieser Wertzuwachs vor allem von Kupfer, das sich mehr als ein Drittel verteuerte. Aber auch die Preise von Aluminium und Zink konnten zulegen. Einiges spricht dafür, dass sich der positive

Metallpreise zuletzt im Aufwind

Preistrend auch im Jahr 2026 fortsetzen kann. Im Fokus unserer Betrachtung stehen im Folgenden Kupfer und Aluminium; dies vor allem angesichts der Tatsache, dass sie im eingangs genannten Referenzindex zusammen für rund zwei Drittel der Gewichtung stehen.

Verknapptes Angebot trifft auf stattliche Nachfrage aus prosperierenden Industriebereichen

Der Kupferpreis hat im letzten Jahr neue Höchststände erreicht. Preistreibend wirkten vor allem temporäre Angebotsausfälle großer Minen (u. a. in Indonesien, Panama, Südamerika). Dieses verknappte Angebot traf und trifft auf eine stattliche globale Nachfrage aus prosperierenden Industriebereichen, wie z. B. der Elektrifizierung, dem Ausbau der erneuerbaren Energien, dem boomenden Ausbau von Rechenzentren sowie anderer Infrastrukturprojekte. Davon profitiert allerdings nicht nur der Kupferpreis. Auch Aluminium findet zusehends Eingang in die genannten Bereiche, da es aufgrund seiner Eigenschaften zumindest teilweise geeignet ist, Kupfer zu substituieren und zudem deutlich günstiger ist. Während sich die Nachfrageperspektiven für die beiden Metalle auf absehbare Zeit aussichtsreich darstellen, gilt dies nicht für die erwartbaren Angebotsmengen. Bereits seit Längerem verweisen wir darauf, dass sich im Bereich der Industriemetalle Knappheiten anbahnen, und diese nehmen zusehends Kontur an. China beispielsweise hat bereits im Jahr 2017 beschlossen, seine Aluminium-Primärproduktion durch eine harte Kapazitätsobergrenze zu deckeln, um Rohstoffabhängigkeit und Umweltbelastung zu reduzieren und den inländischen Bedarf zu priorisieren. Die definierte Grenze ist aktuell nahezu erreicht und neue Angebotskapazitäten in anderen Teilen der Welt scheinen nicht bzw. nicht in ausreichendem Volumen in Sicht. So hindern in Europa hohe Energiepreise, und in den USA dürfte es schwierig sein, veraltete Anlagen schnell zu reaktivieren. So ist der Aluminium-Ausstoß der USA seit 1980 kontinuierlich gesunken, von fast 5 Mio. Tonnen auf nunmehr weniger als 1 Mio. Tonnen pro Jahr. Es mehren sich also die Hinweise, dass sich zu den bereits bestehenden Knappheiten bei Kupfer nun auch noch solche bei Aluminium hinzugesellen könnten. Denn sich anbahnende neue Kapazitäten in Indonesien werden voraussichtlich nicht ausreichen, um die Nachfrage zu decken.

Fortgesetzt positiver Preistrend erwartet

Fazit Industriemetalle: Die teilweise bereits bestehenden Angebotsknappheiten dürften sich in den nächsten Jahren verstärken. Dies in einer Zeit, in der prosperierende Wirtschaftsbereiche verschiedenste Industriemetalle verstärkt nachfragen. Der positive Preistrend dürfte sich daher fortsetzen.

C. Vermögensstrukturierung

Hintergrundinformationen sowie die Herleitung der strategischen Vermögensstrukturen für einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont sind der (nur in digitaler Form erhältlichen) Begleitpublikation „Kapitalmarktperspektiven 2026 – Das große Bild: Dünne Luft am Schuldenberg“ zu entnehmen, die erst Anfang 2026 veröffentlicht wird. Aufbauend auf unseren beiden Sonderstudien zum Thema „Staatsverschuldung – Die Ruhe vor dem Sturm?“ skizzieren wir hier Erkenntnisse aus Fallstudien zu früheren Schuldenkrisen und welche Optionen der Wirtschaftspolitik zur Wahrung der Schuldentragfähigkeit offenstanden. Hier zeigt sich, dass Länder, deren Verschuldung überwiegend auf eigene Währung lautete und die über eine eigenständige Zentralbankpolitik verfügten, in der Regel auf eine Koordination fiskalischer und geldpolitischer Instrumente zurückgriffen. Mit Blick auf die derzeit nicht nachhaltige Entwicklung der US-Staatsverschuldung blicken die Finanzmärkte daher verstärkt auf das sogenannte „dritte Mandat“ der US-Notenbank. Vielfach bekannt sind die beiden primären Ziele: Vollbeschäftigung und Preisstabilität. In ihren Statuten finden sich jedoch auch Aussagen zur Wahrung eines günstigen Finanzierungsumfelds bzw. zur Sicherstellung einer günstigen Refinanzierung des Staates. Im Kapitel „Das große Bild“ hatten wir auf den dadurch entstehenden Konflikt zwischen fiskalischer Dominanz und der Unabhängigkeit der Zentralbanken hingewiesen. Es ist nicht auszuschließen, dass diese Konfliktsituation in Zukunft – vermutlich einer eher ferneren – wieder zu Instrumenten wie der im Nachgang der Finanzkrise praktizierten quantitativen Lockerung (großvolumige Käufe von Staatsanleihen) oder der expliziten Zinskurvenkontrolle wie in Japan (unlimitierte Staatsanleihenkäufe zur Etablierung eines fixen Satzes der langfristigen Zinsen) führt. Daher blicken wir auf die Kapitalmarktentwicklung im Umfeld der japanischen Zinskurvenkontrolle genauer. Es zeigt sich, dass der Wert der eigenen Währung das langfristige „Opfer“ solcher Maßnahmen ist – im Fall Japans war es der ausgeprägte Wertverlust des japanischen Yen. Der Blick auf die japanische Zinskurvenkontrolle diente uns jedoch lediglich als Skizze eines Risikoszenarios mit eher geringer Eintrittswahrscheinlichkeit. Die Auswirkung wäre jedoch erheblich, wenn z. B. die USA auf dieses Instrument zurückgreifen würden. Schließlich nehmen US-Staatsanleihen eine Art Ankerfunktion im globalen Finanzsystem ein und der US-Aktienmarkt dominiert mit Abstand alle namhaften Weltindizes. Das spricht dafür, dass sich der Vergleichsfall Japan vermutlich nicht als „Blaupause“ eignet. Dennoch stellt sich für Anleger die Frage, ob ein Vermögensmix nur auf Basis von Aktien und Staatsanleihen noch zeitgemäß ist. Unsere Antwort lautet hier bereits seit längerem: Eine breitere Streuung der Anlageklassen mit verstärktem Fokus auf Realwertanlagen (Aktien ergänzt z. B. um Immobilien und Rohstoffe wie Gold) halten wir für den langfristigen Vermögensaufbau für besser geeignet.

Was bedeutet dies nun konkret für unsere empfohlenen Vermögensstrukturen? Die langfristigen Parameter zu Renditen und Risiken haben sich im Vergleich zur letzten Überprüfung im Sommer 2025 nur unwesentlich verändert. Die Musterportfolios bleiben daher unverändert. Auf Basis des Kern-Satelliten-Prinzips empfehlen wir einen ausgewogenen Mix mit einer breiteren Basis an Anlageklassen als nur Aktien und (Staats)Anleihen. Innerhalb der Anlageklassen sollte u. E. ebenfalls auf mehr Ausgewogenheit geachtet werden. Investment-Sparpläne dynamisch angepasst an z. B. die Einkommens- oder Inflationsentwicklung runden die Strategie ab.

Angesichts Niveaus und Dynamik der öffentlichen Verschuldung in den Industrieländern Blick der Marktteilnehmer auf Zentralbanken und ihre Rolle bei der Wahrung der Schuldentragfähigkeit gerichtet – Extremszenarien wie die explizite Zinskurvenkontrolle in Japan zeigen Risiko für den Außenwert einer Währung auf – Vermögensstrukturierung „nur“ auf Basis von Aktien und Staatsanleihen nicht mehr zeitgemäß – Wir präferieren einen breiteren, realwertorientierten Vermögensmix

Langfristige Renditeprognosen im Wesentlichen unverändert – Keine Veränderung in den Musterportfolios

Wertentwicklung der STOXX-Branchen im Jahr 2025

	akt. Kurs 31.12.2025	Veränderung in % zum 31.12.2024	Bewertung		Anteil Ge- sammarkt
			KGV	Div.-Rdt.	
Stoxx-Sektoren					
Defensive Sektoren					
Einzelhandel	486,28	13,2%	18,7	3,1%	0,7%
Gesundheit	1.142,11	6,6%	16,2	2,4%	14,2%
Konsum defensiv	168,71	5,7%	15,0	3,7%	2,1%
Nahrung & Getränke	187,57	7,8%	14,5	4,0%	5,2%
Telekommunikation	255,88	15,8%	14,3	4,4%	2,8%
Versorger	489,77	33,1%	14,3	4,4%	4,5%
Finanzsektoren					
Banken	355,30	74,6%	10,0	4,9%	15,0%
Finanzdienstleister	899,42	11,5%	13,1	2,9%	4,4%
Immobilien	126,33	3,8%	13,9	4,6%	1,3%
Versicherungen	510,39	29,0%	12,1	4,9%	6,4%
Rohstoffsektoren					
Grundstoffe	666,17	32,1%	14,2	3,3%	2,4%
Energie	134,57	26,3%	11,8	4,6%	5,3%
Zyklische Sektoren					
Automobile	524,95	-1,4%	9,0	4,0%	1,6%
Bau	848,04	24,2%	17,0	2,7%	3,9%
Chemie	1.107,47	-4,9%	17,4	3,3%	1,5%
Industrie	1.068,30	23,2%	21,2	2,1%	15,9%
Medien	398,88	-13,1%	13,8	3,5%	0,5%
Reisen & Freizeit	280,50	5,9%	11,3	2,8%	0,9%
Konsum zyklisch	394,90	1,1%	24,8	2,1%	5,3%

Gewinner und Verlierer des Börsenjahres 2025

Dax					
Gewinner			Verlierer		
1. Rheinmetall	154,0%		1. Symrise		-9,7%
2. Siemens Energy	139,0%		2. Adidas		-7,7%
3. Commerzbank	129,6%		3. Beiersdorf		-4,3%
4. Deutsche Bank	99,0%		4. Zalando		0,6%
5. Bayer	91,6%		5. Henkel Vz.		0,8%
Euro Stoxx 50					
Gewinner			Verlierer		
1. Rheinmetall	154,0%		1. Wolters Kluwer		-44,9%
2. Siemens Energy	139,0%		2. Adidas		-28,6%
3. Banco Santander	125,6%		3. Ferrari		-22,7%
4. BBVA	112,1%		4. SAP		-11,8%
5. Deutsche Bank	99,0%		5. Sanofi		-11,8%
S&P 100					
Gewinner			Verlierer		
1. Palantir	135,0%		1. United Health		-34,7%
2. GE Aerospace	84,7%		2. Paypal		-31,6%
3. Intel	77,3%		3. Servicenow		-27,7%
4. AMD	76,8%		4. Target		-27,7%
5. CVS Health	65,8%		5. Accenture		-23,7%