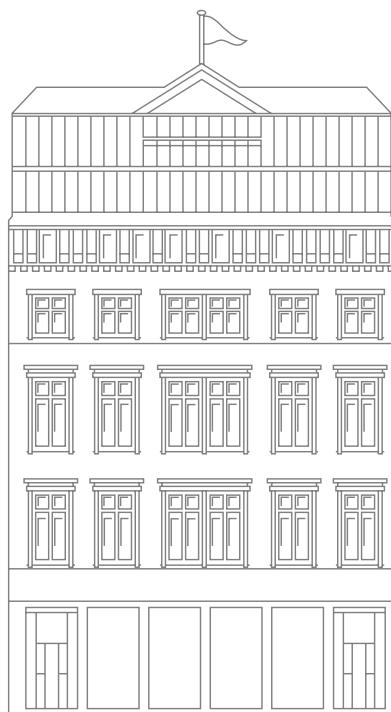

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresausblick 2026 und Rückblick 2025

Der neue Goldrausch

VORWORT

Das Jahr 2025 stand im Zeichen des Comebacks von Donald Trump, der am 20. Januar in das Amt des US-Präsidenten eingeführt wurde. In den ersten acht Monaten seiner zweiten Amtszeit unterzeichnete Trump mehr als 200 Durchführungsverordnungen. Dabei standen Entlassungen und Kosten senkungen innerhalb des Staatsapparats ebenso im Fokus wie die Bekämpfung der (illegalen) Migration. Innenpolitisch spielte die Stärkung der Rolle des Präsidenten eine zentrale Rolle, was sich unter anderem in der Besetzung von Richterposten sowie in Konflikten mit Universitäten und der Zentralbank manifestierte. Außenpolitisch versuchten die USA im Nahost-Konflikt und im russischen Krieg gegen die Ukraine als Vermittler zwischen den Konfliktparteien aufzutreten.

Aus Sicht der Kapitalmärkte sorgte vor allem die Handelspolitik für Unruhe. Den Ankündigungen von Zöllen auf fast alle Importe am 2. April folgten Handelsabschlüsse, in denen nicht nur hohe Zollsteigerungen, sondern auch vielfältige Zugeständnisse an die USA vereinbart wurden. Die Aktienmärkte reagierten auf die Zollankündigungen mit hohen Verlusten, konnten danach aber schnell wieder ihren Aufwärtstrend fortsetzen.

Entgegen der Warnung vieler Kritiker hat die Zollpolitik der USA bislang nicht zu steigenden Inflationsraten und einer deutlichen Wachstumsverlangsamung geführt. Dennoch verschlechterten sich die Umfragewerte für Präsident Trump zum Jahresende 2025 deutlich. Durch den längsten „Government Shutdown“ in der Geschichte der USA mussten Regierungsangestellte 43 Tage lang auf ihre Gehälter verzichten. Die Unzufriedenheit vieler US-Bürger mit ihrer wirtschaftlichen Situation spiegelte sich in der Wahl des Linkspopulisten Zohran Mamdani zum Bürgermeister von New York wider. Eines der wichtigsten Themen Mamdanis war das Problem der steigenden Lebenshaltungskosten.

An den Aktienmärkten lassen sich all diese Probleme allerdings nicht ablesen. Der S&P 500 konnte in US-Dollar gerechnet im Jahr 2025 um rund 16 Prozent zulegen. Haupttreiber waren einmal mehr die großen Tech-Konzerne, die gewaltige Summen in die Entwicklung Künstlicher Intelligenz investieren. Die Sorgen vor einer Kursübertreibung nehmen zwar zu, doch eine Trendwende ist noch nicht erkennbar. Bei europäischen Aktien fehlt zwar die KI-Fantasie, doch trieben hier Sektorthemen die Kurse an. Der günstig bewertete Finanzsektor konnte im Jahr

2025 ebenso profitieren wie die Rüstungsindustrie. Für qualitätsorientierte Anleger war das Aktienjahr dagegen erneut enttäuschend.



Aus Sicht europäischer Anleger hatte das Jahr 2025 einen zusätzlichen Makel. Die Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro um mehr als zehn Prozent schmälerte nicht nur den Gewinn auf US-Aktien, sondern auch den auf US-Anleihen und Gold. Auch im Jahr 2026 könnte der US-Dollar weiter abwerten, jedoch mit deutlich geringerem Tempo. Es wäre aber falsch, die Anlagepolitik ausschließlich an Währungsprognosen auszurichten und den US-Dollar im kommenden Jahr aus Angst vor Währungsverlusten zu meiden. Zumindest bei Aktien dürften die Kursgewinne die möglichen Währungsverluste übercompensieren. Außerdem können Währungsprognosen auch falsch sein. Der US-Dollar ist daher weiterhin ein Basisinvestment in jedem breit diversifizierten und langfristig orientierten Portfolio. Das Gleiche gilt übrigens auch für Gold, dessen Preis zwar in US-Dollar notiert, in mancher Hinsicht jedoch ein „Anti-Dollar“ ist. Mehr zum Thema Gold erfahren Sie im Schwerpunktteil unseres Jahresausblicks.

Die Schwäche des US-Dollar und die Sorgen vor einer KI-Blase an den Aktienmärkten dürften auch 2026 wichtige Themen bleiben. In Europa belasten der politische Stillstand in Frankreich und die Budgetprobleme der britischen Regierung. Deutschland gilt dagegen als Hoffnungsträger, da die großen Fiskalpakete für Verteidigung und Infrastruktur eine lange wirtschaftliche Stagnationsphase beenden könnten. Die vermutlich einfachste Prognose für 2026 lautet jedoch, dass nicht Europa, sondern einmal mehr die USA die Schlagzeilen bestimmen werden. Die für den 3. November geplanten Zwischenwahlen werfen bereits jetzt ihre Schatten voraus. Der Druck auf niedrigere Leitzinsen wird vor diesem Hintergrund anhalten, da diese nicht nur die Haushalte entlasten, sondern auch den staatlichen Schuldendienst verringern. Eine Kehrtwende bei der unvermindert steigenden US-Staatsverschuldung ist in einem Wahljahr jedoch nicht zu erwarten.

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Dezember 2025

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1
Zusammenfassung	4
Taktische Allokationsempfehlung	7
Schwerpunktthema: Der neue Goldrausch	8
Einleitung	8
Struktur des Goldmarkts	9
Determinanten der Goldnachfrage	11
Investitionsmöglichkeiten	13
Gold und US-Dollar	15
Jahresausblick 2026: Volkswirtschaft, Geldpolitik und Devisen	17
Weltkonjunktur	17
USA	19
China	20
Europa	21
Japan	22
Devisen	24
Jahresausblick 2026: Renten, Aktien, Rohstoffe und Hedgefonds	27
Renten: Im Griff der Politik	27
Aktien: Starke Märkte, politische Risiken	30
Rohstoffe: Gold im Aufwind, Ölpreis unter Druck	36
Hedgefonds: Gutes Umfeld	39
Jahresausblick 2026: Immobilien	42
Marktentwicklung in Deutschland: Stabilisierung bei eingetrübter Konjunktur	42
Jahresausblick 2026: Beteiligungen	51
Entwicklungen im Private-Equity-Markt	51
Transaktionsvolumen bei Continuation Vehicles auf Rekordhoch	54
Potenzielle Interessenkonflikte	55
Herausforderung beim Exit – CV zum Quadrat?	55
Jahresrückblick 2025	59
Volkswirtschaft	59
Devisen	60
Renten	60
Aktien	61
Rohstoffe	61
Hedgefonds	62
Immobilien	63
Beteiligungen	64
Impressum	65

ZUSAMMENFASSUNG

Im Schwerpunktteil unseres diesjährigen Jahresausblicks beschäftigen wir uns mit **Gold**, das im Jahr 2025 eine beeindruckende Performance verzeichnete. Während das Goldangebot relativ starr ist, hat sich die Nachfrage stark erhöht. Diese Nachfrage speist sich aus den vier Quellen Schmuckindustrie, Zentralbanken, Finanzanleger und Industrie. Neben den Zentralbanken, die Gold zur Reservehaltung nutzen, sind es vor allem die Finanzanleger, deren Nachfrage nach Gold stark gestiegen ist. Mit der Finanzialisierung, die vor zwanzig Jahren mit den ersten Gold-Fonds begann, hat sich das Edelmetall immer mehr zu einem Basisinvestment entwickelt. Anleger schätzen die Diversifikationseigenschaften von Gold, aber auch dessen langfristige Kaufkraftstabilität. Trotz der guten Performance im Jahr 2025 gibt es wenig Gründe, warum Gold auf längere Sicht an Wert verlieren sollte.

Das globale **Wirtschaftswachstum** wird sich im Jahr 2026 abschwächen, aber robust bleiben. In den USA muss sich die Wirtschaft an ein neues Zollumfeld sowie eine deutlich restriktivere Einwanderungspolitik anpassen. Dabei wird entscheidend sein, ob der private Konsum und die Investitionen in Künstliche Intelligenz das Wachstum weiterhin stützen. In China versucht die Regierung, das Wachstum durch eine Stärkung der Exportwirtschaft zu beleben. Diese soll sich zukünftig weniger USA-lastig aufstellen, während vom heimischen Konsum kein deutlicher Impuls zu erwarten ist. In Europa ruhen die Hoffnungen auf Deutschland und seinen Sondervermögen. Da es in vielen Ländern zu Haushaltskonsolidierungen kommen wird und Spanien, das bisher das Wachstum stützte, eine zyklische Abschwächung erfährt, muss Deutschland einen größeren Beitrag leisten. Tatsächlich ist für Deutschland eine deutliche Belebung zu erwarten, die von den Staatsausgaben getragen wird. Das Wirtschaftswachstum Japans dürfte weiterhin von einem robusten heimischen Konsum und privaten Investitionen getragen werden. Die neue Premierministerin wird versuchen, durch Staatsausgaben einen zusätzlichen Wachstumsimpuls zu geben, und wird darauf drängen, die Geldpolitik locker zu halten.

2026 dürften die **Devisenmärkte** im Zeichen einer weiteren Schwächung des US-Dollar stehen. Sinkende Zinsdifferenzen, strukturelle Haushaltsrisiken und nachlassende Kapitalzuflüsse verringern den Attraktivitätsvorsprung des Greenback gegenüber dem Euro. Pfund und Franken bleiben im neuen Jahr weitgehend stabil, da geldpolitische

Impulse begrenzt sind und beide Währungen vor allem von nationalen Faktoren sowie von ihrer Rolle als Sicherheitsanker geprägt bleiben. Besonders spannend erscheint der Japanische Yen, der nach Jahren der Abwertung weiterhin vor einer geldpolitisch und fundamental begründeten Erholung stehen könnte. Steigende Löhne, eine vorsichtige Normalisierung der Geldpolitik und die hohe Unterbewertung bestätigen das Potenzial für eine Yen-Aufwertung. Insgesamt erwarten wir für 2026 eine Verschiebung der Währungsdynamik hin zu einem stärkeren Euro und einem wiedererstarkenden Yen.

Konjunkturprognosen Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2025 Ist-Werte	2026 Konsens	2026 Prognose Marcard
Welt	3,0%	2,8%	2,6%
USA	2,0%	1,9%	2,0%
Euroraum	1,4%	1,1%	1,0%
China	4,9%	4,5%	4,4%

Die **Rentenmärkte** werden sich auch 2026 fest um Griff der Politik befinden. Die deutschen Sondervermögen haben zu höheren Verschuldungs- und Wachstumserwartungen geführt. Eine höhere Verschuldung muss entschädigt werden. Bei der Erwartung eines dynamischeren BIP gehen die Analysten von einem zukünftig höheren Inflationsdruck und somit von einem höheren Zinsniveau aus. Beide Faktoren sorgen somit für steigende Renditen. Gleichzeitig dürfte die Inflation im Euroraum moderat bleiben. Insgesamt ist daher weiterhin mit einem höheren Renditeniveau bei Euro-Anleihen zu rechnen. Bei US-Treasuries könnten politische Unsicherheit und höhere Inflationserwartungen für einen Aufwärtsdruck bei den Renditen sorgen, während geringere Wachstumserwartungen eine dämpfende Wirkung hätten. Insgesamt überwiegen jedoch die Aufwärtsrisiken, sodass die Renditen am Kapitalmarkt bis Ende 2026 ansteigen dürften. Die Spreads bei Unternehmensanleihen dürfen nach wie vor eng bleiben, sofern eine deutliche Wirtschaftsabschwächung ausbleibt. Aufgrund politischer Unsicherheiten sind Unternehmensanleihen eine beliebte Anlagealternative zu Staatsanleihen.

Trotz handelspolitischer Spannungen und politischer Unsicherheiten zeigten die globalen **Aktienmärkte** 2025

bemerkenswerte Stärke. Unterstützt wurden sie durch stabile Unternehmensgewinne, eine fortgesetzte Disinflation und ein robustes weltweites Wirtschaftswachstum. Politische Risiken, insbesondere in den USA, bleiben jedoch bestehen. Der KI-Boom wirkt trotz hoher Investitionen und Bewertungen nicht überhitzt, da weder eine überschießende Finanzierung noch typische Blasensignale erkennbar sind. Europas Markt ist zwar attraktiv bewertet, doch die strukturelle Dynamik spricht weiterhin eher für die USA, die im Bereich der Zukunftstechnologien dominieren. Der japanische Markt profitiert von Investitionen, steigenden Einkommen und politischen Reformen, ist aber teurer geworden. Der chinesische Aktienmarkt bleibt für ausländische Anleger weiterhin unattraktiv. Qualitativ hochwertige Aktien aus den entwickelten Volkswirtschaften haben in den letzten Jahren zwar nicht mit dem Gesamtmarkt Schritt halten können, bleiben für langfristig orientierte Anleger aber ein Basisinvestment.

Nach der fulminanten Rallye im Jahr 2025 mit 59 Allzeit-hochs und einem Höchststand von 4.346 US-Dollar je Feinunze erwarten wir auch für das Jahr 2026 ein positives Umfeld für den **Goldpreis**. Anhaltende Zentralbankkäufe, weitere Zuflüsse in Gold-ETFs, ein schwächerer US-Dollar sowie eine sinkende Realverzinsung sollten den Goldpreis auch weiterhin stützen. Der **Ölpreis** litt 2025 dagegen unter den US-Zöllen und einer stärker als erwartet ausgeweiteten Förderung der OPEC+-Staaten. Für das Jahr 2026 erwarten wir, dass das Ölangebot die Ölnachfrage übersteigen dürfte. Zwar wird das Förderwachstum wohl kleiner ausfallen als im Jahr 2025, jedoch dürfte ein sich abschwächendes globales Wirtschaftswachstum die Nachfrage negativ beeinflussen und den Ölpreis belasten.

Hedgefonds bleiben auch 2026 eine hochattraktive Assetklasse. Ein Comeback könnten dabei sogenannte M&A-Strategien feiern, deren Umfeld in den vergangenen Jahren nicht ideal war. Höhere Finanzierungskosten beeinträchtigten die Wirtschaftlichkeit der Deals. Zudem nahm die Risikobereitschaft für transnationale Deals mit den zunehmenden geopolitischen Unsicherheiten ab. Unter der Regierung von Joe Biden wurden zudem strengere Fusionskontrollen eingeführt. Die US-Kartellbehörden verfolgten eine härtere Gangart in der Wettbewerbspolitik, klagten gegen unzählige Fusionen, verlängerten die Prüfungsverfahren und erhöhten somit die Transaktionsunsicherheit. Nach dem Führungswechsel an der Spitze der US-Kartellrechtsbehörde werden nun aber nur noch ganz wenige Transaktionen politisch blockiert.

Der **Immobilienmarkt** zeigte sich in Deutschland im Jahr 2025 weiterhin stabil, lässt allerdings Impulse für Preis-erholungen weitestgehend vermissen. Im Vergleich mit anderen, in den letzten Monaten stark aufgewerteten Assetklassen ist das Verlustrisiko von Immobilien damit begrenzt. Für eine attraktive Wertentwicklung müssen allerdings Mietsteigerungen durchgesetzt werden, was derzeit zumindest in den konjunkturabhängigen Segmenten des Immobilienmarktes schwierig ist. Für Investitionen in den Wohnungsbestand sehen wir dagegen weiterhin ein günstiges Zeitfenster. Im Vergleich zeigen sich die europäischen Immobilienmärkte insgesamt dynamischer, was für eine stärkere geografische Diversifikation des Immobilienportfolios spricht.

Der **Private-Equity-Markt** befand sich 2025 in einem schwierigen Umfeld. Insbesondere die Exit-Aktivität verharrete weiterhin auf einem niedrigen Niveau, was sich in einer längeren durchschnittlichen Haltedauer von Portfoliounternehmen, langsameren Rückflüssen an die Anleger und in der Folge wiederum in einem erschweren Fundraising niederschlug. Trotz zuletzt reduzierter Ausschüttungen sollten Anleger ein konstantes Investitionstempo über Vintages beibehalten, um ein ungewolltes Absinken ihrer Private-Equity-Allokation bei zukünftig wieder steigenden Rückflüssen infolge einer Erholung des M&A-Marktes zu vermeiden. Darüber hinaus sollte der Portfolioaufbau breit diversifiziert über Manager und Regionen erfolgen.

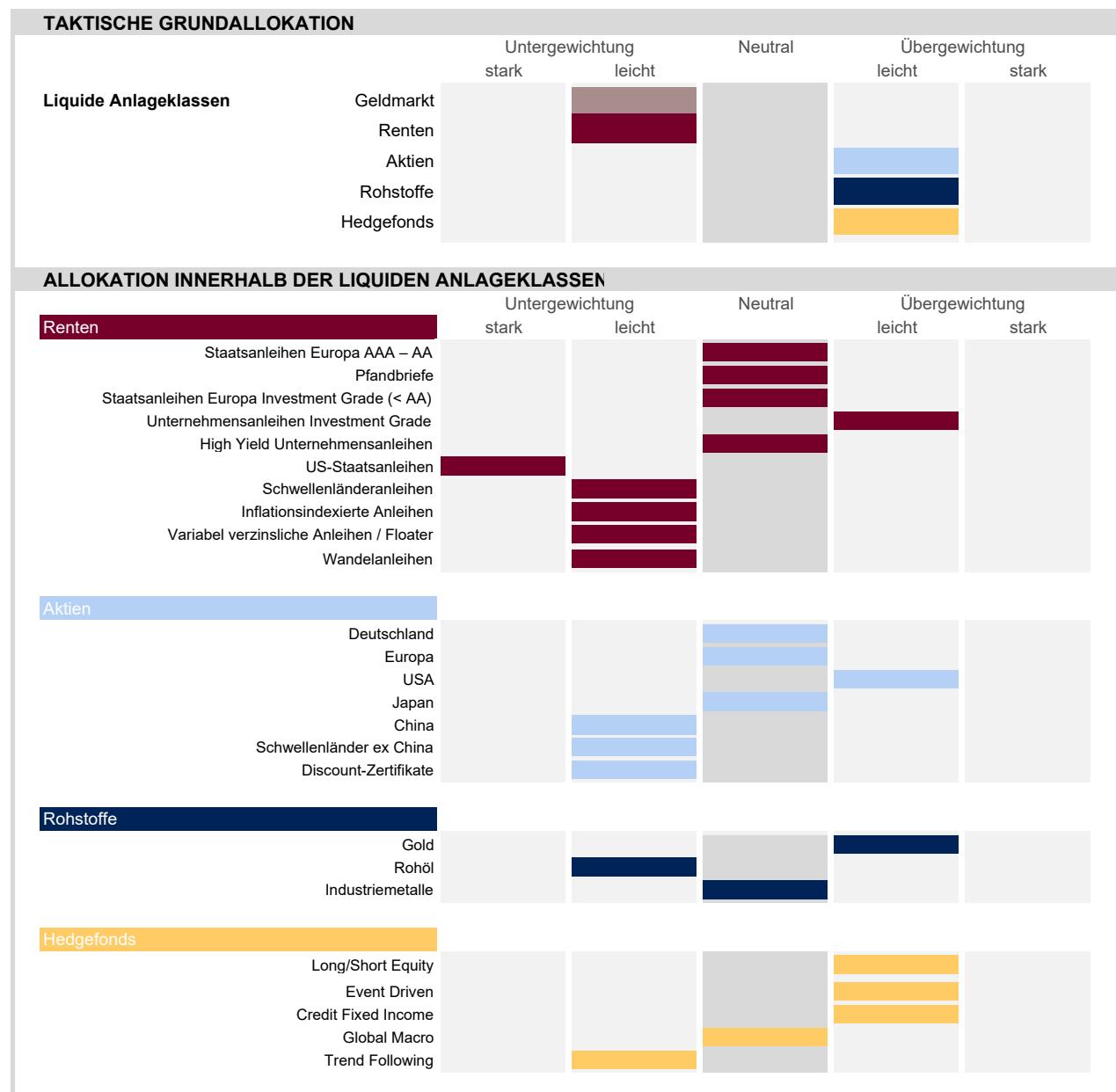
Durch die erschwerten Exit-Bedingungen haben Continuation Vehicles (CVs) an Bedeutung gewonnen. Angesichts der im Zusammenhang mit CV-Transaktionen immensen potenziellen Interessenkonflikte und deren negativen Folgen für Investoren der verkaufenden Fonds, sollten bei der Prüfung neuer Investitionsmöglichkeiten verstärkt die Exit-Fähigkeiten von GPs untersucht werden.

Das Angebot semi-liquider Produkte für Alternative Anlagen (sogenannter „Evergreens“) nimmt weiter zu. Im Sinne einer Erweiterung der Investitionsmöglichkeiten sehen wir diese Entwicklung positiv. Jedoch bieten diese auch Klein-anlegern zugänglichen Vehikel professionellen Investoren allenfalls in Sondersituationen (wie dem Neuaufbau von Portfolios) Vorteile gegenüber klassischen Anlageformen – insbesondere im Bereich Private Debt.

PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

Vermögensklassen	2026 Prognose Marcard	Erläuterung
Liquide		
DAX	25.550 Punkte	Ein stabileres globales Umfeld, höhere Gewinnprognosen und das deutsche Fiskalpaket sprechen für den DAX. Gleichzeitig wirken sich US-Zölle, Schuldenrisiken in Europa und Zweifel an der Wirksamkeit politischer Maßnahmen belastend aus. Zwar geben Rüstungs- und Finanzwerte Rückenwind, doch im Vergleich zu den USA bleibt Europa zurück.
Bundesanleihen (10 Jahre)	3,00 Prozent	Aufgrund der Kombination aus gleichbleibenden Leitzinsen, mehr Neuemissionen bei Bundesanleihen und der Konjunkturbelebung in Deutschland erwarten wir eine Rendite von drei Prozent für zehnjährige deutsche Staatsanleihen bis Ende 2026.
US-Dollar	1,22 EUR/USD	Nach der starken Abwertung des US-Dollar im ersten Halbjahr 2025 spricht unter anderem die sich einengende Zinssdifferenz für eine Fortsetzung der Dollar-Schwäche im Jahr 2026. Allerdings sollte sich das Tempo der Abwertung verlangsamen.
Gold	4.500 US-Dollar je Feinunze	Ähnlich wie 2025 gehen wir von anhaltenden Goldkäufen der Zentralbanken aus den Emerging Markets aus. Auch seitens der ETF-Investitionen dürfte Gold weiterhin Unterstützung erhalten. Die makroökonomischen Determinanten US-Dollar und Realverzinsung dürften dem Goldpreis ebenfalls Rückenwind verleihen.
Immobilien		
Wohnimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 3,5 Prozent	Ein stabiles Preisniveau bietet Investoren die Möglichkeit, Immobilien in guten Lagen zu marktgerechten Preisen zu erwerben. Sanierungen stellen vor dem Hintergrund gestiegener Baukosten sowie unsicherer regulatorischer Auflagen und Förderprogramme ein Risiko dar. Neubauten sind nur unter Ausnutzung von Fördermitteln und Sonderabschreibungen wirtschaftlich.
Gewerbeimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 5 Prozent	Gestiegene Renditen in den Segmenten Büro und Einzelhandel stehen einer geringen Mietdynamik gegenüber. Logistik erscheint langfristig weiterhin attraktiv, ist aber kurzfristig erhöhten konjunkturellen Risiken unterworfen.
Beteiligung an Real Estate Private Equity Investitionen	Mögliche Ausschüttungsrendite: > 12 Prozent	Wertschöpfende Immobilieninvestments haben nach der Wertkorrektur weiterhin ein interessantes Risikoprofil. Im gewerblichen Segment verbleiben insbesondere konjunkturelle Risiken, im wohnwirtschaftlichen Segment regulatorische Risiken.
Beteiligungen		
Private Equity	Langfristige Outperformance der Aktienmärkte um 400 Basispunkte	Da ein aktives Markt-Timing aufgrund langer Investitionsphasen nicht möglich ist, sollten Anleger stetig über alle Marktphasen / Jahrgänge sowie geografisch diversifiziert investieren.
Private Debt / „Senior Secured“	Durchschnittliche jährliche Rendite von 8 bis 9 Prozent	Trotz zuletzt leicht rückläufiger Margen bleibt die Anlageklasse aufgrund des nach wie vor erhöhten Zinsniveaus attraktiv. Der Schlüssel zum Erfolg bleibt die breite Diversifizierung, gerade wenn aufgrund ökonomischer Rahmenbedingungen die Ausfallrisiken steigen.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



SCHWERPUNKTTHEMA: DER NEUE GOL德拉USCH

Einleitung

Die unerwartete Entdeckung von Gold durch James W. Marshall löste den **Kalifornischen Goldrausch** aus. Während seines Höhepunkts im Jahr 1849 strömten sogar Goldsucher aus Europa, Australien und Südamerika ins Land. Dadurch verfünfachte sich die Bevölkerung Kaliforniens innerhalb eines Jahres. Die überwiegende Mehrheit der „Forty-Niners“, wie die Goldsucher genannt wurden, wurde jedoch nicht reich. Schätzungsweise konnte nur jeder zwanzigste nach Deckung seiner Ausgaben tatsächlich einen Gewinn verzeichnen.

Eine Feinunze Gold war 1849 etwa 20 US-Dollar wert, wofür man damals 16 Acres Farmland erwerben konnte – immerhin mehr als sechs Hektar! Laut Angaben des United States Department of Agriculture liegt heute der durchschnittliche Wert landwirtschaftlicher Nutz- und Gebäudegrundstücke in den USA bei etwa 4.170 US-Dollar pro Acre, was annähernd dem aktuellen Preis einer Feinunze Gold entspricht. Während man 1849 also 16 Acres erwerben konnte, ist es heute nur noch einer.

Gemessen an der allgemeinen Kaufkraft, die auf Basis eines repräsentativen Warenkorbs ermittelt wird, hat Gold hingegen an Kaufkraft gewonnen. Die Kaufkraft von 20 US-Dollar im Jahr 1849 entspricht heute etwa der von 800 US-Dollar. Der aktuelle Goldpreis ist fünfmal höher. Ein solcher Kaufkraftanstieg ist historisch gesehen eher ungewöhnlich. Über sehr lange Zeiträume betrachtet – wir reden hier von 2.000 Jahren – ist die Kaufkraft des Goldes so stabil, dass sich dafür der Begriff der „**Goldkonstante**“ etabliert hat.

Die langfristige Kaufkraftstabilität des Goldpreises verdeckt jedoch eine weniger wünschenswerte Eigenschaft. **Tatsächlich schwankt der Goldpreis sehr stark** und mehr als viele Aktienkurse. Aus diesem Grund ist Gold wenig geeignet, um die Kaufkraft auf kurze Sicht zu bewahren. Eine hohe Volatilität nehmen Anleger bei steigenden Kursen gerne in Kauf, bei Kurskorrekturen jedoch weniger gerne. Durch die aktuelle Kursrallye liegen die realen, also inflationsbereinigten Erträge von Gold im mittleren zweistelligen positiven Bereich. Langfristig sollte der reale Goldertrag jedoch bei null liegen. Damit befinden wir uns mitten im „**Gold-Dilemma**“: In der Vergangenheit folgten auf Phasen,

in denen der Goldpreis schneller als die Inflation gestiegen ist, regelmäßig Kurskorrekturen, in denen die langfristige durchschnittliche Rendite wieder auf null fiel. Es gibt jedoch auch einige Argumente, die dafürsprechen, dass Gold noch teurer werden könnte.

Getrieben wird der Goldpreis vor allem von der Nachfrage. **Das Goldangebot ist hingegen sehr stabil.** Die jährliche Produktion ist in den letzten zehn Jahren lediglich um zwölf Prozent gestiegen. Der Goldabbau trägt auf Jahresbasis etwa ein Prozent zum Goldangebot bei. Bei den meisten Gütern kann die Produktion als Reaktion auf eine steigende Nachfrage hochgefahren werden. Bei der Goldproduktion ist das jedoch nicht möglich. Die Eröffnung einer neuen Mine oder die Wiederinbetriebnahme einer alten Mine kann Jahre dauern. Auch das Recycling hat nur einen geringen Einfluss auf das Angebot.

Die **Nachfrage nach Gold** stammt aus vier Hauptquellen. Im Jahr 2024 entfielen 44 Prozent auf Schmuck, 26 Prozent auf Investitionen, 23 Prozent auf Zentralbanken und andere institutionelle Käufer sowie sieben Prozent auf Technologie. Im Gegensatz zum Goldangebot ist die Goldnachfrage weniger stabil. Bestimmte Nachfragekategorien reagieren sehr empfindlich auf Preisänderungen. So weist die Schmucknachfrage eine starke negative Korrelation mit den Goldpreisänderungen auf. Die Investmentnachfrage über ETFs und ETNs ist dagegen stark positiv mit dem Preis korreliert.

Erst seit zwanzig Jahren kann **Gold in Wertpapierform** erworben werden, was zu einer massiven Erhöhung der Nachfrage geführt hat. Davor war Gold nur physisch erwerbar. In den USA war der Goldbesitz für private Anleger sogar bis 1975 verboten. Anleger schätzen das Edelmetall wegen seiner geringen Korrelation zu anderen Assetklassen sowie als Krisen- und Inflationsschutz. In Deutschland sind zudem die Gewinne aus Goldinvestitionen unter bestimmten Bedingungen steuerfrei.

Viele sorgen sich zudem davor, dass der US-Dollar weiter abwerten und seine Rolle als globale Leitwährung verlieren wird. Auch hier scheint Gold eine Absicherung zu bieten, da der Außenwert des US-Dollar und der Goldpreis negativ korreliert sind. Zwar hat Gold in mancher Hinsicht die Eigenschaften einer Währung und diente in

der Vergangenheit als Anker des globalen Geldsystems, doch sind die Zusammenhänge komplexer, als es auf den ersten Blick scheint.

Genug Themen also, mit denen wir uns hier im Schwerpunktteil unseres Jahresausblicks auseinanderzusetzen haben.

Struktur des Goldmarkts

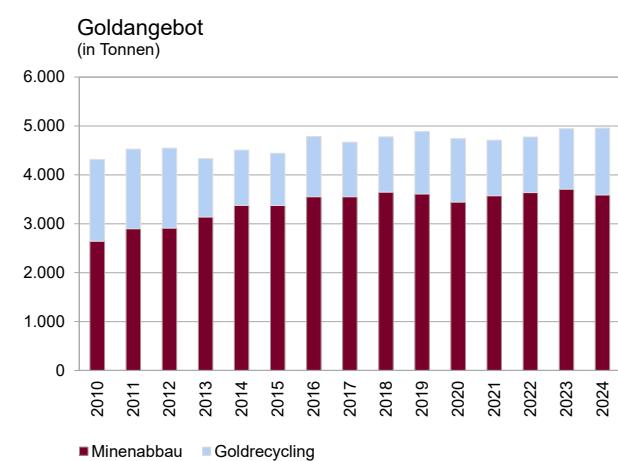
Goldangebot

Gold unterscheidet sich in vielfacher Hinsicht von anderen Edelmetallen. Im Gegensatz zu Edelmetallen, die vornehmlich industriell genutzt werden, ist fast das gesamte jemals geförderte Gold noch vorhanden. Laut Daten des World Gold Council betrug der weltweite Goldbestand Ende 2024 rund 216.000 Tonnen. Anders als Silber wird Gold nicht als Nebenprodukt einer anderen Edelmetallförderung gewonnen, sondern in reinen Goldminen abgebaut.

Das weltweite Primärangebot von Gold setzt sich aus der Minenproduktion und dem Recycling bereits vorhandenen Goldes zusammen. Im Jahr 2024 belief sich das weltweite Goldangebot auf rund 4.960 Tonnen, wie der World Gold Council berichtet. Dabei entfällt mit rund 73 Prozent der weitaus größere Anteil auf die Goldförderung in Minen. Die weltweite Goldminenförderung belief sich im Jahr 2024 auf rund 3.660 Tonnen. Damit verharrete die geförderte Menge auf dem Niveau des Vorjahres. In den letzten 15 Jahren stieg die geförderte Menge lediglich um zwei Prozent jährlich. Seit 2018 liegt das Wachstum sogar bei null Prozent. Im gleichen Zeitraum ist der Goldpreis je Feinunze hingegen um rund 200 Prozent gestiegen.

Die niedrigen Wachstumsraten des Goldangebots und die Preisinelastizität der Goldförderung sind strukturell bedingt. Es kann einige Jahre dauern, bis neue Minen eröffnet oder stillgelegte Minen wieder reaktiviert werden. Zudem geht der Minenabbau mit hohen Fixkosten einher. Laut dem World Gold Council belaufen sich die sogenannten All-in Sustaining Costs auf rund 1.500 US-Dollar je Feinunze. Somit kann die Produktion in Phasen mit einem niedrigen Goldpreis nicht einfach zurückgefahren werden. Gleiches gilt für Phasen mit hohen Goldpreisen. Oftmals beschränken technische Möglichkeiten eine erhöhte Förderung in Phasen mit hohen Goldpreisen.

Gold wird weltweit abgebaut. **Die fünf größten Goldförderländer sind China, Russland, Australien, Kanada und die USA.** Diese Länder sind für rund 37 Prozent der in Minen weltweit geförderten Goldmenge verantwortlich. Auffällig ist, dass die Goldförderung in den USA rückläufig ist. Während die USA im Jahr 2010 noch zu den drei größten Produzenten zählten, sind sie 2024 auf den fünften Platz abgerutscht. Gründe hierfür sind die Erschöpfung bestehender Lagerstätten und der Fokus auf Effizienzgewinne. Regional betrachtet findet mit rund 27 Prozent der größte Anteil der weltweiten Förderung in Afrika statt. In Ländern wie Ghana, Mali und Burkina Faso stieg die Goldförderung in den letzten 15 Jahren im Durchschnitt um 100 Prozent. Damit wurde die rückläufige Förderung Südafrikas, des ehemals größten afrikanischen Produzenten, mehr als ausgeglichen.



Etwa ein Viertel des jährlichen Goldangebots stammt aus dem Recycling bereits vorhandener Goldbestände. Der Großteil dieses recycelten Goldes stammt aus der Schmuckindustrie, insbesondere aus Indien und China, wo Gold traditionell eine hohe kulturelle und emotionale Bedeutung hat. Das Recycling von Altgold ist deutlich preiselastischer als der Goldabbau in Minen und positiv mit dem Goldpreis korreliert. Steigt der Goldpreis, wird mehr Altgold eingeschmolzen und wieder in den Kreislauf eingebracht. Umgekehrt sinkt das Recyclingvolumen bei fallenden Preisen spürbar.

Veredelung

Damit das abgebaute oder recycelte Gold gehandelt werden kann, muss es zunächst veredelt bzw. umgeschmolzen

werden. Nach dem Abbau und der ersten Aufbereitung in der Mine liegt Gold in der Regel in Form von sogenannten Doré-Barren vor. Diese werden als Minen- oder Industriegold bezeichnet und enthalten einen Goldanteil von rund 80 Prozent. Die restlichen Bestandteile der Barren setzen sich aus anderen Edelmetallen wie Kupfer, Platin oder Silber zusammen. In speziellen Raffinerien wird das enthaltene Gold der Doré-Barren über verschiedene chemische Prozesse von den anderen Edelmetallen getrennt. Ziel dieses Verfahrens ist es, den Goldanteil der entstehenden Barren deutlich zu erhöhen, damit diese im internationalen Handel verwendet werden können. Um als Good-Delivery-Barren zu gelten, muss das Endprodukt einen Goldgehalt von mindestens 99,5 Prozent aufweisen. Dieses Siegel wird von der London Bullion Market Association (LBMA) vergeben und gilt als international anerkannter Standard für den Handel mit Gold und Silber. Die LBMA führt zudem eine Good-Delivery-Liste, in der akkreditierte Raffinerien aufgeführt sind, die nach ihren Qualitätskriterien produzieren.

Die Schweiz ist das internationale Zentrum der Goldveredelung. Laut der LBMA waren fünf zertifizierte Produzenten in der Schweiz im Jahr 2023 für rund 30 Prozent der weltweiten Goldveredelung zuständig. Gründe für diese Konzentration sind die historisch gewachsene Infrastruktur, die technologische Vormachtstellung der dort ansässigen Raffinerien und die stabilen politischen Rahmenbedingungen.

Neben der Schweiz ist auch China ein bedeutender Veredler von Gold. Die Besonderheit des chinesischen Goldmarkts ist, dass in China abgebautes oder sich bereits dort befindliches Gold nicht exportiert werden darf. Zwar hat China mit der Gründung der Shanghai Gold Exchange im Jahr 2002 den Binnenhandel liberalisiert, dennoch erhalten nur ausgewählte Banken Importlizenzen, während Exportlizenzen kaum vergeben werden. Importe unterliegen trotz der Importlizenzen strengen Auflagen und können je nach Nachfrage angepasst werden. Ausgenommen von diesen Regelungen ist der staatliche Goldimport. Auch in den Vereinigten Arabischen Emiraten wird nach dem Ausschluss von in Russland abgebautem Gold das Edelmetall veredelt. Dort ermöglichen weniger strenge ESG-Kriterien den Handel mit russischem Gold. Allerdings erhält dort veredeltes Gold nicht das Prädikat „Good Delivery“.

Handelsplätze

Obwohl Gold weltweit gehandelt wird, konzentriert sich der Großteil des globalen Handelsvolumens auf die Handelsplätze in London und New York. Der Goldhandel teilt sich primär in den außerbörslichen und den börslichen Handel auf. Laut dem World Gold Council wurden im Jahr 2024 rund 54 Prozent des täglichen Volumens außerbörslich gehandelt. London ist der größte außerbörsliche Handelsplatz für physisches Gold. Am London Bullion Market wurde im Jahr 2024 täglich Gold im Wert von 113 Milliarden US-Dollar gehandelt. Die COMEX in New York ist der größte börsliche Handelsplatz für Terminkontrakte (Gold-Futures). An der COMEX wurden 2024 täglich Terminkontrakte im Wert von 72 Milliarden US-Dollar gehandelt. Neben diesen beiden Handelsplätzen spielt auch die Shanghai Gold Exchange eine bedeutende Rolle im Goldhandel.

Der Goldhandel hat eine lange Geschichte. Die ersten Aufzeichnungen über den Handel mit Gold reichen bis weit in die Zeit vor Christus zurück. Im Laufe der Zeit diente Gold stets als Tauschmittel und Wertspeicher. Bereits im 19. Jahrhundert etablierte sich London als Zentrum des Goldhandels. Zu Beginn des 19. Jahrhunderts wurde das Britische Pfund an den Goldpreis gekoppelt, wodurch ein Großteil des Goldflusses nach London gelenkt wurde. Ende des 19. Jahrhunderts schlossen sich fünf Londoner Banken zusammen, um zunächst den Silberpreis zu bestimmen. Anfang des 20. Jahrhunderts wurde dann unter dem Vorsitz von N. M. Rothschild & Sons zweimal täglich der Goldpreis durch diesen Bankenzwanzenschluss festgelegt. Dieser Zusammenschluss bildete den informellen Grundstein für die heutige London Bullion Market Association. Die LBMA wurde offiziell im Jahr 1987 gegründet.

Am London Bullion Market dürfen nur Mitglieder der LBMA handeln. Diese hat aktuell 189 Mitglieder in 26 Ländern. Unter ihnen befinden sich Banken, Raffinerien und Großhändler. Privatpersonen können nicht direkt am LBM handeln. Institutionelle Investoren ohne Mitgliedschaft können jedoch über eine zugelassene Bank am Handel teilnehmen. Gehandelt werden ausschließlich Good-Delivery-Barren. Diese Barren wiegen nominell 400 Feinunzen (12,44 Kilogramm) und haben eine Feinheit von mindestens 99,5 Prozent. Neben dem Handel wird in London ein Großteil des weltweiten Goldbestands verwahrt. Laut Daten der LBMA waren es Ende Oktober 2025 insgesamt 8.858 Tonnen Gold, die in Londoner Tresoren

gelagert wurden. Diese Menge entspricht einem Gegenwert von rund 1,1 Billionen US-Dollar.

Im Gegensatz zum physischen Börsenplatz in London ist die COMEX in New York der größte Handelsplatz für Gold-Futures. Gold-Futures sind standardisierte Terminkontrakte, mit denen der Kauf oder Verkauf einer bestimmten Menge Gold zu einem vorab vereinbarten Preis und Termin erfolgt. Sie können sowohl zur Absicherung als auch zur Spekulation dienen. Jeder an der COMEX gehandelte Kontrakt bezieht sich auf 100 Feinunzen, was etwa 3,1 Kilogramm entspricht. Gold-Futures können sowohl eine physische Auslieferung als auch auf eine Abrechnung in bar beinhalten. In den meisten Fällen werden die Terminkontrakte jedoch mit einem Barausgleich geschlossen.

Der LBM und die COMEX sind über den sogenannten „Exchange for Physical“ (EFP) eng miteinander verbunden. Dabei wird physisches Gold gegen Futures-Kontrakte oder umgekehrt ausgetauscht. Damit wird eine Brücke zwischen dem physischen und dem derivativen Goldmarkt geschlagen. Durch diese Transaktionen können Long- und Short-Positionen zwischen physischem Gold und Futures eingegangen werden, ohne dass physisches Gold geliefert werden muss. Dadurch wird Liquidität im Markt erzeugt und die Preisparität an beiden Börsen gewährleistet.

Ein weiterer großer Handelsplatz für Gold ist die Shanghai Gold Exchange (SGE). Da Gold nur unter strengen Auflagen nach China importiert werden darf und nicht exportiert werden kann, ist die SGE das Handelszentrum für den chinesischen Markt. Die SGE wurde im Jahr 2002 gegründet, nachdem die chinesische Zentralbank ihr Monopol über den Goldhandel aufgegeben hatte. An der SGE dürfen ebenfalls nur zugelassene Akteure handeln. Seit 2014 ermöglicht die „SGE International“ auch ausländischen Marktteilnehmern den Zugang zum chinesischen Goldmarkt. In Shanghai sind unter anderem die HSBC und die UBS aktiv. Allerdings sind die ausländischen Akteure auf den Handel in der Freihandelszone beschränkt und haben keinen direkten Zugang zum inländischen Goldmarkt.

Im Jahr 2016 wurde die Shanghai Gold Benchmark eingeführt, die den Goldpreis in Renminbi abbildet. Da der chinesische Markt stark reguliert ist, können Nachfrageänderungen zu Preisunterschieden zwischen dem Spotmarkt in London und Shanghai führen. Überschreitet die Nachfrage das durch Kontingente begrenzte Angebot auf dem

chinesischen Markt, kommt es zu einem Preisaufschlag. **Eine Nachfrageänderung im chinesischen Binnenmarkt hat allerdings nur bedingt Auswirkungen auf die weltweite Nachfrage.** Die chinesische Nachfrage – mit Ausnahme der staatlichen Goldnachfrage – ist durch die Beschränkungen im heimischen Markt „gefangen“.

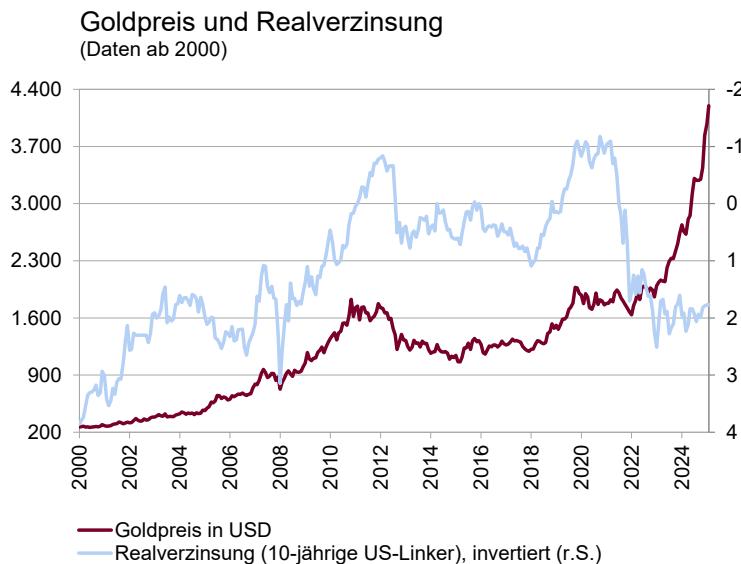
Determinanten der Goldnachfrage

Der Goldpreis wird durch ein komplexes Zusammenspiel verschiedener Faktoren bestimmt. Da das Angebot verhältnismäßig starr ist, ist vor allem die Nachfrage für die Bestimmung des Goldpreises maßgeblich. Dabei spielen makroökonomische Faktoren wie die Realverzinsung oder der US-Dollar-Wechselkurs, aber auch geopolitische Unsicherheiten, die Suche nach einem sicheren Hafen sowie die gestiegene Nachfrage einiger Zentralbanken eine entscheidende Rolle.

Makroökonomische Determinanten

Zu den klassischen makroökonomischen Faktoren zählen die Realverzinsung und der US-Dollar-Wechselkurs. Die Realverzinsung beschreibt die Verzinsung einer Geldanlage unter Berücksichtigung der Inflation. Da Gold keine Zinsen abwirft, leidet es grundsätzlich in Phasen hoher Zinsen, da verzinst Investitionsalternativen attraktiver erscheinen. Von der Jahrtausendwende bis 2022 war die Korrelation zwischen der Goldpreisentwicklung und der Realverzinsung intakt. Mit Beginn des globalen Zinserhöhungszyklus und dem Angriff Russlands auf die Ukraine kam es allerdings zu einem Bruch in dieser Beziehung. Die Realverzinsung stieg zwar rasant an, doch der Goldpreis ebenso. Eine gesunkene Inflation und eine zögerliche US-Notenbank hielten die Realverzinsung fortan auf einem erhöhten Niveau. Davon ließ sich die Rekordjagd des Goldpreises jedoch nicht aufhalten.

Grundsätzlich sollte die Verbindung zwischen der Realverzinsung und dem Goldpreis auch weiterhin gelten. Sie ist aber nur einer von mehreren Faktoren, die die die Höhe des Goldpreises bestimmen.



Finanzinvestoren und Zentralbanken treiben den Goldpreis nach oben

Wer fragt Gold nach?

Die Goldnachfrage speist sich aus vier Quellen.

Gemäß den Daten des World Gold Council stammt der größte Teil der Nachfrage aus der Schmuckindustrie. Im Jahr 2024 machte die Schmucknachfrage rund 44 Prozent der Gesamtnachfrage aus. Die Nachfrage vonseiten der Investoren und Zentralbanken liegt mit 26 Prozent bzw. 23 Prozent auf einem ähnlichen Niveau. Die industrielle Nachfrage bildet mit sieben Prozent den kleinsten Teil und hat keinen nennenswerten Effekt auf die Goldnachfrage.

Die **Schmucknachfrage** wird vor allem durch Indien und China getrieben. Beide Länder machen zusammen über 50 Prozent der Nachfrage nach Goldschmuck aus. In beiden Ländern ist die Nachfrage nach Gold historisch bedingt, zudem gilt Gold als Symbol für Wohlstand. Im Unterschied zu China ist die Nachfrage in Indien stark saisonal bedingt. Während der Hochzeitssaison (Oktober bis März) sowie der kulturellen Feierlichkeiten im April und Oktober/November ist die indische Goldnachfrage am höchsten. Während die Goldnachfrage in China fast ausschließlich

über die Shanghai Gold Exchange läuft, gibt es in Indien keinen zentralen Goldhandelsplatz. Der indische Markt ist stark fragmentiert und regional aufgeteilt. So wahl China als auch Indien regulieren den Goldimport mittels Quoten bzw. hohen Einfuhrzöllen, um die Auswirkungen der Goldimporte auf die Leistungsbilanz zu kontrollieren und die jeweiligen Währungen zu stützen.

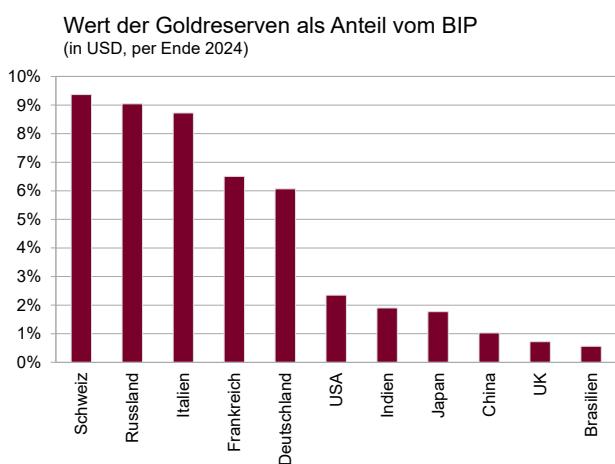
Die Schmucknachfrage reagiert sensibel auf den Goldpreis. Bei einem steigenden Goldpreis sinkt die Nachfrage nach Goldschmuck und umgekehrt. In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres ging die Schmucknachfrage im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um rund 20 Prozent zurück, während der Goldpreis um rund 40 Prozent stieg. Auch die langfristige Korrelation zwischen Schmucknachfrage und Goldpreis ist negativ. Daraus lässt sich ableiten, dass die Goldschmucknachfrage trotz ihres hohen Nachfrageanteils nicht für den starken Goldpreisanstieg verantwortlich ist.

Verantwortlich für die aktuelle Goldpreis-Rallye sind vor allem Finanzinvestoren und Zentralbanken. Die Investmentnachfrage resultiert aus der Suche nach einer Inflations- und Risikoabsicherung sowie aus Diversifikationsgründen. Zudem spielt die Momentum-Komponente bei Goldinvestoren eine große Rolle. Die Korrelation zwischen der Investmentnachfrage und dem Goldpreis ist positiv, das heißt, ein steigender Goldpreis geht mit einer höheren Investmentnachfrage einher. Bei Zentralbanken ist die Korrelation zwischen dem Goldpreis und ihrer Nachfrage hingegen nahezu null. Der wichtigste Grund für die steigende Nachfrage seitens der Zentralbanken ist die Suche nach einer Alternative zum US-Dollar bei der Reservehaltung.

Die ETF- bzw. ETC-Bestände in Gold hatten ihren Höchststand im Jahr 2020 während

der Corona-Pandemie erreicht. Seitdem sind die Bestände der Gold-ETFs kontinuierlich zurückgegangen. Gründe hierfür waren die Aufwertung des Dollar sowie die rapide gestiegenen Zinsen. Seit Mai 2024 sind die ETF-Bestände wieder angestiegen und liegen per Ende Oktober 2025 wieder auf dem Niveau von 2020. Gründe hierfür sind die Portfoliodiversifikation sowie geopolitische und fiskalische Unsicherheiten und die damit verbundene Suche nach einem sicheren Hafen, die die Nachfrage ansteigen ließen. Sinkende Leitzinsen in den USA dürften die Realverzinsung drücken, die Zinsdifferenz zu anderen wichtigen Währungsräumen senken und somit den US-Dollar schwächen. Somit dürfte Gold von den makroökonomischen Faktoren weiterhin Rückenwind erhalten.

Auch die **Nachfrage der Zentralbanken** dürfte hoch bleiben. Nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine und den daraufhin verhängten Sanktionen (Ausschluss vom SWIFT-Zahlungssystem und Einfrieren russischer Vermögenswerte) stieg vor allem die Nachfrage von Zentralbanken aus den Schwellenländern stark an. Laut den aktuellsten Daten des World Gold Council akkumulierte die chinesische Zentralbank von August 2020 bis August 2025 rund 350 Tonnen Gold und ist damit die Zentralbank mit den höchsten Zukäufen vor den Zentralbanken aus Polen und Indien. Die Financial Times wies kürzlich darauf hin, dass Chinas inoffizielle Goldkäufe mehr als das Zehnfache der offiziellen Zahlen betragen könnten und einer der Gründe für den Rekordanstieg des Goldpreises waren.



Der Anteil von Gold an den Reserven der chinesischen Zentralbank ist allerdings nach wie vor sehr gering. Die Goldreserven entsprechen lediglich einem Prozent des

chinesischen Bruttoinlandsprodukts. Der Anteil der US-amerikanischen Goldreserven ist beispielsweise mehr als doppelt so hoch. Eine weitere Abwertung des US-Dollar sowie eine anhaltende, schrittweise Entflechtung der Zentralbanken der Schwellenländer vom US-Dollar dürften den Nachfragedruck dieser Zentralbanken aufrechterhalten. Diesem Beispiel könnten andere Zentralbanken folgen. Zudem erließ die chinesische Regierung Anfang des Jahres eine Verordnung, wonach chinesische Versicherungen mindestens ein Prozent ihrer Vermögenswerte in Gold halten müssen. Perspektivisch soll dieser Anteil weiter ausgebaut werden, was zu zusätzlichem Nachfragedruck führen dürfte.

Bewertungsmodelle

Da Gold keine Gewinne erwirtschaftet, keine Dividenden ausschüttet und keine Zinsen zahlt, unterscheiden sich Modelle zur Bewertung von Gold von Bewertungsansätzen für Aktien oder Anleihen. **Die Goldbewertung stützt sich vor allem auf makroökonomische Modelle und relative Bewertungen.** Makroökonomisch kann die Bewertung näherungsweise über Realzinsen und den US-Dollar erfolgen. Bei den Vergleichsmodellen wird der Goldpreis zu anderen Rohstoffen in Beziehung gesetzt. Das gängigste Vergleichsmodell ist das Gold-Silber-Verhältnis. Es gibt an, wie viele Unzen Silber man für eine Unze Gold erhält. Ein hoher Wert steht dabei für eine hohe Bewertung von Gold im Vergleich zu Silber. Per Ende Oktober lag das Gold-Silber-Verhältnis bei rund 81 und damit über dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre von rund 70. Setzt man den Goldpreis hingegen in Relation zum Aktienmarkt – beispielsweise dem US-amerikanischen S&P 500 – so lässt sich keine Überbewertung erkennen.

Investitionsmöglichkeiten

Investoren stehen zahlreiche Möglichkeiten zur Verfügung, um an der Entwicklung des Goldpreises zu partizipieren. Zum einen können sie physisches Gold direkt halten. Darüber hinaus kann in Gold über Exchange Traded Commodities (ETCs) investiert werden. Außerdem kann man über Derivate und Goldminenaktien eine Goldposition aufbauen.

Die klassische Form der Goldanlage ist und bleibt der **physische Besitz von Goldbarren oder Münzen**. Dieser stellt die höchste Form des Krisenschutzes dar, da er

nicht von Emittentenrisiken oder Marktinfrastrukturen abhängt. Allerdings geht der physische Besitz mit erhöhten Lagerkosten einher. Physisches Gold sollte in versicherten Bankschließfächern oder Tresoren gelagert werden. Diese Lagerung verursacht jährliche Kosten. Eine kostengünstigere Alternative ist die Sammelverwahrung, bei der aber kein Eigentumsrecht an spezifischen Stücken besteht. Investoren besitzen hier nur ein Miteigentumsrecht am kompletten Bestand.

Neben den Lagerkosten fallen Kosten beim An- und Verkauf an. Die sogenannten Geld-Brief-Spannen unterscheiden sich teilweise zwischen Barren und Münzen. Während Barren mit einem deutlich niedrigeren Spread gehandelt werden, ist der Spread bei Münzen höher. Dafür ist der Wiederverkauf von Münzen teilweise leichter. Goldschmuck eignet sich hingegen nicht als Investmentvehikel. Da im Preis von Schmuck Handwerkskosten und teilweise Markenaufschläge enthalten sind, liegt der Preis meist deutlich über dem eigentlichen Materialwert. Somit ist Goldschmuck eher als Luxusgut anzusehen.

Die Finanzialisierung von Gold begann 2004, als die ersten Gold-ETFs lanciert wurden. Seitdem stellen sie eine äußerst liquide, börsengehandelte Option dar, um in Gold zu investieren. ETFs bzw. ETCs bilden den Goldpreis nahezu exakt ab und sollten immer physisch hinterlegt sein. Europäische Investoren können nur in Gold-ETCs investieren, da Gold-ETFs aufgrund ihrer Struktur nicht für den europäischen Markt zugelassen sind. Bei Gold-ETCs fallen ebenfalls Kosten für die Lagerung und Versicherung an. Diese sind allerdings bereits in den laufenden Kosten enthalten oder werden über die Geld-Brief-Spannen abgebildet. Durch eine Sammelverwahrung sind sie günstiger als die Lagerung im Bankschließfach. Bei einigen Gold-ETCs fallen beispielsweise keine laufenden Gebühren an. Dennoch sind die Produkte nicht kostenlos. Durch den Spread zwischen Kauf- und Verkaufspreisen entstehen den Anlegern Kosten.

In Deutschland ist der Verkauf von physischem Gold sowie von bestimmten Gold-ETCs nach einer Haltedauer von zwölf Monaten steuerfrei. Der Verkauf von physischem Gold gilt als privates Veräußerungsgeschäft und unterliegt nicht der Abgeltungsteuer. Vor Ablauf dieser Frist muss der Gewinn mit dem persönlichen Steuersatz versteuert werden. Gold-ETCs mit einem verbrieften Anspruch auf physische Auslieferung sind ebenfalls steuerfrei. Bei

einem Verkauf innerhalb von zwölf Monaten nach Erwerb greift der Abgeltungsteuersatz plus Solidaritätszuschlag und gegebenenfalls Kirchensteuer.

Eine weitere Investitionsmöglichkeit sind Gold-Derivate. Der Begriff „Derivat“ umfasst in diesem Kontext Futures, Optionen und CFDs. Sie stellen eine spekulative Alternative zum Goldinvestment dar. Beim Kauf eines Derivats erhält der Investor nicht den zugrundeliegenden Basiswert, sondern partizipiert nur an dessen Preisbewegung. Da bei Derivaten oftmals mit einem Hebel gearbeitet wird, kann mit wenig Eigenkapital ein hohes Handelsvolumen erreicht werden. Dadurch steigen die Gewinnmöglichkeiten, allerdings auch das Risiko deutlich. Bei Derivaten fallen oft hohe Gebühren an und die Kostenstruktur wird durch den Einsatz von Fremdkapitalhebeln zusätzlich komplexer. Im Gegensatz zu physischem Gold und Gold-ETCs unterliegen Gold-Derivate stets der Abgeltungsteuer.

	Transaktionskosten	Laufende Kosten	Steuerliche Behandlung
Physisches Gold	Aufschläge bei Kauf und Verkauf	Lagerkosten, Versicherung	Nach 12 Monaten steuerfrei
Gold-ETCs	Börsenhandelsgebühren	Produktkosten	Je nach Strukturierung nach 12 Monaten steuerfrei
Gold-Derivate	Börsenhandelsgebühren	Keine laufenden Kosten	Abgeltungsteuer
Goldminenaktien	Börsenhandelsgebühren	Keine laufenden Kosten	Abgeltungsteuer

Goldminenaktien sind eine Form der indirekten Partizipation am Goldpreis. Sie beziehen sich auf Anteile von Unternehmen, die im Bergbau tätig sind. Investoren werden damit Teilhaber dieser Unternehmen und halten, ähnlich wie bei Derivaten, kein physisches Gold. Zudem unterscheiden sich Goldminenaktien von physischem Gold. Sie sind teilweise deutlich volatiler, da die Kursentwicklung von unternehmensspezifischen Faktoren beeinflusst wird. Ein steigender Goldpreis führt zwar zu höheren Umsätzen. Diese Umsatzsteigerung kann jedoch durch ineffizientes Management oder unvorhersehbare externe Faktoren zunichtegemacht werden. Ebenso wie Gold-Derivate zählen Goldminenaktien zu den Finanzinstrumenten und unterliegen der Abgeltungsteuer.

Um den strategischen Beitrag von Gold in der Asset Allokation nutzen zu können, empfehlen wir physisches Gold oder Gold-ETCs. Gold dient im Portfolio der Diversifikation und als Krisenabsicherung. Da über Derivate und Goldminenaktien kein physisches Gold erworben wird, eignen sich diese allenfalls als spekulative, taktische

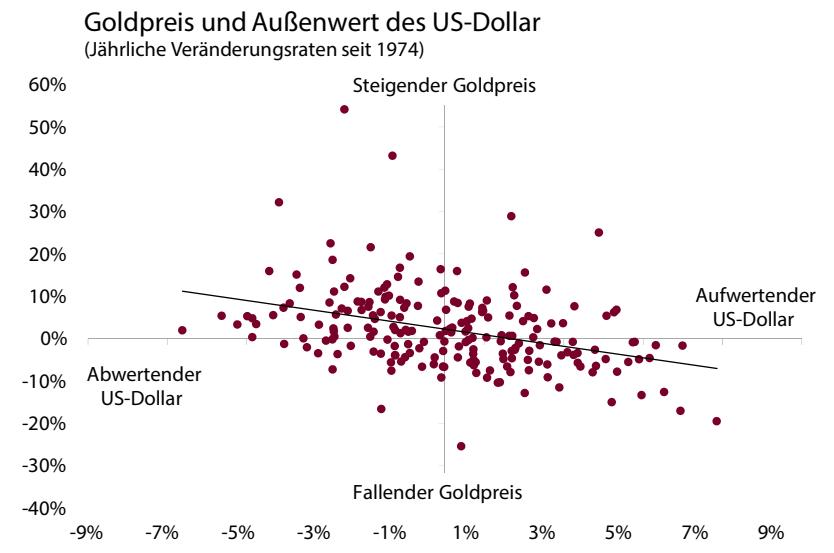
Beimischung. Dem eher defensiven, strategischen Charakter entsprechen Derivate und Goldminenaktien jedoch nicht.

Gold und US-Dollar

Zwischen dem Goldpreis und dem Außenwert des US-Dollar lässt sich ein klares Muster erkennen: schwacher Dollar, starkes Gold – starker Dollar, schwaches Gold. **Gold ist also gewissermaßen ein Anti-Dollar.**

Die inverse Beziehung existiert natürlich erst, seitdem der US-Dollar nicht mehr an Gold gekoppelt ist. Von 1934 bis 1967 war der Preis für eine Unze Gold auf 35 US-Dollar fixiert. Dieser Preis wurde durch den London Gold Pool garantiert, einem Zusammenschluss der Goldreserven von acht Zentralbanken. Im Jahr 1968 kollabierte dieser Pool, was das baldige Ende des internationalen Goldstandards einlautete. Seitdem hat der US-Dollar gegenüber Gold 99 Prozent seines Wertes verloren und handelsgewichtet um mehr als elf Prozent gegenüber einem Korb von Währungen abgewertet.

Für den inversen Zusammenhang zwischen Gold und US-Dollar gibt es eine naheliegende Erklärung. Eine Abwertung des US-Dollar hat zur Folge, dass das in US-Dollar gehandelte Gold für Nicht-US-Anleger günstiger wird und deren Nachfrage nach Gold folglich steigt. Manchmal wird dieser Zusammenhang als „Gesetz des einheitlichen Preises“ so formuliert, dass eine Aufwertung des US-Dollar um einen Prozent zu einem Preisrückgang von Gold um einen Prozent führen müsse. In den Daten ist der inverse Zusammenhang von Gold und US-Dollar gut zu erkennen, doch die Beziehung ist keineswegs 1:1. Der Goldpreis reagiert vielmehr überproportional auf Veränderungen des US-Dollar. Neben dem „Gesetz des einheitlichen Preises“



muss es also noch andere Erklärungsfaktoren geben.

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde der US-Dollar zur Leitwährung im internationalen Handel. Dieses System litt jedoch von Anfang an unter dem sogenannten **Triffin-Dilemma**. Der wachsende Welthandel führte zu einem steigenden Bedarf an Dollar-Währungsreserven. Diese konnten nur durch konstante Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber den USA erwirtschaftet werden. Die USA als Reservewährungsland unterlagen dabei jedoch keinen Anpassungzwängen, da die Verschuldung in eigener Währung vom Ausland finanziert wurde – solange ausländische Staaten ein Interesse daran hatten, Währungsreserven anzulegen. **Langfristig untergraben jedoch ständige US-Leistungsbilanzdefizite das Vertrauen in den Dollar.**

Eine Abwertung des Dollar könnte also als Indiz dafür gesehen werden, dass der Greenback seine Rolle als internationale Währungsreserve verliert, wodurch die Goldhaltung attraktiver wird. Auch die Tatsache, dass die USA ihre Währung in geopolitischen Krisen zunehmend als „Waffe“

einsetzen, weckt Zweifel daran, ob hohe Dollarbestände eine sichere Reserve sind.

Viele Zentralbanken haben ihre Goldbestände in jüngster Zeit erhöht und damit zur Goldpreis-Rallye beigetragen.

Laut der Europäischen Zentralbank kauften Zentralbanken im Jahr 2024 mehr als 1.000 Tonnen Gold, was dem Doppelten des durchschnittlichen Jahreswerts der vergangenen zehn Jahre entspricht. Die weltweiten Goldbestände der Zentralbanken belaufen sich derzeit auf 36.000 Tonnen und liegen damit nahe dem Allzeithoch von 38.000 Tonnen aus dem Jahr 1965 während der Bretton-Woods-Ära. Da der Goldpreis neue Höchststände erreicht hat, übertraf der Anteil von Gold an den weltweiten Devisenreserven zu Marktpreisen mit 20 Prozent den Anteil des Euro (16 Prozent). Umfragedaten deuten darauf hin, dass zwei Drittel der Zentralbanken zu Diversifizierungszwecken in Gold investieren, während zwei Fünftel dies als Schutz vor geopolitischen Risiken tun.

Die Zweifel an der künftigen Stabilität des US-Dollar werden zusätzlich durch die aktuelle US-Regierung geschrägt. Stephen Miran, den sein Mentor Trump in die US-Notenbank geholt hat, argumentiert, dass der US-Dollar aufgrund seines Status als globale Reservewährung strukturell überbewertet sei und diese Überbewertung zu binnengesellschaftlichen Ungleichgewichten führe. Er hält einen schwächeren Dollar für notwendig, um diese Probleme zu beheben. Allerdings ist die Einstellung der MAGA-Republikaner zum Außenwert des US-Dollar keineswegs eindeutig. Finanzminister Scott Bessent ist davon überzeugt, dass die USA weiterhin eine „strong dollar policy“ verfolgen sollten. Das enorme Staatsdefizit in den USA lässt sich nur mit Hilfe des Auslands finanzieren, wofür ein starker US-Dollar nötig ist.

Ein weiteres Argument für die inverse Beziehung zwischen Gold und Dollar könnte sein, dass importierte Güter teurer werden, wenn der Dollar an Wert verliert, wodurch die Inflationsgefahr in den USA steigt. **Gold hat über sehr lange Zeiträume hinweg seine reale Kaufkraft bewahren können.** US-Anleger könnten einen schwächeren Dollar daher zum Anlass nehmen, ihren Inflationsschutz durch Goldkäufe zu erhöhen.

Ist Gold also eine gute Absicherung sowohl gegen Inflation als auch gegen eine Abwertung des US-Dollar? Leider hat die Sache mehrere Haken. Zum einen ist die negative

Korrelation zwischen Gold und Dollar phasenweise instabil. Zum anderen schwankt der Goldpreis kurzfristig stark. Dies realisieren die meisten Anleger jedoch erst, wenn der Preis kräftiger korrigiert. Tatsächlich schwankt der Goldpreis mehr als doppelt so stark wie der Außenwert des US-Dollar. In starken US-Dollar-Phasen kann Gold deutliche Verluste einfahren und auch der Erhalt der Kaufkraft funktioniert nur in der sehr langen Frist.

JAHRESAUSBLICK 2026: VOLKSWIRTSCHAFT, GELDPOLITIK UND DEVISEN

Weltkonjunktur

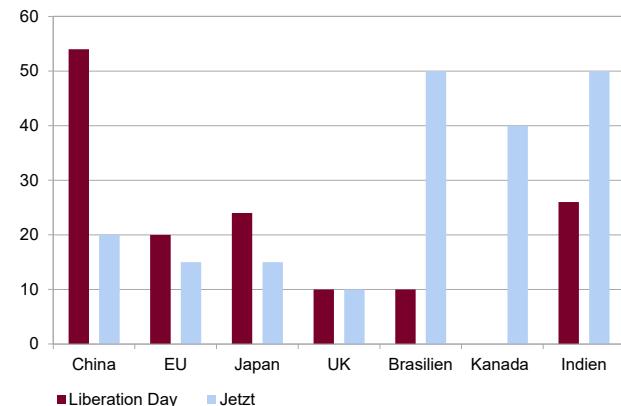
These 1: Das globale Wachstum trotzt 2026 den Belastungen durch die Zölle.

Die Zollpolitik der USA sorgt für große Verunsicherung bei Staaten, Unternehmen und Verbrauchern. Die Zölle für die meisten Länder blieben zwar unter den am 2. April 2025 („liberation day“) angekündigten Niveaus, liegen damit aber immer noch weit über dem Durchschnitt der letzten Jahrzehnte. Gleichzeitig brauchen die Effekte der Zölle auf Inflation und Außenhandel Zeit, bis sie die gesamte Wirtschaft erreichen. **Infofern wird das erste Halbjahr 2026 entscheidend dafür sein**, wie sich die Inflationszahlen in den USA weiterentwickeln und wie sich die weltweiten Handelsströme einpendeln. Dadurch besteht die Gefahr, dass die ersten sechs Monate im Jahr 2026 in konjunktureller Hinsicht noch einmal deutlich unruhiger werden, während sich in der zweiten Jahreshälfte eine positivere Dynamik entwickeln könnte, die von mehr Klarheit im Welthandel und positiven Konsumeffekten in den USA getragen würde.

Insgesamt fallen bislang die Auswirkungen der Zölle deutlich milder aus als von vielen Marktbeobachtern erwartet. In den USA blieb die Inflation hinter den Erwartungen zurück, wodurch eine noch stärkere Abschwächung des Konsums verhindert wurde. Die verhaltenen Anstiege bei den Inflationszahlen gaben der Fed gleichzeitig die Zuversicht – auch unter deutlichem politischen Druck Trumps – die Leitzinsen zu senken, nachdem sie zunächst die Auswirkungen der Zollerhöhungen abwarten wollte. Auch für das Jahr 2026 sind weitere Zinssenkungen zu erwarten, was die Finanzierungsbedingungen lockert und somit einen positiven Impuls setzt. In den ersten Monaten des Jahres ist allerdings zu erwarten, dass sich die Zollerhöhungen deutlicher auf die Inflation auswirken werden. Die UBS erwartet, dass die Inflationsrate durch die Zölle vorübergehend um bis zu 130 Basispunkte ansteigen wird. Bislang wurden lediglich 30 Basispunkte an die Haushalte durchgereicht. **Derzeit übernehmen US-Unternehmen den Großteil der Kostensteigerungen und zögern noch, diese in Form höherer Preise an die Konsumenten weiterzugeben.** Dieser Preisanstieg ist somit für das nächste Jahr zu erwarten.

Die US-Zölle im Zollstreit mit China wurden deutlich reduziert, nachdem Verhandlungen stattgefunden hatten und China Exportstopps für seltene Erden als Druckmittel ins Spiel gebracht hatte. Um den Wegfall der US-Exporte zu kompensieren war China aber auch in der Lage, alternative Absatzmärkte für seine Waren zu finden. Dieser Trend wird sich vermutlich auch im Jahr 2026 fortsetzen. **Die chinesische Regierung versucht weiterhin, das Wirtschaftswachstum durch die Exportindustrie und speziell durch das Erschließen neuer Absatzmärkte zu befeuern.**

US-Zölle Liberation Day und Jetzt
(In Prozent, beinhaltet reziproke und zusätzliche Zölle)



Auch die europäische Wirtschaft zeigte sich 2025 erstaunlich robust. Zwar hatte die deutsche Wirtschaft erneut kein gutes Jahr, doch dies wurde durch eine sehr starke Dynamik in Spanien und den Niederlanden ausgeglichen. Das deutsche Wachstum ist nach wie vor verhalten, aber trotzdem ruhen die Hoffnungen für 2026 auf einem Schub durch die Sondervermögen der Bundesregierung. Und das ist auch nötig. Denn obwohl es so aussieht, als sei man glimpflich durch den Handelskrieg gekommen, hat die deutsche Exportwirtschaft große Probleme. **Die US-Zölle und die stärkere Konkurrenz durch chinesische Exporteure auf dem Weltmarkt setzen die deutsche Exportwirtschaft stark unter Druck, weshalb sie als Wachstumstreiber ausfällt.** Eine Stärkung der heimischen Nachfrage ist somit der beste Weg aus der Krise. Dies wird umso wichtiger, da sich das Wirtschaftswachstum in Spanien abschwächen dürfte, nachdem es in den letzten Jahren das Wachstum im Euroraum getragen hat.

These 2: Das Wachstum der Weltwirtschaft wird 2026 2,6 Prozent betragen.

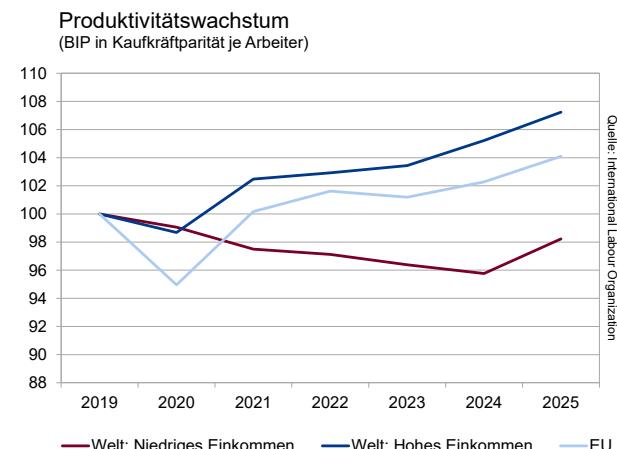
Auch 2026 wird das Wachstum der Weltwirtschaft maßgeblich von der Dynamik in China, den USA und Indien abhängen. **Diese drei Volkswirtschaften machen rund 70 Prozent des globalen Wachstums aus.** Eine anhaltende Entspannung im Handelsstreit zwischen den USA und China wäre somit von großer Bedeutung für das globale Wachstum. Doch auch wenn sich die Aussichten gebessert haben, gibt es einige Faktoren, die das Wachstum unter Druck setzen könnten. Zentral sind hierbei erneut die USA: Einerseits kommt es darauf an, ob sich der dortige Arbeitsmarkt deutlicher abschwächt und den Konsum in Mitleidenschaft zieht, andererseits, ob die Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) aufrechterhalten werden.

Ob und wann KI-Investitionen zu einer messbar höheren Produktivität führen werden, ist eine der zentralen Fragen für das globale Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren. Da die meisten Investitionen in den USA und China getätigt werden, liegt die Vermutung nahe, dass dort die ersten positiven Effekte spürbar sein werden. Üblicherweise werden die positiven wirtschaftlichen Effekte von technischen Innovation kurzfristig überschätzt, aber langfristig unterschätzt („Amaras Gesetz“). **Ein deutlicher Produktivitätsschub bereits im Jahr 2026 ist daher eher unwahrscheinlich.**

Für den Rest der Welt spielen 2026 weiterhin die in den USA losgetretenen Zollstreitigkeiten eine zentrale Rolle für den Konjunkturausblick. Da sich dadurch neue Handelsströme bilden müssen, wird es hier zu einem deutlichen Umbruch kommen. Insbesondere Chinas Exporte halten das heimische Wachstum zwar hoch, können aber auch andere Länder – vor allem Entwicklungsländer – unter Druck setzen. Wenn sich die Zölle stärker als bisher auf die Inflation in den USA auswirken, kann dies zu einer Verschärfung der nationalen „Affordability“-Debatte und zu einem zusätzlichen Abrutschen des ohnehin bereits schwachen Konsumentenvertrauens führen. **Möglich wäre, dass die Trump-Regierung aus diesem Grund die Zölle selektiv reduziert, um den Inflationssteigerungen in den USA entgegenzuwirken.**

In Europa dürfte das Wachstum vor allem durch die deutschen Sondervermögen getragen werden. Das größte Risiko besteht im Augenblick darin, dass sich die Umsetzung

der Projekte verzögert und die Gelder erst in den folgenden Jahren in die Wirtschaft fließen. **Ein Risiko für Länder wie Frankreich, Großbritannien und die USA besteht darin, dass die Märkte die Regierungen aufgrund ihrer hohen Staatsverschuldung in Kombination mit weiterhin hohen Haushaltsdefiziten unter Druck setzen.** Bei britischen Staatsanleihen gab es im November eine erhöhte Volatilität, nachdem Steuererhöhungen kleiner ausgefallen waren, als vom Markt erwartet, und sich dadurch die britische Finanzierungslücke vergrößern wird. Doch da es in den USA keinerlei Sparbemühungen gibt und die Nationalversammlung in Frankreich sich kaum auf einen Sparkurs wird einigen können, wird sich der Markt irgendwann fragen müssen, wann es auch hier zu einer Rückkehr auf einen nachhaltigen Haushaltspfad kommt.



Trotz der hohen US-Zölle hat sich die **indische Wirtschaft** bislang gut behauptet. Das hohe Haushaltsdefizit war in den letzten Jahren rückläufig und wird 2026 erneut sinken. Ein Grund für das Defizit waren Steuersenkungen, die zu einer positiven Entwicklung des Konsums beigetragen haben. Durch Zinssenkungen und einen positiven Ausblick blieben die Investitionen in Indien auf einem hohen Niveau, wobei sich der positive Ausblick in 2026 fortsetzen dürfte. Ein weiterer positiver Impuls könnte ein Handelsabkommen zwischen Indien und den USA sein. Für das Jahr 2026 erwarten wir für Indien ein Wirtschaftswachstum von 6,5 Prozent.

USA

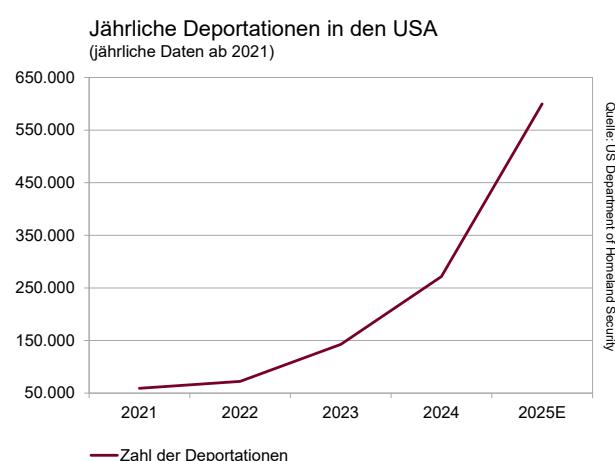
These 3: Das US-Wirtschaftswachstum wird 2026 2,0 Prozent betragen.

Nach einem von viel Aktivismus geprägten Beginn der zweiten Amtszeit von Donald Trump wird das Jahr 2026 vor allem von den Zwischenwahlen („midterm elections“) im November geprägt werden und daher verhältnismäßig ruhiger ausfallen. Mit wichtigen Handelspartnern wie der EU, Japan, Südkorea oder dem Vereinigten Königreich wurden Handelsabkommen vereinbart. Auch mit China wurden die Streitigkeiten bis November 2026 vertagt. Das Niveau der Zölle ist nun zwar deutlich höher, allerdings haben Unternehmen und Verbraucher nun die Möglichkeit, sich auf das neue Umfeld einzustellen. Die Unsicherheit, die insbesondere die Investitionsentscheidungen belastet, hat abgenommen.

In den ersten Monaten seiner Amtszeit sorgte Trump außerdem dafür, dass tausende Einwanderer aus den USA deportiert wurden. Diese Politik hatte spürbare Auswirkungen auf das Arbeitsangebot in den USA, was sich letztlich in der Zahl der neu geschaffenen Stellen niederschlug. Seit Anfang 2025 bewegen sie sich auf einem deutlich niedrigeren Niveau als in den Jahren zuvor. **Unter den neuen Einwanderungsbedingungen hat sich somit ein neues Gleichgewicht am Arbeitsmarkt eingestellt, das vermutlich auch 2026 fortbestehen wird.** Gleichzeitig gab es einen deutlichen Rückgang bei der Arbeitsnachfrage, sodass sich der Arbeitsmarkt insgesamt abschwächte. Ob diese schwächere Nachfrage auch in 2026 bestehen bleibt, hängt unter anderem davon ab, ob die Fed weitere Leitzinsenkungen vornimmt, was die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen lockern würde.

In der Vergangenheit hatte Trump bereits Druck auf die Federal Reserve ausgeübt, die Leitzinsen zu senken, und es ist wahrscheinlich, dass er dies auch 2026 tun wird. Die Amtszeit von Fed-Chef Jerome Powell endet im Mai 2026. **Wer sein Nachfolger wird, ist noch offen, ebenso wie das künftige Ausmaß des politischen Einflusses auf die Fed.** Neben der Amtszeit des Vorsitzenden endet auch die Amtszeit von Stephen Miran, den Trump vor kurzem in das geldpolitische Entscheidungsgremium der Fed berufen hatte.

Derzeit ist von drei Zinssenkungen im Jahr 2026 auszugehen. Dass die Fed sich nach den deutlichen Zoll erhöhungen bereits 2025 zu Zinssenkungen durchringen konnte, liegt neben dem politischen Druck auch daran, dass die Inflationsraten bisher nur leicht gestiegen sind. Da in den nächsten Monaten noch mit Preissteigerungen zu rechnen ist, ist auch davon auszugehen, dass Konsumenten weitere Belastungen erwarten. Im Zuge des „One Big Beautiful Bill Act“ (OBBA) gibt es einerseits Entlastungen durch Steuersenkungen für Konsumenten, andererseits aber auch deutliche Beitragssteigerungen für Millionen Krankenversicherte. **Insgesamt dürfte sich dies jedoch trotzdem positiv auf den Konsum auswirken.** Die Midterms im November könnten dazu führen, dass Donald Trump und die Republikaner versuchen, den Konsumenten Wahlgeschenke zu machen, um die Krise der Lebenshaltungskosten zu mildern, für die zunehmend Trump verantwortlich gemacht wird.



Einer der Gründe für das robuste Wirtschaftswachstum in den USA im Jahr 2025 waren die Investitionen in Künstliche Intelligenz. Dabei ging fast das gesamte Investitionswachstum in diesem Bereich bislang von neun Unternehmen aus. Die meisten dieser Unternehmen verfügen derzeit über solide Bar-Reserven und Bilanzen, sodass die Sorge vor einer neuen Dotcom-Blase übertrieben erscheint. Letztlich wird es jedoch darauf ankommen, inwieweit sich die bisherigen Investitionen gesamtwirtschaftlich rechnen werden. Die meisten Analysten prognostizieren, dass Investitionen in Künstliche Intelligenz zu Produktivitätssteigerungen führen werden. **In welchem Ausmaß dies jedoch der Fall sein wird und welche Unternehmen die**

positive Rendite aus den Investitionen erlösen können, darüber gehen die Meinungen weit auseinander.

Während der Außenhandel, die Leitzinsen, fiskalische Impulse und Investitionen in KI in 2026 für Rückenwind sorgen dürften, gibt es vor allem Gegenwind durch das eingeschränkte Angebot auf dem Arbeitsmarkt und die immer noch hohe Inflation. **Insgesamt gehen wir von einem Wachstum der US-Wirtschaft von zwei Prozent aus.**

China

These 4: Die chinesische Wirtschaft wächst 2026 um 4,4 Prozent.

Trotz des heftigen Gegenwinds durch die US-Zölle konnte sich China überraschend gut behaupten. Für 2026 ist davon auszugehen, dass sich die chinesische Wirtschaft sogar noch besser schlagen wird. Ein Grund dafür ist, dass China in Verhandlungen mit den USA erreichen konnte, dass die Fentanyl- und Liberation-Day-Zölle bis November 2026 auf jeweils zehn Prozent gesenkt werden. China nutzte seine Monopolstellung bei der Produktion seltener Erden, um Druck auf die Verhandlungen auszuüben. **Dadurch fällt die Belastung für die chinesische Wirtschaft geringer als befürchtet aus.**

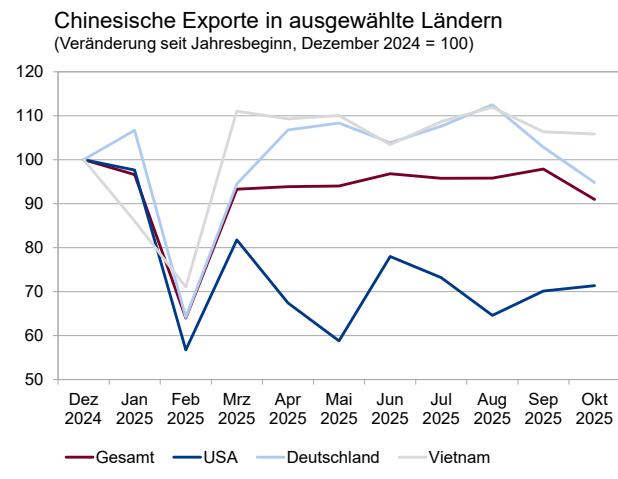
Bei der diesjährigen Veröffentlichung des 15. Fünfjahresplans machte die chinesische Führung deutlich, dass sie

auch in den kommenden Jahren auf die Exportindustrie als Wachstumsmotor setzen wird. Sie betonte, dass in den letzten Jahren bereits mehr als die Hälfte des Wirtschaftswachstums auf den Export zurückzuführen war und kündigte an, in Zukunft ein „modernes industrielles System“ aufzubauen, um die Wettbewerbsfähigkeit durch den Einsatz moderner Technologien zu erhöhen. Ohnehin hat sich die Wettbewerbsfähigkeit Chinas weiter erhöht. **Die Abwertung des Renminbi gegenüber dem Euro hat unter anderem dazu geführt, dass die Waren chinesischer Exporteure attraktiver geworden sind als die Waren ihrer europäischen Mitbewerber.** Das hat beispielsweise die deutsche Exportindustrie zu spüren bekommen, die auf dem Weltmarkt zunehmend unter Druck gesetzt wird.

Die chinesische Regierung subventioniert ausgewählte Branchen, in denen sie eine Marktführerschaft als wichtig erachtet. Diese Subventionen führen zu einem Kostenvorteil gegenüber internationalen Wettbewerbern und sollen den Export fördern. **Dadurch entsteht die Gefahr, dass das chinesische Wachstum auf Kosten des Wachstums anderer Länder geht.** Einerseits können die Exporte heimische Produzenten unter Druck setzen, andererseits können sie internationale Konkurrenten verdrängen. Insbesondere Importländer fragen sich daher, ob sie sich eine solche Handelspolitik gefallen lassen. Doch die chinesische Regierung setzt darauf, durch die Androhung von Exportstopps bei seltenen Erden in einer guten Verhandlungsposition zu sein.

Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

	2025	IWF	OECD	Sachverständiger	EU-Kommision	Goldman Sachs	UBS	Durchschnitt	Marcard, Stein & Co
	2026								
Welt	3,0	3,1	2,9	2,3	3,1	2,8	2,8	2,8	2,6
USA	2,0	2,1	1,5	1,6	1,9	2,5	1,7	1,9	2,0
Japan	1,3	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7
Europa	1,4	1,1	1,0	1,0	1,2	1,3	1,1	1,1	1,0
Deutschland	0,3	0,9	1,1	0,9	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9
Großbritannien	1,4	1,3	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
Russland	0,8	1,0	0,7	1,3	1,1	1,2	0,8	1,0	1,0
China	4,9	4,2	4,4	4,5	4,6	4,8	4,5	4,5	4,4
Indien	6,8	6,2	6,2	6,2	6,5	6,6	6,4	6,4	6,5
Brasilien	2,2	1,9	1,7	1,5	1,8	1,7	1,5	1,7	1,7



Im Vergleich zum Außenhandel sind die Aussichten bei der heimischen Nachfrage deutlich gedämpfter. Obwohl der jüngste Fünfjahresplan eine Stimulierung des privaten Konsums vorsieht, ist es der Regierung in den letzten Jahren nicht gelungen, den Konsum so zu stärken, dass er einen bedeutenderen Anteil zum BIP-Wachstum beiträgt. Die erlassenen Maßnahmen waren häufig nur von kurzer Dauer, was auch daran liegt, dass die Sparquote in China speziell nach Ende der Corona-Pandemie nur langsam zurückgeht. **Da sich Sparquoten üblicherweise nur langsam anpassen, ist auch hier keine schnelle Veränderung zu erwarten.**

Ein weiterer Faktor, weshalb der Konsum nicht in Schwung kommt, ist der Immobilienmarkt. Die kreditgetriebenen Überinvestitionen in Immobilien belasten das Wirtschaftswachstum dauerhaft. Goldman Sachs schätzt, dass der **Beitrag des Immobilienmarktes zum chinesischen BIP-Wachstum** im Jahr 2025 bei minus zwei Prozentpunkten gelegen haben dürfte und sich in den kommenden Jahren jeweils um 0,5 Prozentpunkte verbessern sollte, sodass der Immobilienmarkt in vier Jahren keinen negativen Beitrag mehr zum BIP-Wachstum leisten sollte.

Neben dem Immobilienmarkt belastet vor allem die Demographie das strukturelle Wirtschaftswachstum in China. Die in einigen Hochtechnologien sehr erfolgreiche Industriepolitik hat jedoch zu Exportsteigerungen geführt, die diesen Belastungen zum Teil kompensieren können. **Insgesamt erwarten wir für 2026 ein Wachstum der chinesischen Wirtschaft von 4,4 Prozent.**

Europa

These 5: Im Euroraum wird die Wirtschaft 2026 um ein Prozent wachsen.

2025 war die Konjunktur im Euroraum zweiseitig. Während Länder wie Spanien, Portugal und die Niederlande dynamisch wuchsen, waren Deutschland und Italien schwach. Durch die Sondervermögen besteht nun jedoch die Hoffnung, dass Deutschland die anderen Länder als Wachstumstreiber ablösen kann. Denn auch wenn die deutsche Exportindustrie derzeit nicht in der Lage ist, das Wirtschaftswachstum spürbar zu steigern, sollten die Sondervermögen eine heimische Nachfrage schaffen und somit das Wachstum im Jahr 2026 stützen. Da der Bundeshaushalt für 2025 jedoch erst im September erlassen wurde, hielten sich die Effekte für 2025 stark in Grenzen. Insbesondere die Freigabe von Verteidigungsmitteln blieb hinter den Erwartungen zurück, dürfte aber schon ab 2026 deutlich steigen. Aber auch die Infrastrukturausgaben werden das Wachstum im Jahr 2026 beleben. Die Befürchtung, dass es einem Teil der Mittel an Zusätzlichkeit mangelt, ist durchaus berechtigt. **Für das Wachstum im kommenden Jahr ist es jedoch weniger bedeutend, ob die Mittel nachhaltig ausgegeben werden oder nicht.** Hier würden auch die einmaligen Ausgaben zu Buche schlagen. Weniger eindeutig ist dagegen, ob das Wachstum nach 2027 immer noch durch die Ausgaben belebt werden kann.

Der Außenhandel stellt vor allem für die deutsche Wirtschaft einen Gegenwind dar. Gleichzeitig führt die begrenzte Zuwanderung zu einem geringeren Potenzialwachstum. Von Bedeutung wird außerdem sein, ob die Bundesregierung weitere strukturelle Reformen erlässt, die zusätzliche Arbeitsanreize bieten und somit die Produktivität erhöhen. **Unter Einbezug all dieser Faktoren erwarten wir für das Jahr 2026 ein BIP-Wachstum von 0,9 Prozent.**

In den größten Volkswirtschaften des Euroraums war die Stimmung meist besser als in Deutschland. Insbesondere für **Spanien** war 2025 einmal mehr ein sehr erfolgreiches Jahr. Zuwanderung hat dort zu einer starken Belebung im Dienstleistungssektor geführt. Selbst im verarbeitenden Gewerbe ist die Stimmung gut. Daher ist auch für 2026 ein starkes Wachstum zu erwarten, das allerdings schwächer ausfallen dürfte als 2025. In **Frankreich** war die Stimmung stark vom unsicheren politischen Umfeld geprägt. In den

Wachstumszahlen ist diese Stimmungseintrübung zwar kaum zu sehen, beim privaten Konsum gibt es jedoch eine deutliche Schwäche. Das Wachstum wurde vor allem durch eine Steigerung der Industrieproduktion, Staatsausgaben und einen Einmaleffekt bei Exporten durch den Flugzeugbau getragen. Für das nächste Jahr ist vor allem entscheidend, ob sich die politische Situation stabilisiert und die Kompromissbereitschaft in der Nationalversammlung steigt.

Die Entwicklung in **Italien** war im Jahr 2025 ähnlich trüb wie in Deutschland. Das lag vor allem an der Haushaltskonsolidierung, die sich negativ auf das BIP auswirkte. Während sich die Industrieproduktion im Jahresverlauf verbesserte, war der private Konsum verhalten. Auch für 2026 wird es einen negativen Effekt durch die Haushaltskonsolidierung geben, wodurch das Wachstum gedämpft bleibt.

Im **Vereinigten Königreich** werden die robusten Wachstumszahlen von der Unzufriedenheit mit der derzeitigen Labour-Regierung überschattet. Unter anderem musste die Regierung ihr Versprechen brechen, die Steuerbelastung für Berufstätige

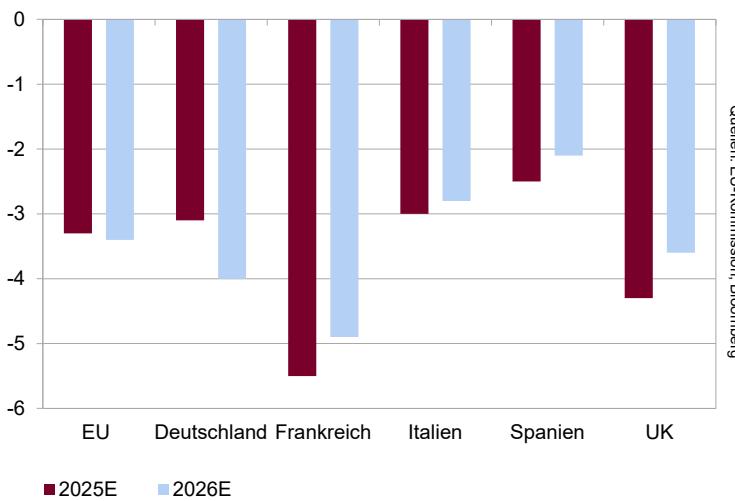
nicht zu erhöhen. Im Zuge einer kalten Progression ist dies jedoch für den Haushalt 2026 geplant, indem Steuerfreibeträge in der Einkommensteuer bis 2030 eingefroren wurden. Dabei hat die Regierung nur wenig Spielraum bei den Staatsausgaben, da die Finanzmärkte nach den hohen Haushaltsdefiziten während der Corona-Pandemie den Druck erhöht haben. Aus diesem Grund werden die Staatsausgaben in den kommenden Jahren zurückgefahren, was dem Wirtschaftswachstum schadet. Ein weiterer Grund für die Unzufriedenheit mit der Regierung sind die hartnäckigen Inflationsraten, obwohl diese in letzter Zeit mit steigenden Reallöhnen einhergingen. Dieses Umfeld unterstützte den Konsum, sorgte aber auch dafür, dass die Zentralbank die Zinsen von einem hohen Niveau aus nur sehr zaghaft senken konnte. Nachdem es zuletzt jedoch Entspannung bei Inflation und Lohnwachstum gab, dürfte sich die Zentralbank ermutigt fühlen, den Zinssenkungspfad wieder fortzuführen. Die lockeren Finanzierungsbedingungen sollten die Unternehmen unterstützen. **Aus diesen Gründen erwarten wir für 2026 ein BIP-Wachstum von einem Prozent.**

Japan

These 6: Japans Wirtschaft wächst 2026 um 0,7 Prozent.

Die Wahl von Sanae Takaichi zur Premierministerin hat an den japanischen Kapitalmärkten für Euphorie gesorgt, da sie sich für eine expansive Fiskalpolitik und eine lockere Geldpolitik ausspricht. Insofern sind für die Realwirtschaft im nächsten Jahr positive Effekte zu erwarten. Im November 2025 hatte die Regierung bereits ein Wirtschaftspaket angekündigt, das zusätzliche Staatsausgaben in Höhe von 17,7 Billionen Yen (ca. 97,8 Milliarden Euro) umfasst. Etwas mehr als die Hälfte des Pakets (8,9 Billionen Yen / 49,2 Milliarden Euro) ist vorgesehen, um die Folgen der hohen

Prognostizierte Haushaltsdefizite
(Daten in Prozent)

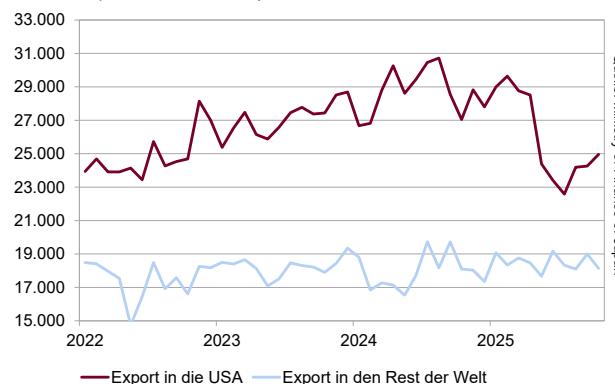


Inflation für Konsumenten abzufedern. Der übrige Betrag wird wie folgt aufgeteilt: 6,4 Billionen Yen (35,4 Milliarden Euro) für Wachstumsinvestitionen, 1,7 Bio. Yen (9,4 Milliarden Euro) für die nationale Verteidigung und 0,7 Billionen Yen (3,9 Milliarden Euro) für einen Restposten. **Da zusätzlich noch rund 2,7 Billionen Yen (14,9 Milliarden Euro) an Steuersenkungen geplant sind, wird es 2026 einen deutlichen fiskalischen Impuls geben.** Allerdings sollte nicht damit gerechnet werden, dass dadurch auch ein Impuls für die kommenden Jahre ausgelöst wird. Bei einigen der Maßnahmen handelt es sich um Einkommensumverteilungen, sodass nur ein kleiner Multiplikatoreffekt zu erwarten ist. Außerdem fließen die Gelder zum Teil in Branchen, in denen Arbeitskräftemangel herrscht. In diesen Branchen führt ein Teil des Stimulus somit nur zu höheren Preisen.

Die Staatsausgaben stützen eine Wirtschaft, die in den letzten Jahren deutliche Zuwächse bei Inflationsrate und Wachstumsdynamik verzeichneten konnte und somit die Chance hat, auch mittel- bis langfristig gesundes wirtschaftliches Wachstum zu erreichen. Die große Herausforderung für Japan bleibt in den kommenden Jahren jedoch der demografische Wandel. **Um unter diesen Vorzeichen das Wachstum aufrechtzuerhalten, sind deutliche Produktivitätssteigerungen erforderlich, deren Grundlage heute durch Investitionen geschaffen werden muss.** Die dynamische Wirtschaftsentwicklung der letzten Jahre ist dabei eine wichtige Basis, denn Unternehmen, die von einem positiven Umfeld ausgehen, sind eher bereit zu investieren. In dieser Hinsicht war das Wachstum im Jahr 2025 vielversprechend, da es vor allem durch Investitionen der Unternehmen, aber auch durch den privaten Konsum getragen wurde, während der Außenhandel dämpfte.

Die Entwicklung der Produktivität in Japan ist bisher zwar positiv, aber verhalten. Außerdem lässt sich keine merkliche Beschleunigung der Wachstumszahlen feststellen. **Allerdings investieren Unternehmen in Sektoren, die besonders stark unter dem Arbeitskräftemangel leiden, in Softwarelösungen.** Dies könnte zu spürbaren Produktivitätsgewinnen führen.

Durchschnittlicher Preis aus Japan exportierter Pkw
(Daten berechnet aus Warenwert geteilt durch die Anzahl der Exporteinheiten; in USD)



Der Grund dafür, dass der Konsum in diesem Jahr robust geblieben ist, war vor allem das Lohnwachstum, das zu Beginn des Jahres 2025 noch hinter der Inflation zurückblieb. Im Laufe des Jahres zogen die Reallöhne jedoch an. Gleichzeitig gab es positive Effekte durch den Tourismus. **Auch für das Jahr 2026 sind die gleichen Wachstumstreiber zu erwarten, wobei die Staatsausgaben zusätzlich stützen.** Investitionen in Zukunftsbranchen sorgen für weiterhin robuste CapEx-Ausgaben, Subventionen für Verbraucher sowie Steuersenkungen stärken den Konsum und erhöhte Verteidigungsausgaben stützen die heimische Produktion.

Gleichzeitig hat sich die Außenhandelssituation entspannt. Insbesondere bei den Exporten in die USA gewöhnen sich die Exporteure an die neuen Bedingungen. Dies ist beispielsweise an den Autoexporten erkennbar. Einerseits sind die Volumina gestiegen und andererseits werden mittlerweile auch Preissteigerungen durchgesetzt, nachdem es zunächst so aussah, als ob viele Exporteure gestiegene Kosten selbst schultern würden, um die Preise nicht zu stark anzuheben. **Für 2026 erwarten wir in Japan ein BIP-Wachstum von 0,7 Prozent und damit einen ähnlichen Wert wie 2025.**

Devisen

Der Dollar verliert an Glanz – entfaltet der Yen endlich sein Comeback-Potenzial?

Das Devisenjahr 2026 dürfte erneut im Zeichen einer **globalen Neuordnung der Währungsrelationen** stehen. Nach Jahren der Dominanz verliert der US-Dollar zunehmend an Strahlkraft, während der Japanische Yen – nach einer langen Phase der Schwäche – weiterhin Potenzial für eine Trendwende zeigt. Pfund und Franken bleiben hingegen weitgehend Randthemen: solide, stabil, aber ohne klare Impulse. Im Mittelpunkt stehen damit der mögliche Übergang von einer Dollar-Stärke- zu einer Dollar-Schwächephase und die Frage, ob der Yen 2026 sein Comeback schafft.

Dollar vor einer strukturellen Schwächephase

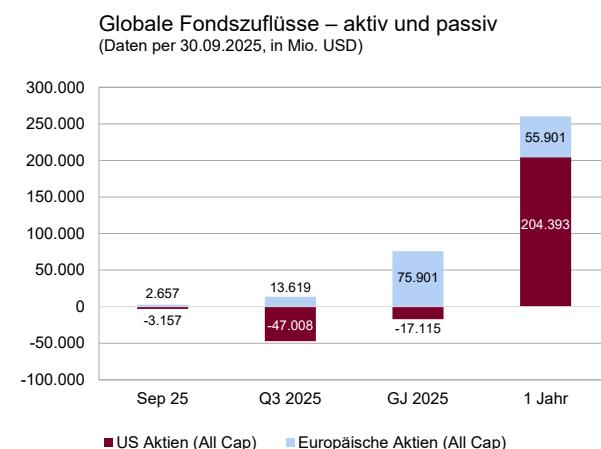
These 1: Die bereits in 2025 zu beobachtende Schwäche des US-Dollar wird sich fortsetzen und der Wechselkurs wird am Jahresende 2026 bei 1,22 liegen (aktuell 1,17).

Die starke Abwertung des US-Dollar im ersten Halbjahr 2025 hat bereits angedeutet, dass der Greenback seine besten Zeiten vorerst hinter sich gelassen hat. Und auch für 2026 sprechen viele Faktoren dafür, dass die Dollar-Schwäche anhält – wenn auch in deutlich gemäßigtem Tempo.

Ein zentraler Treiber ist die **Zinsentwicklung**. Während die US-Notenbank angesichts einer sich abkühlenden Konjunktur und zunehmendem politischen Druck aus dem Weißen Haus voraussichtlich mehrere Zinssenkungen vornehmen wird, dürfte die EZB die Zinsen – wenn überhaupt – nur sehr behutsam senken. Die Inflation in der Eurozone liegt inzwischen wieder im Zielkorridor und die Wachstumsrisiken fallen geringer aus als noch 2024. Der Renditevorsprung, den US-Anleihen lange genossen haben, schmilzt also weiter und nimmt dem Dollar eines seiner wichtigsten Argumente.

Doch nicht nur der Zinsvorteil bröckelt: Auch die **Kapitalströme** beginnen sich zu drehen. Internationale Investoren, die über Jahre massiv in den US-Markt investiert hatten, wenden sich nun wieder verstärkt Europa zu. Die niedrigen Bewertungen europäischer Aktien und stabilere fiskalische Perspektiven führen zu Kapitalabflüssen aus

US-Dollar-Positionen. Zudem verkürzt die Fed ihre Bilanz nicht weiter – ein Signal, das im Ausland zunehmend kritisch gesehen wird.



Der US-Exceptionalismus – lange das Fundament der Dollarstärke – bekommt Risse. Zwar bleibt die Innovationskraft amerikanischer Unternehmen ein Vorteil, doch das Vertrauen in die US-Fiskalpolitik nimmt spürbar ab. Das Haushaltsdefizit erreicht historische Höchststände, die Schuldenquote liegt auf Niveaus früherer Krisenzeiten. Gleichzeitig wirken politische Polarisierung und erratische handelspolitische Entscheidungen zunehmend belastend.

Auch die US-Regierung selbst trägt zur Verunsicherung bei. Stimmen wie der von Trump protegierte Stephen Miran argumentieren, dass der US-Dollar strukturell überbewertet sei und eine gezielte Schwächung notwendig wäre, um binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte abzubauen. Gleichzeitig betonen andere Teile der Regierung – allen voran Finanzminister Scott Bessent – die Notwendigkeit einer „strong dollar policy“, um das enorme Staatsdefizit weiterhin ausländisch finanzieren zu können. Diese widersprüchlichen Signale nähren die Zweifel an der zukünftigen Dollar-Stabilität.

Fundamental betrachtet ist der Dollar klar überbewertet. Gemessen an der Kaufkraftparität läge ein fairer EUR/USD-Kurs eher zwischen 1,30 und 1,35. **Auch wenn kurzfristige Risiken oder geopolitische Spannungen zu vorübergehender Dollar-Stärke führen können, überwiegt mittelfristig das Bild einer strukturellen Schwächephase.** Wir rechnen daher mit einem weiteren Anstieg des EUR/USD bis auf 1,22 zum Jahresende 2026.

Pfund-Stabilisierung auf leicht höherem Niveau

These 2: Wir erwarten keine signifikanten Bewegungen beim Britischen Pfund in 2026 und sehen den Wechselkurs am Jahresende bei 0,90 (aktuell 0,88).

Beim Britischen Pfund erwarten wir für 2026 erneut ein unaufgeregtes Jahr. Die Währung zeigt sich widerstandsfähig, profitiert kurzfristig von einer stabilen Binnenkonjunktur und einer hartnäckig hohen Kerninflation. Die Bank of England dürfte daher deutlich vorsichtiger vorgehen als die EZB und Zinssenkungen nur sehr zögerlich einleiten. Das stützt das Pfund – zumindest vorübergehend.

Mittelfristig belasten jedoch **strukturelle Herausforderungen**: das schwache Produktivitätswachstum, hohe Finanzierungskosten, ein angespanntes staatliches Haushaltsgefüge und politische Unsicherheit im Vorfeld wichtiger Kommunalwahlen (u.a. in London). All dies begrenzt das Aufwärtspotenzial des Pfund.

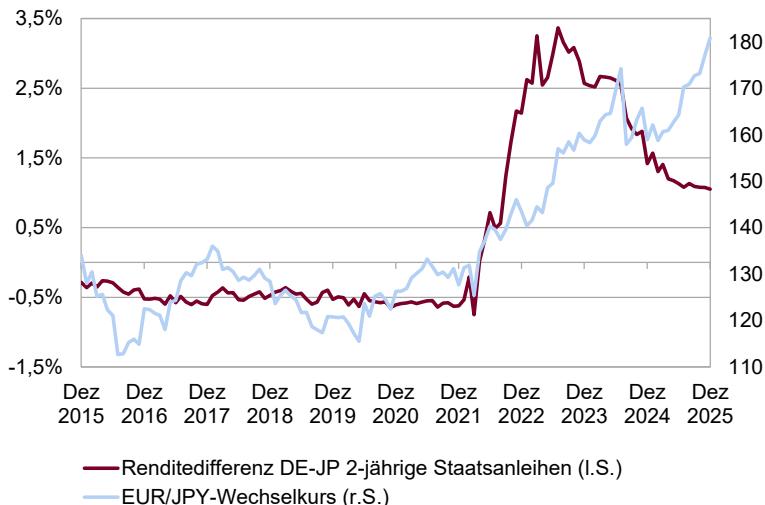
Da der Euro im Jahresverlauf 2026 moderat profitieren dürfte, **erwarten wir eine Seitwärtsbewegung des Britischen Pfunds mit leichtem Trend in Richtung Euro**. Unser Zielkurs liegt bei 0,90.

Stabiler Franken ohne klaren Trend

These 3: Der Schweizer Franken dürfte auch in 2026 weitgehend stabil bleiben. Wir sehen den Wechselkurs am Jahresende bei 0,93 (aktuell 0,94).

Auch der Schweizer Franken bleibt 2026 eine Währung der ruhigen Hand. Die Schweizer Notenbank hat ihre letzte Lockerungsphase beendet und signalisiert keinen Wunsch nach einer Rückkehr zu negativen Zinsen. Solange der Franken

Zusammenhang Renditedifferenz und Wechselkurs (Daten ab Dezember 2015)



nicht drastisch aufwertet, sind Eingriffe am Devisenmarkt wenig wahrscheinlich.

Die Inflationsrate bleibt in der Schweiz niedrig, aber Deflationssorgen haben deutlich nachgelassen. Gleichzeitig sorgt die globale Risikoaversion dafür, dass der Franken seine Rolle als sicherer Hafen beibehält – was eine stärkere Abwertung verhindert.

Die Kräfte wirken damit in entgegengesetzte Richtungen: weniger geldpolitische Fantasie, aber weiterhin starke Safe-Haven-Nachfrage. Wir sehen deshalb eine **enge Handelsspanne zwischen 0,90 und 0,95** und erwarten zum Jahresende 2026 0,93.

Der Japanische Yen hat Aufwertungspotenzial

Yen (endlich) vor einer Trendwende

These 4: Nach Jahren der Schwäche hat der Japanische Yen nach wie vor nachhaltiges Aufwertungspotenzial. 2026 sollte dieses nun endlich entfaltet werden. Wir sehen den Wechselkurs am Jahresende bei 167 (aktuell 181).

Während der Dollar seinen Glanz verloren hat, könnte der Yen 2026 zur Überraschungswährung werden. Die jahrelange Talfahrt

machte den Yen fundamental deutlich unterbewertet. Gleichzeitig setzt Japan zu einer geldpolitischen Kehrtwende an.

Die neue Regierung unter Premierministerin Sanae Takai-chi verfolgt einen wachstumsorientierten Kurs, der die Inflationsrisiken erhöht und die Bank of Japan (BoJ) zu einer restriktiveren Ausrichtung zwingt. Nach Jahren der Nullzinspolitik hat die BoJ die Trendwende eingeleitet und könnte 2026 weitere moderate Zinsschritte vornehmen. Die entscheidende Rolle spielen dabei die Lohnverhandlungen (Shunto), die zuletzt die stärksten Gehaltssteigerungen seit Jahrzehnten gebracht haben. Steigen die Löhne erneut kräftig, verfestigt sich die Inflation – und ermöglicht weitere Zinsschritte.

Auch geopolitische Faktoren spielen dem Yen in die Karten. Als klassische Krisenwährung gewinnt er in Phasen globaler Unsicherheit an Attraktivität. Und: Das Abwickeln von Carry-Trades – ein über Jahre bedeutender Yen-Belastungsfaktor – könnte bei sinkender globaler Risikobereitschaft an Bedeutung verlieren.

Es gibt auch einige Gegenargumente: Viele der positiven Faktoren für den Yen waren bereits in 2025 vorhanden, ohne dass es zu einer Aufwertung kam. Zudem könnte die Regierung Druck auf die BoJ ausüben, um die Konjunkturerholung nicht durch zu schnelle Zinserhöhungen zu gefährden. Dennoch überwiegen in Summe die Argumente für eine Yen-Erhöhung. **Wir erwarten einen Rückgang des EUR/JPY-Kurses auf 167 bis Jahresende 2026.**

Maßnahmen

Die Zeit der einseitigen Dollarstärke geht ihrem Ende entgegen und Diversifikation in andere Währungsräume dürfte wieder stärker in den Vordergrund rücken. Wir empfehlen daher eine Untergewichtung im US-Dollar, neutrale Gewichtungen in Britischem Pfund und Schweizer Franken sowie eine Übergewichtung im Japanischen Yen.

Strategiebeitrag Devisen in 2026

Auch im neuen Jahr steht Risikodiversifikation im Vordergrund. Speziell im Japanischen Yen eröffnen sich jedoch auch währungsseitig Renditechancen.

JAHRESAUSBLICK 2026: RENTEN, AKTIEN, ROHSTOFFE UND HEDGEFONDS

Renten: Im Griff der Politik

These 1: Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wird Ende 2026 3,0 Prozent betragen.

Auch im kommenden Jahr bleiben die Rentenmärkte fest im Griff der Geld- und Fiskalpolitik. In Europa sorgte die französische Regierungskrise 2025 dafür, dass die Spreads zehnjähriger französischer Staatsanleihen mittlerweile auf einem Niveau mit italienischen Papieren liegen und somit höher sind als die von Portugal, Spanien oder Griechenland. Auch wenn die Regierungskrise in Frankreich vorerst beigelegt ist, besteht weiterhin das Potenzial einer erneuten Eskalation. Eine nachhaltige Konsolidierung des Staatshaushalts ist unter den derzeitigen politischen Mehrheiten unwahrscheinlich. Frankreich könnte daher auch 2026 der Unsicherheitsfaktor in Europa bleiben.

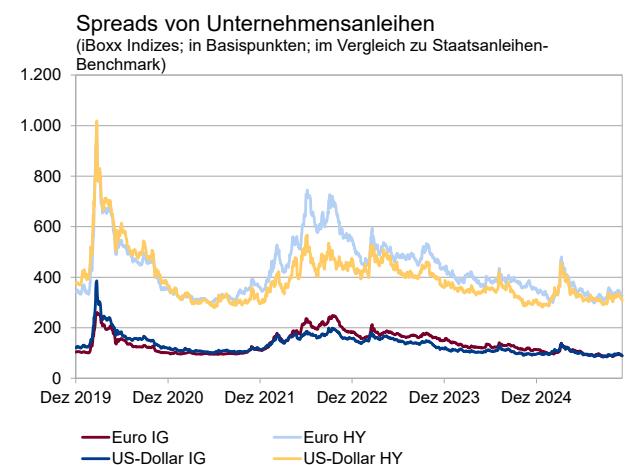
Aufgrund des **Sondervermögens in Deutschland** gab es 2025 einen Renditesprung bei Bundesanleihen, da der Markt nicht nur ein höheres Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren, sondern auch einen deutlichen Anstieg der staatlichen Anleiheemissionen erwartet. Allerdings besteht das Risiko, dass die expansiven Effekte der fiskalischen Sondervermögen enttäuschen werden. Fallende Kapitalmarktentitäten für deutsche Staatsanleihen wären die Folge.

In den übrigen EU-Staaten ist gegenüber dem Vorjahr eine leichte wirtschaftliche Abschwächung bei gleichzeitiger Haushaltskonsolidierung zu erwarten. Das Angebot an Neuemissionen sollte EU-weit trotz der Ausweitung bei Bundesanleihen leicht zurückgehen. Da die EZB ihre Bestände an Staatsanleihen weiter zurückfährt, dürfte es auch beim Nettoangebot – der Summe aus Neuemissionen und Reduktion in der Zentralbankbilanz – nur einen leichten Rückgang geben. **Das Angebot würde dadurch auf einem hohen Niveau bleiben, was vor allem am hohen Volumen französischer und deutscher Staatsanleihen liegen wird.**

Die **Europäische Zentralbank** (EZB) befindet sich derzeit in einer sehr komfortablen Lage. Seit März 2025 liegt die Inflation zwischen 2,2 und 1,9 Prozent und damit sehr nah am Zielwert. Deshalb gab es seit Juni 2025 keine

Zinssenkung mehr, zumal die Notenbank zunächst abwarten wollte, wie die Wirtschaft auf die US-Zölle reagiert.

Da die EZB im Moment wenig Anreiz hat, von ihrer abwartenden Haltung abzurücken, ist auch für das Jahr 2026 nicht mit weiteren Zinssenkungen zu rechnen. Bei einer Wachstumsschwäche oder einer zu starken Aufwertung des Euro dürfte der Druck auf die EZB die Leitzinsen zu senken allerdings zunehmen. Auch bei einer längeren Unterschreitung des Inflationsziels könnte es zu einer Zinssenkung kommen. **Aufgrund der Kombination aus gleichbleibenden Leitzinsen, mehr Neuemissionen bei Bundesanleihen und der Konjunkturbelebung in Deutschland erwarten wir eine Rendite von drei Prozent für zehnjährige deutsche Staatsanleihen bis Ende 2026.**



Die Spreads von **Euro-Unternehmensanleihen** befinden sich nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau. Grund dafür sind die attraktiven Renditen sowie die nach wie vor soliden Bilanzen der meisten europäischen Unternehmen. Im Vergleich zu Staatsanleihen, wo sich die Bonität zunehmend verschlechtert, wirken viele Unternehmensanleihen geradezu solide. Im High-Yield-Segment hat die Dispersion der Renditen zugenommen, wodurch die aktive Selektion an Bedeutung gewinnt. Das Risiko von Spread-Ausweitungen ist allerdings bei High-Yield höher als bei besseren Bonitäten. Wir empfehlen eine Übergewichtung von Investment-Grade-Anleihen, während High-Yield-Anleihen sowie europäische Staatsanleihen aufgrund erhöhter Risiken und Volatilität nur neutral gewichtet werden.

sollten. Aufgrund der weiterhin robusten Wachstumsdynamik erscheinen Anleihen aus dem Bankensektor sowie Versorgungs- und Infrastrukturunternehmen attraktiv, da sie von den steigenden Infrastrukturausgaben profitieren.

These 2: Ende des Jahres 2026 wird die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen 4,5 Prozent betragen.

In den USA sind Unternehmensanleihen attraktiver als Staatsanleihen

Seit dem Amtsantritt von Donald Trump ist die Volatilität an den Rentenmärkten gestiegen. Die Renditen von länger laufenden **US-Staatsanleihen** befinden sich seit Jahresanfang in einer Seitwärtsbewegung, während sie sich bei den zwei- bis siebenjährigen Treasuries aufgrund geringerer Wachstums- und höherer Zinssenkungserwartungen deutlich verringert haben. Auch 2026 bleibt das Umfeld für Treasuries unsicher. Trumps Druck auf die Fed, die Zinsen zu senken, nährt die Sorgen vor einer langfristig höheren Inflation und führt tendenziell zu höheren Risikoauflschlägen.

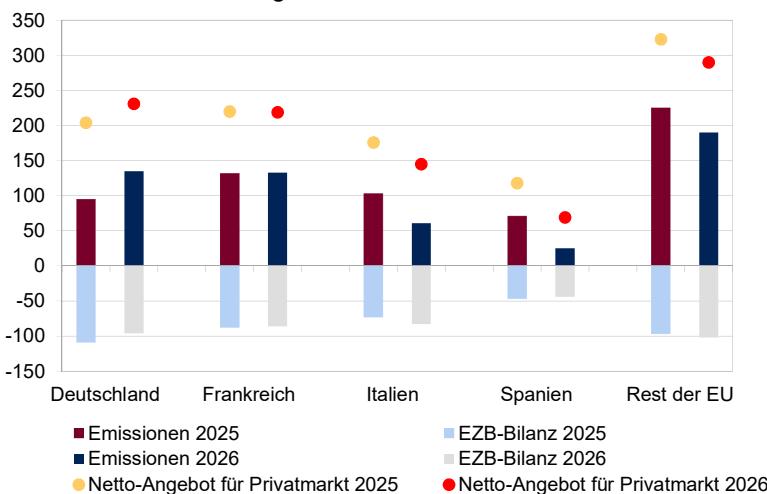
Für 2026 erwarten wir drei Zinssenkungen der Fed. Bei kurzen Laufzeiten fiele dadurch die Rendite, bei langen Laufzeiten stiege sie durch den Inflationsaufschlag.

Gleichzeitig fährt die Regierung weiterhin deutliche Haushaltsdefizite ein, bei denen nicht absehbar ist, wann sie gegenfinanziert werden. **In diesem Umfeld sehen wir die Rendite von zehnjährigen US-Treasuries Ende 2026 bei 4,5 Prozent.** Da außerdem eine weitere Abwertung des US-Dollar zu erwarten ist, die für zusätzlichen Gegenwind sorgt, empfiehlt es sich für Investoren, US-Staatsanleihen im Portfolio stark unterzugewichten.

Bei **US-Dollar-Unternehmensanleihen** sind die Spreads nach wie vor eng. Nach einem starken Anstieg im Nachgang der Zollankündigungen am 2. April haben sich die Spreads wieder eingeeengt und sind zurück auf den niedrigen Niveaus von 2021. Für Investment-Grade-Anleihen besteht wie in Europa ein attraktives Umfeld, da die Renditen relativ hoch und die Bilanzen robust sind.

Bei High-Yield-Anleihen gab es zuletzt einen leicht steigenden Renditetrend, da die Unsicherheit über den Zustand der US-Konjunktur zugenommen hat. Dabei hat sich die Zusammensetzung innerhalb des Segments verbessert. So hat sich das durchschnittliche Rating des iBoxx US High-Yield-Index seit Jahresanfang von B auf B+ erhöht, während der Anteil der CCC-gerateten Unternehmen von 4,8 auf 2,7 Prozent des Index zurückgegangen ist. **Doch auch wenn das Umfeld für Unternehmensanleihen insgesamt noch gut aussieht, sollten innerhalb dieser Assetklasse bonitätsstärkere Anleihen bevorzugt werden, die auch eine gute Alternative zu volatilen US-Treasuries bieten.**

Netto-Veränderung des Staatsanleihenvolumens



Renten Maßnahmen

Maßnahme 1: Anleihen leicht untergewichtet.

Auch wenn sich die Renditen noch auf einem ansehnlichen Niveau befinden, sind sie im Vergleich zu anderen Assetklassen weniger attraktiv.

Maßnahme 2: Europäische Staatsanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Die Renditeniveaus sind zwar noch attraktiv, doch werden Staatsanleihen durch ein hohes Angebot und erhöhte Volatilität durch politische Risiken belastet.

Maßnahme 3: US-Staatsanleihen sollten stark untergewichtet werden.

Obwohl die Renditeniveaus noch hoch sind, ist aufgrund der Politik mit erhöhter Volatilität zu rechnen. Bei einer weiteren US-Dollar-Abschwächung gibt es zusätzlichen Gegenwind.

Maßnahme 4: Unternehmensanleihen mit Investment Grade sollten leicht übergewichtet werden.

Spreads bei Unternehmensanleihen sind eng, aber sie sind eine gute Alternative zu volatilen Staatsanleihen.

Maßnahme 5: High-Yield-Unternehmensanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Auch High-Yield-Anleihen haben enge Spreads und sind entsprechend teuer. Aus Rendite-Risiko-Gesichtspunkten sind in dem volatileren Umfeld jedoch sicherere Investment-Grade-Anleihen zu bevorzugen.

Strategiebeitrag Renten in 2026

Auch in 2026 behalten Anleihen eine wichtige Rolle innerhalb eines Portfolios, um Diversifikation sicherzustellen. Renditeniveaus sind weiterhin attraktiv, aber im Vergleich zu Aktien wirkt sie eher abgeschlagen. Bei Unternehmensanleihen sind sicherere Investment-Grade-Anleihen zu bevorzugen.

Aktien: Starke Märkte, politische Risiken

Trotz eines von handelspolitischen Spannungen und politischen Unsicherheiten geprägten Umfelds entwickelten sich die internationalen Aktienmärkte im Jahr 2025 äußerst robust. So verzeichnete der MSCI World in US-Dollar einen Anstieg von 19,9 Prozent, europäische Aktien (MSCI Europe) legten um 30,5 Prozent zu und asiatische Aktien (MSCI AC Asia) stiegen um 27,6 Prozent. In den USA gehörten Alphabet, NVIDIA und Microsoft zu den Unternehmen mit der besten Performance unter den sogenannten „*Magnificent Seven*“. Während in den USA weiterhin das Thema Künstliche Intelligenz für Kursfantasien sorgt, waren in Europa vor allem Banken und Rüstungswerte gefragt. Politische Faktoren, insbesondere in den USA, bleiben jedoch ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor, ebenso wie die teilweise hohen Bewertungen einzelner Marktsegmente.

These 1: Ängste vor einer Blasenbildung bei KI-Aktien erscheinen übertrieben.

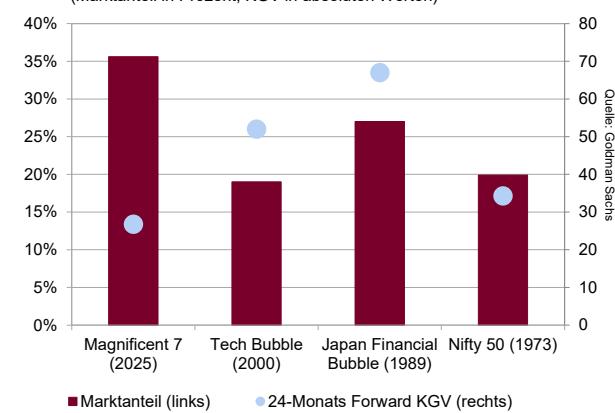
Seit über zwei Jahren treiben die Hoffnungen auf weitreichende Produktivitätsgewinne durch den Einsatz Künstlicher Intelligenz die Aktienkurse einiger weniger US-Großkonzerne an. Inzwischen nehmen die Sorgen zu, dass es sich bei dieser Rallye um eine spekulative Blase handeln könnte. **Der KI-Boom wird durch massive private Investitionen angetrieben. Doch ob und wann sich diese rentieren werden, ist ungewiss.** KI-Technologien sind inzwischen weit verbreitet. Mehr als 800 Millionen Menschen nutzen mindestens einmal pro Woche ChatGPT. Die gesamtwirtschaftliche Produktivität hat sich dadurch bislang jedoch nicht erhöht. Manches spricht dafür, dass die Erträge und Produktivitätsgewinne von KI-Investitionen einer J-Kurve folgen, also erst nach einer gewissen Zeit positiv werden.

Nicht nur die Schnelligkeit und die Höhe dieser Investitionen, sondern auch deren Zirkularität wirft Fragen auf. Ende September 2025 kündigte NVIDIA an, bis zu 100 Milliarden US-Dollar in OpenAI zu investieren, um eine neue Generation von Rechenzentren zu finanzieren. Im Gegenzug verpflichtete sich OpenAI, Millionen von NVIDIA-Chips für diese Zentren zu kaufen. Einige Tage später schloss OpenAI eine ähnliche Vereinbarung über mehrere Milliarden US-Dollar mit AMD ab. Diese Deals wurden von Investoren gefeiert, sorgten aber auch für Stirnrunzeln, da sie unübersichtlich und geradezu inzestuös wirken.

Überkreuzbeteiligungen und zirkuläre Geschäfte mögen verwirrend sein, sind aber nicht zwangsläufig ein Anzeichen für eine Blase. Bedenklich wird es erst, wenn Investitionen durch Kapitalerhöhungen und/oder eine stark steigende Verschuldung finanziert werden. Das ist aktuell noch nicht der Fall. Weitere Warnzeichen für eine Blase wären eine massive Welle von Börsengängen von KI-Unternehmen, Akquisitionen, die überwiegend mit eigenen Aktien finanziert werden, oder die Einstellung des Rückkaufs eigener Aktien. Keines dieser drei Signale für eine Blase ist derzeit im KI-Sektor zu erkennen.

Auch bei der Frage, ob die Investitionen in KI zu hoch sind, muss differenziert werden. Auf der Ebene eines einzelnen Unternehmens lässt sich kaum mit Sicherheit sagen, ob und wann sich die aktuellen Investitionen als rentabel erweisen werden. Wenn sich aber der gesamte Sektor derzeit in einer Blase befinden würde, wären die aggregierten KI-Investitionen viel zu hoch und in der Summe langfristig nicht rentabel. Für beides gibt es aber keine überzeugenden Beweise. Mit Blick auf die Höhe der gesamten KI-Investitionen darf man sich nicht von den nominalen Zahlen blenden lassen. Die historischen Investitionen in Infrastruktur erreichten in der Regel einen Höchststand von zwei bis fünf Prozent des BIP. Während der Elektrifizierung der Fertigung in den 1920er Jahren und während des IT-Booms Ende der 1990er Jahre lagen die Investitionen in der Spitzte bei etwa anderthalb bis zwei Prozent des BIP. Die KI-Investitionen in den USA in den letzten zwölf Monaten liegen unter einem Prozent des BIP, was im historischen Vergleich ein großer, aber nicht übermäßiger Impuls ist.

Top 7-Unternehmen im Vergleich
(Marktanteil in Prozent, KGV in absoluten Werten)



Eine Studie des MIT äußerte allerdings **Skepsis darüber, ob generative KI überhaupt einen signifikanten Mehrertrag schaffen kann.** Unternehmen müssen zunächst herausfinden, wie sie KI-Anwendungen am besten in ihre Geschäftsprozesse integrieren. Nur wenn sie dies erfolgreich tun, können sie deutliche Produktivitätssteigerungen erzielen. Solange Unternehmen aber davon überzeugt sind, sich durch ihren First-Mover-Vorteil einen überdurchschnittlichen Anteil der Gewinne aus dem KI-Einsatz sichern zu können, und solange kontinuierliche Investitionen in Rechenkapazitäten zu einer Verbesserung der KI-Leistung führen, sollte der KI-Boom anhalten.

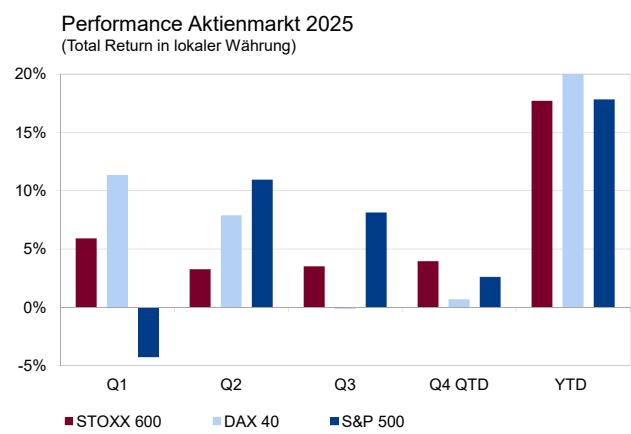
Zwar ist der Marktanteil der KI-Unternehmen an den Aktienmärkten sehr hoch, doch im historischen Vergleich wirken die Kurs-Gewinn-Verhältnisse nicht zu hoch. Die **typischen Anzeichen für eine Blase** – nämlich dauerhafte und extreme Fehlbewertungen, die von zunehmender Verschuldung und Sorglosigkeit getrieben werden – sind in der KI-Branche (noch) nicht zu erkennen.

These 2: Europäische Aktien sind attraktiv bewertet, doch die Dynamik spricht weiterhin für die USA.

Für europäische Aktienanleger war 2025 insgesamt ein erfolgreiches Jahr. Der Markt trotzte einem schwierigen Umfeld, das durch den anhaltenden russischen Krieg gegen die Ukraine, die US-amerikanischen Zölle auf europäische Waren und die politische Lähmung in Frankreich geprägt war. Der Markt erzielte eine beachtliche Performance, wenngleich das Tempo im zweiten Halbjahr nachließ. Getrieben wurden die europäischen Aktienmärkte durch die Sektoren Finanzwesen, Energie, Versorger und Teile der Industrie. Aufgrund der Outperformance von Banken- und Rüstungswerten erhöhte sich der Anteil der Finanz- und Industrietitel im STOXX 600 auf rund 42 Prozent. Dadurch ist der Index wieder zyklischer geworden, wobei die zyklischen Unternehmen heutzutage qualitativ robuster und profitabler sind als noch vor 20 Jahren.

Es gibt fundamentale, bewertungsseitige und markttechnische Argumente, die weiterhin für europäische Aktien sprechen. Laut Schätzungen von Allianz Global Investors wird für das Jahr 2026 ein Gewinnwachstum von rund 12 Prozent erwartet. Dieses Wachstum wird von etwa der Hälfte der Sektoren getragen, darunter Banken, Versorger, Telekommunikation, Bergbau und Baumaterialien.

Im Vergleich zu den USA wirken europäische Aktien günstig bewertet. So handelt der STOXX 600 bei einem 12-monatigen Forward-KGV von 14,8, US-Aktien hingegen bei 22,7, was einem Bewertungsabschlag von 35 Prozent gegenüber den USA entspricht. Dieser Abschlag liegt noch unter dem 20-Jahres-Durchschnitt von 18,9 Prozent. Ein weiterer positiver Faktor sind die Kapitalzuflüsse. Sowohl in passiven als auch in aktiven Fonds haben die Mittelzuflüsse in europäische Aktien wieder zugenommen. Dies unterstützt die laufenden Sektortrends. Da internationale Investoren in Europa immer noch unterinvestiert sind, gibt es Spielraum für weitere Zuflüsse und damit für zusätzliche Kursimpulse.



Doch es gibt auch Risiken. Die makroökonomische Unsicherheit bleibt hoch. Die steigende Staatsverschuldung belastet die Anleihenmärkte und könnte zu höheren Kapitalmarktzinsen führen. Bei anhaltender politischer Unsicherheit in Frankreich könnten Sorgen vor einer neuen Eurokrise auftreten. Die Auswirkungen des deutschen Fiskalpakets für Rüstung und Infrastruktur könnten hinter den Erwartungen zurückbleiben. Zudem belasten der verschärfte US-Protektionismus und die Unsicherheit über die künftige US-Zollpolitik die Exporte der EU. Innerhalb der EU sind die Wachstumsperspektiven uneinheitlich. Exportorientierte Länder wie Deutschland leiden stärker unter Handelskonflikten, während Länder wie Frankreich oder Spanien, die stärker am Binnenmarkt orientiert sind, davon weniger betroffen sind.

Unter all diesen Faktoren könnte die Gewinnentwicklung leiden. Bereits 2025 standen die Gewinne der europäischen Unternehmen unter Druck. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar reduzierte die Einnahmen

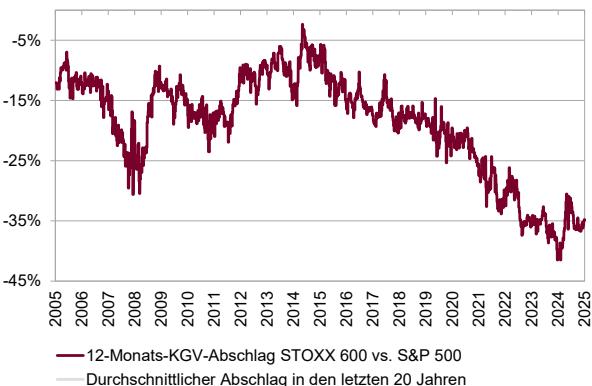
aus dem Auslandsgeschäft. Der Kostendruck im Inland durch hohe Energiepreise – insbesondere in Deutschland – sowie steigende Tarif- und Mindestlöhne hält an. Hinzu kommt der durch Demografie und Migrationspolitik verschärzte Fachkräftemangel.

Trotz der genannten Risiken dürften die Rüstungsindustrie und der Finanzsektor auch 2026 den europäischen Aktienmarkt stützen. Im Verteidigungsbereich sind die Investitionen seit 2022 deutlich gestiegen. Sie werden durch NATO-Ziele und Programme wie den „ReArm Europe Plan/Readiness 2030“ gestützt. Der Markt dürfte in den kommenden Jahren, insbesondere in den Bereichen Ausstattung und Technologie, stark wachsen. Nach der Rallye in diesem Jahr sind die Bewertungen allerdings schon spürbar angestiegen, wodurch die Kursfantasie leidet.

Die Einschätzung für Banken ist optimistischer. Durch die wieder steilere Zinskurve wird die Fristentransformation profitabler. Hinzu kommen Zuwächse im Kreditgeschäft. Effizienzprogramme, Übernahmefantasien, attraktive Dividenden und Aktienrückkäufe treiben die Kurse zusätzlich an. Dank einer stabilen Ertragsbasis sowie struktureller Trends wie der wachsenden wirtschaftlichen und strategischen Autonomie Europas bleibt der Finanzsektor auch im kommenden Jahr ein Performance-Treiber für den europäischen Aktienmarkt.

Nach einer langen Phase der Underperformance konnten europäische Aktien im ersten Quartal 2025 den US-amerikanischen Aktienmarkt endlich wieder einmal schlagen. In den folgenden beiden Quartalen drehte sich das Bild jedoch wieder um. **Auch 2026 dürften europäische Aktien im Schatten des US-Markts bleiben.** Das alles dominierende Thema am Aktienmarkt wird vermutlich Künstliche Intelligenz bleiben, bei dem eine Handvoll US-Unternehmen den Markt dominieren. Es besteht die Chance, dass internationale Investoren wegen der attraktiven Bewertungen erneut in größerem Umfang nach Europa zurückkehren, so wie zu Jahresbeginn. Wenn es jedoch darum geht, in Zukunftstechnologien zu investieren, ist der US-amerikanische Aktienmarkt alternativlos.

Bewertungsaufschlag europäischer Aktien gegenüber US-Aktien (Beginn: 25.11.2005, in Prozent)

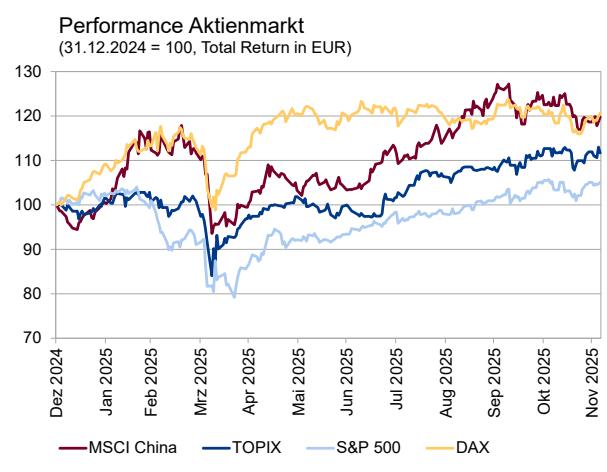


Der europäische Aktienmarkt hat in diesem Jahr davon profitiert, dass der US-Dollar stark abgewertet hat und so die Gewinne von Aktienanlegern außerhalb der USA deutlich geschränkt wurden. Wir erwarten auch für 2026 eine Dollar-Schwäche, aber wesentlich moderater als in diesem Jahr. Dadurch verbessert sich die Attraktivität des US-Markts für ausländische Anleger. In lokaler Währung dürften US-Aktien 2026 den europäischen Markt einmal mehr schlagen. In Euro gerechnet dürfte das Rennen hingegen etwas knapper ausfallen.

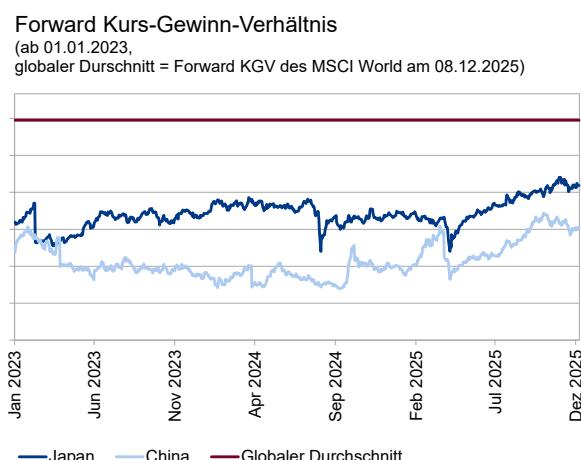
These 3: Japans Aktienmarkt ist weiterhin attraktiv und sollte neutral gewichtet werden.

Nach Jahren der Deflation zählt Japan mit einer Inflationsrate von rund drei Prozent inzwischen zu den entwickelten Volkswirtschaften mit vergleichsweise hoher Inflation. Die Löhne stiegen 2025 um mehr als fünf Prozent. Das löste bei den Unternehmen zwar einen Kostendruck aus, förderte aber über höhere Reallöhne auch den Konsum. Aus Sicht der japanischen Unternehmen scheint das zweite Argument einen höheren Stellenwert zu haben, denn sie investieren weiterhin viel in produktivitätssteigernde Technologien und Software. Analysten der Investmentbank Nomura schätzen, **dass 70 Prozent des BIP-Wachstums in Japan von Investitionsausgaben und Konsum getrieben werden.** Hinzu kommt der starke Andrang ausländischer Touristen, die vom billigen Yen angelockt werden. Der Anteil des Tourismus am BIP wird 2025 von 0,9 Prozent im Jahr 2019 auf rund 1,7 Prozent steigen.

Die neue japanische Premierministerin Sanae Takaichi, die als erste Frau dieses Amt bekleidet, vertritt eine **wachstumsfreundliche Politik**, was von den Aktienmärkten positiv bewertet wird. Allerdings vertreten die Parteien, die Takaichi unterstützen, zum Teil gegensätzliche Positionen zur künftigen Fiskalpolitik des Landes. Dennoch sollte ihre Wahl mittelfristig positive Auswirkungen auf die Märkte haben.



Anleger unattraktiv. Der Aktienmarkt wird von der chinesischen Regierung streng reguliert. So ist etwa der ausländische Anteil an chinesischen Unternehmen regulatorisch begrenzt. Die Gesamtwirtschaft wird durch die niedrige Geburtenrate und den weiterhin schwachen Immobilienmarkt belastet. Zusätzlich bremsen die deflationären Tendenzen, die Erinnerungen an das Japan der 1990er Jahre wecken. Auch die Nähe Chinas zu Russland wirkt für viele ausländische Investoren abschreckend.



Im April 2025 gab es **Rekordzuflüsse in japanische Aktien** mit einem Wert von 8,21 Billionen Japanischen Yen, was 56,6 Milliarden USD entspricht. Der Zufluss kam vor allem von institutionellen Investoren und könnte ein Hinweis darauf sein, dass Japan als Diversifikation zu den USA gesehen wird. Der japanische Aktienmarkt ist vergleichsweise günstig und der TOPIX hat, gemessen am Total Return in Euro, 2025 sogar deutlich besser performed als der S&P 500. Für 2025 werden insgesamt Nettozuflüsse prognostiziert, was im Kontrast zu jahrelangen Nettabflüssen (mit Ausnahme von 2023) steht. Allerdings gibt es auch einige ernüchternde Entwicklungen. So sind beispielsweise jüngst im TOPIX nicht nur der Return on Equity und die Gewinne pro Aktie gesunken, sondern gleichzeitig ist auch das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis gestiegen. Auch japanische Aktien sind also teurer geworden.

These 4: Der chinesische Aktienmarkt bietet keine ausreichenden Investitionsanreize.

Anfang 2025 schien das chinesische KI-Unternehmen DeepSeek die US-Dominanz in diesem Bereich gefährden zu können. **Dennoch bleibt der Markt für ausländische**

Trotz der guten Performance des MSCI China und trotz niedriger Bewertungen raten wir von chinesischen Aktien ab. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist seit 2024 gestiegen und der MSCI China birgt ein hohes Klumpenrisiko, da rund 30 Prozent auf die Aktien von Tencent und Alibaba entfallen. Einige Unternehmen, die überwiegend in China operativ tätig sind, sind entweder Offshore oder sogar in den USA gelistet. So ist zum Beispiel PonyAI, ein Betreiber autonomer Fahrzeuge, an der NASDAQ gelistet. Um Exposure zu China aufzubauen, muss man also nicht unbedingt direkt in den chinesischen Aktienmarkt investieren.

These 5: Die aktuelle Schwächephase des Qualitätsfaktors ist kein Hinweis auf einen strukturellen Bruch.

Der Faktor Qualität gehört seit vielen Jahren zu den verlässlichsten und am besten dokumentierten Stilfaktoren am globalen Aktienmarkt. In den meisten historischen Zeiträumen haben Unternehmen mit hoher Profitabilität, stabilen Cashflows und soliden Bilanzen besser abgeschnitten als der breite Markt – bei geringeren Schwankungen und robusteren Ergebnissen in Krisenphasen.

Diese Kombination aus struktureller Stärke und günstigen Risikoeigenschaften macht den Qualitätsfaktor zu einem zentralen Baustein eines langfristig ausgerichteten Aktienportfolios.

Während Qualität früher häufig mit defensiven Sektoren und niedriger Volatilität gleichgesetzt wurde, hat sich das Verständnis dieses Faktors weiterentwickelt. Heute umfasst Qualität eine breitere Mischung aus finanzieller Solidität, hoher Kapitalrendite, verlässlicher Margenstruktur und überlegener Wettbewerbsposition. Strukturelle Wachstumsperspektiven spielen dabei eine immer größere Rolle. **Qualität ist somit kein rein defensiver Stil mehr**, sondern beschreibt unternehmerische Exzellenz, die in Industrie-, Technologie- oder Gesundheitswerten zu finden ist.

Die Underperformance des Faktors Qualität in den vergangenen zwei bis drei Jahren hat in erster Linie zyklische Gründe. Phasen ausgeprägter Risikofreude begünstigten spekulativere Titel und „High-Beta“-Segmente, während berechenbare Geschäftsmodelle weniger gefragt sind. Gleichzeitig führten die starken Outperformance-Phasen der Qualitätswerte in der Dekade nach der Finanzkrise zu sehr hohen Bewertungen im Qualitätssegment. In den letzten Quartalen kam es daher zu einer gewissen Bewertungsnormalisierung. Die zunehmende Indexkonzentration auf wenige große Technologieunternehmen, die nicht in jedem Qualitätsansatz gleich stark gewichtet sind, verstärkte diese Tendenz zusätzlich. Hinzu kam das gestiegene Zinsniveau, das Geschäftsmodelle mit längerer Ertragsdauer zeitweise belastete.

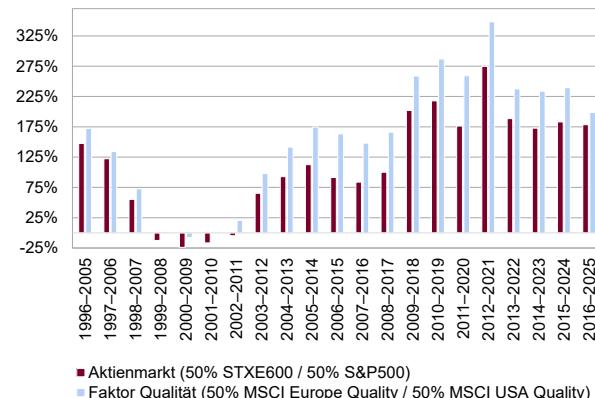
Trotz dieser zyklischen Gegenwinde spricht vieles dafür, **Qualität als strategischen Kernbaustein** beizubehalten. Unternehmen mit hoher Profitabilität, stabilen Bilanzen und resilienten Geschäftsmodellen können wirtschaftliche Schwächenphasen besser abfedern und strukturelle Veränderungen besser bewältigen. Historisch betrachtet kehrt Qualität nach Perioden relativer Schwäche regelmäßig mit attraktiven Renditen zurück. So gab es in der Vergangenheit immer wieder mehrjährige Phasen deutlicher Underperformance – etwa in den Jahren 2003 bis 2006 mit vier Jahren in Folge –, in denen andere Stilfaktoren dominierten.

Entscheidend ist jedoch der **Blick auf längere Zeiträume**. Über alle rollierenden Zehn-Jahres-Zeiträume, die solche

Schwächenphasen einschließen, konnte der Qualitätsfaktor konsistent überdurchschnittliche Renditen erzielen. Das unterstreicht, dass kurzfristige Rückschläge typischerweise keine strukturellen Trendbrüche markieren, sondern Teil des gewöhnlichen Faktorzyklus sind. Zugleich bleibt Qualität ein Faktor, dessen Potenzial Anleger in euphorischen Marktphasen häufig unterschätzen. Genau dann entstehen attraktive Einstiegspunkte.

Langfristig gesehen spricht vieles dafür, dass Qualität auch künftig einen **wichtigen Beitrag zu einem stabilen, risikoarmen Aktienportfolio leisten wird**. In einem von geopolitischen Unsicherheiten, hohen Schuldenständen und tiefgreifenden Transformationsprozessen geprägten Umfeld gewinnen robuste Geschäftsmodelle und finanzielle Resilienz an Bedeutung. Qualität bleibt somit ein Baustein, der über Zyklen hinweg Stabilität und Verlässlichkeit in der Vermögensstrukturierung bietet.

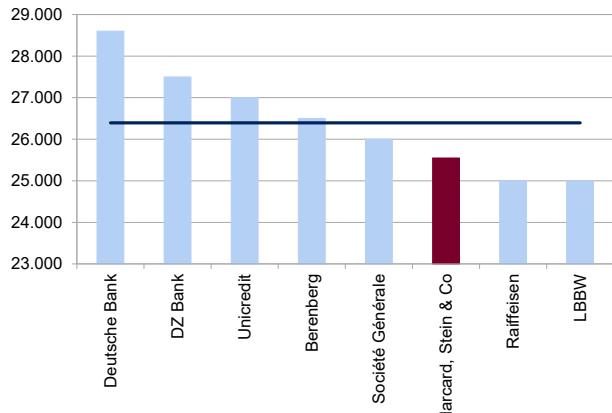
Markt- versus Faktorperformances
(Rollierende 10-Jahres-Zeiträume)



These 6: Am Jahresende 2026 wird der DAX bei 25.550 Punkten stehen.

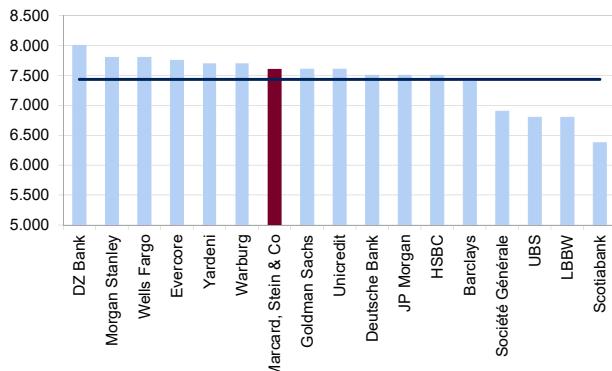
Für 2026 rechnen wir beim DAX mit begrenztem, aber intaktem Aufwärtspotenzial. Ein stabileres globales Umfeld, höhere Gewinnprognosen und das deutsche Fiskalpaket sprechen für zusätzliche Unterstützung. Gleichzeitig wirken sich US-Zölle, Schuldenrisiken in Europa und Zweifel an der Wirksamkeit politischer Maßnahmen belastend aus. Zwar geben Rüstungs- und Finanzwerte Rückenwind, doch im Vergleich zu den USA bleibt Europa zurück.

DAX-Prognosen für Ende 2026 (Linie = Mittelwert)



These 7: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende 2026 bei 7.600 Punkten.

Für den US-Aktienmarkt erwarten wir im Jahr 2026 erneut eine überdurchschnittliche Entwicklung. Unterstützend wirken ein marktfreundliches Politikumfeld, Leitzinssenkungen, die steuerliche Entlastung von 129 Milliarden Dollar aus dem „One Big Beautiful Bill Act“ sowie eine höhere operative Effizienz und KI-getriebene Produktivität. Trotz des hohen Gewichts von KI-Unternehmen erscheinen die Bewertungen im historischen Kontext solide. Klassische Blasenmerkmale sind derzeit nicht erkennbar. Volatilität ist weiterhin möglich, doch der übergeordnete Trend zeigt nach wie vor nach oben.

Prognosen für den S&P 500 für Ende 2026
(Linie = Mittelwert)

Aktien Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktien übergewichtet

Ein robustes konjunkturelles Umfeld und die Aussicht auf weiter sinkende Zinsen sprechen für eine Übergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen – nicht zuletzt angesichts der weiter steigenden globalen Staatsverschuldung.

Maßnahme 2: Übergewichtung von US-Aktien

Trotz der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums bleibt das BIP-Wachstum der USA überdurchschnittlich, gerade im Vergleich zu anderen Industrieländern. Unterstützend wirken ein marktfreundliches Politikumfeld, erwartete Leitzinssenkungen, die steuerliche Entlastung sowie eine höhere operative Effizienz und KI-getriebene Produktivitätsgewinne.

Maßnahme 3: Europäische Aktien neutral gewichtet

Es gibt fundamentale, bewertungsseitige und technische Argumente, die den Markt stützen. Zu den Risiken zählen die Unsicherheiten bezüglich der Wirksamkeit des deutschen Fiskalpakets, die US-Zölle sowie die steigende Staatsverschuldung in Europa. Da das dominierende Thema am Aktienmarkt die Künstliche Intelligenz bleibt, wird Europa auch im kommenden Jahr im Schatten der USA stehen.

Maßnahme 4: Japanische Aktien neutral gewichtet

Japanische Aktien erfreuen sich zunehmender Attraktivität. Dafür spricht vor allem die wachstumsfreudliche Politik der neuen japanischen Premierministerin Sanae Takaichi. Des Weiteren werden Japanische Aktien zunehmend als Diversifikation zu US-Aktien gesehen. Durch die Kapitalzuflüsse internationaler Investoren sind japanische Aktien allerdings etwas teurer geworden.

Strategiebeitrag Aktien in 2026

Der Aktienmarkt ist im Vergleich zu Geld- und Anleihamarkten attraktiver geworden. Anleger können auch 2026 von einem soliden Wirtschaftswachstum mit Aktien profitieren, auch wenn die höheren Bewertungen Vorsicht gebieten. Aktien bleiben daher ein wichtiger Bestandteil jedes Portfolios und bieten als Sachwerte zudem einen gewissen Schutz vor Inflation.

Rohstoffe: Gold im Aufwind, Ölpreis unter Druck

Positive Stimmung bei Gold hält an

These 1: Gold steigt bis Jahresende 2026 auf 4.500 US-Dollar je Feinunze.

Das Umfeld für Gold bleibt positiv

Auch in 2025 konnte der Goldpreis eine fulminante Rallye verzeichnen. Im Verlauf des Jahres markierte er auf Tagesbasis 59 Allzeithöchs und stieg in der Spitzte bis auf 4.346 US-Dollar je Feinunze. Per Ende November lag die Performance in US-Dollar bei rund 60 Prozent. Damit könnte das Jahr 2025 eines der fünf besten Jahre für den Goldpreis seit 1970 werden. Die Gründe für den kräftigen Preisanstieg sind vielfältig. Zu ihnen zählen politische und geopolitische Unsicherheiten, anhaltende Zentralbankkäufe, vor allem aus den Schwellenländern sowie Investoren, die nach Möglichkeiten der Diversifikation in ihren Portfolios suchen.

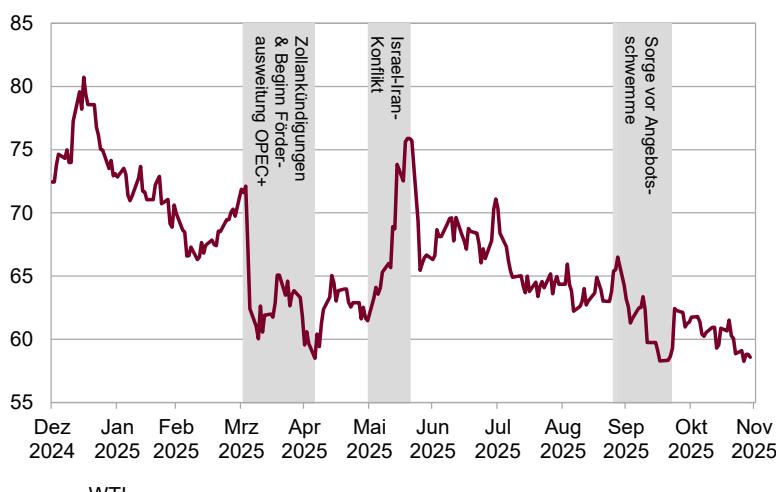
Für das Jahr 2026 erwarten wir ein weiterhin positives Umfeld für den Goldpreis. Ähnlich wie in 2025 erwarten wir anhaltende Goldkäufe der Zentralbanken aus den Schwellenländern. Vor allem die

chinesische Zentralbank PBOC dürfte auch weiterhin auf dem weltweiten Goldmarkt aktiv bleiben. In den letzten drei Jahren hat die PBOC ihre Goldreserven mit über 350 Tonnen am stärksten aufgestockt. Im Jahr 2025 lagen die offiziellen Zukäufe der PBOC deutlich unter dem Niveau von 2024, die inoffizielle Zahl der Zukäufe dürfte allerdings deutlich höher ausfallen. Das Streben nach einer Reduktion der US-Dollar-Reserven und einer damit einhergehenden größeren Unabhängigkeit vom US-Dollar dürfte auch im Jahr 2026 die Nachfrage positiv beeinflussen.

Auch seitens der ETF-Investitionen dürfte Gold weiterhin Unterstützung erhalten. Laut den Daten der UBS liegen die Goldbestände der ETFs per Ende November 2025 auf dem Niveau der Höchststände aus den Jahren 2020 und 2022. **Die diversifizierenden und risikomindernden Eigenschaften von Gold dürften auch im Jahr 2026 bei Investoren gefragt bleiben und Zuflüsse in ETFs begünstigen.**

Die makroökonomischen Determinanten **US-Dollar und Realverzinsung** dürften dem Goldpreis ebenfalls Rückenwind verleihen. In den letzten beiden Jahren wurde die Wirkung dieser beiden Faktoren durch eine starke Nachfrage vonseiten der Zentralbanken und Investoren überlagert. Wir gehen dennoch davon aus, dass beide Faktoren weiterhin gelten und den Goldpreis stützen. Wir erwarten, dass die Fed im nächsten Jahr drei Zinssenkungen durchführen wird. Dadurch dürfte der US-Dollar an Wert verlieren, die Realverzinsung bei kurzen Laufzeiten sinken und der Goldpreis profitieren.

WTI-Preisentwicklung in 2025
(in USD je Barrel)



Der Ölpreis wird weiter sinken

These 2: Zum Jahresende 2026 wird der WTI-Ölpreis bei 54 US-Dollar pro Barrel liegen.

Der Ölpreis gab im Jahr 2025 unter erhöhter Volatilität deutlich nach. Per Ende November lag die Jahresperformance des Ölpreises in US-Dollar bei rund -19 Prozent. **Damit rentiert der Ölpreis nach einem schwachen Jahr 2023 und einer Null-Performance im Jahr 2024 erneut deutlich im Minus.** Gründe für die Ölpreisschwäche sind unter anderem die deutliche Förderausweitung der OPEC+-Staaten, das damit einhergehende Überangebot auf dem Markt sowie konjunkturelle Unsicherheiten aufgrund der US-Zollpolitik.

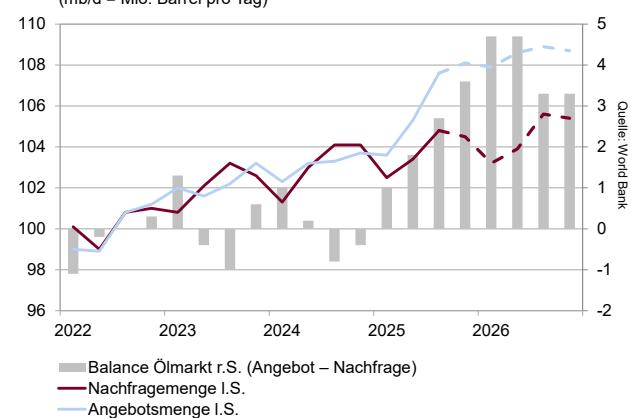
Zu Beginn des Jahres konnte der Ölpreis aufgrund einer robusten Konjunktur noch zulegen. Die Zollankündigungen Anfang April führten allerdings zu deutlich höheren konjunkturellen Unsicherheiten und drückten den Ölpreis. Zudem begann die OPEC+ ihre freiwillig auferlegten Förderkürzungen deutlich schneller als erwartet zurückzufahren. Die Spannungen zwischen Israel und dem Iran sowie die Einmischung der USA in den Konflikt ließen den Ölpreis von seinem bisherigen Jahrestief Anfang Mai 2025 um ca. 30 Prozent auf rund 76 USD je Barrel Mitte Juni ansteigen. Anschließend belasteten zeitweise Anzeichen für eine Beendigung des Russland-Ukraine-Konflikts sowie die Sorge vor einem Überangebot die Preise.

Bis März 2025 bestanden vonseiten der **OPEC+-Mitgliedsstaaten massive Förderkürzungen in Höhe von 5,85 Millionen Barrel pro Tag (mb/d)**. Diese teilten sich auf drei Schichten auf. Die erste Schicht umfasste eine freiwillige Förderkürzung einiger Mitglieder um 2,2 mb/d. Hinzu kam eine Förderkürzung von acht Mitgliedstaaten um 1,7 mb/d sowie eine organisationsweite Kürzung um zwei mb/d. Seit April 2025 werden die Förderkürzungen schrittweise zurückgenommen, jedoch deutlich schneller als zunächst angenommen. Bis Ende September wurde die Förderkürzung von 2,2 mb/d bereits aufgehoben. Laut der Weltbank sind die freien Kapazitäten der OPEC+ von 7,3 mb/d um ca. 59 Prozent auf drei mb/d gesunken.

Grund für die schnelle Rücknahme der Förderkürzungen dürfte die **Rückgewinnung von Marktanteilen der OPEC+-Staaten angesichts der Förderausweitung von Ländern außerhalb der OPEC+ sein**. Darüber hinaus dürften die USA ein Interesse daran haben, dass die Ölpreise

weiter sinken. Die Bemühungen der USA, die Beziehung zu Saudi-Arabien zu stärken, zielen neben wirtschaftlichen Abkommen vermutlich auch darauf ab, Einfluss auf die Ölförderung zu gewinnen. Denn eine Ausweitung der Förderung durch die OPEC+ bzw. Saudi-Arabien dürfte den Ölpreis senken und in den USA zu einer niedrigeren Inflation führen. Zwar kündigte die OPEC+ unlängst eine Pause der Förderausweitung für das erste Quartal 2026 an, dennoch dürfte die Rücknahme der Förderkürzungen im Jahr 2026 fortgesetzt werden.

Ölmarkt: Angebot und Nachfrage
(mb/d = Mio. Barrel pro Tag)



Mit dem Streben nach niedrigeren Ölpreisen zur Drosselung der Inflation dürften die USA aber auch die heimischen Produzenten unter Druck setzen. Laut einer Umfrage der Dallas Fed aus dem September 2025 sehen einige Unternehmen der Ölbranche die US-Zölle und das Drängen auf niedrigere Ölpreise als Problem für ihre Geschäftsaktivitäten. Die amerikanische Ölindustrie kämpft zudem mit steigenden Kosten. Laut dem Datenanbieter Enverus liegen die aktuellen Break-even-Preise für WTI bei 70 US-Dollar je Barrel. Entsprechend erwartet die U.S. Energy Information Administration (EIA) für das Jahr 2026 ein weiter abnehmendes Förderwachstum in den USA.

Sowohl in den USA als auch bei den OPEC+-Staaten wird **für das Jahr 2026 mit einem sinkenden Förderwachstum gerechnet**. Diese niedrigeren Wachstumsraten werden jedoch durch ein stabiles Wachstum in Lateinamerika teilweise aufgefangen. Die Internationale Energieagentur erwartet für das Gesamtjahr eine Rekordfördermenge von 108,7 mb/d. Somit wächst das Angebot im Jahr 2026 um 2,5 mb/d nach 3,1 mb/d im Jahr 2025.

Über das Ausmaß des Angebotswachstums sind sich die führenden Energieagenturen allerdings nicht einig. Die EIA geht von einer Ausweitung des Angebots um 1,4 mb/d aus. Die OPEC hingegen schätzt die Ausweitung der Fördermenge auf 0,8 mb/d. Trotz der unterschiedlichen Wachstumsraten sind sich die Agenturen in einer Sache einig: Die Überversorgung des Ölmarktes dürfte sich im Jahr 2026 weiter ausweiten, da die Angebotsmenge trotz sinkender Raten das Wachstum der Nachfrage übersteigen wird. Gemäß den Daten der Weltbank wird das Überangebot im Jahr 2026 im Durchschnitt vier mb/d betragen.

Das Überangebot auf den Ölmärkten dürfte sich entsprechend in einem Aufbau der weltweiten Ölreserven widerspiegeln. Laut den Analysten von Goldman Sachs sind die globalen Ölbestände in den letzten 90 Tagen bis Mitte November 2025 um zwei mb/d angestiegen. Auch im Jahr 2026 dürfte es zu einem weiteren Aufbau der Ölreserven kommen. Laut Daten des EIA dürften die globalen Ölreserven im Jahr 2026 um 2,2 mb/d steigen. Das EIA geht weiterhin davon aus, dass der Überschuss des Ölangebots konventionelle Lager überfordert und teurere, beispielsweise schwimmende Lager, nötig sind. Die höheren Lagerungskosten dürften entsprechend zu einer gedämpften Nachfrage beitragen.

Die Nachfrage dürfte 2026 zwar ebenfalls anziehen, aber hinter dem Wachstum des Angebots zurückbleiben. Das Nachfragewachstum wird in dem Jahr voraussichtlich bei durchschnittlich 1,1 Prozent liegen (im Vergleich zu einem Angebotswachstum von 1,6 Prozent). Nach Einschätzung der OPEC wird das zukünftige Nachfragewachstum insbesondere von Indien und Afrika getragen, während China und die OECD-Staaten auf dem Niveau von 2025 bleiben dürften. Wir gehen davon aus, dass sich die globale Konjunktur abschwächen wird, was sich negativ auf die Öl nachfrage und entsprechend auch negativ auf den Ölpreis auswirken wird.

Rohstoffe Maßnahmen

Maßnahme 1: Rohstoffe sollten leicht übergewichtet werden.

In der strategischen Asset-Allokation sollten Rohstoffe leicht übergewichtet werden. Auch bei strategischen Asset-Allokationen ohne Rohstoffquote empfiehlt sich eine Investition. Das Übergewicht sollte über Gold abgebildet werden.

Maßnahme 2: Gold sollte leicht übergewichtet werden. Die anhaltende Nachfrage vonseiten der Zentralbanken und der Investoren, sowie ein schwächerer US-Dollar und eine sinkende Realverzinsung dürften den Goldpreis stützen.

Maßnahme 3: Öl sollte leicht untergewichtet werden. Ähnlich wie im letzten Jahr dürfte der Ölmarkt auch dieses Jahr überversorgt sein und das Angebot die Nachfrage übertreffen.

Strategiebeitrag Rohstoffe in 2026

Aufgrund der anhaltenden Nachfrage und seiner Krisenfestigkeit bietet Gold eine attraktive Möglichkeit zur Diversifikation des Portfolios.

Hedgefonds: Gutes Umfeld

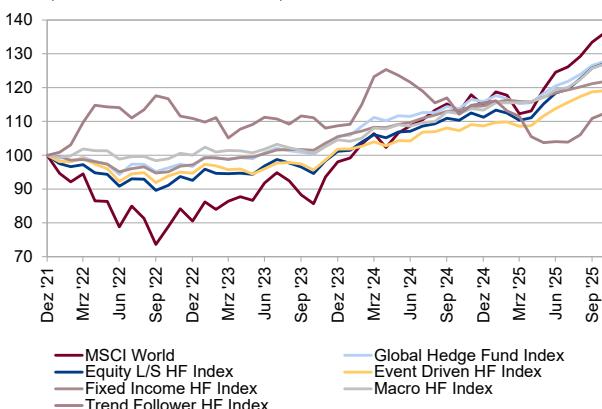
Rückblick 2025

Im Jahresausblick für 2025 schrieben wir, dass es für Hedgefonds ein Risiko sein könnte, dass der Markt von viel zu hoher Volatilität ausgeht. Genau das ist eingetreten. Die Märkte haben sich schnell an Trump gewöhnt, sodass die Volatilität gesunken ist. **Dank hoher Dispersion konnten Hedgefonds trotz der gesunkenen Volatilität eine ansprechende Performance erzielen.** So stieg der breite Hedgefonds-Index bis Oktober 2025 seit Jahresbeginn um 10,2 Prozent. Equity-Long/Short-Manager (+14,3 Prozent) waren erneut die erfolgreichste Hauptstrategie. Sie profitierten vom dynamischen Aktienmarkt sowie von verbesserten Alpha-Gelegenheiten im Mid- und Large-Cap-Bereich. Global Macro-Manager (+12,0 Prozent) präsentierte ebenfalls eine starke Jahresbilanz.

Event-Driven-Strategien (+9,6 Prozent) entwickelten sich solide. Einerseits nahm das M&A-Geschehen zu, andererseits profitierten Distressed- und Special-Situations-Manager von einer besseren Sichtbarkeit in den Unternehmensbilanzen. Fixed Income Credit (+6,3 Prozent) erwies sich als verlässlicher Stabilitätsanker. **Deutlich schwächer verlief das Jahr für Trendfolge-Strategien (-2,7 Prozent).** Der Jahresstart, der durch den Amtsantritt Donald Trumps geprägt war, misslang auf ganzer Linie. Abrupte Trendwechsel bei Währungen, Zinsen und Rohstoffen führten im ersten Halbjahr zu starken Verlusten, die im zweiten Halbjahr nur teilweise **wettgemacht werden konnten.**

Die Hedgefonds-Industrie wuchs im Jahr 2025 um +2,6 Prozent (Daten bis Oktober 2025) und verwaltete rund vier Billionen US-Dollar. Während im Jahr 2024 vor allem die Fixed-Income-Credit-Manager Zuflüsse erhielten, gesellten sich im Jahr 2025 auch die Equity-Long/Short-Manager wieder zu den Gewinnern mit Zuflüssen in Höhe von 16,8 Milliarden US-Dollar. Die Fixed-Income-Credit-Manager verzeichneten sogar leicht höhere Zuflüsse (+17,6 Milliarden). Zu den Verlierern gehörten die Trend-Follower-Strategien, die vor allem zu Jahresbeginn mit Performanceproblemen zu kämpfen hatten. Leichte Zuflüsse verzeichneten die Multi-Strategie-Manager mit 3,4 Milliarden US-Dollar.

Performance Hedgefonds-Strategien
(Januar 2022 bis Oktober 2025)



Auf regionaler Ebene verzeichneten europäische Hedgefonds die meisten Zuflüsse. Dies ist eine neue Entwicklung, die den Wunsch der Investoren bestätigt, ihre Portfolios global stärker zu diversifizieren. Erstaunlicherweise flossen bisher allerdings noch vergleichsweise wenige Gelder nach Asien.

Merger Arbitrage-Strategien mit Rückenwind

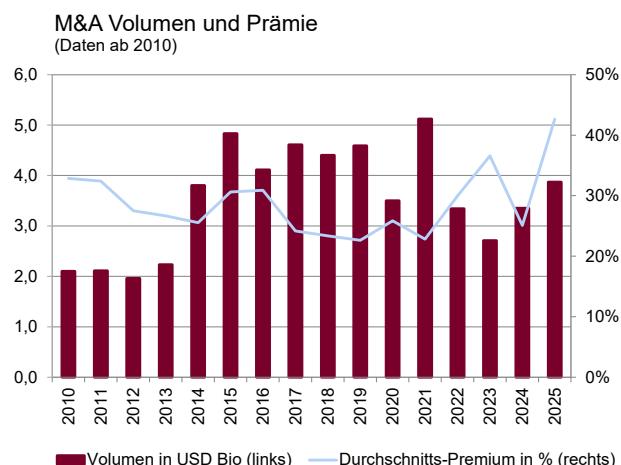
Die Aussichten für M&A-Strategien sind sehr gut. In den letzten Jahren war das Umfeld dafür jedoch nicht ideal. Höhere Finanzierungskosten beeinträchtigten die Wirtschaftlichkeit der Deals. Zudem nahm die Risikobereitschaft für transnationale Deals mit zunehmenden geopolitischen Unsicherheiten ab. Als wichtigster destruktiver Faktor für die Strategie wird von Merger-Arbitrage-Managern jedoch das regulatorische Umfeld genannt. Unter der Regierung von Joe Biden wurden strengere Fusionskontrollen eingeführt. Die US-Kartellbehörden verfolgten eine härtere Gangart in der Wettbewerbspolitik, klagten gegen unzählige Fusionen, verlängerten die Prüfungsverfahren und erhöhten somit die Transaktionsunsicherheit.

Das globale M&A-Volumen schwankt über den Zyklus hinweg stark. Nach moderaten Werten zu Beginn der 2010er-Jahre erreichten die Transaktionen Mitte des Jahrzehnts wiederholt mehr als vier Billionen US-Dollar. Die Zinswende im Jahr 2022 bremste die Aktivität dann deutlich, ebenso die strengere Regulierung. Die Merger-Arbitrage-Strategie erfährt jetzt jedoch wieder starken Rückenwind:

- Stabilere und teilweise sinkende Zinsen senken die Finanzierungskosten. Zugleich steigt die Bereitschaft der Banken, Übernahmen zu finanzieren, da die

Unternehmen attraktiv bewertet sind. Die Credit Spreads sind enger geworden und es gibt wieder Underwriting-Kapazität für große Übernahmen.

- Private Equity-Firmen müssen ihr Kapital so schnell wie möglich zum Arbeiten bringen, um ihre Ertragsversprechen einhalten zu können. Der Druck steigt, Kapital an Limited Partner auszuschütten.
- Höhere Bereitschaft für Deals: Die Visibilität hat sich verbessert, aber auch der Druck der Investoren, über M&A-Transaktionen Shareholder Value zu kreieren.
- Der Markt für Börsengänge (IPOs) normalisiert sich langsam wieder, aber auch die Take-Private-Transaktionen nehmen zu.
- SPACs und Convertibles: Über 85 Prozent aller SPACs haben ihre Laufzeit verlängert, der Carry bleibt attraktiv. Die Convertible-Emissionen von mehr als 80 Milliarden US-Dollar im Jahr 2025 sind ebenfalls auf Rekordniveau, da viele Unternehmensanleihen, die noch vor dem Zinsanstieg ausgegeben wurden, im nächsten Jahr teuer refinanziert werden müssen.



Als wichtigster positiver Faktor gilt jedoch die wieder freundlichere Regulierung seit dem Führungswechsel an der Spitze der US-Kartellrechtsbehörde. Die Kartellpraxis hat sich spürbar erleichtert und nur noch ganz wenige Transaktionen werden politisch blockiert. Hinter vorgehaltener Hand wird auch darüber gesprochen, dass CEOs in den USA inzwischen besser verstehen, wie sie Trump bei schwierigen Deals auf ihre Seite ziehen können.

Das Deal-Volumen in den USA ist 2025 im Vergleich zum Vorjahr um 51 Prozent auf 2,2 Billionen US-Dollar gestiegen, weltweit nahm es um 28 Prozent zu. Das

Take-Private-Segment zeigte 2025 eine außergewöhnliche Dynamik. Im dritten Quartal wurden 17 Transaktionen angekündigt, deren Volumen jeweils mehr als eine Milliarde US-Dollar betrug – ein Rekordwert. Da Take-Privates zu den schnellsten M&A-Formen gehören, prägten sie wesentlich das starke Deal-Volumen des Jahres 2025.

In Summe deutet das Zusammenspiel aus hoher Deal-Dynamik, stabileren Finanzierungsbedingungen, aktiven Financial Sponsors, lebhaftem Primärmarkt und der Abbau von regulatorischen Hürden auf ein **sehr attraktives Umfeld für M&A-Hedgefonds-Strategien im Jahr 2026 hin.**

Ausblick: Überwiegend positiv

These 1: Positives Umfeld für Equity-Long/Short

Long/Short-Strategien profitieren von hoher Dispersion und einem breiten Spektrum an Alpha-Möglichkeiten. Long biased Long/Short-Strategien sind stark vom Abschneiden der Aktienmärkte abhängig. 2025 erhöhten die Manager im Laufe des Jahres das Marktbeta, was ihnen eine fantastische Performance bescherte. Bleibt das Sentiment des Marktes gut, werden diese direktonalen Strategien weiterhin profitieren, aber auch volatile bleiben.

These 2: Steigende Volatilität begünstigt Equity Market Neutral.

Die Wahrscheinlichkeit für einen Anstieg der Volatilität ist gestiegen, sodass marktneutrale Manager im Jahr 2026 gut abschneiden könnten. Die Dispersion im Markt nimmt zu, weil die Schere zwischen Gewinnern und Verlierern zunehmend größer wird. Das ist ein ideales Umfeld für diese Strategie.

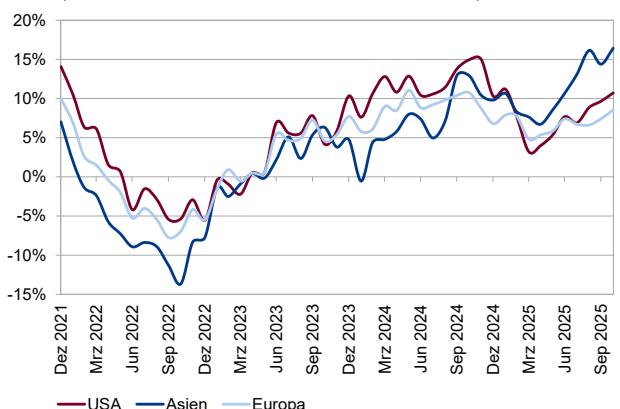
These 3: Event Driven (Merger Arbitrage) feiert ein Comeback.

Neben den stabileren Zinsen und dem Druck durch Private Equity ist vor allem entscheidend, dass sich das regulatorische Umfeld für M&A-Aktivitäten verbessert hat. Die Pipeline ist mit qualitativ hochwertigen Übernahmekandidaten gut gefüllt. Zudem werden Zusammenschlüsse merklich schneller abgeschlossen.

These 4: Gutes Umfeld für Credit trotz engerer Spreads.

Die Credit Spreads sind im Jahr 2025 enger geworden, doch Opportunitäten bestehen weiterhin. Aktive Credit Long/Short-Manager profitieren noch immer von qualitativ guten Krediten von Firmen in Nischenbereichen. Auf der Short-Seite gibt es hingegen genügend Unternehmen, die im Jahr 2026 ihre Finanzierung neu ordnen müssen, da viele Anleihen, die noch in der Niedrigzinsphase ausgegeben wurden, auslaufen. Auch bei Credit Fixed Income lohnt es sich zukünftig vermehrt, sich Managern mit Expertise in den Emerging Markets und/oder in Asien zuzuwenden.

Regionale Performance Hedge Funds
(Dezember 2022 bis Oktober 2025, 12 Monate rollierend)



These 5: Bei Global Macro halten sich Chancen und Risiken die Waage.

Das attraktive Umfeld für Global Macro-Manager wird getragen von hoher geopolitischer und geldpolitischer Divergenz, strukturell unterschiedlichen Wachstums- und Inflationspfaden sowie einer klaren Verschiebung globaler Kapitalströme. Wir bevorzugen in diesem Umfeld Manager, die ihre Thesen möglichst wenig direktonal umsetzen, sondern zum Beispiel mit Optionsstrategien eine gewisse Konvexität in ihre Portfolios bringen. Auch aus diesem Grund begünstigen wir weiterhin diskretionäre Manager gegenüber systematischen Global Macro-Modellen.

These 6: Keine Trendwende bei Trendfolgern.

Wie vorausgesagt, war das Jahr 2025 für Trend Follower schwierig. Das erste Halbjahr erwies sich für viele Manager als desaströs (With Intelligence Trend Following Index H1 2025 -9,9 Prozent). CTAs litten deutlich unter der zollbedingten Marktvolatilität: Besonders große Trendfolger verzeichneten wegen abrupter Trendbrüche in Aktien- und Anleihemärkten starke Verluste. Leicht besser hielten sich kurzfristige Modelle, die die Schwankungen vergleichsweise besser verarbeiten konnten. Im zweiten Halbjahr etablierten sich wieder stabilere Trends und die Verluste konnten teilweise aufgeholt werden. Es bleibt offen, ob sich das aktuelle Momentum und die Trendausprägung über verschiedene Anlageklassen hinweg 2026 in einer für CTA-Modelle ausreichend stabilen Form fortsetzen werden. Entsprechend halten wir an unserer Untergewichtung dieser Strategie fest.

Hedgefonds: Maßnahmen

Maßnahme 1: Hedgefonds leicht übergewichtet

Hedgefonds bieten Anlegern unkorrelierte Renditequellen und dienen damit der Diversifikation.

Maßnahme 2: Event Driven übergewichtet

Das regulatorische Umfeld für M&A-Aktivitäten hat sich verbessert. Zudem werden Zusammenschlüsse merklich schneller abgeschlossen.

Maßnahme 3: Equity Long-Short übergewichtet

Long/Short-Strategien profitieren von hoher Dispersion und einem breiten Spektrum an Alpha-Möglichkeiten.

Maßnahme 4: Credit Fixed Income übergewichtet

Die Credit Spreads sind im Jahr 2025 enger geworden, doch Opportunitäten bestehen weiterhin.

Maßnahme 5: Trend Following untergewichtet

Es bleibt offen, ob sich das aktuelle Momentum und die Trendausprägung über verschiedene Anlageklassen hinweg 2026 in einer für CTA-Modelle ausreichend stabilen Form fortsetzen werden.

Strategiebeitrag Hedgefonds in 2026

Durch den Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien- und Anleihemärkten werden Hedgefonds 2026 zu einem wertvollen Stabilisator im Portfolio.

JAHRESAUSBLICK 2026: IMMOBILIEN

Marktentwicklung in Deutschland: Stabilisierung bei eingetrübter Konjunktur

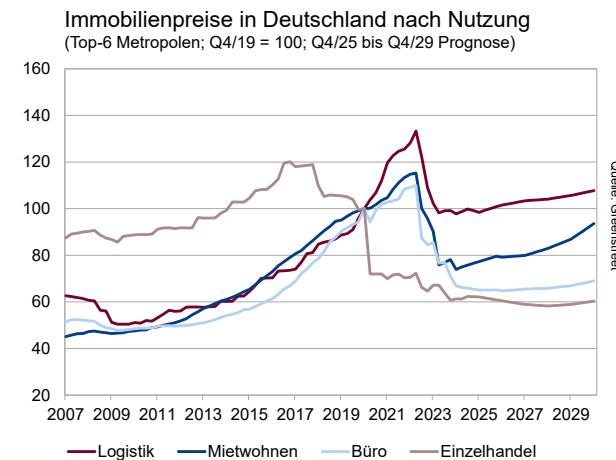
Sowohl die Zinsen für Immobilienfinanzierungen als auch die Anfangsrenditen der wichtigen Immobiliensegmente sind seit 24 Monaten konstant. Wir erwarten, dass sich diese Entwicklung in 2026 fortsetzt und damit der Kapitalmarkt weiterhin wenig Einfluss auf die preisliche Entwicklung der Immobilien nehmen wird.

Es sind vielmehr die fundamentalen Einflüsse von Flächenangebot und -nachfrage, die sich im Mietpreis manifestieren und die preisliche Entwicklung der Immobilien bestimmen. So haben sich infolge steigender Mieten die **Preise für Mietwohnen in den Metropolregionen Deutschlands** vom Tiefpunkt in 2023 bis heute bereits **um acht Prozent erholt**, davon vier Prozent in den letzten 12 Monaten. Die anhaltend angespannte Angebotssituation, die sich durch einen immer weniger rentierlichen Neubau weiter verschärft, lässt die Prognose der Mietentwicklung und damit auch die Preiserwartungen **in den kommenden vier Jahren** insgesamt etwa **um weitere 20 Prozent ansteigen**.

Während sich das Mietwohnen weitestgehend unabhängig von der konjunkturellen Lage entwickelt, sind die übrigen Segmente des Immobilienmarktes von der wirtschaftlichen Eintrübung betroffen.

Logistik, das Zugpferd der letzten 15 Jahre, liegt preislich auf dem Niveau von Anfang 2020 und damit im langfristigen Vergleich mit Abstand besser als alle anderen Immobiliensegmente. Es **verharrt** aber mehr oder weniger **seit drei Jahren auf diesem Preisniveau**. Die prognostizierte Mietentwicklung bis 2030 wurde gegenüber dem Vorjahr etwa um ein Drittel auf nunmehr knapp zehn Prozent zurückgenommen. Unternehmen warten ab und sind bezüglich ihrer Flächennachfrage vorsichtiger geworden. Das macht sich in einem deutlich **langsameren Mietwachstum** bemerkbar. Diese aktuell verhaltene Entwicklung ist allerdings vor dem Hintergrund eines enorm starken Anstiegs der Logistikmieten für Neuvermietungen von insgesamt rund 18 Prozent zwischen 2020 und 2023 zu sehen. Diese Mietsteigerungen werden nun auch im Gesamtmarkt im Rahmen von Wiedervermietungen realisiert. **Unsere Haltung zum Segment Logistik bleibt** deshalb grundsätzlich weiterhin **positiv**. Die längerfristigen Trends wie

E-Commerce, Diversifizierung von Lieferketten und Nearshoring bleiben intakt, während der Ausweis neuer Logistikflächen von den Kommunen zurückgefahren wird und damit die Flächenverfügbarkeit abnimmt. Darüber hinaus unterliegen die Gewerbemieten gegenüber dem hoch regulierten Mietwohnmarkt weniger dem Risiko staatlicher Eingriffe, wodurch das Segment **Logistik das Immobilienportfolio weiterhin sinnvoll ergänzt**.

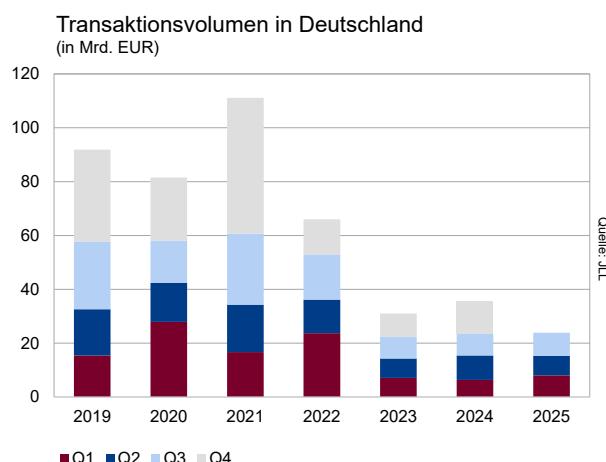


Preisentwicklung Deutschland (Top 6)	10 Jahre (2015 – 2025)	5 Jahre (2020 – 2025)	max. Korrektur (seit 03/2022)	9 Monate (seit 09/24)
Logistik	+44%	-10%	-24%	+2%
Mietwohnen	+12%	-23%	-31%	+4%
Büro	+8%	-36%	-41%	0%
Einzelhandel	-44%	-15%	-16%	-2%

Quelle: Greenstreet

Die weiteren gewerblichen Immobiliensegmente, **Büro und Einzelhandel**, liegen nach massiven Wertverlusten auf einem Preisniveau, das die Talsohle bilden sollte. Allerdings **fehlt es** in diesen Segmenten an **Fantastie**, wie auf dem Gesamtmarkt steigende Mieten erzielt werden können. Längerfristige Trends, wie beispielsweise Künstliche Intelligenz und E-Commerce belasten wichtige Treiber wie die Anzahl der Büroarbeitsplätze und stationäre Handelsumsätze. Diese zurückhaltende Einschätzung spiegelt sich auch in den Prognosen für die Miet- und Preiszuwächse für diese beiden Segmente von drei beziehungsweise fünf Prozent bis 2030. **Dementsprechend skeptisch sehen wir weiterhin diese Segmente**.

Für die Transaktionstätigkeit ist ein stabiles Kapitalmarktumfeld, das wir angesichts stabiler Zinsen und Anfangsrenditen beobachten, eine gute Voraussetzung, weil es die Unsicherheiten der Preisbildung reduziert. Gleichzeitig ist die Preiskorrektur infolge des Zinsanstiegs abgeschlossen und die Immobilienpreise haben die Talsohle weitestgehend durchschritten. Von diesen positiven Voraussetzungen zeigt sich das Transaktionsgeschehen in Deutschland allerdings unbeeindruckt.



Im Vergleich mit Europa, wo der Rückgang der Transaktionen in 2022 schwächer und der anschließende Anstieg stärker ausfielen, liegt die **Transaktionstätigkeit in Deutschland aktuell nur bei rund 40 Prozent des durchschnittlichen Wertes im Zeitraum 2019 bis 2022**, während dieser Wert in Europa bei 67 Prozent liegt. Die **wirtschaftliche Eintrübung** und die damit einhergehende Unsicherheit scheinen damit deutlich **stärkere Auswirkungen auf den deutschen Immobilienmarkt** zu haben. Diese Entwicklung unterstützt unsere Empfehlung zu einer verstärkten **geografischen Diversifikation** von solchen Immobilienportfolios, die überwiegend auf Deutschland fokussiert sind.

These 1: Das Verlustpotenzial von Immobilien ist gegenwärtig geringer als das von Aktien.

Die derzeit mit Immobilien erzielbaren Renditen, insbesondere im Segment Core-Mietwohnen, erscheinen im Vergleich zu denen anderer Assetklassen unterlegen. Zugleich ist anzuerkennen, dass Aktien im Vergleich zu Immobilien grundsätzlich ein höheres Renditepotenzial aufweisen. Es fällt aber Folgendes auf: Während die

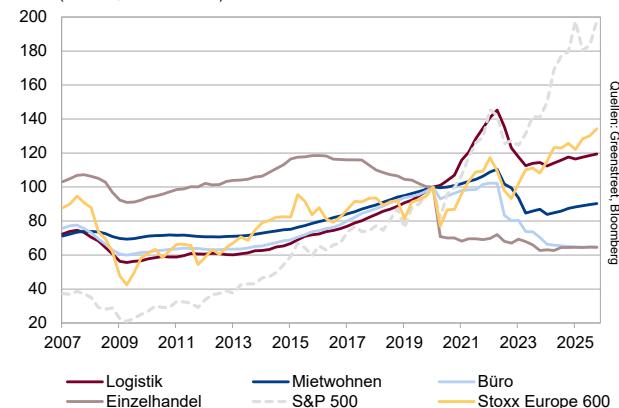
Immobilienpreise sich in den letzten drei Jahren **seit der Zinskorrektur nicht** sonderlich **verändert** haben, sind die Kurse europäischer **Aktien** (Stoxx Europe 600) **um 44 Prozent** und der US-Aktien (S&P 500) sogar **um 55 Prozent angestiegen**.

Im Vergleich mit dem europäischen Aktienindex Stoxx Europe 600 fällt auf, dass dessen Kurserwicklung zwischen 2008 und 2020 mit der der Immobiliensegmente Logistik, Mietwohnen und Büro zunächst recht parallel verlief. Nach der Preiskorrektur im Jahr 2022 blieb das Segment Logistik weiterhin auf diesem gemeinsamen Pfad, während **Mietwohnen trotz sehr guter Zukunftsaussichten rund 25 Prozent niedriger liegt**. Die Preise für Büro und Einzelhandel liegen auch aus fundamentalen Gründen deutlich darunter.

Die **erhöhte Preisdynamik der US-Aktien** hat sich mit einer Verdopplung der Werte innerhalb der letzten sechs Jahre weiter fortgesetzt. Das gilt sogar vor dem Hintergrund, dass der in der Grafik dargestellte Verlauf in Euro abgetragen ist, das heißt, die deutlichen Währungsverluste des US-Dollar gegenüber dem Euro von über zehn Prozent im Jahr 2025 hier bereits preisdämpfend berücksichtigt sind.

Vor diesem Hintergrund erscheinen **Immobilienwerte aktuell zumindest nicht überbewertet und sollten einen besseren Schutz vor möglichen Downside-Risiken** bieten, zumindest im Vergleich zu Aktien. Diese Erkenntnis könnte dazu beitragen, dass sich der Immobilienmarkt im kommenden Jahr etwas dynamischer entwickelt.

Immobilienpreise in Europa und Aktienbewertungen
(in EUR; Q4/19 = 100)



These 2: Die Immobilie als Anleihe – eine attraktive Alternative für festverzinsliche Anlagen.

Bei Immobilien steht üblicherweise die Investition in den Sachwert im Vordergrund. Man kann **Immobilien** aber auch so strukturieren, dass sie in erster Linie **als Quelle für einen transparenten Zahlungsstrom** fungieren. Die Analyse erfolgt dann anhand von Kreditkennzahlen, Rendite-Spreads zu Staatsanleihen und Deckungsquoten und entspricht der von festverzinslichen Wertpapieren.

Hierfür eignen sich Immobilien von **Nutzern mit Investment Grade-Bonität**. Die Immobilien sollten für den unternehmerischen Erfolg ihrer Nutzer zwingend sein und während einer langen Nutzungszeit sollten die Nutzer die betriebliche Hoheit über die Immobilien behalten wollen. Klassische Beispiele sind Lebensmittel- und Drogeriegeschäfte, Schnellrestaurants, aber auch Logistikimmobilien, Gesundheitsimmobilien und Rechenzentren. Diese werden direkt vom Nutzer im Rahmen einer Sale & Lease Back-Transaktion mit einem **Mietvertrag über mindestens 15 Jahre und fest vereinbarten Mieterhöhungen** erworben. Zudem sind die Mietverträge als sogenannte **Triple-Net Verträge** ausgestaltet, das heißt, im Gegensatz zu herkömmlichen Mietverträgen kommt der Mieter für die vermieterseitigen Kosten auf, wie Grundsteuern, Versicherungen und Instandsetzung. Dadurch bieten die so strukturierten Immobilien sehr **stabile und vorhersehbare Cashflows für den Investor**.

Der **laufende Cashflow** ist damit fast ausschließlich von der Kreditwürdigkeit des Nutzers abhängig. Er **ähnelt** einem **Anleihekupon** mit begrenzter Inflationsbeteiligung aber hoher Transparenz und kann mit Mitteln der Kreditanalyse entsprechend einer Unternehmensanleihe analysiert und bewertet werden.

Lange Mietlaufzeiten und vergleichsweise günstige Kaufpreise sichern mindestens den Rückfluss des eingesetzten Kapitals durch den laufenden Cashflow. Dennoch bleibt der **Restwert der Immobilie entscheidend**, denn wenn sich der Mietvertrag dem Ende nähert, verschiebt sich das Risikobild deutlich. Die Ergebnisse einer Vertragsverlängerung sind meist binär. Gut gelegene, anpassungsfähige Objekte lassen sich eher wiedervermieten oder verkaufen.

Während sich Investoren in der Vergangenheit bei der **Einschätzung der Wahrscheinlichkeit der Mietver-**

tragsverlängerung auf ihre Intuition und unvollständige lokale Daten verließen, ändert sich dies **mittels quantitativer Analyse** zunehmend. Moderne Algorithmen können komplexe Wechselwirkungen zwischen Demografie, Wettbewerb, Einkommensprofilen und sogar Kundenbewertungen erfassen und Modelle generieren, die Standorte nach Verlängerungswahrscheinlichkeit und Restwert einstufen.

Damit können diese sogenannten **Net-Lease-Strategien** laut Morgan Stanley einen doppelten Vorteil bieten: **stabile Erträge und potenzielle Wertsteigerungen** durch den Besitz der zugrundeliegenden Immobilien. **Gegenüber Unternehmensanleihen** sind Net-Lease-Transaktionen attraktiver, weil sie typischerweise **höhere Renditen**, potenzielle **Wertsteigerungen der Immobilie**, vertraglich fixierte **Mietsteigerungen** und **Steuervorteile** bieten, während sie gleichzeitig ähnliche Merkmale hinsichtlich der Kreditqualität des Mieters und stabiler Cashflows aufweisen.

Die gegenüber Unternehmensanleihen höheren Renditen erklären sich einerseits durch eine **geringere Liquidität** und andererseits durch **geringen Wettbewerb beim Erwerb**. Die Net-Lease-Investoren bieten den Unternehmen eine Möglichkeit der Unternehmensfinanzierung und eine schnelle Durchführung einer meist großvolumigen Transaktion, wie sie in durch Makler organisierten Bieterprozessen nicht möglich wäre.

US-Investoren gehören zu den größten Quellen für das in Net-Lease-Strategien eingesetzte Kapital und investieren sowohl über öffentlich gelistete **REITs** als auch über **private Fonds**. Die drei großen Net-Lease REITs (Realty Income, W.P. Carey und Vici Properties) haben eine Marktkapitalisierung von zusammen knapp 100 Milliarden US-Dollar und erzielen Dividendenrenditen von fünf bis sechs Prozent. Große Manager privater Net-Lease Fonds sind Oak Street, Elm Tree und AG Net Lease. Sie erwirtschafteten in der Vergangenheit für ihre Investoren Renditen von durchschnittlich 16 Prozent.

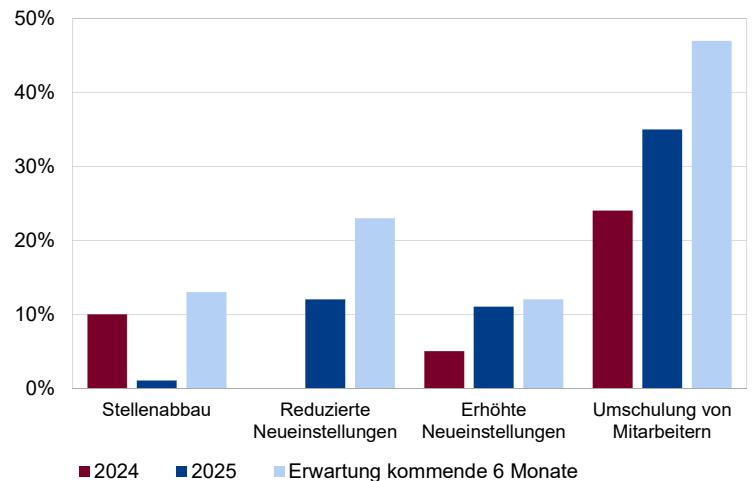
Das Net-Lease-Transaktionsvolumen in den USA wird in 2025 gut 50 Milliarden US-Dollar betragen. Für **Europa** wird das Marktpotenzial zwar ähnlich groß geschätzt, der Markt ist mit Ausnahme von Großbritannien (GB) aber deutlich **weniger weit entwickelt**. Gegenwärtig bieten sich in Europa und speziell in GB für Net-Lease Transaktionen **gute Chancen**, sodass die US-Marktteilnehmer ihr Geschäft auf Europa ausdehnen.

These 3: Der Einsatz von KI-Anwendungen führt zu einem Verlust von Büroarbeitsplätzen

„Ab 2028 verändert KI täglich 150.000 Arbeitsplätze“ titelte das Handelsblatt am 12. November 2025. Und zwei Wochen zuvor: „Plötzlich werden auch Führungskräfte ersetzt“. Zitiert wird hier unter anderem der Zentraleuropachef von Boston Consulting, der prognostiziert: „In manchen Bereichen werden sich Abteilungen halbieren“. Die **Szenarien zur Entwicklung von Büroarbeitsplätzen in Folge der zunehmenden Integration von KI in die Arbeitsprozesse zeigen ein sehr weites Spektrum** – vom Verlust der Hälfte aller Arbeitsplätze bis zur Wandlung der Qualifikationsanforderungen ohne nennenswerte Netto-Effekte auf die Zahl der Arbeitsplätze. Je nach Perspektive wird die Technologie als Vorläufer der vierten industriellen Revolution oder als die größte Blase der Menschheitsgeschichte deklariert.

Auch wenn der Grad der Unsicherheit in allen Prognosen derzeit noch maximal hoch ist und die Produktivitätsschübe durch KI möglicherweise überschätzt werden, ist offensichtlich, dass sich die Technologie mit hoher Dynamik weiterentwickelt und zugleich immer erschwinglicher wird, was ihren Einsatzbereich kontinuierlich ausweitet. **Künstliche Intelligenz dürfte daher auf Bürojobs größere Auswirkungen haben als auf andere Wirtschaftsbereiche.** Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) ermittelte für Freiberufler in den Bereichen Schreibarbeiten, Software-, Web- und App-Entwicklung sowie Grafikdesign seit der Einführung von ChatGPT starke Auftragseinbrüche. Perspektivisch dürften einerseits Junior-Tätigkeiten am ehesten durch KI ersetzt werden können und andererseits haben Unternehmen über die Steuerung der Neueinstellungen die einfachste Möglichkeit, auf einen KI-bedingt reduzierten Arbeitskräftebedarf zu reagieren. Es gibt zunehmend **Hinweise**

Belegschaft bei Unternehmen, die KI einsetzen
Befragung von Dienstleistungsunternehmen New York/New Jersey



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Regional Business Surveys, August 2025.

darauf, dass sich die Entwicklung der Nachfrage nach Büroarbeitsplätzen und die ökonomische Entwicklung in Folge des KI-Booms voneinander entkoppeln.

Auf eine spezifische Gruppe der Büroflächennachfrager trifft dies aber nicht zu. Die Treiber der KI-Entwicklung sind gut kapitalisierte Unternehmen der Tech-Branche, die sich eine Vielzahl hoch bezahlter Spezialisten leisten und ihre Belegschaften weiter aufbauen. Dies könnte zumindest in den Bestlagen der globalen Tech-Metropolen für eine Flächennachfrage sorgen, die relativ preisunempfindlich ist.

Der KI-Boom reduziert den Bedarf an Büroarbeitsplätzen

Welche Ableitungen ergeben sich für die anderen drei Hauptnutzungsarten – Wohnen, Handel und Logistik? KI wird im Handel und im Logistiksektor zunehmend und auf vielfältige Weise zur Optimierung von Prozessen eingesetzt. Bezogen auf die Mietflächennachfrage in diesen Immobiliensegmenten bleiben aber die fundamentalen Treiber bestimmt für die Entwicklung. Ähnlich verhält es sich beim Wohnen, das der Erfüllung eines nicht substituierbaren menschlichen Grundbedürfnisses dient. Somit dürfte das Thema **KI in der Immobilienwirtschaft auch zukünftig primär im**

Kontext der Nachfrageentwicklung nach Büroimmobilien diskutiert werden.

These 4: Deutsche offene Immobilienpublikumsfonds verlieren als Investmentvehikel an Bedeutung.

Deutsche offene Immobilienpublikumsfonds sind wieder in der Krise

Ende 2023 hatten Anleger rund 131 Milliarden Euro in deutsche offene Immobilienpublikumsfonds investiert. Die großen Publikumsfonds von Union Investment, Deka, Deutsche Bank oder Commerzbank, bis zu 18 Milliarden Euro Nettofondsvolumen schwer, waren für lange Zeit das **bevorzugte Anlagevehikel für Privatkunden**, um indirekt in Immobilien zu investieren. Das Versprechen: Mit kleinen Anlagebeträgen an der Entwicklung der primär gewerblichen Immobilienmärkte teilzuhaben und die Anteile bei Liquiditätsbedarf kurzfristig wieder an die ausgebende Gesellschaft zurückgeben zu können.

Im Zuge der Finanzkrise 2008/09, als Anleger massenhaft Anteile zurückgaben und viele Gesellschaften nicht mehr in der Lage waren, das Rückgabever sprechen zu erfüllen, stellte sich schon einmal die Frage, ob dieses Anlagevehikel eine Zukunft hat. Diverse Immobilienfonds, die nicht die Unterstützung einer großen Bankengruppe hatten, mussten liquidiert werden und Anleger sahen teils erst viele Jahre später ihre

zum Teil deutlich verminder ten Einlagen wieder, denn die Bewertungsniveaus der Immobilien wurden im Zuge des erzwungenen Abverkaufs vielfach nicht erreicht.

Ungeachtet dieser Krise fassten Anleger schnell wieder Vertrauen in offene Immobilienfonds. Der Gesetzgeber hatte neue Regeln zu Mindesthalte dauern und Ankündigungsfristen für die Anteilsrückgabe erlassen und **in der Niedrigzinsphase waren offene Immobilienfonds eines der wenigen Anlageprodukte, die bei vermeintlich überschaubarem Risiko positive Renditen versprachen**. Das Anlagevolumen erreichte ab 2015 bis in die Jahre 2022/23 kontinuierlich neue Höchststände und die Fonds gesellschaften investierten die Mittel zu Höchstpreisen am Immobilienmarkt.

Mit der Zinswende 2022 offenbaren sich die Konstruktionsschwächen des Produkts erneut. Anleger geben in großem Umfang Fondsanteile zurück, da Alternativenanlagen eine bessere Verzinsung versprechen und die Korrekturen am Immobilienmarkt sukzessive in einer negativen Wertentwicklung der Fonds sichtbar werden. Erneut stellt sich die Frage, wie zukunftsfähig die Produktgattung insgesamt ist. Zwar verhindern die neuen Regeln zur Anteilsrückgabe einen „Bank Run“, fortgesetzte Anteilsrückgaben zwingen die Gesellschaften aber dennoch zu umfangreichen Immobilienverkäufen in einem nach der Korrektur preislich ungünstigen Marktumfeld. Dabei zeigt sich erneut die Schwäche der nachlaufenden, glättenden Bewertungssystematik der Fonds, denn im Rahmen von Verkaufsbemühungen sind viele Immobilien nicht zu den angegebenen Werten veräußerbar.

Um Anteilsrückgaben zu bedienen, verkauften die Fonds ihre wertvollsten Bestände zu Lasten der Portfolioqualität und der zukünftigen Ausschüttungsstärke. Zwar lässt die verbesserte Liquiditätssteuerung

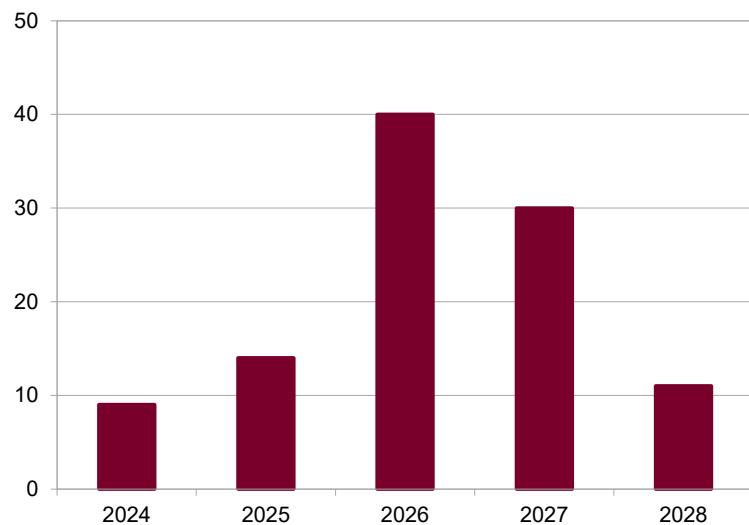
Name	Abflüsse in Mio. Euro	in Prozent des Fondsvolumens	Fondsvolumen in Mio. Euro
DWS Grundbesitz Europa	-1.396	-18,8%	6.033
Commerz Real Hausinvest	-1.143	-6,9%	15.428
Unilmmo Europa	-1.083	-8,2%	12.112
Unilmmo Wohnen ZBI	-696	-17,9%	3.187
Unilmmo Deutschland	-638	-4,0%	15.393
DWS Grundbesitz Global	-545	-17,1%	2.637
Unilmmo Global	-373	-12,4%	2.630
Deka Immobilien Europa	-348	-1,9%	18.343
WestInvest Immovalue	-299	-7,3%	3.824
Catella Wohnen Europa	-146	-10,6%	1.234

Quelle: Morningsstar, Das Investment. Zeitraum 1.10.2024 - 30.09.2025

aus heutiger Sicht Fondsschließungen unwahrscheinlich erscheinen, aber viele Fonds bewegen sich auf einem sich selbst verstärkenden Negativpfad. Schwache Performances, Bewertungsrisiken und rückläufige Wertentwicklungen, Verschlechterung der Portfolioqualität im Zuge von Verkäufen, fehlende Liquidität zur Portfolioerneuerung, immer noch starke Bürolastigkeit der Portfolios, erhöhte Refinanzierungskosten bei Auslaufen von Darlehen sowie generell hohe Strukturkosten erschweren die Trendwende. Per Ende März 2025 lag das Anlagevermögen nun noch bei rund 120 Milliarden Euro, ein Rückgang von über acht Prozent gegenüber dem Jahr 2023. Bei einem weitgehend zum Erliegen gekommenen Neuabsatz und fortgesetzten Anteilsrückgaben ist ein weiteres Ausbluten der Publikumsfonds zu erwarten.

Für Family Offices, die eine ausdifferenzierte Anlagestrategie verfolgen und mit größerem Investitionsvolumen auf institutionellem Niveau investieren können, gibt es bessere Produktalternativen. Family Offices können sich an großen Private Equity Fonds von Vermögensverwaltern wie Blackstone oder EQT beteiligen, die üblicherweise eine fokussierte Strategie (europäische Logistik, erschwingliches Wohnen USA usw.) verfolgen, welche mit einer spezifischen Expertise unterlegt ist. Investoren dieser Fonds sind die großen weltweiten Kapitalsammelstellen – Versorgungswerke, Staatsfonds und Versicherungen, die bis zu dreistellige Millionenbeträge für einzelne Strategien zur Verfügung stellen. Das hohe verfügbare Kapital versetzt die Fondsgesellschaften trotz einer fokussierten Strategie in die Lage, sehr breit diversifiziert zu investieren. Strukturell handelt es sich um geschlossene Fonds mit einer festen Laufzeit ohne die formelle Möglichkeit zur Anteilsrückgabe unter der Laufzeit. Der Einfluss der Anleger auf die Investitionsentscheidungen ist üblicherweise nicht gegeben.

Pipeline Serviced Apartments Berlin
(in Tsd. m²)



Quelle: buhwenges, Berliner Sparkasse

Damit stellen sich für die Investoren hohe Anforderungen an die Auswahl der Fondsmanager, da ein vorzeitiger Ausstieg nicht möglich ist. Für die Umsetzung der Fondsstrategie und die Stabilität des Portfolios sind diese Strukturmerkmale aber ein großer Vorteil. Immobilien sind grundsätzlich ein wenig liquides Handelsgut. Hohe Erwerbs- und Veräußerungskosten, langwierige Transaktionsprozesse und mehrjährige Zeiträume für die Umsetzung spezifischer Entwicklungsstrategien in Verbindung mit mehrjährigen Marktzyklen stehen einer schnellen Liquidation entgegen. Erfolgt diese ungeplant und erzwungenemaßen, werden zumeist Werte vernichtet.

Der Neuabsatz von offenen Immobilienfonds ist zum Erliegen gekommen

These 5: Der Hype um moderne Wohnformen vernachlässigt das Investmentrisiko.

Wird über den Wohnungsmarkt gesprochen, kommen einem vor allem klassische Mehrfamilienhäuser in den Sinn, deren Einheiten über Standardmietverträge unbefristet an die unterschiedlichsten Parteien vermietet sind. Dabei hat sich das

Wohnungsangebot in den letzten Jahren vor allem in den Metropolen zunehmend segmentiert.

Studentenwohnungen und Business-Apartments, Wohnen auf Zeit und möblierte Vermietung sind die dazugehörigen Schlagworte, die der Immobiliendienstleister CBRE unter dem Begriff „**modernes Wohnen**“ subsumiert. Anbieter dieser Wohnformen bieten „Plug and Play“ Lösungen für spezifische Bevölkerungsgruppen an: möblierte Apartments für Studenten, Business-Apartments für Berufstätige, die neu oder zeitlich befristet in einer Stadt sind. Interessenten buchen ihre Apartments über die Website des Anbieters, schließen einen digitalen Mietvertrag, ziehen mit ihrem Koffer ein und finden vom Internetanschluss bis zum Bügelseisen, von der Bettwäsche bis zum Pfannenschieber alles vor, was für den Aufenthalt erforderlich ist. Es gibt gemeinsame Aufenthaltsräume, Waschmöglichkeiten und in den Business-Apartments teils auch Fitnesseinrichtungen, Reinigungsservices und ein 24/7-Team des Betreibers vor Ort.

Zu unterscheiden sind stärker **wohnwirtschaftlich geprägte Angebote** für Studenten oder Senioren, die einen Aufenthalt über sechs Monate hinaus bieten und damit den gesetzlichen Vorschriften des Mietwohrechts unterliegen und **gewerblich geprägte Angebote**, die eine Aufenthaltsdauer von bis zu sechs Monaten bieten, damit aus dem Mietwohrecht herausfallen und wie ein Beherbergungsbetrieb funktionieren. Bezahlt wird eine „all in“ Miete, die umgerechnet auf den Quadratmeter pro Monat durchaus 50 Euro betragen kann.

Mit ihrem zielgruppenspezifischen Angebot bedienen die Anbieter erfolgreich eine Nische. Sie profitieren aber auch davon, dass die großstädtischen Wohnungsmärkte extrem angespannt sind und gerade in der Kurzzeitvermietung und für Wohnungssuchende, die nicht bereits in der Stadt leben, schwer zugänglich sind.

Aufgrund der guten Nachfrage weiten Anbieter wie Limeo, iLive, Smartments, Adina oder International Campus ihr Angebot beständig aus. Die Einbrüche der Corona-Jahre wurden schnell kompensiert und Belegungs-raten weit oberhalb von 90 Prozent sind mittlerweile keine Seltenheit mehr.

Sind Angebotsformen des modernen Wohnens damit zugleich attraktive Investmentprodukte? Die Produktgattung ist noch recht jung und ihr Anteil am

Immobilieninvestmentmarkt überschaubar. Der Immobiliendienstleister JLL hat in seiner Studie zum deutschen PBSA-Markt (Purpose Built Student Accommodation) aufgezeigt, dass die Spitzenrenditen in deutschen Metropolen und größeren Universitätsstädten im Jahr 2025 bei etwa 4,1 bis 4,5 Prozent lagen. Nach Angaben von CBRE lag die mittlere Spitzenrendite für Modernes Wohnen (Studentisches Wohnen, Co-/Micro Living, Serviced Apartments) in den Top-7-Standorten zur Jahresmitte stabil bei knapp 4,6 Prozent. Damit schätzen Investoren das Anlagerisiko ähnlich hoch ein wie bei Handel, Büro oder Logistik, jedoch geringer als bei Hotels. Der Abstand zu den Spitzenrenditen im Wohninvestmentmarkt (3,5 Prozent nach JLL) liegt bei etwa 100 Basispunkten.

Die Zahlen verbergen aber einen wesentlichen Unterschied zum klassischen Zinshausinvestment. **Der Investor ist hier nicht Vertragspartner einer Vielzahl von Mietparteien, sondern hat als einzigen Vertragspartner den Betreiber der Einrichtung.** Fällt dieser aus, ist der Ertrag null. Neben Angebot, Nachfrage, Standort und Gebäude muss sich der Investor damit vor allem mit der Frage beschäftigen, wie erfahren und bonitätsstark sein Betreiber ist und wie belastbar dessen Businessplan. Damit ist das Produkt als Investment dem Hotel viel näher als dem klassischen Wohnen. Es ist kein Zufall, dass große Anbieter wie Adina ihre Wurzeln in der Hotellerie haben. Eines der Hauptargumente für Investitionen in den Wohnungsmarkt, die breite Diversifikation über eine Vielzahl von Mietverträgen, fällt damit weg. Die Renditeprämie, die Angebote des „modernen Wohnens“ gegenüber dem klassischen Wohnen versprechen, ist nach unserer Einschätzung zu gering und sollte eher mit der Verzinsung von Hotelinvestments korrespondieren. Ob das schnelle Wachstum der Branche nicht eher dem Kampf um Marktanteile als der Profitabilität jedes einzelnen Standorts geschuldet ist, wird erst die Zeit zeigen.

These 6: Die Klimaveränderung bleibt auch im Immobiliensektor ein relevantes Thema

Die Dekarbonisierung des Gebäudebestands mit dem Ziel, den Klimawandel zu stoppen, ist seit Jahren ein Thema für Immobilieneigentümer. Dabei verdrängen viele, dass der **Klimawandel auch in Deutschland** bereits vielerorts Einfluss auf unseren Alltag nimmt. Die Häufigkeit und Intensität von Extremwetterereignissen (Hochwasser und

Überschwemmungen, Sturm, Hitzewellen, Starkregen und Hagel, Trockenheit, Waldbrände) nimmt zu und hat negative Auswirkungen auf das Wohlbefinden der Menschen und den Wert von Gebäuden.

Der Immobiliensektor bildet die Grundlage für die Bedürfnisse Wohnen und Arbeiten und ist **in besonderem Maße von der Klimaerwärmung betroffen**. Zum einen direkt durch Hitze und extreme Wetterereignisse, zum anderen indirekt durch regulatorische Anforderungen aufgrund verschärfter Klimaschutzpolitik. Da ca. 30 Prozent des Treibhausgasausstoßes in Deutschland auf den Bau und die Nutzung von Gebäuden zurückzuführen sind, kann der Immobiliensektor einen wesentlichen **Beitrag zur Reduzierung des Temperaturanstiegs** leisten.

Klimaveränderungen treffen Städte in bestimmten Bereichen mehr als ländliche Regionen. Durch die vielen versiegelten Oberflächen, die Sonnenenergie speichern, sowie den Mangel an Vegetation, die für Verdunstungskühlung sorgt, kommt es zum Urban Heat Island Effekt. Dieser beschreibt das Phänomen, dass es in städtischen Gebieten signifikant wärmer ist als im ländlichen Umland, was zu Belastungen für die dort lebenden und arbeitenden Menschen führt und **zusätzliche Anforderungen an Gebäude** stellt. Immobilieneigentümer müssen bauliche Maßnahmen durchführen, um ihre Gebäude an die neuen Gegebenheiten anzupassen (bspw. Dämmung, Klimatisierung, Begrünung, Entsiegelung von Flächen). Dies führt zu Modernisierungs- und Instandhaltungsausgaben, die in der Form bislang nicht vorgesehen waren. Diese Erfordernisse können zu einer Reduzierung des Gebäudewertes führen.

Extreme Wetterereignisse wie Starkregen, Hagel und Stürme führen zu erheblichen Schäden an Gebäuden und Infrastruktur. Ein besonders eindrückliches Beispiel dafür ist die Flutkatastrophe im Ahrtal, die 2021 versicherte Schäden in Höhe von etwa 9,5 Milliarden Euro verursachte. Laut dem Gesamtverband der Versicherungswirtschaft betrugen die versicherten Schäden durch Wetterextreme in Deutschland im Jahr 2024 etwa 5,7 Milliarden Euro. Versicherungen integrieren diese Risiken zunehmend in ihre Risikoanalysen, was **höhere Versicherungsprämien** oder gar Versicherungsausschlüsse zur Folge hat.

Investoren sollten bei bestehenden und neuen Immobilieninvestitionen bereits heute die Klimaveränderungen berücksichtigen, bspw. durch:

- Vermeidung von Hochwassergebieten, Vermeidung von Orten, die stark von Klimagefahren betroffen sind;
- Absicherung von Elementarschäden über die Gebäudeversicherung;
- Physische Vorbeugung durch Errichtung von Flutschutztoren o.ä.;
- Entsiegelung von Asphalt- und Betonflächen zur Förderung der Regenwasserversickerung;
- mehr Begrünung auf Dächern, Fassaden und Straßen zur lokalen Klimaregulierung;
- Verwendung von reflektierenden Baumaterialien, insbesondere auf Dächern zur Vermeidung lokaler Hitzeinseln.

Eine Studie des Immobiliendienstleisters Jones Lang LaSalle zu Klimarisiken ermittelt, in welchem Maße sich für ausgewählte deutsche Städte die **Klimarisikobewertung in den nächsten rund 25 Jahren bis 2050** entwickeln wird:

- In allen untersuchten Städten wird das höchste Risiko im Indikator Hitze erwartet, verstärkt in den süd-/südwestlichen Städten wie Frankfurt am Main, Saarbrücken, Stuttgart oder München;
- Eine erhöhte Gefahr von Hagel wird besonders in Frankfurt am Main und Saarbrücken prognostiziert, häufig auch in Kombination mit längeren Phasen von Trockenheit;
- In den meisten Städten steigen im Jahr 2050 auch die Hochwasserrisiken, wobei vor allem in München, Dresden und Leipzig vermehrt Starkniederschläge hinzukommen;
- Das Kälte-Risiko sinkt hingegen bis 2050, die Anzahl der sogenannten Frost- oder Eistage wird signifikant zurückgehen.

Weltweit versuchen Regierungen die Klimaerwärmung mit Verordnungen insbesondere zur CO₂-Reduktion zu stoppen. Im Immobiliensektor werden dabei Neubauten und Bestandsgebäude gleichermaßen in die Pflicht genommen. Beispiele für **politische Eingriffe in Bezug auf Klimaveränderung**:

- Verschärfung energetischer Mindeststandards für Neubauten und Bestandsgebäude, bspw. durch Effizienzstandards in Bauordnungen;
- Pflicht zum Austausch von alten und ineffizienten Heizungen, Nutzung erneuerbarer Energien;
- Photovoltaikpflicht auf Dächern;
- Begrünungsauflagen für Fassaden und Dächer;
- Transparenz durch verpflichtende Energieausweise;
- Förderprogramme für erneuerbare Energien.

Beim Neubau von Gebäuden können die Risiken der Klimaveränderung bereits in der Planungsphase berücksichtigt werden. Der Großteil des deutschen Gebäudebestandes besteht jedoch aus älteren Bestandsgebäuden (circa 60 Prozent aller Wohngebäude wurden vor Inkrafttreten der Ersten Wärmeschutzverordnung 1978 errichtet). Laut einer aktuellen Prognos-Studie müssen in den kommenden zehn Jahren **zwischen 137 und 237 Milliarden Euro investiert werden**, um Gebäude klimaresilient zu machen.

Für viele institutionelle Investoren ist die Nachhaltigkeit eines Gebäudes bereits ein wesentliches Kriterium bei der Investitionsentscheidung. Für die Umsetzung von Maßnahmen im Bestand muss man allerdings auch festhalten, dass eine genaue Kosten-Nutzen-Analyse im Voraus nicht möglich ist. Dennoch sind Maßnahmen zur Klimaanpassung unerlässlich, um die Folgen des Klimawandels abzuschwächen und zukünftige Schäden möglichst gering zu halten.

Immobilien: Maßnahmen

Maßnahme 1: Fokussierung auf Immobilien mit Mietsteigerungspotenzial

Der wesentliche Teil der Wertschöpfung wird, wie auch in den vergangenen Jahren, aus Mietsteigerungen generiert werden. Bei Neuinvestitionen ist daher ein besonderer Fokus auf das Mietniveau und das Mietsteigerungspotenzial zu legen. Bei besonders niedrigen Mieten kann unter Umständen auch ein höherer Kaufpreismultiplikator akzeptiert werden.

Maßnahme 2: Marktkorrektur für selektive Investitionen nutzen

Die aktuelle Marktsituation mit einer gedämpften Nachfrage- und Preisentwicklung bietet Investoren die Gelegenheit, Immobilien in guten Lagen zu marktgerechten Preisen zu erwerben.

Maßnahme 3 Erhöhung der Diversifikation des Immobilienportfolios

Immobilieninvestitionen sollten sich nicht allein auf den deutschen Wohnungsmarkt beschränken, sondern hinsichtlich des Standortes, der Nutzungsart und der (Risiko-)Strategie diversifizieren. Dies kann insbesondere durch Immobilienbeteiligungen (zum Beispiel in Fonds) erfolgen.

Maßnahme 4: Planung energetischer Qualitätsverbesserungen zum Werterhalt

Gebäude müssen an neue energetische Anforderungen – nachfragegetrieben oder politisch verpflichtend – angepasst werden. Entsprechende Maßnahmen sind zu prüfen und entsprechend der Strategie des Investors umzusetzen.

Strategiebeitrag Immobilien in 2026

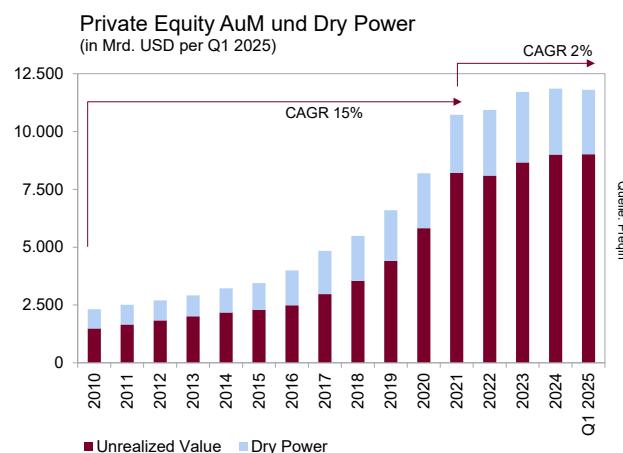
Die Immobilienpreise befinden sich aktuell in einer Seitwärtsbewegung, auf einem marktüblichen Niveau. Größere Bewegungen sind im Jahr 2026 nicht zu erwarten, da weder zins- noch nachfrageseitig relevante Veränderungen bevorstehen. Investoren können somit Neuinvestitionen selektiv prüfen und umsetzen. Gute Lagefaktoren und ein angemessenes Mietniveau mit Steigerungspotential bleiben entscheidende Ankaufskriterien.

JAHRESAUSBLICK 2026: BETEILIGUNGEN

These 1: Die 2025 in Teilbereichen begonnene Markterholung von Private Equity wird sich im Jahr 2026 weiter fortsetzen.

Entwicklungen im Private-Equity-Markt

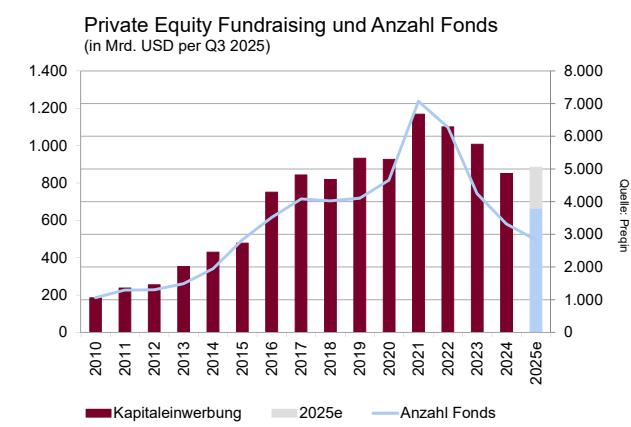
Der Private-Equity-Markt befand sich auch im Jahr 2025 weiterhin in einem schwierigen Umfeld. Die Herausforderungen für Managementgesellschaften, Exit-Möglichkeiten zu finden, Fonds zu diversifizieren, frisches Kapital zu beschaffen und dieses dann anzulegen, haben nicht nachgelassen. So haben sich die starken Zuwächse von rund 14 Prozent p.a. bei den Assets under Management (AuM) zwischen 2010 und 2021 zuletzt deutlich verlangsamt.



Der Grund lässt sich trefflich mit „**Unsicherheit**“ beschreiben: Die Unsicherheit betrifft vor allem Inflation und Zinsen, einen schwachen gesamtwirtschaftlichen Ausblick sowie Zölle und geopolitische Konflikte. Genau als das Vertrauen der Marktteilnehmer ab Februar 2025 langsam zurückkehrte, eskalierten die Handelskonflikte und trieben die Unsicherheit erneut hoch.

Das **Fundraising** erfolgt durch die weltweiten Erschütterungen nach wie vor in einem schwierigen Umfeld und ist weit von dem Rekord aus dem Jahr 2021 entfernt. Dabei ist eine Verlagerung hin zu immer größeren Fonds mit regionaler Ausrichtung USA und Europa zu beobachten, während die Anzahl der Fonds mit einem Final Closing weiter rückläufig ist und sich seit 2021 mehr als halbiert hat. So flossen im

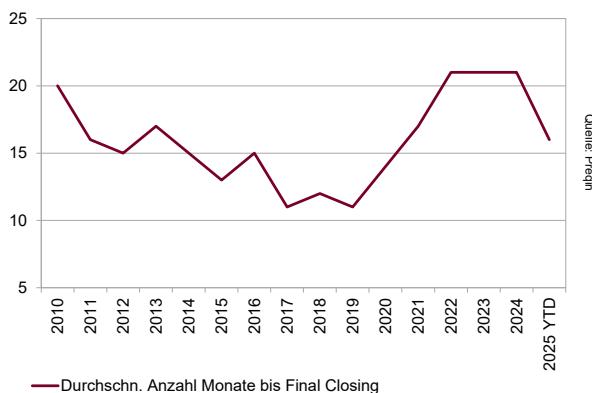
ersten Halbjahr 2025 rund 77 Prozent der neuen Kapitalzusagen in Fonds mit einem Volumen von jeweils über einer Milliarde US-Dollar (seit 2023 haben 79 Fonds jeweils mehr als fünf Milliarden US-Dollar eingeworben – davon 12 Fonds mehr als 20 Milliarden US-Dollar). Insbesondere große institutionelle Investoren sind tendenziell risikoscheu und investieren in Fonds erfahrener und ihnen bereits bekannter Manager mit starker Erfolgsbilanz.



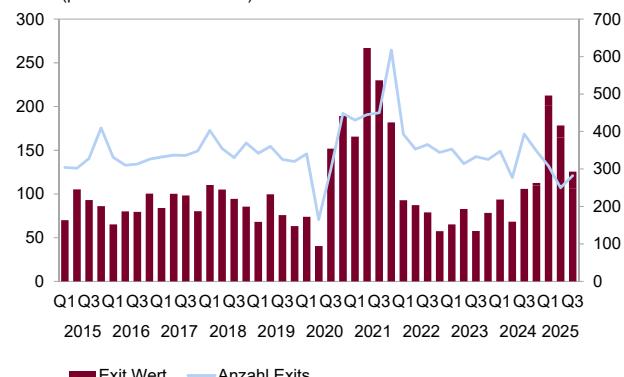
Das rückläufige Fundraising ist abgesehen von der allgemein hohen Unsicherheit vor allem Ausdruck eines nach wie vor **schwachen M&A-Marktes**, wodurch sich Exits verzögern und Ausschüttungen an Investoren erst später erfolgen, was wiederum zu gedämpften Neuinvestitionen führt. Dies deutet darauf hin, dass die Höchstwerte des Fundraising-Volumens kurzfristig wohl nicht wieder erreicht werden, wenngleich für das Gesamtjahr 2025 ein insgesamt höheres Niveau als im Jahr 2024 möglich erscheint.

Die **durchschnittliche Fundraising-Dauer** bis zum Final Closing liegt weiterhin über dem langjährigen Durchschnitt. Jedoch ist seit Ende 2024 eine ermutigende Entwicklung hin zu wieder kürzeren Fundraising-Zeiten zu erkennen (von 21 Monaten in 2023 und 2024 auf 16 Monate in 2025), was auf einen positiven Wendepunkt hindeuten könnte.

Private Equity Buyout Fundraising-Dauer
(Durchschn. in Monaten bis zum Final Closing per Q3 2025)



US Private Equity Exit-Volumen und Anzahl Deals
(pro Quartal in Mrd. USD)



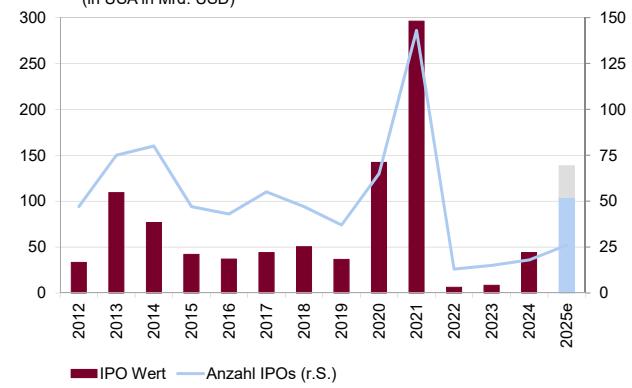
Im ersten Halbjahr 2025 konnten zudem rund 31 Prozent aller Fonds innerhalb von sechs Monaten final geschlossen werden – verglichen mit 16 Prozent im Jahr 2023 und 14 Prozent in 2024. Allerdings weist auch mehr als ein Drittel aller Fonds eine Fundraising-Dauer von mehr als 24 Monaten auf. Insbesondere Fonds, die von erfahrenen Managern mit einer starken Erfolgsbilanz, einer klaren Strategie, einem guten Marktzugang und einer zufriedenen Investorenbasis aufgelegt werden, sollten auch 2026 ihr Final Closing in deutlich weniger als einem Jahr erreichen können. Umgekehrt wird die Kapitaleinwerbung Manager, die ihren Investoren keinen differenzierten Wertschöpfungsansatz bieten, auch weiterhin vor erhebliche Herausforderungen stellen.

Das **Exit-Umfeld** bleibt seit dem Jahr 2022 herausfordernd. Auch der globale M&A-Markt leidet unter den oben genannten Einflüssen und lässt viele Akteure an der Seitenlinie verharren – jedoch zeigen die Zahlen auf Quartals-ebene einen ermutigenden Aufwärtstrend. So erreichte das Private Equity Exit-Volumen in den ersten drei Quartalen 2025 das höchste Niveau seit dem Jahr 2021. Die Anzahl der Exit-Deals war in den ersten neun Monaten 2025 weiter rückläufig, der Gesamtwert der realisierten Beteiligungen legte infolge mehrerer großer Transaktionen im Technologie- und Finanzsektor jedoch deutlich zu.

Da das vierte Quartal gewöhnlich von hoher M&A-Aktivität geprägt ist, erscheint für das Gesamtjahr 2025 ein Exit-Volumen deutlich oberhalb der vergangenen drei Jahre realistisch, wenngleich die Anzahl der Transaktionen hinter den Vorjahreswerten zurückbleiben dürfte.

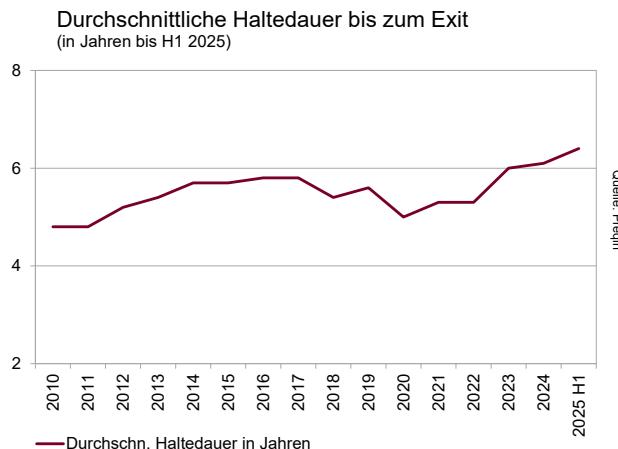
Der Aktienmarkt zeigt ebenfalls erste Anzeichen für eine **zunehmende Aufnahmefähigkeit für Neuemissionen** (IPOs). Auch wenn Börsengänge von Unternehmen in Private-Equity-Hand vergleichsweise selten sind, stellen sie einen bedeutenden Exit-Kanal insbesondere für sehr große Portfoliounternehmen dar. So wurden gemäß Hamilton Lane in den vergangenen 20 Jahren etwa 82 Prozent der Unternehmen mit einer Bewertung von mehr als drei Milliarden US-Dollar über einen Börsengang realisiert – im Vergleich zu 12 Prozent im Middle-Market. Damit betrifft die IPO-Schwäche insbesondere Mega-Fonds, während in dem von uns bevorzugten Mid-Cap-Bereich überwiegend strategische Investoren und andere PE-Gesellschaften als Käufer auftreten.

IPOS von PE gehaltenen Unternehmen
(in USA in Mrd. USD)

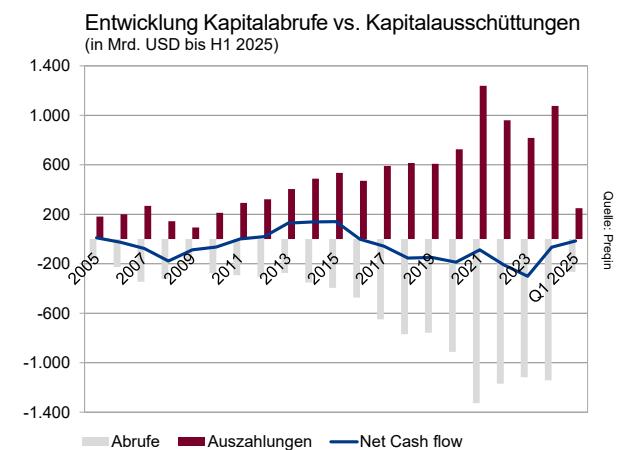


Die **Haltedauer bei Private-Equity-Buyouts** bezeichnet den Zeitraum zwischen Kauf und Verkauf eines Portfoliounternehmens und liegt typischerweise zwischen vier und sechs Jahren. Zuletzt erreichte die durchschnittliche Haltedauer einen Höchststand von 6,4 Jahren – eine Steigerung um fast

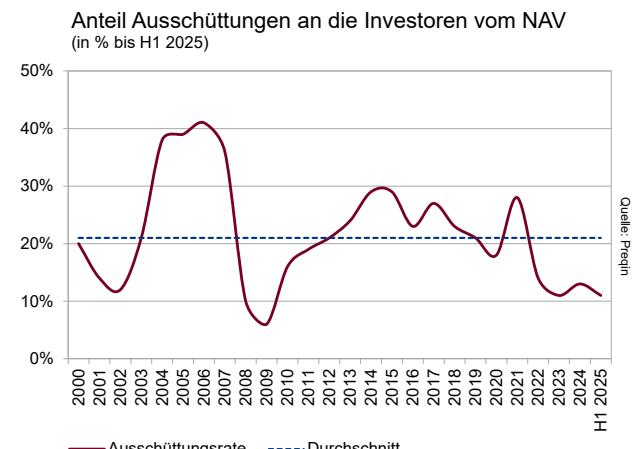
1,5 Jahre im Vergleich zu 2020. Das weiterhin angespannte Exit-Umfeld spiegelt damit auch die anhaltende Präferenz vieler GPs wider, ihre Portfoliounternehmen länger zu halten, anstatt sie zu niedrigeren Bewertungen zu veräußern.



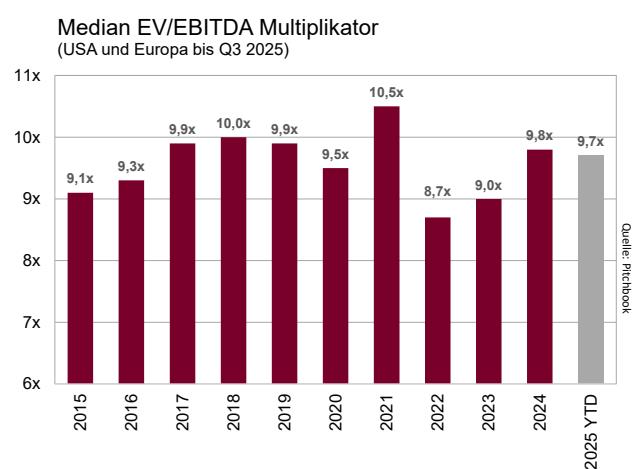
Die anhaltende Exit-Schwäche und die längere Haltedauer machen sich somit zunehmend auch bei den Ausschüttungen an die Investoren bemerkbar. Der **aggregierte Netto-Cashflow** (Auszahlungen minus Abrufe) war im ersten Quartal 2025 nach vielen Jahren zwar erstmals wieder schwach positiv und wäre für Anleger grundsätzlich gut, doch die Gründe dafür sind die falschen: Nicht etwa stark gestiegene Auszahlungen sind der Grund, sondern die geringeren absoluten Kapitalabrufe aufgrund des rückläufigen verfügbaren Kapitals (weniger Fundraising-Volumen und weniger Dry Powder).



Bezogen auf den Net Asset Value (NAV) belaufen sich die Ausschüttungen an die Anleger im 1. Halbjahr auf aktuell 11 Prozent.



Ein positives Bild für Verkäufer zeigt die jüngere **Entwicklung bei den Unternehmensbewertungen**: Der durchschnittliche Enterprise Value (EV) als Vielfaches vom EBITDA erreichte fast das Niveau von 2024 – insbesondere durch einen starken Anstieg im dritten Quartal 2025 nach einem eher schwächeren Jahresauftakt. Die Bewertungsmultiplikatoren haben sich damit zuletzt deutlich von den Tiefständen der Jahre 2022 und 2023 erholt und bewegen sich hin zu den Durchschnittswerten aus den Jahren 2017 bis 2019.



Die ansteigenden Unternehmensbewertungen deuten auf eine steigende Bereitschaft von Käufern hin, trotz der bestehenden Unsicherheiten wieder höhere Preise für Unternehmen mit aussichtsreichen Geschäftsmodellen

zu bezahlen. Gleichwohl lässt die von GPs und Anlegern lange herbeigesehnte deutliche Trendumkehr bei den Exit-Aktivitäten weiter auf sich warten.

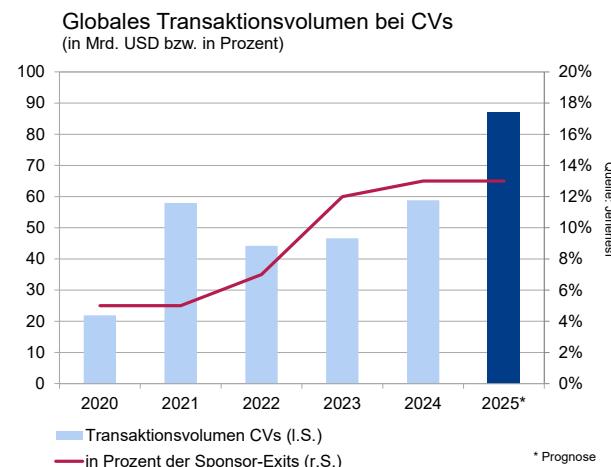
Die eingeleiteten Leitzinssenkungen, insbesondere in den USA und Europa, sollten sich perspektivisch positiv auf die M&A-Aktivität auswirken, da sinkende Belastungen aus der Übernahmefinanzierung die Renditeerwartungen steigen lassen. Ein positiver Effekt auf die Auszahlungen ist aufgrund des langen zeitlichen Vorlaufs bis zu einem erfolgreichen Abschluss kurzfristig dennoch nicht zu erwarten. Für eine nachhaltige Erholung bleibt der Grad der Unsicherheit der Akteure entscheidend. **Historisch waren schwierige Marktphasen zumeist überdurchschnittlich gute Vintage-Jahrgänge für Private-Equity-Fonds**, sodass wir weiterhin für ein gleichbleibendes Investitionstempo in Fonds sorgfältig ausgewählter Manager und für eine breite regionale Diversifizierung plädieren.

These 2: Continuation Vehicles bleiben bei anhaltender Exitschwäche ein relevantes Werkzeug zur Generierung von Liquidität.

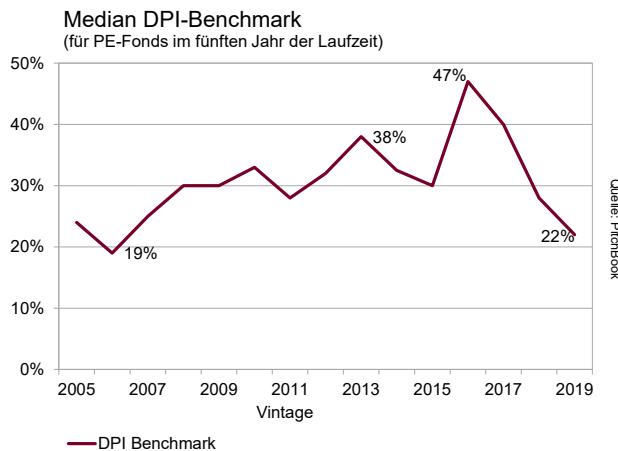
Transaktionsvolumen bei Continuation Vehicles auf Rekordhoch

Ein „Continuation Vehicle“ (CV) ist ein spezielles Investmentvehikel im Private-Equity-Bereich. Es ermöglicht einem Manager, einzelne („Single Asset CV“) oder mehrere Beteiligungen („Multi Asset CV“) aus einem älteren Fonds herauszulösen, aber unter eigener Verwaltung zu belassen. In der Vergangenheit war ein Continuation Vehicle (CV) noch ein eher selten genutztes Spezialwerkzeug im Private-Equity-Bereich. Es diente vor allem als Exit-Kanal zur Generierung von Liquidität. Heute hat sich die Situation komplett gewandelt. Mittlerweile gehört das CV fast schon zur Basisausstattung eines Private-Equity-Managers. Einst eher als Hilfsmittel zur Portfolioreinigung genutzt, mit dessen Hilfe man sich von schwer zu veräußernden Restbeständen trennen konnte, werden CVs mittlerweile überwiegend eingesetzt, damit GPs länger bei den qualitativ hochwertigsten Portfoliounternehmen (den sogenannten „Trophy Assets“) engagiert bleiben können. Einen Beleg für die verstärkte Nutzung von CVs als Exit-Lösung könnte die **Entwicklung des jährlichen Transaktionsvolumens** liefern, welches sich von 2020 bis 2024 nahezu verdreifacht hat. Mit einem Stand von knapp 50 Milliarden US-Dollar

bereits zur Jahresmitte wird für das Gesamtjahr 2025 mit einem Transaktionsvolumen von knapp 90 Milliarden US-Dollar gerechnet, was einem Anstieg von 48 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert entspricht. Dass der Anteil von CVs am gesamten Sponsor-finanzierten Exit-Volumen 13 Prozent beträgt, unterstreicht einmal mehr dessen Relevanz als alternativer Exit-Kanal.



Als wesentlicher Treiber für die wachsende Bedeutung von CVs dürfte das marktbedingt schwache Exit-Umfeld sein, in dem weiterhin die käufer- und verkäuferseitigen Preisvorstellungen auseinanderliegen. Dadurch kommt es zu einer überdurchschnittlichen Haltedauer von Beteiligungen. Infolgedessen bleiben Rückflüsse für die Investoren von Private-Equity-Fonds aus. Wodurch insbesondere institutionellen Investoren durch die angespannte Liquiditätssituation unter anderem Mittel für die Bedienung von Kapitalabrufen fehlen. Gleichzeitig werden die Maximalquoten für die Private-Equity-Allokation erreicht. Eine Indikation kann die **Entwicklung der durchschnittlichen Auszahlungsquote (DPI)** für fünf Jahre alte Fonds liefern. Während Fonds mit den Auflagejahren 2012 bis 2016 nach fünf Jahren Laufzeit im Median bereits zwischen 32 und 47 Prozent des eingezahlten Kapitals an ihre Anleger ausgezahlt hatten, sind es bei jüngeren Fonds lediglich knapp über 20 Prozent.



Qualität des Assets und demonstriert damit „Skin in the Game“, profitiert aber dennoch aufgrund der Beteiligung über das GP-Commitment am Eigenkapital sowie durch den Carried Interest überproportional bei einem erfolgreichen Verlauf. Zur Abschwächung von Interessenkonflikten auf Verkäuferseite sorgt die für Secondary-Transaktionen übliche Durchführung eines **kompetitiven Bieterprozesses mit Drittparteien**. Zudem könnte ein verkaufender Co-Investor zur Plausibilisierung eines angemessenen Kaufpreises beitragen.

Herausforderung beim Exit – CV zum Quadrat?

Continuation Fonds haben in der Regel eine Laufzeit von fünf Jahren mit der Option auf eine Verlängerung um bis zu zwei Jahre. Die Konditionen sind darauf ausgerichtet, insbesondere den Anlegern der investierenden Sekundärmarkt-Fonds entsprechend hohe Renditen über eine möglichst kurze Halteperiode zu ermöglichen. Aus diesem Grund dürften aus Sicht des Sekundärmarkt-Investors zeitige Exits mit entsprechend kurzfristigen Liquiditätsrückflüssen gegenüber einer Reinvestition – sprich einem erneuten Rollen in ein anschließend aufzulegendes Continuation Vehikel – bevorzugt werden. Dies wäre der Fall, sofern ein regulärer Exit scheitern sollte. Genau hier könnte das nächste Problem bei einer weiter anhaltenden oder sich verschärfenden Exit-Schwäche entstehen. Auch wenn zu einem überwiegenden Teil die vermeintlichen „Trophy Assets“ in ein CV übertragen werden, so gelten hier dieselben Spielregeln. Während insbesondere im kleineren und mittleren Marktsegment der Verkauf an einen Strategen oder einen Private-Equity-Investor die gängigsten Exit-Kanäle darstellen, ist die Abhängigkeit vom Kapitalmarkt ab einer bestimmten Größenordnung ungleich höher – insbesondere da in diesem Fall ein Börsengang häufig die einzige Alternative für einen Exit darstellt.

Potenzielle Interessenkonflikte

Um auch für zukünftige Fonds Kapital einwerben zu können, ist der GP bemüht, die resultierende Liquiditätsschlüsse seiner Anleger auf alternativem Weg zu schließen. Dabei verfolgt dieser allerdings auch eigene wirtschaftliche Interessen: Indem er über ein CV an vielversprechenden Unternehmen beteiligt bleibt, erhöht er einerseits das verwaltete Kapital und damit die fixen Einnahmen aus Managementvergütungen; andererseits steigert er seine Chance auf einen überdurchschnittlichen Carried Interest. Gerade letzteres ist problematisch, da der GP sowohl veräufer- als auch käuferseitig die Transaktion durchführt und somit erheblichen Interessenkonflikten unterliegt. Während dadurch eine angemessene Preisstellung für das Asset ohnehin erschwert wird, könnte er aufgrund der Incentive-Struktur geneigt sein, einen niedrigen Kaufpreis zu akzeptieren.

Auch der Wunsch, die eigene Leistungsbilanz aufzubessern, kann die Bereitschaft des GPs erhöhen, eine Beteiligung auf einem moderaten Bewertungsniveau zu veräußern. Da Investoren bei der Beurteilung einer Investitionsmöglichkeit der Auszahlungsquote (DPI) mittlerweile eine besondere Relevanz beimessen, könnte der GP versucht sein, durch die Schaffung von Liquiditätslösungen die Erfolgschancen für die Kapitaleinwerbung seines nächsten Fonds zu erhöhen.

Zur Interessenangleichung mit Neuinvestoren kann der GP seinen im verkaufenden Fonds aufgebauten Carried-Interest-Anspruch in das Continuation Vehicle „rollen“. Der GP signalisiert hierdurch eine Überzeugung von der

Ein nachhaltiger Leistungsnachweis bei Continuation Fonds ist bislang noch nicht erbracht worden, insbesondere vor dem Hintergrund einer vergleichsweise kurzen Historie mit wenig aussagekräftigen Vergleichsdaten. Aus einer kürzlich erschienenen Studie von Prof. Oliver Gottschalg (HEC Paris), in deren Rahmen mehr als 380 CVs, die zwischen 2018 und 2024 aufgelegt wurden, untersucht wurden, lassen sich zwei wesentliche Erkenntnisse gewinnen:

1. Selbst bei Continuation Vehikeln mit den Auflagejahren 2019 und 2020 beträgt die Auszahlungsquote (DPI) im Durchschnitt lediglich 0,3x. Ab dem Auflagejahr 2021 liegt die DPI im Durchschnitt weitgehend knapp über 0,0x.
2. Insbesondere die jüngeren Jahrgänge 2023 und 2024 weisen im Median überdurchschnittlich hohe Fonds bewertungen (TVPI) mit ca. 1,3x und über 30 Prozent IRR auf.

Die vergleichsweise geringe Auszahlungsquote deutet darauf hin, dass weniger als die Hälfte der CVs bereits realisiert wurden. Durch diese Exit-Schwäche könnten in der Folge Secondary-Investoren ihr Engagement bei zukünftigen CVs zumindest überdenken, da die Anforderung an kurzfristige Rückflüsse nicht erfüllt werden konnten.

Dass ein bis zwei Jahre nach Laufzeitbeginn teilweise deutlich überdurchschnittliche Performance daten ausgewiesen werden, erhärtet den Verdacht, dass die Bewertung zum Zeitpunkt des Übertrags einer Beteiligung in ein CV möglicherweise nicht im bestmöglichen Interesse der verkaufenden Anleger erfolgte. Sofern sich Zweifel über die Angemessenheit der Bewertung mehren, könnten sich potenzielle Investoren zukünftig im Rahmen ihrer Due Diligence weitaus stärker als bisher auf die **Exit-Fähigkeiten des GPs** konzentrieren und ihre Investitionsentscheidung hiervon abhängig machen. Dies wiederum dürfte dann zu einer Disziplinierung der GPs führen, die Exit-Möglichkeiten über ein CV lediglich in Ausnahmefällen zu nutzen.

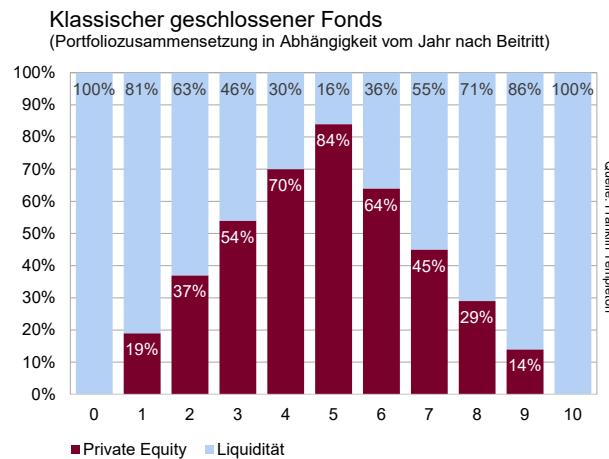
Alles in allem überwiegen insbesondere für die Investoren der verkaufenden Fonds die Risiken infolge potenzieller Interessenkonflikte. Insbesondere die GPs sollten ein Interesse daran haben, eine mögliche CV-Transaktion und deren Beweggründe möglichst transparent darzustellen, um etwaige Reputationsschäden durch vermeintliche Verletzungen seiner treuhänderischen Verantwortung zu vermeiden.

These 3: Das wachsende Universum der semi-liquiden Produkte für alternative Anlagen erweitert zwar die Investitionsmöglichkeiten, bietet Anlegern aber nur in Ausnahmefällen Vorteile gegenüber den klassischen Anlageformen.

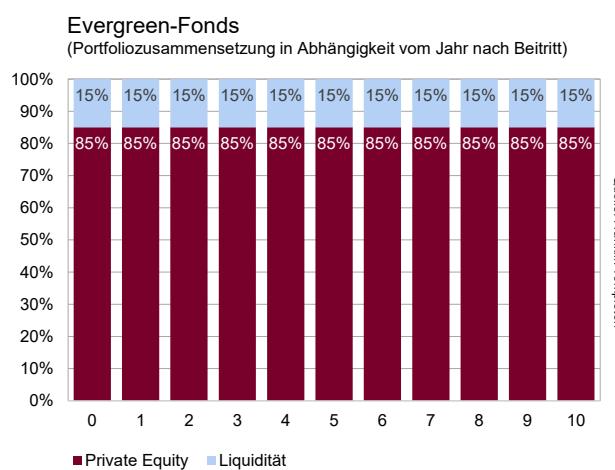
Alternative Investments wie Private Equity, Infrastruktur und Private Debt blieben nicht zuletzt aufgrund einer Mindestinvestition in Millionenhöhe bislang weitgehend versierten institutionellen Anlegern vorbehalten. In letzter Zeit drängen jedoch immer mehr Produkte an den Markt, die zwar über eine unbegrenzte Laufzeit, dafür aber über eine quartalsweise Ausstiegsoption verfügen. Aufgrund des daraus resultierenden semi-liquiden Charakters und der deutlich geringeren Mindest-Zeichnungsbeträge qualifizieren sich diese sogenannten „**Evergreens**“ auch für eine Beteiligung durch (vermögende) Privatanleger. Vor diesem Hintergrund wird bei diesem Trend mitunter auch von einer „Demokratisierung Privater Märkte“ gesprochen, obwohl in Zeiten schwächernder Anlegernachfrage von institutioneller Seite nicht zuletzt die Managementgesellschaften selbst von der Erschließung neuer Investorenkreise profitieren.

Auch für Investoren, die bereits klassische geschlossene Fonds nutzen, erscheint es ungeachtet dieser Tatsache sinnvoll, sich mit den Charakteristika der neuen Produktgattung vertraut zu machen. Auf diese Weise lässt sich entscheiden, ob sich die erweiterten Möglichkeiten für die eigenen Zwecke sinnvoll nutzen lassen.

Der wesentliche Unterschied zwischen Evergreens und klassischen Produkten liegt in ihrem jeweiligen Cash-flow-Profil. Bei herkömmlichen geschlossenen Fonds handelt es sich um Blind Pools. Der Portfolioaufbau beginnt also erst nach dem Beitritt des Investors und das Kapital wird entsprechend dem Investitionsfortschritt über einen Zeitraum von durchschnittlich vier Jahren vom Anleger abgerufen. Im Rahmen der anschließenden Portfolio realisierung wird das Kapital automatisch an die Anleger zurückgeführt. Gemessen an der Nominalbeteiligung ist die mittlere Kapitalbindung daher vergleichsweise gering.



Die Liquidität verbleibt dabei stets beim Investor. Somit hat er die Möglichkeit, durch gestaffelte Zeichnung von Fonds die Liquiditätsquote deutlich zu reduzieren. **Ziel dabei sollte es sein, Abrufe aus jüngeren Fonds weitestgehend mit Auszahlungen aus älteren Fonds in Einklang zu bringen.** Dadurch ist es ihm in der Regel möglich, Investitionsquoten oberhalb der von Evergreens zu erreichen. Diese sind zwar dauerhaft nahezu vollständig investiert, müssen aber zur Sicherstellung regelmäßiger Anteilsrücknahmen rund 15 Prozent des Fondskapitals als Liquidität vorhalten.



Im Zuge von Kapitalzuflüssen oder Portfoliorealisierungen kann die Liquiditätsquote bis zur erfolgreichen (Re-)Investition temporär sogar noch deutlich höher ausfallen. Anders als bei klassischen Fonds liegt der Barbestand jedoch beim Fonds und ist folglich für den Anleger nicht nutzbar. Da bei vergleichbaren zugrundeliegenden Anlageobjekten

die Investitionsquote eines der entscheidenden Kriterien für die Renditeerwartung ist, bieten Evergreens für bereits länger investierte Anleger mit Ausnahme der Bequemlichkeit (keine Notwendigkeit für ein Cash-Management oder regelmäßige Neu-Ziechnungen) **keine signifikanten Vorteile.**

Anders verhält es sich gegebenenfalls bei Investoren, die erstmalig im Bereich der alternativen Anlagen investieren wollen. Denn durch die Beteiligung an einem Pool aus Bestandsinvestments entfällt der langwierige Portfolioaufbau. Die Einzahlung ist bereits mit Beitritt vollständig fällig, wodurch unmittelbar eine hohe Kapitalbindung erreicht werden kann.

Hieraus resultiert aber auch ein wesentlicher Nachteil: Unabhängig davon, dass der Investor vor dem Hintergrund eines fehlenden öffentlichen Handels auf eine realistische Preissetzung durch das Fondsmanagement angewiesen ist, erfolgt der Einstieg vollständig auf einem festen Bewertungsniveau. Eine Glättung durch gestaffelte Investitionen über einen längeren Zeitraum entfällt entsprechend bzw. kommt erst bei langer Haltezeit durch Reinvestitionen zum Tragen. Daher könnten Vermögenswerte mit geringerer Sensitivität zu Marktschwankungen (wie etwa Private Debt) für derartige Investitionen besser geeignet sein als tendenziell volatilere Private-Equity-Anlagen.

Überhaupt dürften Evergreens für eine höhere Schwankungsbreite bei der Performance von Private-Equity-Portfolios sorgen. Denn bislang haben Fondsmanager gern ihren Ermessensspielraum genutzt, damit die eigenen Fonds eine möglichst konstante Entwicklung aufweisen. Für die Bewertung von Evergreens müssen subjektive Einflüsse so gering wie möglich gehalten werden, um sowohl Neukunden als auch Bestandsinvestoren gerecht zu werden. Die hieraus resultierende höhere Schwankungsbreite wird sich auch auf traditionelle geschlossene Fonds auswirken, da diese in die gleichen Unternehmen investieren wie die Evergreens. Anleger mit einer Präferenz für stabile Entwicklungen sollten daher gegebenenfalls Fonds von Managementgesellschaften den Vorzug geben, die keine Evergreens im Angebot haben.

Für dieses Vorgehen spricht aus unserer Sicht ein weiterer Faktor: Evergreens werden vorrangig von den großen Managementgesellschaften angeboten. Abgesehen davon, dass deren Fonds aufgrund der regelmäßig erheblichen

Größe ihrer Portfoliounternehmen lediglich einen moderaten Diversifizierungseffekt gegenüber Aktien bieten, ist gerade bei mittelständischen Unternehmen der operative Wertschöpfungshebel durch eine Professionalisierung der Organisation und eine Optimierung der Prozesse bedeutend höher. Dieses Segment wird durch Evergreens jedoch bislang kaum erschlossen.

Das größte Manko der semi-liquiden Vehikel bleibt jedoch mangelnde Transparenz. Wenngleich die Finanzberichte der Fonds regelmäßig bei der Börsenaufsicht (typischerweise der US-SEC) eingereicht werden müssen, bleiben sie in Bezug auf die Portfoliozusammensetzung und die Entwicklung der gehaltenen Unternehmen sehr vage und in ihrer Aussagekraft weit hinter den Quartalsberichten klassischer geschlossener Fonds zurück. Zumeist werden lediglich die größten Portfoliopositionen benannt und eine grobe quantitative Entwicklung bereitgestellt. Konkrete Hinweise auf operative Fortschritte bei einzelnen Beteiligungen oder die Darstellung der wesentlichen Werttreiber fehlen in der Regel. Ursächlich hierfür ist der öffentliche Charakter der für die Evergreens bereitgestellten Daten, wodurch die Informationen auch Wettbewerbern zugänglich werden.

Prinzipiell sehen wir das Aufkommen von Evergreens im Sinne einer Erweiterung der Investitionsmöglichkeiten und einer weiter zunehmenden Effizienz der Märkte positiv. Aufgrund der genannten Aspekte sowie der nicht unerheblichen Interessenkonflikte zwischen klassischen Fonds und Evergreens verfolgen wir die Entwicklung – abgesehen von Sondersituationen wie dem Neuaufbau von Portfolios – vorerst passiv, zumal der Nachweis noch aussteht, dass die Performance der semi-liquiden Produkte der ihrer traditionellen Pendants ebenbürtig ist.

Maßnahmen Beteiligungen

Maßnahme 1: Der Marktsituation zum Trotz eine langfristige Perspektive beibehalten

Geringe Rückflüsse als Folge eines herausfordernden Exit-Umfeldes mögen für Investoren misslich sein. Vor dem Hintergrund des langfristigen Charakters von Private-Equity-Investments und einer von uns mittelfristig erwarteten Normalisierung der Situation, sollten Anleger dennoch ein konstantes Investitionstempo über GPs, Vintages und Regionen beibehalten, um ein ungewolltes Absinken ihrer Private-Equity-Allokation bei zukünftig wieder steigenden

Rückflüssen infolge einer Erholung des M&A-Marktes zu vermeiden.

Maßnahme 2: Im Rahmen von Fondsprüfungen den Fokus verstärkt auf die Bewertung von Continuation Vehicles (CV) legen

Angesichts der immensen Interessenkonflikte und deren negativen Folgen für die Investoren der verkaufenden Fonds sollten bei der Prüfung von neuen Investitionsmöglichkeiten verstärkt die Exit-Fähigkeiten von GPs untersucht werden. Hierbei sollte insbesondere ein Augenmerk darauf gelegt werden, warum für etwaige mittels CV realisierte Beteiligungen bislang kein Exit auf „konventionellem“ Weg erfolgen konnte und ob GPs die Rahmenbedingungen von CVs transparent darstellen.

Maßnahme 3: Fokus auf klassische closed-end Buyout-Funds beibehalten

Semi-liquide Private-Equity-Fonds (sogenannte „Evergreens“) bieten Anlegern allenfalls in Sondersituationen, wie dem Neuaufbau von Portfolios, Vorteile gegenüber klassischen Anlageformen. Gerade die auf längere Sicht geringere Investitionsquote sowie die stärkere Orientierung an Markt- und Bewertungszyklen bilden nicht zu unterschätzende Nachteile gegenüber diesbezüglich flexibler agierenden geschlossenen PE-Fonds. Bereits in Private Equity investierte Anleger sollten daher weiterhin klassische Fondsstrukturen bevorzugen.

Strategiebeitrag Beteiligungen in 2026

In einem diversifizierten Portfolio können Private-Equity-Beteiligungen auch 2026 einen überdurchschnittlichen Performancebeitrag leisten. Kern eines Private-Equity-Portfolios sollten dabei weiterhin klassische geschlossene Buyout-Fonds mit begrenzter Laufzeit im Mid-Market-Segment sein. Ihr volles Potenzial entfaltet die Assetklasse durch ein konstantes Investitionstempo, eine sorgfältige Managerauswahl sowie eine geografische Diversifizierung.

JAHRESRÜCKBLICK 2025

Volkswirtschaft

Thesen für 2025	Beurteilung
1. Politische Unsicherheiten werden das Wachstum im nächsten Jahr bestimmen.	✓
2. These 2: Die Weltwirtschaft wird mit einer Rate von 2,8 Prozent wachsen. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 2,5 Prozent)	(✓)
3. These 3: Die US-Wirtschaft wächst im nächsten Jahr um 2,0 Prozent. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 1,5 Prozent)	(✓)
4. Chinas Wachstumstempo schwächt sich erneut ab und wird auf 4,3 Prozent fallen. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 4,2 Prozent)	✗
5. Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wird 0,9 Prozent betragen. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 0,7 Prozent)	✗
6. Das Wirtschaftswachstum wird sich in Deutschland leicht auf 0,3 Prozent verbessern. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf -0,1 Prozent)	(✓)
7. Das japanische Wirtschaftswachstum wird wieder deutlich dynamischer und wächst auf 1,1 Prozent. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 0,8 Prozent)	(✓)

Fazit

Die von US-Präsident Trump losgetretenen Zollstreitigkeiten haben weltweit für Unruhe gesorgt. Doch trotz dieser Unsicherheiten hat sich das Wirtschaftswachstum gut gehalten. Während der Ausblick zur Mitte des Jahres deutlich eingetrübt war, gab es bald danach Handelsabkommen und mehr Planungssicherheit für Unternehmen. In den USA gab es im ersten Quartal wegen Vorzieheffekten beim Handel ein negatives BIP-Wachstum, im Rest des Jahres folgte jedoch eine dynamische Reaktion. China konnte einen stärkeren Einbruch des Wirtschaftswachstums durch neue Absatzmärkte verhindern. In Europa wurde das Wachstum vor allem durch eine dynamische Entwicklung in Spanien getragen, während Deutschland einmal mehr enttäuschte. Da der deutsche Haushalt für 2025 erst im September verabschiedet wurde, konnten die Sondervermögen noch keine größeren Effekte entfalten. Das japanische Wachstum wurde von privatem Konsum und Unternehmensinvestitionen getragen und konnte trotz verunsichernder Zollstreitigkeiten solide wachsen.

Devisen

Thesen für 2025	Beurteilung
1. US-Dollar zeigt sich am Jahresende 2025 wenig verändert und liegt bei 1,05. Vorübergehend sehen wir Schwankungen zwischen Parität und 1,10. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 1,17 EUR/USD)	(✓)
2. Kurzfristig erwarten wir eine weitere Aufwertung des Britischen Pfund. Ende 2025 dürfte der Wechselkurs jedoch kaum verändert bei 0,83 liegen. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 0,86 EUR/GBP)	(✓)
3. Der Schweizer Franken wertet gegenüber dem Euro ab und notiert Ende 2025 bei 1,00. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 0,96 EUR/CHF)	✗
4. Der japanische Yen wertet gegenüber dem Euro weiter auf und schließt 2025 bei 150.	✗

Fazit

Die Aussicht auf Zinssenkungen der Fed hat den US-Dollar in 2025 spürbar belastet. Gleichzeitig führten steigende US-Schulden, politische Unsicherheiten und Kapitalumschichtungen internationaler Investoren zu strukturellem Druck auf den Greenback. Eine abkühlende britische Konjunktur und zunehmende Zweifel an der fiskalpolitischen Stabilität Großbritanniens haben das Pfund geschwächt. Zudem wurden frühere Zinssenkungsfantasien moderat zurückgenommen. Die anhaltende geopolitische Unsicherheit und eine Phase erhöhter Risikoaversion haben verstärkt Kapital in sichere Häfen wie den Schweizer Franken gelenkt. Zudem profitierte der Franken von einer moderaten Inflationsnormalisierung in der Schweiz. Die Zinsdifferenz zwischen Japan und den westlichen Industrieländern blieb trotz des ersten geldpolitischen Wendemanövers der Bank of Japan extrem hoch und belastete den Yen weiter. Gleichzeitig setzten „Carry Trades“ den Yen zusätzlich unter Druck.

Renten

Thesen für 2025	Beurteilung
1. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wird zum Jahresende 2025 2,25 Prozent betragen. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 2,5 Prozent)	(✓)
2. Zum Jahresende 2025 wird die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen 4,75 Prozent betragen.	✗
3. Die Spreads bei Unternehmensanleihen bleiben auch im Jahr 2025 eng.	✓

Fazit

Aufgrund rückläufiger Inflationserwartungen und Zinssenkungen der EZB kam es zunächst zu einem Abwärtsdruck bei den Renditen europäischer Anleihen. Nach den Bundestagsneuwahlen und der Ankündigung der Reform der Schuldenbremse kam es dann aber zu einem Renditesprung, der durch die Erwartung höherer Verschuldung und stärkeren zukünftigen Wachstums ausgelöst wurde. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stabilisierte sich danach auf einem höheren Niveau. Zehnjährige US-Staatsanleihen zeigten im Jahresverlauf größere Ausschläge, insbesondere durch politische Risiken ausgelöst. Trotz höherer Zölle hielten sich die eingepreisten Inflationserwartungen in Grenzen, während niedrigere Wachstumserwartungen eingepreist wurden. Ende 2025 gab es durch die Erwartung weiterer Zinssenkungen Abwärtsdruck auf die Renditen. Die Spreads bei Unternehmensanleihen blieben eng, da sich die Wirtschaftsentwicklung in den USA und Europa robust zeigte und sie eine Alternative zu volatilen Staatsanleihen darstellten.

Aktien

Thesen für 2025	Beurteilung
1. Aktien gegenüber Renten übergewichteten und US-Aktien bevorzugen	(✓)
2. Europäische Aktien sind attraktiver als Schwellenländeraktien, dürften aber gegenüber US-Aktien erneut underperformen.	(✓)
3. In den USA setzen Small- und Mid-Caps ihre Aufholjagd fort.	✗
4. Japan bleibt ein attraktiver Aktienmarkt.	✓
5. Am Jahresende 2025 wird der DAX bei 21.000 Punkten stehen. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 25.200 Punkte)	(✓)
6. Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende 2025 bei 6.650 Punkten. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 6.400 Punkte)	(✓)

Fazit

Trotz der kurzfristigen Verunsicherung nach den US-Zollankündigungen im April waren Aktien 2025 erneut deutlich attraktiver als Staatsanleihen. Überraschend war die relative Stärke Europas, zumal europäische Titel Schwellenländeraktien übertrafen und bis auf wenige Phasen sogar von der Performance her vor den USA lagen. US-Small- und Mid-Caps blieben dagegen hinter den Large Caps zurück. Sie wurden durch eine höhere Zinssensitivität, höheres Industriegewicht und arbeitsmarktpolitische Eingriffe (Migrationspolitik) belastet. Japan bestätigte seine Rolle als stabiler Diversifikationsbaustein mit solider Marktentwicklung und verlässlicher wirtschaftspolitischer Ausrichtung. Der DAX verlor nach einem starken ersten Halbjahr an Dynamik. Dies war auf schwächere Exportaussichten, Wettbewerbsdruck aus China und die Belastung durch einen festen Euro zurückzuführen. Der US-Leitindex übertraf hingegen die Prognosen, gestützt durch relativ robuste Gewinne und anhaltende Kapitalrückflüsse in den US-Markt.

Rohstoffe

Thesen für 2025	Beurteilung
1. Gold steigt bis Jahresende 2025 auf 2.950 US-Dollar je Feinunze. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 3.500 US-Dollar je Feinunze)	(✓)
2. Zum Jahresende 2025 liegt der Ölpreis (WTI) bei 65 US-Dollar pro Barrel. (revidiert zur Jahresmitte 2025 auf 58 US-Dollar pro Barrel)	✓

Fazit

Auch in diesem Jahr konnte Gold eine fulminante Rallye verzeichnen und sowohl unsere ursprüngliche Prognose von 2.950 US-Dollar je Feinunze als auch unsere revidierte Prognose deutlich übertreffen. Rückenwind erhielt Gold von anhaltenden Notenbankkäufen, einer steigenden Investoren Nachfrage und einem schwächeren US-Dollar. Zusätzlich ließen Unsicherheiten in Bezug auf die Auswirkungen der US-Handelspolitik und die steigende globale Staatsverschuldung den Goldpreis ansteigen.

Die Zollankündigungen der USA sowie die sehr schnelle Ausweitung der Fördermengen der OPEC+-Staaten ließen den Ölpreis bis Mitte des Jahres deutlich absacken. Der Israel-Iran-Konflikt erhöhte die geopolitischen Unsicherheiten, was zu einem deutlichen Anstieg des Ölpreises führte. In der Folge drückte ein Überangebot am Ölmarkt den Ölpreis auf ca. 58 US-Dollar pro Barrel. Damit liegt der Ölpreis unter unserer ursprünglichen Prognose von 65 US-Dollar je Barrel, aber genau auf unserer zur Jahresmitte revidierten Prognose.

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Hedgefonds

Thesen für 2025	Beurteilung
1. Es wird ein positives Umfeld für Equity Long-Short geben.	✓
2. Es wird ein sehr positives Umfeld für Credit Fixed Income Strategien geben.	(✓)
3. Trendfolger und Managed Futures-Manager (CTAs) sollten untergewichtet werden.	✓
4. Event-Driven Strategien sollten leicht untergewichtet werden, da die neue Trump Administration in den USA zu bleibender Unsicherheit führen wird. In der zweiten Jahreshälfte wird sich ein Teil der Unsicherheit legen und die Strategie wieder profitieren.	✓
5. Global Mako sollte neutral gewichtet werden.	(✓)

Fazit

Aufgrund der starken Aktienmärkte verzeichnete die Equity-Long/Short-Strategie ein sehr positives Jahr. Die starke Dispersion im Markt führte dazu, dass nicht nur „Long-Biased“-Manager profitierten. Die Credit-Fixed-Income-Strategien schlossen zwar positiv ab, hinkten anderen Strategien jedoch hinterher. Ein Umfeld aus nur noch moderat sinkenden Zinsen, engen Spreads und einigen idiosynkratischen Kreditereignissen trug zu dem überschaubaren Ergebnis bei. Wie erwartet, hatten Trendfolger Probleme mit den schnellen, starken und politisch getriebenen Richtungswechseln. Mit unserer konservativen Einschätzung bis zur Jahreshälfte lagen wir richtig, die Erholung im zweiten Halbjahr – ebenfalls von uns vorhergesagt – fiel allerdings noch stärker aus als erwartet. Global Macro zeigte vor allem in der zweiten Jahreshälfte eine starke Erholung. Dies wurde durch die starken Bewegungen bei Edelmetallen und den schwachen US-Dollar begünstigt.

Immobilien

Thesen für 2025	Beurteilung
1. Günstiger wird es nicht. Mit einem weiteren Absinken der Immobilienpreise ist nicht zu rechnen. Deshalb ist nun der Einstiegszeitpunkt für neue Immobilieninvestitionen gekommen.	✓
2. Eine Erholung des Marktes steht grundsätzlich bevor. Die Wiederbelebung wird aber langsamer und erst einmal schwächer ausfallen als von vielen Marktteilnehmern erhofft.	✓
3. Zuwanderung ist eine Grundvoraussetzung für einen funktionierenden Immobilienmarkt.	(✓)
4. Das Angebot an bezahlbarem Wohnen wird auch in Zukunft weiter abnehmen, der Bedarf steigen.	✓
5. Durch das stark veränderte Marktumfeld wird der geförderte Wohnungsbau bei Projektentwicklern zunehmend beliebt.	✓
6. Kurzfristige Wertsteigerungen sind mit öffentlich gefördertem Wohnungsbau nicht zu erzielen.	✓
7. Öffentliche Förderprogramme sind für Investoren wieder attraktiv, können die Baukosten- und Grundstückspreisseigerungen der Vergangenheit jedoch (noch) nicht kompensieren.	(✓)
8. Infolge der digitalen Transformation wächst der Bedarf für Rechenzentren stark.	✓
9. Risikokapital für Immobilienprojekte bietet wieder ein ausgewogenes Chancen-Risiken-Profil.	(✓)

Fazit

Die Immobilienpreise zeigten sich im Jahr 2025 stabil. Impulse sowohl für eine weitere Korrektur als auch für eine Preis-erholung durch beispielsweise Zins- oder Nachfrageveränderungen sind wie erwartet ausgeblieben. Die höhere Sicherheit bei der Preisbildung hat den Einstiegszeitpunkt für neue Investitionen gelegt, dabei sind die Anfangsrenditen jedoch im Vergleich zu anderen Assetklassen niedriger. Für eine attraktive Wertentwicklung müssen Mietsteigerungen durchgesetzt werden können. Für Projektentwickler war das Jahr weiterhin herausfordernd. Bei Neubauprojekten haben wir mehrfach beobachtet, dass diese umkonfiguriert und mit einem Förderanteil (Mietbindung) neu vermarktet wurden, um die Projekte auf ein wirtschaftlich tragbares Fundament zu stellen. Im europäischen Ausland haben sich die Immobilienmärkte dynamischer entwickelt als in Deutschland. Der Preisanstieg hat dort bereits wieder begonnen.

Beteiligungen

Thesen für 2025	Beurteilung
1. Das Phänomen „Künstliche Intelligenz“ wird auch für den Private-Equity-Markt eine zunehmend wichtige Rolle spielen.	✓
2. Die US-amerikanische Sonderkonjunktur und die weit verbreitete Aversion gegenüber Investitionen in Europa werden zu einem Auseinanderlaufen der Bewertungen in Nordamerika und Europa führen. Fonds mit Anlageschwerpunkt Europa könnten in den kommenden Jahren somit von günstigen Einstiegsbewertungen profitieren.	✗
3. Co-Investments in Private Equity können eine sinnvolle Portfolio-Ergänzung sein.	✓
4. Mangelnde Transparenz beim NAV Lending könnte für GPs problematisch werden.	(✓)
5. Steigender Zuspruch für größere Fonds ist kein Indiz für eine sinkende Attraktivität von Mid-Cap-Fonds. Das Gegenteil ist der Fall.	✓

Fazit

Die durch intensivierte Handelskonflikte sowie geopolitische Spannungen weiter angefachte Verunsicherung der Marktteilnehmer wirkte sich 2025 hemmend auch auf die Private-Equity-Aktivität aus. So blieb das Umfeld für Exits herausfordernd, was alternativen Verkaufskanälen wie Continuation Vehicles zu weiter wachsender Popularität verhalf. Dadurch tendenziell steigende PE-Bestandsallokationen minderten den Bedarf vieler Investoren an neuen Zeichnungen, was eine weiterhin hohe durchschnittliche Fundraising-Dauer zur Folge hatte. Für 2026 erwarten wir eine leichte Belebung der M&A-Aktivität und in der Folge eine Rückkehr der globalen PE-Märkte auf den Wachstumspfad.

Unsere im Jahresausblick 2025 aufgestellte These, die US-Sonderkonjunktur und die damalige weit verbreitete Zurückhaltung gegenüber Investitionen in Europa würden zu einem Auseinanderlaufen der Bewertungen dies- und jenseits des Atlantiks führen, haben wir mit Blick auf die handelspolitischen Entwicklungen dieses Jahres bereits in unserem Halbjahresausblick revidiert.

IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Nils Breckling, Dr. Tariq Chaudhry, Yannick Düring, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Ralph Groß, Dr. Christoph Kind, Malte Knigge, Thomas Kühl, Dr. Claus Roggatz, Olivia Schubert, Immo Siemers, Christian Sternberg, Maximilian Völpel

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

09.12.2025

Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

Haftungsausschluss

Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Datenquellen

Soweit nicht anders angegeben: Datastream, Bloomberg, öffentlich zugängliche Datenquellen, eigene Berechnungen

Hinweis zur diskriminierungsfreien Sprache

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird bei Personenbezeichnungen und bei personenbezogenen Hauptwörtern allein entweder die männliche oder die weibliche Form verwendet. Entsprechende Begriffe gelten im Sinne der Gleichbehandlung grundsätzlich für alle Geschlechter. Personen aller Geschlechter mögen sich bitte gleichermaßen angesprochen fühlen.

MARCARD, STEIN & CO AG · DIE FAMILY OFFICE BANK
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 32099-556 · Fax +49 40 32099-206
family_office@marcard.de
www.marcard.de