

1. Überblick

Schauen wir auf das Jahr 2025 zurück, so können wir von einem besonderen Börsenjahr sprechen. Zu Beginn hatten wir eine vorsichtige Haltung zu den Märkten (Thema: Jahr des Kapitalerhalts), welche sich Anfang April mit dem von Donald Trump ausgerufenen „Liberation Day“ und massiv nachgebenden Märkten auch zu bestätigen schien. Umso überraschender war die darauffolgende starke Aktienmarkt-Rally, welche Anpassungen der Gewichtungen und in der Betrachtung der Märkte erforderte. Vor allem neue Anlegergruppen in den USA (Privatanleger, die über ein Drittel des Handelsvolumens ausmachten) sorgten für steigende Märkte und eine Börsendynamik, die so viele nicht für möglich gehalten hatten. Geopolitische Konflikte, eine starke Hand der US-Administration, deren Einfluss zu jederzeit an den Märkten allgegenwärtig war und eine FED, die die Zinsen sukzessive weiter lockerte, waren neben der Künstlichen Intelligenz (KI) treibende Kräfte in diesem Jahr. Hinzu bekam das globale Phänomen der fiskal- und industriepolitischen Aktivität eine wichtige Rolle, besonders in den USA und Deutschland. In diesem Umfeld trugen Flexibilität sowie Offenheit für alternative Szenarien und veränderte Sichtweisen auf die Märkte inklusive eines soliden Risikomanagements zum Erfolg einer jeden Anlagestrategie bei. Europäische Aktienindizes erreichten teils zweistellige Ergebnisse, während sich die gute Entwicklung der US-Indizes durch einen um ca. 12% abwertenden US-Dollar für Euro-Anleger im teils mageren einstelligen %-Bereich bewegte. Die Streuung der Renditen zwischen einzelnen Branchen, aber auch zwischen Growth- und Value-Titeln war im Jahr 2025 außergewöhnlich. Bei Anleihen konnten im Unternehmensanleihebereich teils solide Ergebnisse erreicht werden, während sich Staatsanleihen aufgrund der steigenden globalen Verschuldung schwertaten. Die mit Abstand stärkste Anlageklasse war das Gold, welches sein bestes Jahr in über einem halben Jahrhundert erlebte.

Marktüberblick für das Jahr 2025



Für dieses Jahr bedarf es aufgrund neuer Rahmenbedingungen, die ein Jahr nach Donald Trumps zweiter Präsidentschaft erforderlich geworden sind, einer Neukalibrierung der Anlageallokation. So ist die US-geführte, regelgestützte Weltordnung der Nachkriegszeit auf dem Rückzug. Die Ära des friedlichen, gegenseitigen vorteilhaften Handelns und Kapitalflusses wurde durch globale Fragmentierung und Verstärkung der nationalen Interessen ersetzt. Zudem finden strategische Rückverlagerungen statt. Diese Multipolarität bedeutet das neue Anlage-Paradigma, unter dem Investment Entscheidungen getroffen werden. Fünf wesentliche Entwicklungen stellen wir heraus:

1. Investitionen in den „sicheren Hafen“ US-Staatsanleihen werden sukzessive in andere Anlageklassen wie z.B. bonitätsstarke Unternehmensanleihen und Gold verlagert werden.
2. Die technische Dominanz der USA, getrieben durch ihre Investitionen in KI, hält an, wird aber stärker vom Markt auf Monetarisierung und Profitabilität überprüft.
3. Europa, angeführt durch Deutschland, hat durch fiskalpolitische Unterstützung die Chance zu profitieren und entsprechend aus der aktuellen Stagnation hinauszutreten.
4. Zunehmende Attraktivität von defensiven Substanzwerten, die in den letzten Jahren besonders in den USA stark vernachlässigt wurden. Kurschancen entstehen durch die vermehrte Nutzung von KI-Technologie und ein allgemein günstiges Wachstumsumfeld.
5. Weiter wachsende Nachfrage nach Gold und anderen Vermögenswerten, die außerhalb der westlich kontrollierten Finanzsysteme investierbar sind.

Unsere „Barbell-Strategie“ halten wir unter den gegebenen Umständen weiter für die am geeignetsten, um Chancen als auch Risiken entsprechend gut zu streuen und die Portfolien auszubalancieren.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WACHSTUM: Wir glauben, dass nachlassende Zollbelastungen und steigende Realeinkommen zum globalen Wachstum 2026 beitragen werden. Für 2026 erwarten wir in den USA ein reales BIP-Wachstum von ca. 2,0% und 1,5% im Euroraum; im US-Bereich beschleunigt sich das Wachstum in der 1. Hälfte durch lockere Finanzbedingungen und fiskalische Stimuli. Das globale Wachstum wird sich als „stabil“ anstatt boomend darstellen.

INFLATION: Obwohl die Weitergabe von Zolleffekten abnimmt, bleibt sie zentral für politische Entscheidungen. Gerichtsurteile könnten die Geschwindigkeit der Zollumsetzung beeinflussen, doch die Administration hat andere Wege, ihre Agenda voranzutreiben. Wir erwarten, dass die US-Core-PCE-Inflation bis Ende 2026 auf 2,3% fällt, also nahe am Ziel der FED, aber leicht darüber. Diese Normalisierung gibt ihr entsprechenden Raum für weitere Lockerungen.

ARBEITSMARKT: Das Hauptrisiko für unseren Basisszenario ist eine deutliche Verschlechterung am US-Arbeitsmarkt. Aktuell hält sich der Anstieg der Arbeitslosigkeit aber noch im Rahmen. Dieses Risiko könnte jedoch durch die erwartete zyklische Beschleunigung in der ersten Jahreshälfte 2026 deutlich gemildert werden.

ZENTRALBANKEN: Wir erwarten 2026 weitere Zinssenkungen der FED, wobei Tempo und Umfang primär von Arbeitsmarktdaten getrieben werden. Im Gegensatz dazu sehen wir die EZB größtenteils „on hold“ was Zinssenkungen betrifft.

AKTIEN: Wir erwarten künftig branchenübergreifende Gewinnsteigerungen. Eine binnengewirtschaftlich orientierte Politik in den USA und auch in Europa könnte den Konsum unterstützen, während Zölle weniger stark im Fokus stehen sollten. Das Jahr 2026 wird die Chancen frühzyklischer Beschleunigung und eines anziehenden Gewinn-Momentum mit den Risiken einer hohen Bewertung und wachsenden Makro-Vulnerabilitäten abwägen. Wir erwarten, dass erstere überwiegen. Mittlere bis hohe einstellige Renditen erscheinen möglich.

US-AKTIEN: Wir sehen in der Breite eine solide Gewinnentwicklung über verschiedene Sektoren. Das macht Aktien aus den Bereichen INDUSTRIE, VERSORGER und BASISKONSUM wieder interessanter, da sie Nachholpotential besitzen. Auf ausgewählte US-Titel der INFORMATIONSTECHNOLOGIE sollte kritischer geschaut werden. Wir trauen ihnen weiterhin überdurchschnittliches Wachstum zu, allerdings gilt es, ihre Investitionen genauer auf Rentabilität zu prüfen.

EUROPA-AKTIEN: Europäische Aktien gewinnen global wieder stärker an Bedeutung, da sich Europa im starken Wandel befindet, der fiskalpolitisch flankiert wird. Besonders attraktiv erscheinen Branchen wie VERSICHERUNG, GESUNDHEIT, VERSORGER und ausgewählte INDUSTRIE-Aktien, die durch niedrige Zinsen, bessere Gewinnentwicklungen und evtl. positive Entwicklungen im Ukraine-Krieg profitieren könnten.

ZINSEN: Globale Zinssenkungszyklen nähern sich 2026 ihrem Ende und die Zinsstrukturkurven haben sich überwiegend normalisiert. Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen beendete das Jahr in der Nähe der Höchststände bei 2,85% und belastete somit Anleihen mit längeren Laufzeiten. Ein im historischen Vergleich hoher Realzins sollte Renditen deutlich über 3% einschränken können, vorausgesetzt die Inflation verharrt auf moderatem Niveau. Bei Unternehmensanleihen konnte man in diesem Umfeld „den Kupon verdienen“, Risikoaufschläge verharren mit Ausnahme der Marktturbulenzen Anfang April 2025 auf dem historisch sehr niedrigen Niveau.

WÄHRUNGEN: Der Euro wertete gegenüber zahlreichen Währungen im Jahr 2025 auf. Besonders ausgeprägt war die Entwicklung gegenüber dem US-Dollar. Dieser verlor knapp 12% vs. Euro und beendete das Jahr bei 1,1750. Die transatlantische Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone wird sich weiter verringern und gleichzeitig beeinträchtigt Trumps autokratischer Regierungsstil das Vertrauen in den „Greenback“ zusätzlich. In diesem Umfeld erwarten wir eine Handelsspanne von 1,15 – 1,25 EUR/USD für 2026.

GOLD: Gold dürfte weiter starke Zuflüsse verzeichnen, getrieben durch Makro-Vulnerabilitäten, Defizitbedenken und den Wegfall anderer „sicherer Häfen“ (Dollar-Schwäche). Die wachsende Nachfrage wird durch nicht-westliche Investoren, die nach Vermögenswerten außerhalb westlich kontrollierter Finanzsysteme suchen, angeheizt. Auch ein sich evtl. verstärktes Taiwan-Risiko könnte Käufe auslösen.

3. Der Bericht vom Markt

Der Beginn eines neuen Jahres ist für uns die Zeit, nach Investitionstrends zu schauen, die wir in den nächsten Monaten für den Markt als relevant betrachten. Fünf davon möchten wir im Folgenden etwas näher beleuchten, da wir sie für besonders interessant erachten.

Gegen Ende des Jahres 2025 senkte die FED unter Notenbankpräsident Powell ein weiteres Mal die US-Zinsen um 0,25% auf 3,5% bis 3,75%. Neben einem etwas schwächer werdenden Arbeitsmarkt war sicherlich auch die angespannte Liquidität im US-Finanzsystem der Grund für das weitere Absenken der Zinsen. Zudem wurde beschlossen, dass im Dezember für 40 Mrd. USD kurzlaufende US-Staatsanleihen gekauft werden. De facto hat die FED damit wieder mit Quantitative Easing begonnen. Die Notwendigkeit ergab sich aus der Tatsache, dass die langfristigen Zinsen in diesem Zyklus nicht mit den Senkungen der kurzfristigen Zinsen zurückgingen, sondern ein relativ hohes Niveau behielten. Gründe dafür waren der internationale Vertrauensverlust in die US-Treasuries wie auch die hohe Verschuldung der USA, die bereits 14% ihrer Staatsausgaben für Zinsen aufwenden müssen.

1. Aus unserer Sicht werden trotz Stützungsmaßnahmen der FED weitere Verlagerungen aus den US-Staatsanleihen in Unternehmensanleihen oder auch andere Anlageklassen wie Aktien und / oder Gold erfolgen. Die Gründe dafür sehen wir in vorangegangenen Maßnahmen und Aussagen der US-Administration. So wurden die zu Jahresbeginn angekündigten Ausgabenkürzungen im Haushalt sehr schnell wieder zurückgenommen. Zudem kursierten Aussagen am Markt, dass sich von Seiten der US-Administration vorgestellt werden könne, bestehende Anleihen in länger laufende Treasuries umzuwandeln („Mar-a-Lago Accord“), um die Fälligkeitsstruktur zu entzerren und die Refinanzierungskosten zu senken. Aussagen, die am Markt mit Verwunderung aufgenommen wurden und dem Vertrauen in den US-Staatsanleihenmarkt als sicheren Hafen geschadet haben. Da zudem die Schuldenverwaltung durch hohe Zinsen erschwert wird, Ausgabenkürzungen gerade vor den Midterm-Wahlen im November politisch schwer durchsetzbar erscheinen und hohe Investitionen in KI-Sektor den gesamten Kreditmarkt in den USA das Jahr belasten sollten, erwarten wir, dass Investoren zunehmend von Staatsanleihen auf die Finanzierung privater Bilanzen – wie etwa Unternehmensanleihen oder Aktien – umsteigen werden. Möglicherweise werden die US-Staatsanleihenmärkte weitere Belastungen erfahren, auch wenn Leitzinsen sinken sollten. Damit dürfte auch die Zinskurve steiler werden, da bei einer US-Neuverschuldungsquote von 7% die langfristigen Zinsen nicht so schnell fallen sollten, es sei denn, die US-Administration findet andere Käuferschichten für ihre länger laufenden Treasuries.
2. Dagegen werden Europas fiskalpolitische Maßnahmen, angeführt durch Deutschlands Ausgabenboom und den Verteidigungszusagen der EU, deutlich mehr Spielraum geben, um die Stagnation in Form magerer Wachstumsraten der letzten Jahre zu überwinden. Der finanzpolitische Kurswechsel Deutschlands sollte auch wieder für Vertrauen in die Fähigkeit Europas führen, seine industrielle Basis zu revitalisieren. Besonders Branchen aus dem europäischen VERSORGER und KONSUMGÜTER Bereich könnten von der Wertschöpfung der wachstumsfördernden Reformen profitieren. Risiken könnten in kurzfristig aufkommenden politischen Instabilitäten in Europa auftreten, weiter überbordender Regulatorik und veralteter Infrastruktur.
3. Ein weiterer wesentlicher Wachstumstrend bleibt auch im Jahr 2026 die technologische Dominanz der USA, die durch den massiven Investitionszyklus in KI angetrieben wird, mit dem Ziel, ihre weltweite Führungsposition zu sichern. Dieser Trend wird aus unserer Sicht anhalten, da ein globaler Wettkampf der USA mit China um die Vorherrschaft im Bereich KI im Gange ist, den auch die US-Regierung mitnichten verlieren möchte. Wir werden aber vorsichtiger in unserer Betrachtungsweise auf einzelne Unternehmen in diesem Sektor. Immer stärker verlangt der Markt nicht nur massive CAPEX-Investitionen in den KI-Bereich, sondern auch eine in absehbarer Zeit erfolgreiche Monetarisierung dieser. Die Debatten über Rentabilität und Blasenrisiken in diesem Sektor nehmen entsprechend seit Ende letzten Jahres spürbar zu. Während die Amerikaner auf der Chipseite über NVIDIA einen Qualitätsvorsprung besitzen (der neuste Chip „Rubin“ unterliegt sogar einem Exportverbot), dürfte die US-Unterversorgung im Elektrizitätsbereich auf Sicht China in die Karten spielen, die in den letzten Jahren bessere Infrastrukturvoraussetzungen geschaffen haben. Unserer Ansicht nach sollte man weiter in diesem Segment investiert sein, allerdings selektiver. Die teils hohe Bewertung einzelner Unternehmen, ihr Wandel von kapitalarmen in kapitalintensive Technologiekonzerne, evtl. auftretende Probleme bei den Abschreibungsmodalitäten für den Produktzyklus, die mittlere Einsatzdauer von Halbleiterprodukten und die sich nicht so schnell zeigende Monetarisierung

raten zur Vorsicht. Allerdings spricht ihre Marktposition und die immer noch besondere Profitabilität vieler dieser Wachstumstitel für ein „investiert bleiben“, auch wenn ihr Beitrag zur Outperformance am US-Markt in Zukunft geringer ausfallen sollte.

4. Wir können uns in den USA in diesem Jahr eine Renaissance der Value- und Substanzwerten, die in den letzten Jahren ein Schattendasein an der US-Börse geführt haben, vorstellen. Während in Europa einige von ihnen im Schnitt eine gute Performance aufwiesen, konnten ihre US-Mitbewerber wenig überzeugen. Helfen können ihnen in diesem Jahr die aktuell sinkenden Beliebtheitswerte von Donald Trump. Sie dürften zu weniger politischem Druck (Zölle) auf genau diese Unternehmen führen, die ihre Produkte überwiegend in die Welt exportieren. Über zeitgleich stattfindende Produktivitätssteigerungen durch stärkere Nutzung von KI erholen sich die Gewinne und die Bewertungen ziehen an. Wir können uns also eine Verbreiterung der Gewinne über deutlich mehr Branchen als im letzten Jahr sehr gut vorstellen. Allerdings muss bei jedem Investment die Währungskomponente berücksichtigt werden. Eine genaue Selektion ist also unabdingbar. Eine Alternative neben den US-Werten dürften britische, substanzhafte Aktien und einige Schweizer Titel sein, die jeweils eine Menge Qualität bei stabiler Finanzstruktur bieten.
5. Beim Thema „Stabilität“ kommen wir unweigerlich zu der Frage, ob der Goldpreis weiter steigen kann und man hier investiert bleiben sollte. Unserer Ansicht nach spricht viel dafür, dass in diesem Jahr trotz der bemerkenswerten Preisentwicklung der letzten beiden Jahre weiter neue Höchstkurse erreicht werden können. So gibt es eine strukturelle Nachfrage nach physischem Gold, besonders von nicht-westlichen Zentralbanken. Angesichts des ausgeprägten Interesses westlicher Regierungen, die Kapitalmärkte für Konfiszierungs- oder Sanktionszwecke zu nutzen, gehen wir weiter von einer erhöhten strukturellen Nachfrage nach außereuropäischen Vermögenswerten aus. Hinzu kommt die massive Verschuldung von Staaten in der Welt, die viele Anleger nicht in Staatsanleihen, sondern in Richtung der Sachanlage Gold treiben sollte. Auch der Diversifikationsvorteil, den Gold im Portfoliokontext bietet, sollte nicht unterschätzt werden. Gerade aufkommende geopolitische Risiken (z.B. ein möglicher eskalierender Konflikt zwischen China und Taiwan) können durch Goldinvestments abgemildert werden. Wir verwenden in den Portfolios grundsätzlich keine Absicherungen, so dass neben dem Aufbau von Cash, der Investition in eher defensivere Branchen / Aktientitel nur der Aufbau von Gold einen sinnvollen Schutz bietet, um geopolitische oder andere Risiken in den Portfolios zu reduzieren.

Dieses Jahr wird aufgrund der weltweiten Gemengelage sicherlich wieder kein einfaches Börsenjahr sein. Das Thema Taiwan tauchte zum Jahresende 2025 wieder als ein mögliches „Tail“-Risiko in den Medien auf (Provokation durch ein Manöver Chinas vor der Küste Taiwans). In den USA stehen die wichtigen Midterm-Wahlen an, die Donald Trump etwas von seiner Zoll-Aggressivität nehmen sollten und die politischen Bedingungen etwas lockern könnten. Gleichwohl gelten Midterm-Wahljahre historisch betrachtet in den USA eher als schwache Börsenjahre.

Ein neuer potenziell zinsliberalerer FED-Chef (Kevin Hassett?) könnte ab Mai weitere Zinssenkungen in die Wege leiten, damit allerdings auch die Inflationsrisiken in den USA wieder deutlich erhöhen. Der Arbeitsmarkt scheint stabil zu sein und sollte die Konsumnachfrage der privaten Haushalte aufrechterhalten und die Erholung unterstützen. Insgesamt bewerten wir die Ausgangslage sowohl in Europa als auch in den USA weiterhin als leicht positiv und werden entsprechend investiert bleiben.

Wir halten deshalb auch ein signifikantes Goldinvestment neben einem zukünftig verstärkten Value-Anteil als wesentlichen Bestandteil unserer „Barbell-Strategie“ für sinnvoll. Diese Strategie zielt auf ein ausgewogenes Risiko- / Ertragsverhältnis in Form von zwei Segmenten ab: gleichgewichtete risikoreichere und risikoärmere Anlagen. Wir nutzen damit Chancen bei einem ausgeglichenen Risikoprofil. Bei festverzinslichen Wertpapieren sehen wir attraktive Renditen bei Anleihen mit sehr gutem Investment-Grade-Rating, besonders wenn sie zusätzlich gute Neuemissionsprämien versprechen.

4. Aktienmarkt

4.1 Die Welt in Bewegung...

Im letzten Jahr haben die Börsen begonnen auf die US-Politik zu reagieren. Industriepolitik ist die neue Norm, neue Handelshemmnisse, strategische Rückverlagerungen und auf Investitionen ausgerichtete Steueranreize genießen parteiübergreifende Unterstützung. Ein deutlicher Anstieg der Unternehmensinvestitionen in den USA erfolgte, besonders in KI-bezogenen CAPEX-Projekten. Das

BIP in den USA dürfte in diesem Jahr um knapp 2 % steigen, wobei allein ein Viertel dieses Wachstums auf KI-Investitionen zurückzuführen sein sollte.

Deshalb sind unsere Erwartungen für die Aktienmärkte in den USA, aber auch für Europa grundsätzlich positiv. Das Gewinnwachstum dürfte sich in diesem frühen Zyklus auf eine breitere Basis stellen und neben den Big Caps auch zahlreiche andere Sektoren erfassen. Auch sollten weniger politische Schocks auftreten und die Zollunsicherheiten ihren Höhepunkt erreicht haben. Zinsen dürften weiter gesenkt werden und die US-Regierung ist bereit, das nominale Wachstum zu erhöhen. In Europa erwarten wir weitere Fortschritte bei den Ukraine-Friedensverhandlungen und sehen durch fiskalpolitische Anreize sowie durch angekündigte Wachstumsinitiativen Deutschlands Möglichkeiten, dass das BIP in Europa auf bis zu 1,5% steigen könnte.

Innerhalb der USA bleiben einige herausragende Unternehmen mit starkem Gewinnwachstum führend, besonders im Bereich der KI bzw. INFORMATIONSTECHNOLOGIE. Sie übertreffen den S&P 500 Index auch dieses Jahr bei Investitionen in Kapitalausgaben (CAPEX) deutlich, was die Voraussetzung für ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum bleiben sollte. Das Hauptrisiko besteht aber inzwischen darin, dass dieser KI-Investitionsboom nicht zeitnah signifikante Produktivitätsgewinne liefert, sodass die Verschuldung dieser Werte schneller steigt als ihre Ertragskraft. Der angekündigte Börsengang von OpenAI wird hier ein Lackmustest für den Markt und die Bewertungsstabilität werden, da diese Unternehmen noch kein Geld verdienen und massive Investitionszusagen ausstehen. Aus diesem Grund bleibt erhöhte Wachsamkeit eine Kernverantwortung für die Portfolien in diesem Jahr.

Positive Entwicklungen können wir uns bei ausgewählten Value-Unternehmen in den USA vorstellen, wie auch bei kapitalintensiven Segmenten aus den INDUSTRIE, VERSORGER und BASISKONSUM Sektoren, die allesamt die letzten Jahre zurückgeblieben sind. Sie sollten Profiteure der Maßnahmen der Trumpschen Industriepolitik aber auch weiterer Zinssenkungen der FED sein.

In Europa erscheinen uns auf Branchenebene VERSICHERUNGEN, GESUNDHEIT und VERSORGER weiter interessant. Auch der BASISKONSUM könnte als defensive Branche ein Comeback erleben. Attraktiv bewertete Einzeltitel sehen wir auch in der Schweiz und Großbritannien.

Neben dem Hauptrisiko in den USA, dass die großen KI-Investitionen sich nicht monetarisieren lassen und die Bewertungen der hochkapitalisierten Titel angepasst werden müssen, gilt es, die geopolitischen Risiken weiter im Blick zu behalten. Auch ein deutlicherer Anstieg der Inflationsrate in den USA durch evtl. zu schnellen weiteren Zinssenkungen der FED könnte zu Verwerfungen am Aktienmarkt führen. In Europa sind besonders politische Risiken mit in die Betrachtung einzubeziehen. Die EU blickt auf ein Jahr 2026 – ein Jahr, das von Russlands Krieg in der Ukraine an der Ostflanke überschattet wird. Die einzelnen Mitgliedstaaten sind uneins über die beste Unterstützung für Kiew, und auch die Spannungen mit den USA nehmen zu. Die bevorstehenden Wahlen könnten Europas politische und geopolitische Landschaft erneut prägen. So wählt Ungarn einen neuen Präsidenten und in vier großen EU-Ländern stehen Regional- und Kommunalwahlen an, die weitere Verschiebungen auslösen könnten.

Viele mögliche Ereignisse oder Szenarien, die uns in diesem Jahr trotz guter weltwirtschaftlicher Ausgangslage zur Vorsicht mahnen. Wir sehen in den nächsten 12 Monaten viele Chancen, glauben aber, dass Risiken auftreten könnten, die unsere Sichtweise deutlich verändern. In unserer „Barbell-Strategie“ werden wir daher dem defensiven Anteil in diesem Jahr eine höhere Gewichtung beimessen als dem wachstumsstarken und entsprechend risikobehafteten Segment.

4.2 Wie sieht unsere Erwartung für 2026 aus?

Unter den beschriebenen Rahmenbedingungen erscheint es erneut ambitioniert, einen Blick auf mögliche Indexstände zum Jahresende zu wagen. Wir können uns vorstellen, dass der DAX im ersten Halbjahr den Trend und die Dynamik des Vorjahres fortsetzen kann. Wir erwarten allerdings, dass die nächsten Monate ein schwankungsreiches Umfeld für Aktien und Risiko-Assets bereithalten. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 70% sehen wir aktuell den DAX zum Jahresende 2026 nicht unter 23.000 Punkten. Einen deutlicheren Anstieg über 26.500 Punkte halten wir aber mit nur 20% für wahrscheinlich. Eine ähnliche Wahrscheinlichkeitsverteilung sehen wir auch für den S&P 500, wobei er unter den günstigsten Annahmen (20% Wahrscheinlichkeit) über 7.200 Punkten steigen könnte. Auf der reinen Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach begrenzt sein. Durch eine gute und geschickte Einzeltitel- und Branchenauswahl erwarten wir, dass die in den nächsten Monaten wahrscheinlich auftretenden stärkeren Schwankungen gut genutzt werden können und das Portfolio stabil durch die unsicheren Rahmenbedingungen geleitet werden kann.



5. Anleihenmarkt

5.1 Globale Zinssenkungszyklen nähern sich 2026 ihrem Ende

Die Anleihemärkte in den USA und Europa bewegten sich im vergangenen Jahr zwischen steigenden politischen Risiken und wechselhaften Erwartungen an die geldpolitische Ausrichtung der Notenbanken. In der Eurozone stiegen die Renditen zunächst deutlich an. Ursache hierfür waren die deutschen Ankündigungen der Sondervermögen für Infrastruktur- und Verteidigungsinvestitionen und einer damit einhergehenden Aufweichung der Schuldenbremse. Dies führte Anfang März 2025 zu einem starken Anstieg der Rendite für zehnjährige Bundesanleihen von 2,4% auf 2,9%. Auch wenn es im Anschluss zu einer deutlichen Gegenbewegung kam, wurde das Jahr abschließend nahe des Märzhochs bei 2,85% beendet. Da die im abgelaufenen Jahr zu beobachtende Versteilung der Zinsstrukturkurve, also die Zinsdifferenz zwischen bspw. 2Y und 10Y Bundesanleihen, (12/25 bei 0,75% vs. 12/24 0,3%) besonders langlaufende Anleihen belastete, war auch dort kein besseres Ergebnis zu erzielen.

Im ersten Halbjahr 2025 senkte die EZB an vier von fünf Notenbanksitzungen ihren Leitzins – der Einlagesatz wurde von 3% auf 2% reduziert – um dann im weiteren Jahresverlauf „datenabhängig“ von Sitzung zu Sitzung zu entscheiden. Der Einlagesatz blieb bis Jahresende bei 2%. In ihrer letzten Sitzung am 18. Dezember 2025 wurde überraschend die Inflationsprognose nach oben revidiert. Die voraussichtliche Kerninflation im laufenden Jahr soll nun 2,2% von vormals 1,9% betragen. 2027 erwartet man 1,9%. Höhere Dienstleistungspreise im November waren die Hauptursache für die Prognoseanpassung. Dadurch wurde die Messlatte für zusätzliche Zinssenkungen weiter nach oben gesetzt. Der Einlagesatz von zurzeit 2% wird vermutlich über den gesamten Jahresverlauf 2026 beibehalten, sofern keine konjunkturellen „Unfälle“ auftreten, die eine Rezessionswahrscheinlichkeit deutlich erhöhen würden. Zu diesen Risiken gehören eine wieder zuspitzende Zollauseinandersetzung mit den USA oder aber, dass die geplanten massiven Investitionsausgaben (Verteidigung, Infrastruktur) zu langsam umgesetzt werden und somit die wirtschaftlichen Impulse ausbleiben sollten.

Die Rendite für zehnjährige US-Treasuries bildete sich zwar auf Jahresbasis zurück, konnte aber in der zweiten Jahreshälfte nicht von Zinssenkungen durch die FED profitieren und beendete das Jahr bei 4,17% (VJ 4,57%). Erstmals sind 10Y Zinsen in den USA nicht gesunken, trotz des Beginns deutlicher Zinssenkungen durch die FED. Fehlendes Interesse ausländischer Investoren an US-Staatsanleihen und somit ein schrittweiser Verlust dieser Anlageklasse als sicherer Hafen war eine der Hauptursachen. Um dem Markt Liquidität bereitzustellen, startete die FED etwas überraschend ein neues Kaufprogramm von kurzlaufenden „T-Bills“ über 40 Mrd. USD. Wie lange diese monatlichen Käufe erfolgen sollen, ist aktuell noch unklar. Sie werden vermutlich aber einige Monate andauern.

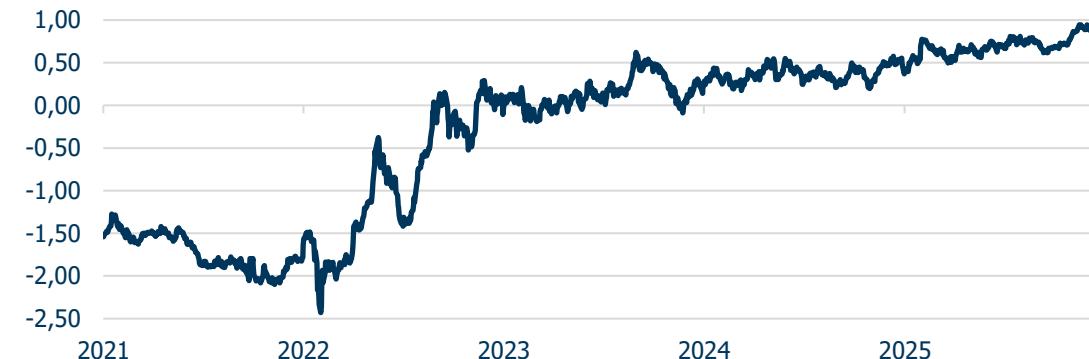
Mit vermutlich 2-3 weiteren Zinssenkungen der FED im Jahr 2026 neigt sich der globale Zinssenkungszyklus dem Ende zu. Die dann erreichten Zinsplateaus sollten mit Ausnahme einzelner Regionen (Japan, Australien, Neuseeland) für einen längeren Zeitraum Bestand haben.

Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen sollte auf aktuellem Niveau gut unterstützt sein. Zum einen liegt der sogenannte „Realzins“ für dieses Laufzeitsegment (Nominalzins minus Inflationsrate)

im historischen Vergleich auf einem attraktiven Niveau (siehe Chart). Zum anderen ist die aktuelle „Kurvensteilheit“ von 75 Bps. als fair zu bezeichnen und sollte ebenfalls unterstützend wirken.

Bei einer moderaten Inflationsentwicklung nahe des EZB-Ziels von 2% sollte dieser Realzins unterstützend wirken und Renditeanstiege deutlich über 3% für zehnjährige Bundesanleihen verhindern.

Realzins zehnjähriger Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg

5.2 Unternehmensanleihen: „Kupon verdient“

Europäische Unternehmensanleihen guter Bonitäten (Investment-Grade) schlossen das Jahr 2025 mit einem Wertzuwachs von 3,03% („Bloomberg Euro-Aggregate Corporates Index“) ordentlich ab.

Der Rückenwind durch Spread-Einengungen war nur moderat, da Unternehmensanleihen bereits zu Jahresbeginn auf historisch niedrigen Risikoprämiens notierten. Somit wurde im Wesentlichen lediglich der „Kupon“ vereinnahmt. Mit Ausnahme einer erhöhten Volatilität im Zuge des „Liberation Day“ Anfang April 2025 bewegten sich die Risikoauflschläge in noch engeren Bandbreiten als im Jahr zuvor.

Der durchschnittliche Renditeaufschlag einer fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) bewegte sich im Jahresverlauf 2025 in einer sehr engen Handelsspanne von 0,50% bis 0,60% (Ausnahme April 2025 bei 0,85%) und schloss das Jahr bei 0,50% nahezu unverändert ab. Aus Perspektive der Spreads bieten Unternehmensanleihen relativ gesehen weiterhin wenig Potenzial. Da für viele Investoren aber die absolute Verzinsung eine größere Rolle spielt und im Zuge der Zinssenkungen Festgeldanlagen an Attraktivität einbüßen, bleiben Unternehmensanleihen auch 2026 gut unterstützt.

Im aktuellen Umfeld und aufgrund des bereits weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus behalten wir auch für das Jahr 2026 unsere Einschätzung bei, dass neben einem aktiven „Bond Picking“ Anleihen guter bis sehr guter Bonität zu bevorzugen sind. Bei Emittenten erstklassiger Bonität bietet es sich auch an, selektiv Anleihen aus dem „2. Rang“ (Nachranganleihen) beizumischen. Klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie erscheinen in diesem Kontext ebenfalls attraktiv.

6. Währungen

Der Euro wertete gegenüber zahlreichen Währungen im Jahr 2025 auf. Besonders ausgeprägt war die Entwicklung gegenüber dem US-Dollar. Dieser verlor knapp 12% vs. Euro und beendete das Jahr bei 1,1750. Währungsverluste für den Euroanleger waren auch bei anderen Dollar-Währungen (NZD -9,3%, CAD -7,6%, AUD -5%) und bei dem Britischen Pfund (-5,1%) zu beobachten. Lediglich der Schweizer Franken (+1%) entwickelte sich stabil und die Schwedische Krone konnte sogar knapp 6% zulegen.

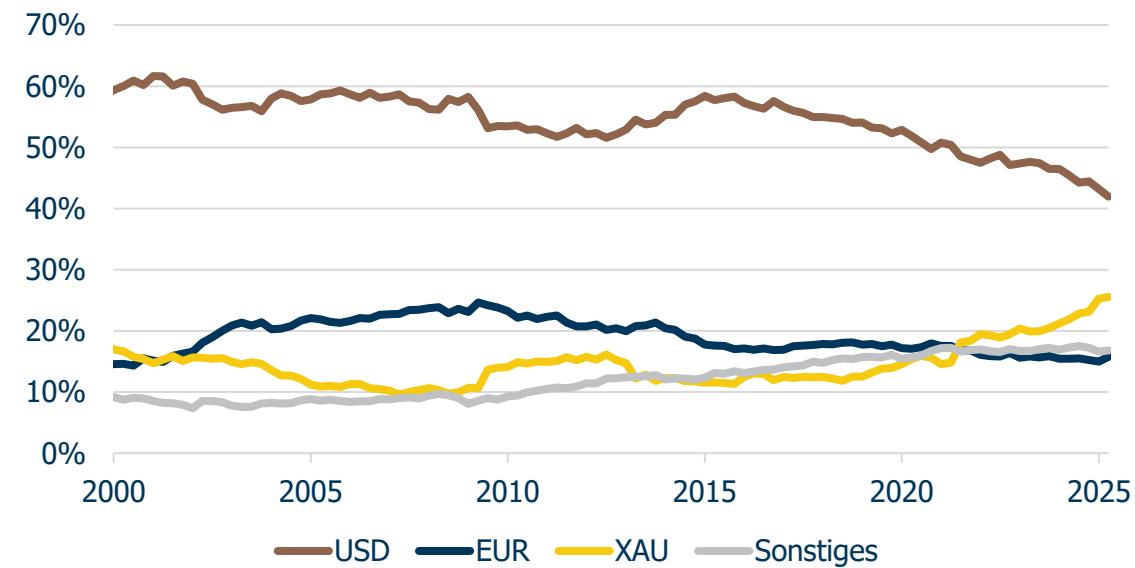
Wurden zu Jahresbeginn 2025 im Zuge des „American Exceptionalism“ noch Kursziele um Parität ausgerufen, änderte sich dies im 2. Quartal schlagartig aufgrund der unsteten und schwer kalkulierbaren Politik von Donald Trump. Auch wenn der US-Dollar weiterhin in vielen Bereichen als Leitwährung gilt, büßte er im vergangenen Jahr seinen Status als sicherer Hafen ein, was unter anderem Edelmetalle befürchtete. So zogen ausländische Investoren konsequent Gelder aus dem Dollarraum ab. Vieles spricht auch im laufenden Jahr dafür, dass sich der US-Dollar weiter abschwächen sollte. Die transatlantische Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone wird sich

weiter verringern, gleichzeitig beeinträchtigt Trumps autokratischer Regierungsstil das Vertrauen in den „Greenback“ zusätzlich. In diesem Umfeld erwarten wir eine Handelsspanne von 1,15 – 1,25 EUR/USD für die nächsten zwölf Monate.

7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

2025 war ein weiteres exzellentes Jahr für Goldinvestments. So konnte das gelbe Metall in Euro gerechnet um ca. ein Drittel an Wert zulegen. Wir nutzen das Edelmetall, um über das liquide Gesamtvermögen die Diversifikation im Portfolio zu verbessern und gleichzeitig einen wirksamen Puffer bzw. eine „Versicherung“ gegen systemische Risiken vorzuhalten.

Anteile an den weltweiten Notenbankreserven (Währungen & Gold)



Quelle: IWF

Die neuen Rekordhöhen waren getrieben von der anhaltenden Nachfrage nach Realanlagen vor dem Hintergrund eines schwächeren US-Dollars, zunehmender geopolitischer Spannungen, fortbestehender institutioneller Unsicherheiten sowie einer saisonal geringen Marktliquidität. Mit der jüngsten Kursrally endet das stärkste Jahr für Gold seit 1979. Anhaltende Käufe durch Zentralbanken, steigende Investitionen in Gold-ETFs sowie eine höhere Nachfrage nach Barren und Münzen stützen den Aufwärtstrend zusätzlich. Weiterer Rückenwind resultiert aus der Erwartung sinkender US-Zinsen, Sorgen um die Unabhängigkeit der FED sowie der weltweit zunehmenden Staatsverschuldung.

Inzwischen macht Gold über 25% der Währungsreserven der weltweiten Zentralbanken aus und hat den Euro als zweitwichtigste Reserveanlage der Zentralbanken nach dem US-Dollar überholt (siehe Grafik). Wir sehen Gold langfristig gut unterstützt und halten höhere Preise im Jahresverlauf 2026 für möglich. Gold bleibt aus unserer Sicht eine attraktive Anlage und eine effektive Portfolioabsicherung. Wir können uns weitere Kursanstiege in den Bereich von 4.800 USD pro Unze gut vorstellen.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.