

# 2026 **Konjunktur- und Börsenausblick**

### THEMEN

<b>Editorial</b>	<b>3</b>
Spannende Szenarien, pragmatische Erwartungen	3
<b>Rückblick 2025</b>	<b>4</b>
Die Themen des Jahres: Zölle, Zinsen und KI	4 - 6
Robuste Aktienmärkte	6 - 7
Japans Nikkei 225 im Rally-Modus	7
Glänzende Zeiten beim Gold	8
<b>Ausblick 2026</b>	<b>9</b>
<b>Volkswirtschaftliches Umfeld</b>	<b>9</b>
8 Thesen für das neue Jahr	9 - 13
Was uns überraschen könnte	13
Unsere Haltung für 2026	13
<b>Aktien</b>	<b>14</b>
Gewinne bleiben Kurstreiber	14 - 16
Europa mit Überraschungspotenzial	16 - 17
Sorgen vor einer KI-Blase	17 - 18
Regionale Diversifikation sinnvoll	18 - 19
<b>Anleihen</b>	<b>20</b>
Zinszahlungen als Rendite-Lieferant	20 - 22
Mehrwert durch gezielte Selektion	23
<b>Rohstoffe</b>	<b>24</b>
Silber schlägt Gold	24 - 25
Stark steigende Kupferpreise	25
Auf und ab bei Kryptowährungen	25
<b>Private Equity</b>	<b>26</b>
Resilienz im Mid-Market	26
VC-Markt zweigeteilt	26
Secondaries: Der stille Gewinner	27
2026: Chancen und Herausforderungen	27
<b>Immobilien</b>	<b>28</b>
Preiserholung unterschiedlich	28 - 29
Regulierung treibt Kosten	29
2026: Trends und Szenarien	30
<b>Perspektiven</b>	<b>31</b>

## EDITORIAL

# Spannende Szenarien, pragmatische Erwartungen

Die Experten unseres Investment Office blicken mit einer Mischung aus Zuversicht und Wachsamkeit auf das neue Jahr.



Michael Reuss (Vorstandsmitglied) und Sven Langenhan (Leiter Investment Office)

## Liebe Leserin, lieber Leser,

die Kapitalmärkte haben uns im vergangenen Jahr wieder eindrucksvoll vor Augen geführt, wie wenig planbar die Zukunft ist. Trotz aller Analysen, Modelle und vermeintlichen Gewissheiten bleibt das Geschehen an den Börsen ein Spiegelbild globaler Dynamik, geprägt von unvorhersehbaren Ereignissen und ständiger Veränderung. Für uns ist das Anlass, auf das neue Jahr mit Realismus und Offenheit zu blicken – und die Erkenntnis zu bewahren, dass Flexibilität und Weitblick wichtiger sind als punktgenaue Prognosen.

Rückblickend lässt sich sagen: 2025

war ein weiteres, überraschend positives Gesamtjahr an den Kapitalmärkten. Überraschend vor allem auch deshalb, weil es zum Jahresanfang beziehungsweise im Zuge des „Liberation Day“ ganz und gar nicht danach aussah. Diese Diskrepanz zwischen verbreiteten Erwartungshaltungen und tatsächlicher Marktentwicklung erinnert einmal mehr daran, wie wichtig Demut, Disziplin und Diversifikation in der Anlage sind.

Mit Blick auf das Jahr 2026 begegnen wir den kommenden Monaten mit einer Mischung aus Zuversicht und

Wachsamkeit. Die Kapitalmärkte bleiben ein Umfeld, das von stetigem Wandel, neuen Impulsen und nicht selten von Überraschungen geprägt ist. Für uns steht im Vordergrund, Chancen und Risiken ausgewogen zu betrachten, Entwicklungen offen zu begleiten und die langfristigen Ziele unserer Anlegerinnen und Anleger im Blick zu behalten. In diesem Sinne verstehen wir den Jahreswechsel als Einladung, Bewährtes zu reflektieren, neue Perspektiven einzunehmen und gemeinsam mit Ihnen die nächsten Schritte umsichtig zu gestalten.

Neben den liquiden Anlageklassen sehen wir im vorliegenden Jahresausblick Private Equity erneut als sinnvolle Ergänzung langfristig ausgerichteter Portfolios. Richtig eingebunden kann dieses Segment die Diversifikation verbessern und zusätzliche Renditequellen eröffnen – immer unter der Prämisse einer sorgfältigen Manager- und Strategieauswahl.

Wir bedanken uns für Ihre langjährige Treue und Ihr Interesse an den Kapitalmarkteinschätzungen unseres Hauses, wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und eine weiterhin erfolgreiche, gemeinsame Kapitalanlage im Jahr 2026 – und weit darüber hinaus.

# Rückblick 2025

## Die Themen des Jahres: Zölle, Zinsen und KI

Das Kapitalmarktjahr 2025 lässt sich rückblickend in drei Phasen einteilen: Auf ein schwaches erstes Quartal folgte eine deutliche Erholung im zweiten und ein rekordstarkes drittes Quartal. Die erhoffte Jahresendrally blieb anschließend jedoch aus – das vierte Quartal präsentierte sich eher verhalten. Unter dem Strich entwickelte sich

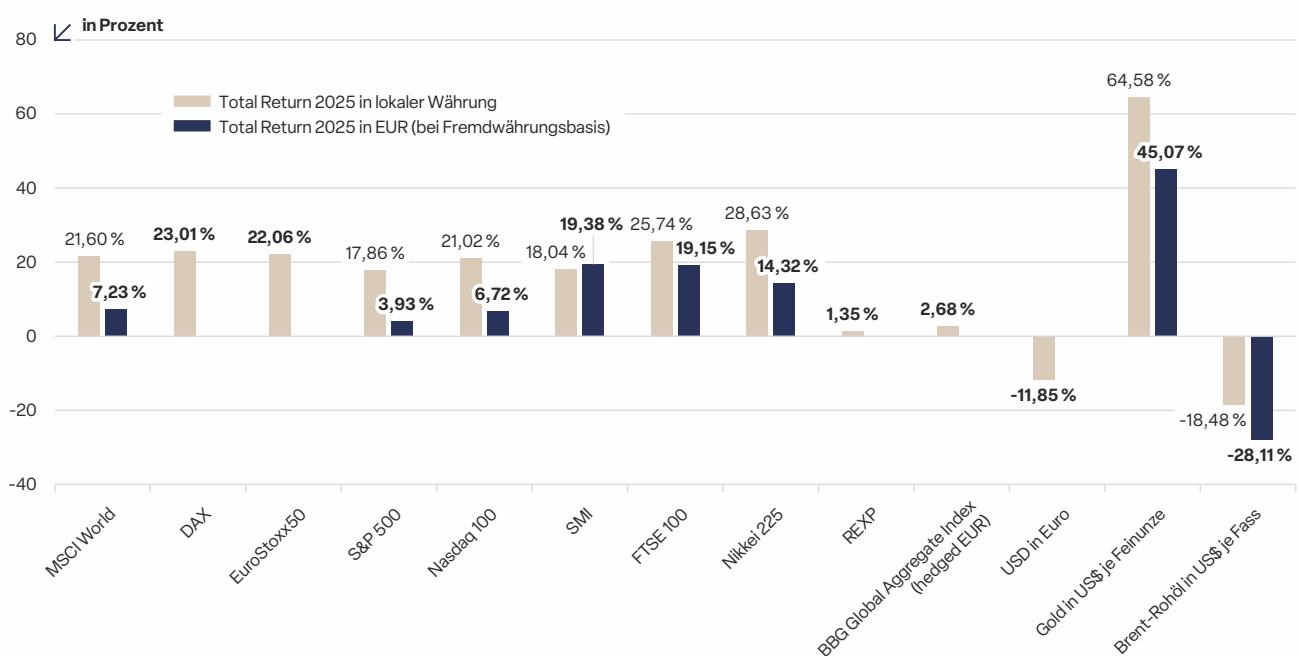
das Jahr dennoch positiv: Nahezu alle wichtigen Börsenbarometer schlossen 2025 mit zum Teil deutlichen Kursgewinnen.

Der Jahresauftakt war zunächst geprägt von der Amtseinführung Donald Trumps und der Aussicht auf eine scharf protektionistische Handelspolitik. Doch der Fokus der Märkte verschob sich abrupt, als Ende Januar ein chinesisches Start-up mit der Veröffentlichung des KI-Modells Deep Seek weltweit für Aufsehen sorgte.

Der Nasdaq verlor an einem Tag über drei Prozent, Nvidia gar fast 17 Prozent. Zwar beruhigten sich die Märkte rasch, dennoch nährte das Ereignis Zweifel an der Bewertung und der tatsächlichen technologischen Führungsrolle der großen US-Techkonzerne – ein Grund dafür, warum viele Anleger im ersten Quartal Tech-Werten den Rücken kehrten.

Hinzu kamen wachsende Sorgen über Trumps Zollpolitik. Obwohl der US-Präsident ab dem Tag seiner Amtsein-

## Börsenentwicklung in lokaler Währung



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2025 / Die dargestellten Werte basieren auf Total-Return-Daten, d. h. inklusive reinvestierter Dividenden und Ausschüttungen. / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt **keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung** dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

“

## Debatten um KI-Investitionen halten an



Der Sitz der EZB in Frankfurt.

© iStock.com/Shansche

führung über massive Zollerhöhungen schwadroniert hatte, wurde erst Ende März klar, wie ernst es ihm war. Anfang April belegte er am sogenannten „Liberation Day“ beinahe die gesamte Welt mit teils willkürlich wirkenden Strafzöllen. China reagierte prompt mit Gegenzöllen. Damit war es mit der relativen Ruhe an den Märkten vorbei, binnen Tagen rauschten die Kurse weltweit nach unten. Doch die Wende folgte schnell: Eine Woche später setzte die US Regierung die Maßnahmen für 90 Tage aus, um Verhandlungen zu ermöglichen. Diese Kehrtwende, bald als „TACO-Trade“ („Trump Always Chickens Out“; im Deutschen sinngemäß: Trump macht immer einen Rückzieher) betitelt, wirkte wie ein Befreiungsschlag. Die Risikobereitschaft kehrte rasant zurück, die Aktienindizes starteten eine ebenso dynamische wie selektive Rally. Getrieben wurde diese Erholung in erster Linie von wenigen,

technologielastigen Wachstumswerten.

Damit war der Ton für das weitere Jahr 2025 gesetzt: Debatten um KI-Investitionen, fortwährende Zollauseinandersetzungen und Handelskonflikte prägten die Marktstimmung. In der zweiten Hälfte bestimmte zudem die Geldpolitik der großen Notenbanken den Takt, allen voran die US-Notenbank (Fed) und die Bank of Japan (BoJ).

Nachdem die Fed bereits im September und Oktober kleinere Zinsschritte vorgenommen hatte, senkte sie im Dezember den Leitzins abermals um 25 Basispunkte auf nun 3,50 bis 3,75 Prozent. Auffällig war dabei, dass der Beschluss mit einem geteilten Votum (9:3 Stimmen) einherging. Die Botschaft dahinter: Die Fed reagiert auf eine Abkühlung am Arbeitsmarkt, ohne die noch immer erhöhte und teils zollgetriebenen Inflation zu ignorieren. Die

Fed will somit zeigen, dass sie zwar für weitere Zinssenkungen bereit ist, aber nur, wenn sie es für angemessen hält.

In Europa hatte die Europäische Zentralbank (EZB) den Kurswechsel bereits früher vollzogen. Am 5. Juni senkte sie den Einlagenzins um 25 Basispunkte auf 2,00 Prozent und machte deutlich, dass weitere Entscheidungen – ob nach oben oder unten – wie in den USA datenabhängig bleiben.

Besonders unter Beobachtung stand zum Ende des Jahres die Geldpolitik in Japan. Nachdem die BoJ bereits im Januar die Zinsen angehoben hatte, folgte Ende Dezember der nächste Schritt. Damit liegt das Zinsniveau nun bei 0,75 Prozent. Nach Jahrzehnten der ultralockeren Geldpolitik ist dies das höchste Niveau seit 1995 – mit weitreichenden Folgen für die globalen Finanzmärkte. Denn mit den soge-

nannten und so beliebten Yen Carry Trades scheint es nun vorbei zu sein. Carry Trade ist eine Anlagestrategie im Devisen- oder Zinsmarkt, bei der Anleger in einer Währung mit sehr niedrigen Zinsen (in diesem Fall Japan) Geld aufnehmen und dieses Geld in Anlagen mit höheren Zinsen oder Renditechancen investieren. Jahrelang war es eine gängige Strategie, sich in Japan billiges Geld zu leihen und dieses in Aktien oder andere Assetklassen auf der ganzen Welt anzulegen. Mit den gestiegenen Zinsen rentiert sich das nun nicht mehr so stark, viele Anlagen werden daher aufgelöst. Wie groß dieser „Yen Carry Trade“ ist, kann niemand sagen, verlässliche Daten gibt es nicht. Schätzungen reichen aber bis zu einer Billion US-Dollar. Einige Marktbeobachter gehen davon aus, dass die schwache Entwicklung des Bitcoins und anderer

Kryptowährungen zum Ende des Jahres mit der Auflösung von Yen Carry Trades zusammenhängt.

gegenüber dem Euro um 11,85 Prozent ab. Das heißt zum Beispiel: In Euro gerechnet schmolz das Plus beim S&P 500 von knapp 18 auf gerade mal 3,93 Prozent zusammen. War es in den vergangenen Jahren eine gute Strategie, Dollar-Investments im Portfolio überzugewichten, kehrte sich dieser Ansatz 2025 ins Gegenteil um. Zumal auch die europäischen Börsen überzeugten.

## Robuste Aktienmärkte

Vor dieser Kulisse entwickelten sich die Aktienmärkte 2025 dennoch äußerst robust (siehe Grafik Seite 4). In den USA kletterte der S&P 500 bis zum Jahresende auf 6.845,50 Punkte, ein Plus von 17,86 Prozent (alle Angaben in Landeswährung inkl. Dividenden). Der Nasdaq 100-Index schaffte sogar 21,02 Prozent. Bitter für hiesige Anleger war allerdings der schwache Dollar, der einen Großteil der Gewinne bei US-Aktien wieder zunichtemachte. Unter dem Strich wertete der Greenback

Der EuroStoxx50 stieg binnen Jahresfrist um 22,06 Prozent – gestützt von moderaten Bewertungen, einer soliden Marktbreite und der Erwartung fallender Zinsen. Auch der DAX zeigte sich bärenstark und notierte zum Jahresende 2025 23,01 Prozent höher als Ende 2024 – angeführt von Rheinmetall, Siemens Energy und Commerzbank, deren Aktien sich mehr als verdoppelt



Der Dollar wertete 2025 kräftig ab.

© iStock.com/Toshe\_O

“

Schwacher Dollar frisst Gewinne auf

haben. Auf der anderen Seite gab es allerdings auch sieben Aktien, die mehr als 15 Prozent verloren.

Apropos Commerzbank: Banken und Finanztitel gehörten 2025 zu den Gewinnern des Jahres. So legte der EuroStoxx-Banks-Index, der die größten Finanztitel aus der Eurozone umfasst, im Jahresverlauf um 90,90 Prozent zu. Die Ursache für die Rally lag in einem idealen Mix aus attraktiven Bewertungen, hohen Margen, robusten Bilanzen, starken Gewinnen und neuen strukturellen Wachstumstreibern wie Kl.

Dazu kam ein gesamtwirtschaftliches Umfeld, das stabiler war als erwartet. Und: Europas Banken sind relativ immun gegen die Friktionen durch Trumps Zollpolitik.

## Japans Nikkei 225 im Rally-Modus

Besonders hervorzuheben ist 2025 die Entwicklung in Japan, wo der Nikkei 225 erstmals die Marke von 50.000 Punkten durchbrach und das Jahr mit einem Plus von 28,63 Prozent beendete (da der Yen allerdings gegenüber dem Euro ebenfalls stark abwertete, blieb für Anleger aus dem Euroraum nur ein Plus von 14,32 Prozent übrig). Auch hier gibt es ein ganzes Bündel aus strukturellen und taktischen Faktoren. Zum einen wirkte der schwache Yen wie ein Gewinnhebel für Exporttitel. Zum anderen hob die Bank of Japan, wie auf Seite 5 erwähnt, ange-sichts höherer Lohnabschlüsse und einer breiter verankerten Inflation zweimal die Zinsen an. Diese kommunikativ

sehr gut vorbereitete Aussicht auf eine geldpolitische Normalisierung bewerteten Investoren positiv. Ein weiterer Treiber war die Unternehmensreform: Seit Ende 2024 zwingt die japanische Regierung Unternehmen per Gesetz, ihre überhöhten Cash-Reserven abzubauen und Kapital produktiver einzusetzen – etwa für Investitionen, Aktienrückkäufe oder Dividenden. Ziel ist, die Kapitalineffizienz zu verringern und Wachstum sowie Aktionärsrenditen zu steigern. Hinzu kam die große Halbleiter-Investitionswelle: Neue Fabriken und staatliche Förderprogramme stärkten Zulieferer, Automationswerte und Spezialmaschinenhersteller. Die Summe all dieser Faktoren erklärt, warum Japan unter den großen Leitindizes die klarste Geschichte von Reform, Normalisierung und Industriepolitik bot.

### Nikkei 225 im Rally-Modus



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine **Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung** dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.



Die Preise vieler Rohstoffe zogen 2025 an.

© iStock.com/Bjoern Wylezich

## Glänzende Zeiten beim Gold

Parallel dazu erlebten die Rohstoffe und die entsprechenden Aktiensektoren ein starkes Jahr, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. Gold setzte, begünstigt von geopolitischer Unsicherheit, breiter Zentralbanknachfrage und den absehbaren Fed-Zinssenkungen, neue historische Marken auf 4.380 US-Dollar je Feinunze. Auch der Silberpreis zog massiv an. In der zweiten Jahreshälfte war auch bei Kupfer viel Bewegung zu sehen. Die Notierung für das wichtige Industriemetall zog kräftig an und stand Ende 2025 rund ein Drittel höher als zwölf Monate zuvor. Entsprechend gut liefen viele Rohstoff- und Minenaktien. So legte der MSCI World Metals & Mining-Index, der die 35 wichtigsten Roh-

stoffkonzerne umfasst, in den vergangenen zwölf Monaten um 65,86 Prozent zu.

Für Anleiheinvestoren erwies sich das Jahr 2025 als ein insgesamt vorteilhaftes, aber sehr differenziertes Anlagejahr. Nach dem Zinsgipfel von 2024 setzten sowohl die EZB als auch die US-Notenbank ihre vorsichtige geldpolitische Lockerung fort, wobei die EZB bereits zu Jahresbeginn weitere Zinssenkungen vornahm, während die Fed erst im Herbst 2025 nachzog. Diese Politik führte zu einer besonderen Konstellation: Die Renditen kurzlaufender Anleihen fielen deutlich bei im Gegenzug steigenden Kursen, während die Langfristzinsen aufgrund hoher Emissionsvolumina und struktureller Staatsschulden in vielen Ländern stabil blieben oder sogar leicht anzogen. In den USA dominierte zeitweise die

Angst vor einer Rezession, was die Nachfrage nach sicheren US-Staatsanleihen stärkte und deren Renditen zwischenzeitlich sinken ließ, bevor Angebotsdruck sie erneut nach oben trieb. In Europa hingegen profitierten Bundesanleihen von einem schwachen Wirtschaftsumfeld und der weiterhin lockeren EZB-Politik, auch wenn länger laufende Bundesanleihen durch steigende Emissionen und strukturelle Defizite belastet blieben.

Besonders positiv entwickelten sich die Unternehmensanleihenmärkte. Anleihen mit Investment-Grade-Rating profitierten von einer Kombination aus sinkenden Zinsen, hoher Nachfrage und stabilen Fundamentaldaten, was zu einer deutlichen Einengung der Spreads führte. Hochzinsanleihen zeigten zwar stärkere Kursschwankungen, blieben aber durch geringe Ausfallraten und den hohen Anteil von Papieren mit BB-Rating widerstandsfähig. Die Rendite in diesem Segment kam vor allem durch Carry – also laufende Kuponzahlungen – und weniger durch Kursgewinne zustande.

Was bleibt als übergreifende Einordnung? 2025 war das Jahr, in dem Politik, Geldpolitik und das allumfassende Thema KI-Investitionen den Takt vorgaben. In vielen Ländern notieren die Aktienindizes nahe ihrer Rekordhöchs, wobei in den USA die fehlende Marktbreite eine Achillesferse bleibt: Vieles hängt weiterhin an einigen Schwergewichten. Europa überzeugte mit soliden Bewertungen, einer besseren Marktbreite und einem Bankensektor, der die Zinsnормalisierung konsequent in Ergebnistärke übersetzt hat. Gold setzte seine Rally fort, während der schwache Dollar Kursgewinne in Dollaranlagen zum Teil wieder zunichtete.

# Ausblick 2026

## Volkswirtschaftliches Umfeld

### 8 Thesen für das neue Jahr

Wenn uns die letzten Jahre eines gelehrt haben, dann Folgendes: Überraschungen sind der Normalzustand. Deshalb formulieren wir unsere makroökonomischen Einschätzungen für 2026 bewusst als Thesen – mit der klaren Einsicht, dass die Realität voraussichtlich davon abweichen wird. Insbesondere vor dem Hintergrund diverser geopolitischer Konflikte und schwer

bis gar nicht einschätzbarer politischer Akteure wie US-Präsident Trump oder dem russischen Despoten Putin, lassen sich daraus ergebende Entwicklungen schwer bis gar nicht prognostizieren. Hinzu kommen neben mehreren noch ausstehenden höchstgerichtlichen Entscheidungen zu verschiedenen Maßnahmen und Erlassen des US-Präsidenten (etwa zu Zollfragen und der Entlassung einer Fed-Gouverneurin) vor allem die anstehende Neubesetzung des Chefpostens der US-Notenbank Fed im Mai dieses

Jahres sowie die Midterm-Wahlen in den USA im November. Beide Ereignisse für sich haben großes Potenzial, bereits im Vorfeld massiven Einfluss auf politische und daraus abgeleitete wirtschaftliche Entwicklungen in den USA als Motor der Weltwirtschaft zu nehmen. Die folgenden Thesen können somit nur auf einem insgesamt neutralen Szenario ohne allzu großen (geo-)politischen Störfaktoren und mit der Maßgabe, dass sich am Ende alle Beteiligten möglichst rational verhalten, basieren.



Im November wird in den USA gewählt.

© iStock.com/dkfielding

“

Midterm-Wahlen  
in den USA  
sorgen  
für Spannung

## These 1 – Die Wirtschaft beruhigt sich

Wir erwarten ein moderates Weltwirtschaftswachstum bei einer insgesamt weiter nachlassenden Inflation, die regional jedoch sehr hartnäckig und unterschiedlich ausfallen dürfte. Die Sondereffekte des Jahres 2025 (u.a. das sogenannte „Frontloading“ von Nachfrage und Lageraufbau in den USA aufgrund des Zollstreits) laufen aus. Die höheren effektiven Zölle dürften sich in höheren Kosten und Preisen niederschlagen, ohne jedoch das globale Wachstum zu kippen. Gleichzeitig dürfen die Geldpolitik der USA wieder planbarer werden und auch dadurch die wirtschaftliche Unsicherheit abnehmen, was sich positiv auf die Erwartungsbildung der Unternehmen und Verbraucher auswirken sollte.



China kämpft mit schwachen Wachstumsraten.

© iStock.com/Asia-Pacific Images Studio

## These 2 – Robuste Konjunktur in USA

Wir gehen davon aus, dass die US-Wirtschaft dieses Jahr in ein spätes, aber robustes Zyklusstadium eintritt. Konsum und Beschäftigung dürften sich weiter normalisieren, ohne abrupt einzubrechen. Die Investitionen der Unternehmen bleiben in diesem Szenario hoch, getragen durch KI, Digitalisierung und Automatisierung. Bei der Geldpolitik ist mit sinkenden Zinsen zu rechnen, solange die Kerninflation weiter fällt und die Inflationserwartungen des Marktes gut verankert bleiben. Ungewiss erscheint jedoch weiter die handelspolitische Flanke: Eine erneute Zollspirale würde den Trend zu nur noch moderat steigenden Preisen (Disinflation) verzögern und temporär Wachstum kosten. Dagegen würde eine nach-

haltige Deeskalation Investitionen und Produktivität spürbar beflügeln.

## These 3 – Eurozone im Zwiespalt

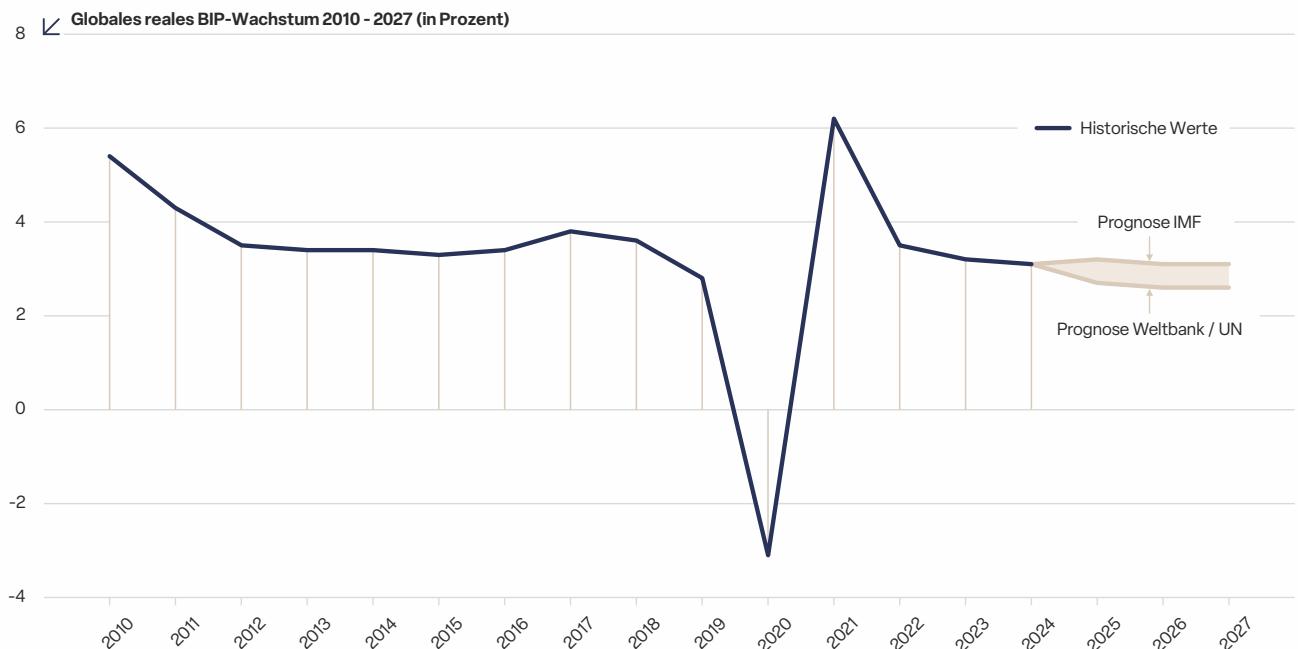
Für die Eurozone und insbesondere Deutschland erwarten wir eine weitere Stabilisierung der Wirtschaftsleistung. Steigende Reallöhne, ein stabiler Arbeitsmarkt, die Wirkung staatlicher Ausgabenprogramme und günstigere Finanzierungsbedingungen dürften den Konsum stützen. Gleichzeitig bremsen vergleichsweise hohe Energiekosten, der Wust an Vorschriften sowie anhaltende Wettbewerbsprobleme die Investitionen. Unsere Schlussfolgerung: Fiskalische Spielräume sollten 2026 gezielt angebotsseitig eingesetzt werden – vor allem in

den sinnvollen Ausbau von Energie und zugehörige Netze, Bildung sowie Digitalisierung – während die EZB die Zinsen womöglich senken wird, sofern die Inflation weiter auf dem Rückmarsch ist. Die Unsicherheit bleibt erhöht, solange politische Fragmentierung sowohl in den einzelnen Mitgliedsländern als auch auf EU-Ebene insgesamt und Handelsspannungen mit den USA und China nicht dauerhaft aus dem Weg geräumt sind.

## These 4 – Wachstumsmotor Asien

Wir rechnen damit, dass Asien auch 2026 den größten Wachstumsbeitrag liefert – jedoch mit unterschiedlicher Schlagzahl. In China dürfte sich das Wirtschaftswachstum weiter mode-

## Die globale Wirtschaft wird weiter moderat wachsen



Quelle: IMF World Economic Outlook (Oktober 2025) – Global Growth, ergänzt durch Weltbank/UN für Prognosebandbreite, Stand: 10.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt **keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung** dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

rieren. Die Zentralregierung wird sich nach wie vor auf die Stabilisierung des Immobiliensektors, die Stärkung der Binnennachfrage und eine gezielte Industriepolitik konzentrieren. Entscheidend wird sein, ob Vertrauen und Konsum wieder tragfähiger werden. Indien bestätigt seine Rolle als struktureller Wachstumstreiber: Infrastruktur, Digitalisierung und eine sich verbreiternde industrielle Basis sorgen für ein überdurchschnittlich hohes Wirtschaftswachstum. Die Herausforderung liegt weiterhin in nachhaltiger Bildung aller Gesellschaftsteile und somit einer Erhöhung der qualifizierten Beschäftigungsbreite. Die Länder Südostasiens profitieren weiter von Lieferketten-diversifizierung, also der Reduktion von einzelnen Abhängigkeiten, und einem steigenden Binnenkonsum – mit zyklischen Schwankungen. Japans Wirtschaft dürfte 2026 moderat wach-

sen, getragen von steigenden Löhnen und einer nachlassenden Inflation, die den Konsum stützt. Risiken ergeben sich vor allem aus einem schwächeren Yen, höheren Finanzierungskosten und geopolitischen Unsicherheiten.

tralbanken der Schwellenländer hatten früh die geldpolitischen Zügel angezogen. Dies gibt ihnen nun den Spielraum für größere Lockerungen. Daraus ergibt sich eine asynchrone globale Geldpolitik, die Währungen, Kapitalströme und Volatilität entscheidend beeinflusst.

## These 5 – Inflation geht weiter zurück

Die Preisindizes der relevantesten Volkswirtschaften der Welt dürften 2026 weiter in Richtung der von den jeweiligen Notenbanken vorgegebenen Zielkorridore laufen. Nach der Inflationsphase verläuft die Disinflation allerdings nicht einheitlich: In den USA dürfte die Teuerung tendenziell weiter über dem Zwei-Prozent-Ziel liegen, während Europa schneller dieses Ziel erreichen bzw. halten sollte. Viele Zen-

## These 6 – Dollar bleibt schwach

Die Kombination aus niedrigeren US-Zinsen, einer geringeren Zinsdifferenz zu Europa und einer zunehmenden politischen und fiskalischen Unsicherheit insbesondere in den USA spricht dafür, dass der Dollar auch 2026 weiter abwerten wird – mit Phasen erhöhter Volatilität. Für viele Emerging Markets ist dies positiv: Sie erleben bessere



Günstige Energie ist wichtig für den Erfolg von KI.

© iStock.com/adamkaz

Finanzierungsbedingungen bei ihrer Verschuldung in US-Dollar, stärkere Kapitalflüsse und – oftmals – Rückenwind über Rohstoffpreise. Die Wachstumslücke zwischen Schwellen- und Industrieländern dürfte im laufenden Jahr somit weiter steigen.

## These 7 – **KI breitet sich weiter aus**

Wir sehen 2026 die Angebotsseite als wichtigsten Hebel: Die zunehmende Ausbreitung von Künstlicher Intelligenz, Automatisierung und Dateninfrastruktur entfaltet sich in immer mehr Branchen und Bereichen – von Industrie und Logistik bis Verwaltung und Gesundheit. Vorerst dominieren noch die enormen Investitionsausgaben und Betriebskosten (Kapazitätsauf- und -ausbau, Energie, Kühlung, Fachkräfte). Mittelfristig werden aber zum Teil erhebliche Effizienzgewinne das Potenzialwachstum der reifen Volkswirtschaften erhöhen. Voraussetzungen dafür sind eine wettbewerbsfähige (also genügend und günstige) Energie, schnelle und dezentral effizient eingesetzte Netze sowie beschleunigte Genehmigungen und Qualifizierung. Ohne diese Flankierung wird der Produktivitätsschub eher punktuell statt großflächig ausfallen.

**„**

Genügend und günstige Energie ist ein entscheidender Faktor

## These 8 – Politik wird berechenbarer

Unser Kompass für 2026 ist klar: Im Zentrum sollte weltweit eine Handelspolitik stehen, die weniger von Ad-hoc-Maßnahmen und mehr von Berechenbarkeit geprägt ist – flankiert von einer fiskalischen Ausrichtung zugunsten der Angebotsseite und einer geldpolitischen Haltung, die Geduld wahrt. Nur eine Kombination aus klaren Regeln, planbaren Rahmenbedingungen und gezielten Investitionen schafft das Umfeld, in dem Disinflation und Wachstum zusammenpassen. Ob sich alle relevanten Akteure (dauerhaft) daran halten werden, steht auf einem anderen Blatt. Am Ende sind wir jedoch überzeugt davon, dass sich Marktkräfte und -gesetze durchsetzen werden. Die normative Kraft des Faktischen zwingt am Ende in der Regel sogar die tollkühnsten politischen Akteure dazu, zumindest ansatzweise die notwendigen Wege einzuschlagen. Zumindest Donald Trump dürfte bei aller Unberechenbarkeit in einem Punkt berechenbar bleiben: Wirtschaftlicher Erfolg und daraus abgeleitet stabile Kapitalmarktentwicklungen dürfen weiterhin seine oberste Priorität bleiben.

### Was uns überraschen könnte

Das Bonmot „Prognosen sind schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen“ wird nie alt. Und schon gar nicht bei Jahresausblicken, die nicht selten nach wenigen Tagen im neuen Jahr aufgrund unerwarteter Ereignisse wie z. B. dem Ausbruch der Corona-Pandemie in 2020 obsolet werden. Dennoch gehört es dazu, sich auf ge-



Die Kuppel des Reichstags in Berlin.

© iStock.com/Mlenny

wisse Szenarien vorzubereiten. Neben den vorstehenden Thesen als Basisannahme möchten wir Ihnen daher im Folgenden fünf mögliche „Überraschungen“ zu den Thesen vorstellen (aus positiver wie negativer Sicht).

- 1 Eine unerwartet schnelle handelspolitische Entspannung**, die Preise zügig entlastet und Investitionen spürbar belebt (positiv).
- 2 Ein negativer Energieschock**, ausgelöst etwa durch extreme Wetterereignisse oder geopolitische Krisen, der die Disinflation vorübergehend stoppt (negativ).
- 3 Eine deutlich schnellere KI-Ausbreitung als erwartet**, die den Produktivitätsschub frühzeitig verbreitert und damit Potenzialwachstum und Reallöhne positiv beeinflusst (positiv).
- 4 ‘Stagflation light’ in den USA**: eine hartnäckigere Inflation bei nachlassendem Wachstum zwingt die Geldpolitik in einen äußerst heiklen Zielkonflikt (negativ).

**5 Finanzielle Instabilität** infolge von Bewertungsübertreibungen in Technologie- und Private-Asset-Segmenten und einem abrupten Umschwung im Risikoappetit der Investoren (negativ).

### Unsere Haltung für 2026

Wir blicken zuversichtlich, aber nicht blauäugig auf die weltwirtschaftliche Entwicklung im neuen Jahr. Unsere Thesen skizzieren einen Pfad der makroökonomischen Beruhigung: moderates Weltwirtschaftswachstum und weiter sinkende Inflation in einer regional sehr unterschiedlichen Ausprägung. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Unsicherheit auf verschiedenen politischen und wirtschaftlichen Ebenen weiterhin eine zentrale Rolle spielen wird. Oder in einem Satz: Es wäre 2026 die größte Überraschung, wenn es keine Überraschungen gäbe.

## AUSBLICK 2026

# Aktien

Das Aktienjahr 2025 übertraf erneut die Erwartungen. Trotz geopolitischer Spannungen, politischer Umbrüche, Rekordzöllen und zwischenzeitlicher Rücksetzer legten die Märkte kräftig zu. Der S&P 500 Index erzielte in US-Dollar gerechnet eine Rendite von 17,86 Prozent. Aufgrund des schwachen Dollars schrumpfte diese Performance für Anleger aus dem Euro-Raum allerdings auf 3,93 Prozent zusammen. Der STOXX Europe 600 Index legte um 16,66 Prozent (in Euro) zu. Der MSCI World Index kam in Euro gerechnet lediglich auf 7,23 Prozent (jeweils inkl. Dividenden). Im Zentrum der Aufmerksamkeit standen dabei der Zollkonflikt sowie die enormen Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI), die nicht nur die großen Technologiekonzerne, sondern zunehmend auch klassische Industrie- und Dienstleistungsbranchen prägen. Gleichzeitig hat sich das wirtschaftliche Umfeld in den USA und Europa weiter auseinanderentwickelt. Die US-Wirtschaft profitiert von fiskalischen Impulsen, Deregulierung und Innovationskraft, während Europa weiterhin mit strukturellen Herausforderungen kämpft.

## Gewinne bleiben Kurstreiber

Unternehmensgewinne bleiben der wichtigste Kurstreiber in den USA. Nach einer Phase, in der vor allem die großen Technologiekonzerne dominierten, dürfte sich das Gewinnwachstum im neuen Jahr auf eine breitere Ba-

sis verteilen. Trotz bereits rekordhoher Gewinnmargen wird mit einem weiteren Anstieg gerechnet. Für den S&P 500 erwarten Analysten 2026 ein Gewinnwachstum von über 13 Prozent, nach über 11 Prozent im vergangenen Jahr. Rückenwind kommt von weiter steigenden Investitionen in KI-Infrastruktur. Zudem haben viele Industriezweige in den vergangenen drei Jahren eine „rollierende Rezession“ durchlaufen, etwa die verarbeitende Industrie, Chemie- oder Wohnungsbaubranche, und befinden sich nun in einer frühzyklischen Erholungsphase.

Darüber hinaus stützt eine prozyklische US-Fiskal- und Geldpolitik mit Steuererleichterungen, anhaltend hohen Ausgaben für Infrastrukturpro-

gramme sowie fortschreitender Deregulierung das Gewinnwachstum. US-Präsident Trump misst der Börse große Bedeutung bei und scheint steigende Kurse als Gradmesser seines politischen Erfolgs zu sehen. Im Rahmen seiner Möglichkeiten wird er deshalb vor den wichtigen Midterm-Wahlen im kommenden November versuchen, die Aktienmärkte zu unterstützen. Eine Rückeroberung des Repräsentantenhauses durch die Demokraten könnte die zweite Amtshälfte Trumps deutlich erschweren.

Sektorenseitig spüren Industriewerte, insbesondere Kapitalgüter, Transport und Logistik sowie Industriedienstleistungen, Rückenwind durch KI-Infrastruktur, Reshoring und öffentliche In-



Die Wall Street bleibt der Taktgeber der Börsen.

© iStock.com/ventdusud

## Kurs- und Gewinnentwicklung des S&P 500 und STOXX Europe 600

Gewinnentwicklung gemessen an den Schätzungen des Indexgewinns zwölf Monate in Zukunft



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

**JJ**

Hohes  
Gewinnwachstum  
rechtfertigt hohe  
Bewertung

vestitionsprogramme. Der Gesundheitssektor überzeugt durch eine relativ günstige Bewertung, Innovationskraft und zunehmenden AI-Einsatz in Diagnostik und Forschung. Nach der bislang hohen regulatorischen Unsicherheit unter US-Gesundheitsminister Kennedy wird eine Rückkehr zu stabileren Gewinnzuwächsen erwartet. Das US-Konsumentenvertrauen liegt aktuell auf Rekordtief, historisch oft ein Kontraindikator, weshalb zyklische Konsumwerte profitieren könnten, wenn sich die Konsumlaune wieder aufheilt. Frühzyklische Konsumgüter und E-Commerce zählen hier zu den potenziellen Gewinnern.

Die Bewertungen am US-Aktienmarkt sind historisch hoch, werden jedoch durch robuste Gewinnmargen, hohe Ausschüttungsquoten und strukturelle Wachstumstreiber gestützt. Auf kurze

Sicht lässt sich die Börsenentwicklung nicht vom Bewertungsniveau ableiten, sondern vor allem vom erwarteten Gewinnwachstum, welches wiederum das Sentiment der Marktteilnehmer beeinflusst. Im Verhältnis zum erwarteten Wachstum liegen die Bewertungskennziffern lediglich im langjährigen Durchschnitt. Allerdings rangiert das Gewinnwachstum deutlich über der historischen Norm. Da sich dieses mittelfristig wieder normalisieren dürfte, müssen sich Investoren langfristig auf geringere Renditen als in der Vergangenheit einstellen.

Kurzfristige Risiken liegen vor allem in einer möglichen Enttäuschung der bereits sehr hohen Gewinnwachstumserwartungen, einer abrupten Korrektur im AI-Segment, wieder aufflammender Inflation oder politischen Schocks. Dennoch überwiegt das Bild einer ro-

busten US-Wirtschaft, die auch über KI hinaus von Innovation, Konsum und Investitionen getragen wird.

## Europa mit Überra-schungspotenzial

Europa dürfte 2026 beim Gewinnwachstum hinter den USA zurückbleiben. Für den STOXX Europe 600 wird ein Plus von rund neun Prozent erwartet. Belastend wirken der zunehmende Wettbewerbsdruck aus China, eine geringere Dynamik beim Thema KI, der Ukraine-Krieg und politische Unsicherheit, etwa in Frankreich. Dennoch gibt es Lichtblicke. Gegenüber dem schwachen Jahr 2025 sollte sich das Wachstum beschleunigen, die Bewertungen

sind im historischen Vergleich attraktiv, und zusätzliche fiskalische Impulse, insbesondere aus Deutschland, könnten bei gelungener Umsetzung positiv überraschen.

Sektorenseitig stehen Versorger, Rüstung und Software im Fokus. Sie profitieren von steigenden Investitionen in Infrastruktur, Digitalisierung und Sicherheit. Versorger gewinnen durch steigenden Strombedarf, Netzausbau und Energiewende. Europäische Industrieunternehmen, insbesondere der Rüstungssektor, profitieren von umfangreichen staatlichen Aufträgen und Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung. Digitalisierung und Automatisierung sorgen für zusätzliche Wachstumsimpulse und steigende Effizienz. Der europäische Softwaresektor

profitiert vom Nachholbedarf bei Digitalisierung und Cloud-Lösungen sowie der zunehmenden Integration von KI-Anwendungen. Herausfordernd bleibt die Lage in zyklischen Sektoren wie der Chemiebranche oder der Automobilindustrie, nicht zuletzt wegen chinesischer Konkurrenz und schleppender Reformen.

Geldpolitisch wird die EZB die Geldpolitik voraussichtlich locker bzw. unterstützend halten, was gemeinsam mit staatlichen Ausgabenprogrammen die Konjunktur stützen sollte. Risiken liegen in politischer Fragmentierung, langsamer Umsetzung von Investitionsprogrammen und externen Schocks, allen voran einer zunehmenden Eskalation mit Russland. Angesichts des niedrigeren strukturellen Wachstums in Euro-

## Bewertung von US- und europäischen Aktien: Europas Titel sind günstiger



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

pa ist eine sorgfältige Einzeltitelauswahl besonders wichtig. Gerade wegen der tendenziell eher skeptischen Haltung vieler Investoren bleibt Europa jedoch ein Kandidat für positive Überraschungen.

## Sorgen vor einer KI-Blase

Künstliche Intelligenz, angetrieben durch die rasanten Fortschritte bei Large Language Models, bleibt das dominierende Thema. Die Investitionen in KI-Infrastruktur sind enorm. Allein Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle dürften in den kommenden zwölf Monaten laut Goldman Sachs über 530 Mrd. US-Dollar investieren, das ist mehr als der Bundeshaushalt Deutschlands. Diese Ausgaben, ein Zuwachs von mehr als 30 Prozent gegenüber 2025, stützen nicht nur das

US-Wachstum, sondern erlauben auch die Entwicklung von immer leistungsfähigeren KI-Modellen. Beinahe monatlich wechselt der Spitzensitz zwischen den Top-KI-Modellen von OpenAI, xAI, Anthropic oder Alphabet. Entscheidend für den Fortbestand dieser hohen Investitionen ist, dass die so genannten „Scaling Laws“ intakt bleiben. Vereinfacht gesagt bedeutet dies, größere Modelle mit mehr Daten, Rechenleistung und Parametern liefern bessere Ergebnisse.

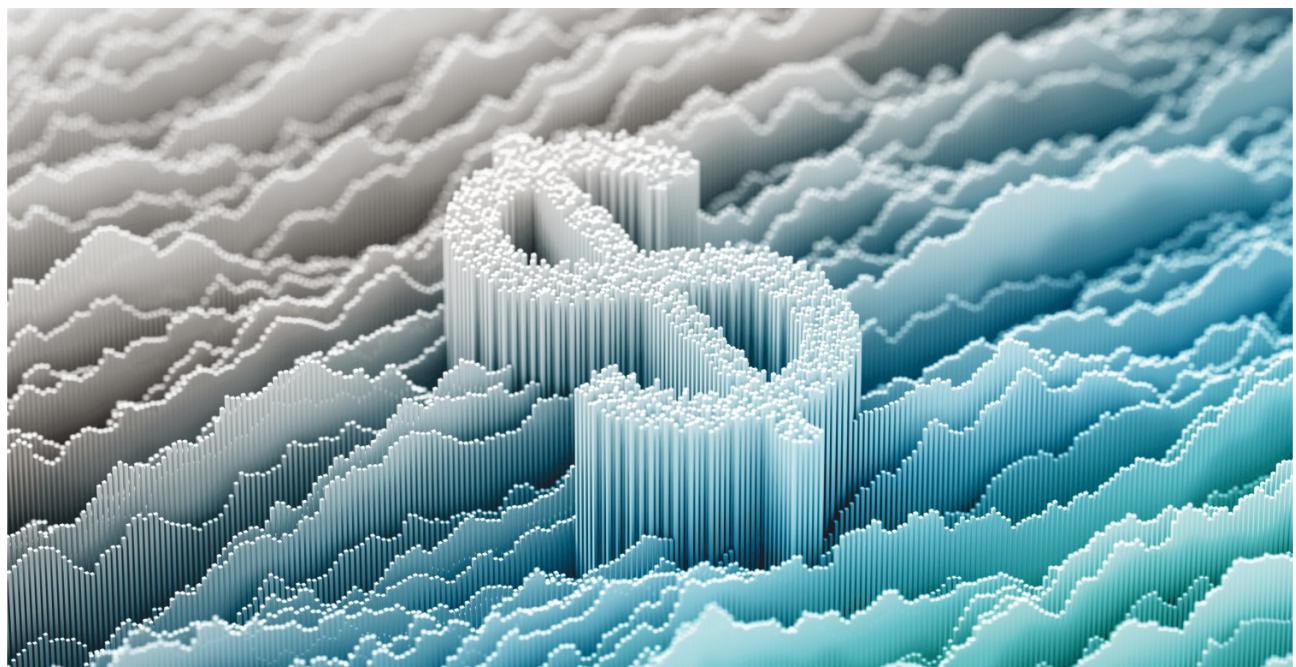
Das derzeit als führend geltende Modell Gemini 3 Pro von Alphabet unterstreicht die exponentiellen Leistungszuwächse. Da im ersten Halbjahr weitere große Rechenzentren mit den neuesten Nvidia-Chipgenerationen in Betrieb genommen werden, sollten die KI-Modelle noch besser werden. Das steigert die Nachfrage nach Rechenleistung und beschleunigt die KI-Adoption und Produktivitätsfortschritte

auch außerhalb des Technologiesektors. Erste Produktivitätsfortschritte sind sichtbar, doch entscheidend wird sein, wie schnell und breit sie in den Unternehmensgewinnen ankommen.

Die Börse hat das hohe Wachstum und künftige Potenzial vieler Technologieunternehmen mit starken Kursanstiegen belohnt. Dies führte allerdings auch zu deutlich höheren Bewertungsmultiples, weshalb die Debatte um eine KI-Blase zunimmt. Die Parallele zur

„JJ“

Ob es  
eine KI-Blase gibt,  
weiß man  
erst hinterher



© iStock.com/AlexSecret

Dotcom-Zeit Ende der 90er Jahre ist nachvollziehbar, da es sich erneut um eine transformative Technologie handelt, die das Potenzial hat, die Entwicklung der Menschheit nachhaltig zu verändern.

Trotz der Euphorie gibt es einige Argumente, die gegen eine KI-Blase sprechen. Die Bewertungen sind zwar erhöht, liegen jedoch noch unter den Extremen der Dotcom-Blase. Die massiven Infrastrukturinvestitionen werden bislang überwiegend aus dem operativen Cashflow finanziert und meist von Unternehmen mit soliden Bilanzen getätigten. Der KI-Boom wird also, abgesehen von wichtigen Startups wie OpenAI oder Anthropic, von hochprofitablen Unternehmen mit etablierten Geschäftsmodellen getragen. Neue Rechenzentren sind sofort ausgelastet. Zum Vergleich: Nach dem Platzen

der Dotcom-Blase blieben zunächst 97 Prozent der Glasfaserkapazitäten ungenutzt.

Außerdem bleibt der historisch beste Indikator zum Erkennen einer Blase aus: Ein Boom bei Börsengängen ist bislang nicht zu erkennen. Daher sind die Nettoemissionen weiter negativ. Unternehmen kaufen also in Summe mehr Aktien zurück als sie neu ausgegeben. Ein sprunghafter Anstieg der Nettoemissionen war historisch das beste Warnsignal, denn rational agierende Unternehmen sollten bei einer deutlichen Überbewertung Aktien verkaufen und nicht zurückkaufen. Allerdings könnte sich hier 2026 das Bild ändern, falls OpenAI oder Anthropic, wie spekuliert wird, an die Börse gehen.

Größtes Risiko bleiben die gewaltigen KI-Investitionen selbst. Denn Investi-

tionen in neue Rechenzentren können über Nacht abgeblasen werden, wenn sich Rahmenbedingungen verändern. Diskutiert werden auch mögliche Finanzierungsengpässe, wobei dies meist die jungen Startups betrifft. Die größten Investoren in neue Rechenzentren erzielen wie erwähnt hohe operative Cashflows und verfügen über starke Bilanzen, die eine zusätzliche Schuldenufnahme erlauben. Kritisch sind wachsende finanzielle Verflechtungen zwischen Big Tech und Startups durch Beteiligungen und Abnahmeverträge.

Aktuell sehen wir daher keine KI-Blase in der Breite, jedoch ein erhöhtes Konzentrationsrisiko, welches Vorsicht erfordert. Die zehn größten Unternehmen des S&P 500 stehen für rund 40 Prozent der Marktkapitalisierung und einen Großteil der KI-Investitionen. Nicht alle der heute hochgelobten Tech-Konzerne werden zu den langfristigen Gewinnern gehören, während überraschende Profiteure auch außerhalb des Tech-Sektors entstehen werden. Und vielleicht ist die Frage, ob wir uns in einer KI-Blase befinden oder nicht, weniger relevant als die Tatsache, dass Künstliche Intelligenz die größte transformative Technologie dieses Jahrzehnts oder darüber hinaus sein dürfte.



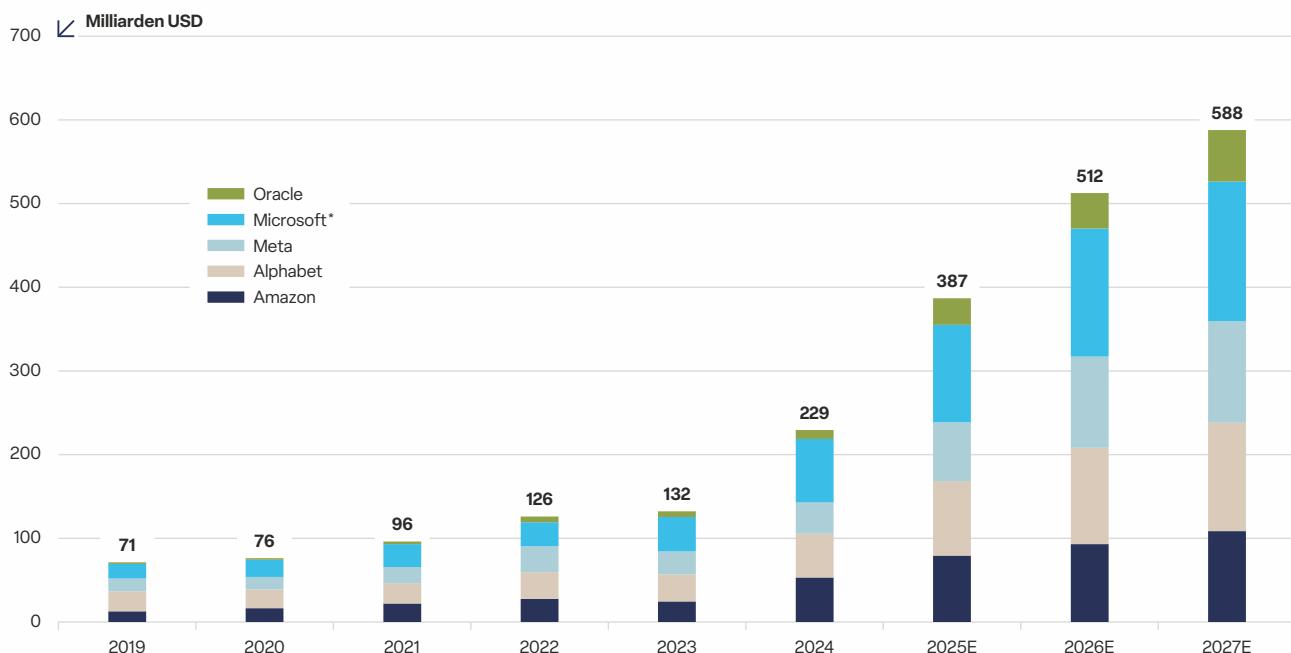
Schwellenländer wie Brasilien profitieren vom Rohstoff-Boom.

© iStock.com/Yuri de Mesquita Bar

## Regionale Diversifikation sinnvoll

Schwellenländer wie China, Indien oder Brasilien, können 2026 eine sinnvolle Ergänzung zu Kerninvestments in den USA und Europa sein. Kurzfristig könnten diese Länder von einer anhaltenden Dollarschwäche und niedrigen Ölpreisen profitieren. Langfristig spre-

## Jährliche Investitionsausgaben von Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Oracle



Quelle: Bloomberg, \*inkl. Leasing, Stand: 10.12.2025 / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt **keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung** dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

chen ein höheres erwartetes Gewinnwachstum und geringere Bewertungsniveaus dafür.

Jedoch gehen Kapitalanlagen in Schwellenländern oft mit besonderen Risiken einher. Beispielsweise eingeschränkte Rechtsstaatlichkeit in China, bereits hohe Bewertungen in Indien, Währungsvolatilität, politische Instabilität sowie Schulden- und Staatskrisen. Eine gezielte, selektive Beimischung erscheint dennoch gerechtfertigt.

## Fazit

Die Ausgangslage für Aktien bleibt trotz hoher Bewertungen, Sorgen um eine KI-Blase und politischer Risiken konstruktiv. Die Gewinnentwicklung

bleibt der zentrale Treiber und die zunehmende KI-Adaption liefert zusätzliche Wachstumsimpulse weit über den Technologiesektor hinaus. Die Gewinnwartungen sprechen für ein besseres Abschneiden der US-Börsen im Vergleich zu Europa. Doch gerade diese hohe Erwartungshaltung an den US-Markt schafft Raum für positive Überraschungen des alten Kontinents. Entscheidend wird sein, ob die hohen Investitionen in KI anhalten, wie groß die Produktivitätsgewinne ausfallen und wie umfassend die Wirtschaftserholung außerhalb des KI-Trends eintritt. Eine kluge Diversifikation über Länder und Sektoren, inklusive selektiver Investments in Schwellenländer, bleibt aus unserer Sicht auch 2026 essenziell. Vieles spricht dafür, dass Aktien auch im laufenden Jahr eine attraktive Anlageklasse bleiben.



Europa bietet Raum  
für positive  
Überraschungen

## AUSBLICK 2026

# Anleihen

Das Jahr 2025 markierte einen entscheidenden Wendepunkt für Anleiheinvestoren. Nach dem Inflationshoch der Vorjahre und den stark angestiegenen Leitzinsen erreichte das Zinsniveau 2024 seinen Höhepunkt.

Die Notenbanken in den USA und Europa hatten zunächst eine längere Pause eingelegt, bevor sie im weiteren Jahresverlauf 2024 vorsichtig mit Zinssenkungen begannen. Während die EZB 2025 die Zinsen von Beginn an bis zur Jahresmitte weiter senkte, folgte die US-Notenbank Fed mit einiger Verzögerung im Herbst vergangenen Jahres.

Diese Entwicklung führte zu einem so genannten „bull-steepening“ der Zinskurve: Kurzfristige Renditen gaben bei steigenden Anleihekursen nach, während die Renditen bei langen Laufzeiten unter dem Druck erhöhter Emissionstätigkeit und vielfach hoher Staatsschulden stabil blieben. In den USA sorgten Rezessionsängste dafür, dass die Renditen von US-Staatsanleihen zeitweise deutlich zurückgingen, da Investoren vermehrt ihr Kapital in sicherere Anlagen umschichteten, bevor Angebotsdruck und technische Faktoren die Renditen wieder steigen ließen. In Europa profitierten Bundesanleihen von einem schwachen Wirt-

schaftswachstum und der Lockungspolitik der EZB, wohingegen langfristig laufende Bundesanleihen aufgrund steigender Emissionsvolumina und struktureller Haushaltsdefizite weniger gefragt waren, was im Gegenzug zu steigenden Renditen führte.

## Zinszahlungen als Rendite-Lieferant

Unternehmensanleihen entwickelten sich robust. Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) profitierten von sinkenden Zinsen und soliden Funda-

### Risikoprämie für das Halten langfristiger US-Staatsanleihen gegenüber kurzfristigen Anlagen



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

jj

## Qualität und Liquidität waren die Gewinner 2025

mentaldaten, die Risikoaufschläge (Spreads) engten sich deutlich ein. Das heißt: Die Renditedifferenz zwischen IG und Hochzinsanleihen (High Yield - HY) ging spürbar zurück, was ein Zeichen für eine relativ geringe Unsicherheit am Markt ist. Die Kurse von Hochzinsanleihen waren volatiler, größere Ausfälle gab es allerdings kaum. Die Performance wurde vor allem durch Carry (laufendem Ertrag) und weniger durch die Spread-Einengung getragen. Das heißt: Die Rendite wur-

de in erster Linie aus den laufenden Zinszahlungen (Kupons) und nicht aus Kursgewinnen durch fallende Zinsen erzielt.

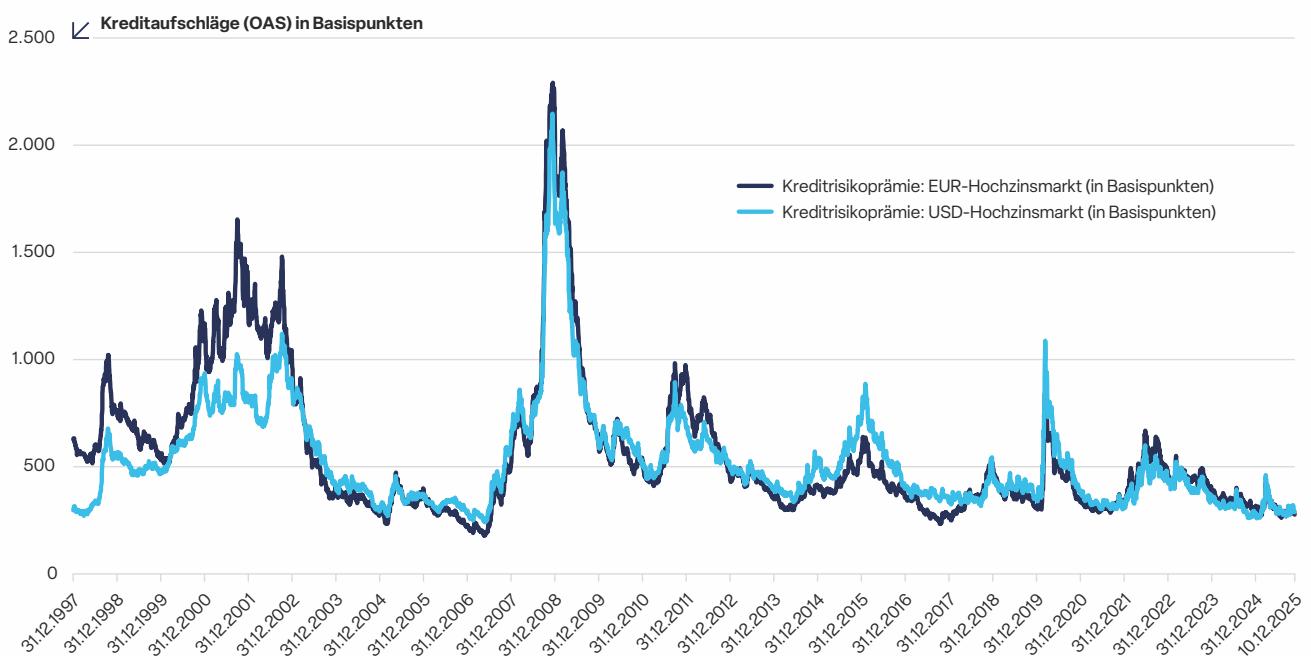
Qualität und Liquidität waren die Gewinner des Jahres 2025, während risikoreichere Segmente selektiv Chancen boten. Ergänzend ist festzuhalten, dass sich die Struktur des HY-Markts weiter in Richtung höherer Qualität verschoben hat: Der Anteil der BB-Ratingstufe liegt nahe einem historischen Hoch, während der Anteil von CCC-Bonds nahe Mehrjahrestiefs verweilt. Dies dämpfte das zyklische Risiko und stützte die Resilienz des Segments, selbst in Phasen erhöhter makroökonomischer Unsicherheit.

Japan stellte die größte geldpolitische Überraschung dar: Die Bank of Japan (BoJ) beendete ihre jahrzehntelange

ultralockere Politik und hob die Zinsen erstmals signifikant an. Die Renditen japanischer Staatsanleihen stiegen spürbar, was globale Kapitalströme beeinflusste. Für internationale Investoren bedeutet dies eine neue Konkurrenz um Kapital und eine potenzielle Um- schichtung aus europäischen und US-Staatsanleihen in Yen-Anlagen. Der Zinsanstieg in Japan könnte zudem den Yen stärken und die Attraktivität von Währungs-Hedging-Strategien verändern.

Ein weiterer prägender Faktor 2025 war, dass es in den USA aufgrund des Shutdowns im Herbst zeitweise nur wenige verlässliche Daten zur wirtschaftlichen Verfassung des Landes gab. Trotz eingeschränkter Datenveröffentlichungen zeichnete sich ein schwächerer Trend am Arbeitsmarkt ab; die Inflation blieb oberhalb des Ziel-

## Niedrige Kreditaufschläge bei Hochzinsanleihen



Quelle: Intercontinental Exchange, Stand: 10.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine **Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung** dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

## Die Zinsen in Japan ziehen deutlich an



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

korridors mancher Fed-Mitglieder, zeigte aber einen graduellen Disinflationstrend, also tendenziell eher sinkende Preise. Im Ergebnis hat die Fed in ihren September-Projektionen einen Pfad skizziert, der eine Rückkehr der Kerninflation in Richtung zwei Prozent über den Horizont 2027/2028 vor sieht, bei einer gleichzeitig langsameren, datenabhängigen geldpolitischen Lockerung.

## Ausblick 2026

Für 2026 erwarten wir eine Fortsetzung der geldpolitischen Lockerung in den USA und Europa, jedoch in unterschiedlichem Tempo. Die Fed dürfte die Leitzinsen um weitere 50 - 75 Basispunkte senken, um die Konjunktur zu stützen, während die EZB nach meh-

rerer Zinssenkungen weitgehend am Ende ihres Zyklus angekommen sein dürfte. Langfristige Renditen bleiben in beiden Regionen unter Aufwärtsdruck: Für 10-jährige US-Treasuries rechnen wir mit etwa 4,25 bis 4,5 Prozent, für Bundesanleihen mit rund drei Prozent. Kursgewinne bei Staatsanleihen sind daher begrenzt, die Gesamtrendite wird primär aus Kupons und dem sogenannten Roll-Down-Effekt (verkürzt: Zeitwertgewinn bei steilen Zinskurven) kommen. In Japan hingegen könnte der Zinsanstieg anhalten, was die globale Asset-Allokation weiter beeinflussen wird – ein Faktor, den europäische und US-Investoren nicht ignorieren sollten.

Die drei großen Zentralbanken befinden sich – vereinfachend gesagt – in drei unterschiedlichen Phasen: Die Fed klar im Zinssenkungsmodus, die EZB

nahe neutral (zumindest nach eigener Aussage und auf kurze Sicht) und die BoJ weiterhin im Erhöhungsmodus. Aus diesen divergierenden Haltungen lassen sich relative Ertragserwartungen ableiten. In der Praxis bleibt die Realität nuancierter. Einerseits bewegen sich die Zyklen mit der Datenlage und andererseits wird der Preis nicht nur durch die Position im Zyklus, sondern darüber hinaus durch die Angebots- und Nachfrageseite bestimmt. Grundsätzlich dürfte es durch den Zinsanstieg in Japan aber zu einem Anstieg des Yen kommen; zudem dürfte sich damit die Attraktivität von Währungs-Hedging-Strategien verändern.

Staatsanleihen bleiben attraktiv – allerdings selektiv in Bezug auf Duration. Die Frage der fiskalischen Glaubwürdigkeit (Defizite, Emissionsvolumina, politische Prioritäten) dürfte das lange

Ende mancher Kurven beeinflussen. Der US-Treasury-Markt bleibt 2026 der Dreh- und Angelpunkt für globale Zinsmärkte, sowohl als Referenz für die Preisbildung von Risikoassets als auch als Liquiditätsanker. Wir bevorzugen eine Untergewichtung der Duration. Das heißt: Portfolios sollten eine kürzere durchschnittliche Laufzeit (Duration) aufweisen als dies in den Benchmarks oder Vergleichsindizes mit tendenziell noch recht langen durchschnittlichen Zinsbindungen von ca. sieben Jahren der Fall ist. Zudem ist ein striktes Risikomanagement unerlässlich.

## Mehrwert durch gezielte Selektion

Bei Unternehmensanleihen sind die Spreads historisch eng, sodass laufende Zinszahlungen die wichtigste Ertragsquelle bleiben. Investment-Grade bleibt attraktiv für defensive Anleger, während High Yield selektiv Chancen bietet – allerdings mit erhöhter Vorsicht angesichts hoher Emissionsvolumina, temporärer Volatilität und potenzieller Preisanpassungsphasen. Bemerkenswert ist die veränderte Marktstruktur bei US-Hochzinsanleihen: BB-Ratings stellen den größten Marktwertanteil, CCC-Anteile sind niedrig. Dies stützt die Stabilität, begrenzt aber zugleich die Möglichkeit weiterer Spread-Kompression. Mehrwert lässt sich über gezielte Selektion (Sektoren, Bilanzen, Schutzklauseln) sowie über alternative Spread-Segmente heben: Hybridanleihen und Anleihen ohne Rating bieten Diversifikation und attraktive Kupons – jedoch nur unter sorgfältiger Manager- und Strukturwahl.

Emerging-Market-Anleihen bleiben im Basisszenario attraktiv. Lokalwäh-

rungsanleihen profitieren von fallenden Inlandszinsen, robusteren institutionellen Rahmenbedingungen und potenzieller weiterer US-Dollar-Schwäche. Die – gegenüber Lokalwährungsanleihen attraktiv gepreisten – EM-Hartwährungsanleihen profitieren vom hohen USD-Zinsniveau und der hohen Verzinsung insgesamt. Die tendenziell engeren Spreads begrenzen allerdings das Preissteigerungspotenzial.

Makroseitig erwarten wir für die USA, dass sich die Wirtschaft weiter normalisiert: Der Arbeitsmarkt zeigt graduelle Schwächezeichen (stagnierende Arbeitslosenquote, geringe Beschäftigungsdynamik etc.), die Inflation tendiert im Trend tiefer, auch wenn Basiseffekte und preisliche Friktionen (u. a. Tarife, Energie) den Pfad holprig machen. Die Fed wird die Zinsen weiter senken, sofern dies durch Konjunkturdaten argumentiert werden kann. Für die Eurozone ist nach mehreren Zinssenkungen die „Hold“-Phase wahrscheinlich. Die Kerninflation bleibt rück-

läufig, das Wachstum gedämpft. In Japan läuft die geldpolitische Normalisierung weiter.

## Fazit

2026 wird kein Jahr für große Kursgewinne, sondern für diszipliniertes Ertragsmanagement. Der Fokus liegt auf Qualität, Liquidität und selektiven Chancen bei Unternehmensanleihen – flankiert von einer opportunistischen EUR-Duration, aktivem Management und professionellem Währungs-Hedging. Entscheidend ist der klare Blick auf die Zinsentwicklung in Europa, den USA und Japan sowie deren Einfluss auf globale Kapitalströme. Die Interaktion von Geldpolitik, staatlichen Ausgabenprogrammen und Währungsbewegungen definiert die Möglichkeiten, attraktive Renditen zu erzielen. Wer diese Wechselwirkungen aktiv nutzt, kann auch in einem Carry-dominierten Umfeld robuste Gesamterträge erzielen.



Auch der japanische Yen hat 2025 abgewertet.

© iStock.com/RRice1981

## AUSBLICK 2026

# Rohstoffe

Das Rohstoff-Thema des Jahres 2025 waren die Preisentwicklungen bei Gold (+64,58 Prozent) und Silber (144,66 Prozent). Gold profitierte weiterhin stark von der ungebremsten Nachfrage von Notenbanken, ein Zeichen für die zunehmende Diversifizierung der Währungsreserven, um so auch die politische Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. Dieser Trend scheint uns aktuell ungebrochen zu sein. Gleichwohl führen sehr hohe Preise traditionell zu zusätzlichem Angebot, das auf den Markt kommt. Sei es von Investoren, die Kasse machen wollen, vom Altgold-Markt oder von Minen, die bei niedrigeren Goldpreisen unprofitabel waren und nun wieder aktiviert werden. Wir erwarten, dass der Goldkurs dieses Jahr neue Höchstkurse errei-

chen und wahrscheinlich die Marke von 5.000 US-Dollar pro Feinunze knacken wird. Aufgrund der vorgenannten Gründe glauben wir aber nicht, dass die Bäume in den Himmel wachsen und rechnen mit einer längeren Konsolidierungsphase nach dieser Rally.

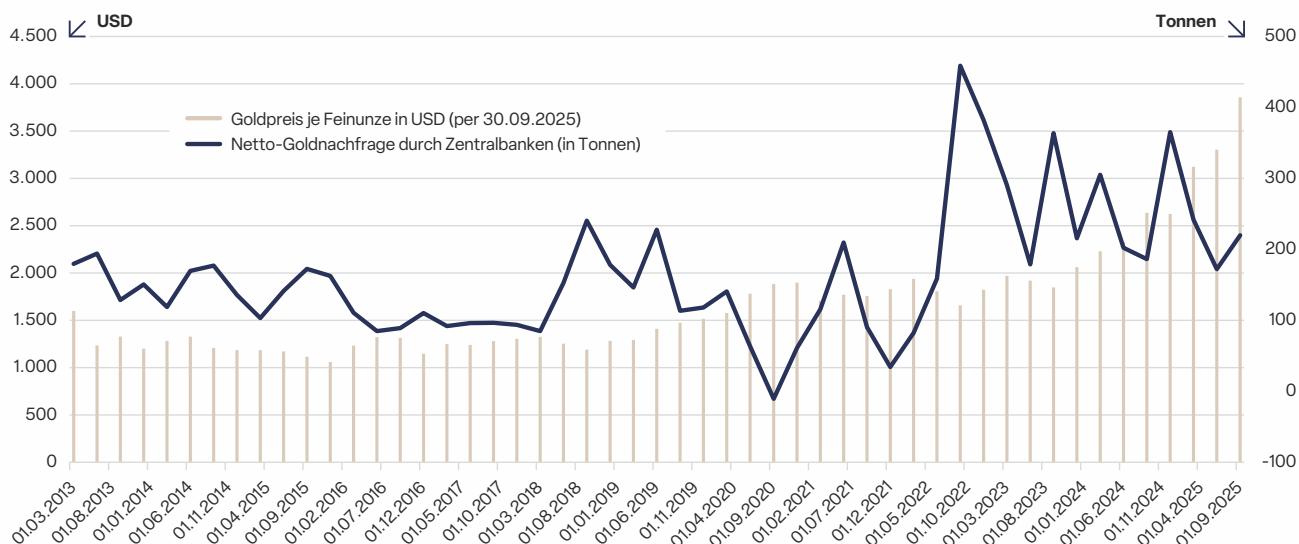
## Silber schlägt Gold

Silber hat unsere Erwartungen erfüllt und hat sich deutlich besser entwickelt als Gold. In den jüngsten Kapitalmarktkommentaren hatten wir bereits auf die Sondersituation auf dem Silbermarkt hingewiesen. Die Knappheit des physischen Metalls in den Lagerhäusern setzt sich weiter fort. Die Gründe hierfür liegen neben einer starken

Schmuck- und Investmentnachfrage auch bei der weiter ungebrochenen Nachfrage aus der Industrie. Diese Nachfrage trifft weiterhin auf ein nicht ausreichendes Angebot. Die Minenproduktion ist zu gering und die Mengen aus dem Recycling nehmen zwar zu, reichen aber bei weitem nicht aus, um das Defizit zu decken. Unsere These ist, dass der Preis das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage in 2026 wieder herstellen wird. Daher sehen wir eine Fortführung der sehr starken Entwicklung aus dem vergangenen Jahr, ebenfalls gefolgt von einer längeren Konsolidierungsphase.

Die lange Rally der Kaffeepreise dürfte ebenfalls vorerst weitergehen und sollte im Jahresverlauf ein Hoch sehen,

## Goldmarkt



Quelle: Bloomberg, Stand: 10.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

auf das dann eine längere Konsolidierung folgen dürfte. Anders hingegen sieht es bei Kakao aus. Hier sollten wir das Hoch erst einmal gesehen haben und sich die Konsolidierung, unterbrochen von starken Gegenbewegungen, fortsetzen.

## Stark steigende Kupferpreise

Ohne große Aufmerksamkeit zu erzeugen, hat sich auch Kupfer in der zweiten Jahreshälfte 2025 stark entwickelt. Wir halten an unserer Meinung fest, dass Kupfer für viele Zukunftsbranchen ein wichtiger Rohstoff ist und daher die Nachfrage den Preis unterstützt. Die teils schwächeren Industriesektoren in Europa, China und den USA wirken dämpfend auf die Nachfrage. Andererseits steigt die Nachfrage aus den Bereichen Elektrifizierung und Rechenzentren. Damit

könnte Kupfer, genauso wie Uran, zu einem interessanten indirekten Investment im Bereich der Künstlichen Intelligenz werden. Die starke Entwicklung bei Uran im vergangenen Jahr gibt auch für das neue Jahr Raum für eine Fortführung. Die Stärke wird getragen von dem geplanten starken Ausbau der weltweiten Atomkraftkapazitäten aufgrund des stark steigenden Strombedarfs, vor allem von Rechenzentren.

Bitte denken Sie daran, dass Rohstoffe besonders starken Schwankungen unterliegen und gerade Spezialitäten wie Uran oder Silber eine enge Verfolgung der Märkte erfordert!

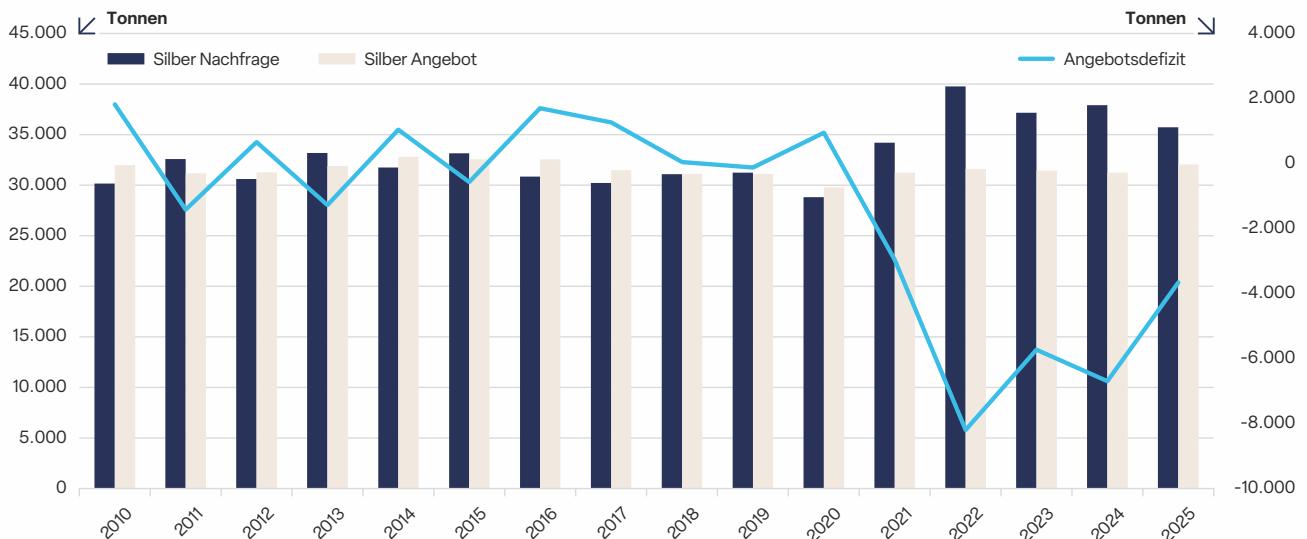
## Auf und ab bei Kryptowährungen

Für Anleger in Kryptowährungen war in 2025 alles dabei. Neue Allzeithöchststände bei Bitcoin und Ethereum und

kurz danach heftige Kursverluste. So hat Bitcoin seit dem Hoch über 30 und Ethereum fast 50 Prozent an Wert verloren. Diese Entwicklung zeigt, wie schnelllebig der Bereich der Kryptowährungen sein kann und dass starke Korrekturen keine Seltenheit sind. Gleichwohl haben wir auf mittlere Sicht ein positives Bild und sehen Potenzial für neue Allzeithöchs, vor allem für die größten Währungen. Dieses Potenzial resultiert aus unserer Sicht aus einer stärkeren Verbreitung von Stablecoins sowie Bitcoin als Portfoliobestandteil zur Diversifikation. Die starken Schwankungen sind nicht ungewöhnlich. Die Ursache dürfte in der erheblichen Anzahl an Investoren liegen, die gehebelt auf die Kursentwicklungen setzen.

Ein langer Atem, eine enge Verfolgung der Märkte und eine gesunde Portfoliogewichtung sind wichtige Voraussetzungen, um in diesem Marktsegment erfolgreich sein zu können.

## Silbermarkt



Quelle: 2010 bis 2024 Quelle Bloomberg, 2025 Quelle The Silver Institute: World Silver Survey - Forecast, Stand: 10.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt **keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung** dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

## AUSBLICK 2026

# Private Equity

2025 war für die Private-Equity-Branche ein Jahr der Konsolidierung und vorsichtigen Erholung. Nach den makroökonomischen Unsicherheiten der Vorjahre stabilisierten sich die Märkte: Die Inflation sank, die Zinsen bewegten sich leicht nach unten und die Stimmung unter Investoren hellte sich spürbar auf.

Dennoch blieb die Deal-Aktivität im ersten Halbjahr verhalten, bevor sich im zweiten Halbjahr eine moderate Belebung zeigte. Global wurden bis einschließlich des dritten Quartals rund 1,5 Billionen US-Dollar in Private Equity investiert – mit den USA als führenden Markt.

**Sektortrends:**

Technologie und Gesundheitswesen dominierten weiterhin, getrieben durch die rasante Entwicklung von Künstlicher Intelligenz (KI) und Automatisierung. Infrastruktur und Energie rückten ebenfalls in den Fokus, insbesondere im Zusammenhang mit dem steigenden Energiebedarf durch KI-Anwendungen.

„“

Große Transaktionen blieben 2025 rar



Falcon 9-Rakete von SpaceX

## Resilienz im Mid-Market

Buyouts standen 2025 unter dem Einfluss längerer Haltedauern und Bewertungsdiskrepanzen. Die durchschnittliche Haltedauer stieg auf über sechs Jahre, was die Exit-Dynamik bremste.

Große Transaktionen blieben rar, während Small- und Mid-Cap-Buyouts ihre Resilienz bewiesen: Sie handelten weiterhin mit Abschlägen von 40 - 50 Prozent gegenüber Large-Caps und erzielten langfristig die beste kumulative Performance.

**Bewertungen:**

Die Multiples zogen leicht an, insbesondere bei KI-getriebenen Deals. In den USA lag das durchschnittliche EBITDA-Multiple bei Buyouts zuletzt bei rund 12x, ein Anstieg gegenüber 2023.

## VC-Markt zweigeteilt

Der Venture-Capital-Markt zeigte 2025 eine zweigeteilte Entwicklung: Im ersten Halbjahr waren bei Scale-up-Phasen (erfolgreiche Start-ups benötigen weiteres Kapital) diverse Megarunden, also Finanzierungen von meist über 100 Millionen US-Dollar, zu beobachten. Im dritten Quartal folgte dann eine deutliche Abkühlung, das Volumen ging gegenüber dem Vorquartal um fast die Hälfte zurück.

**Trends:**

- KI und Automatisierung blieben die zentralen Investitionsthemen.
- Biotech kühlte weiter ab, was konträre Chancen eröffnete.
- Nachhaltigkeit und Impact-Investing gewannen an Bedeutung, während Exits weiterhin eine Herausforderung darstellten.

## Secondaries: Der stille Gewinner

Der Sekundärmarkt war einer der klaren Gewinner 2025. Nach dem Rekordjahr 2024 stieg das Volumen im ersten Halbjahr um 59 Prozent auf 110 Mrd. US-Dollar und dürfte bis Ende 2025 die Marke von 200 Mrd. US-Dollar überschritten haben. Treiber waren:

- GP-led Deals und Fortführungs-fonds als Liquiditätslösungen.
- Wachsende Nachfrage nach Ever-green-Strukturen und Infrastruktur-Secondaries.

Die Preisabschläge normalisierten sich, blieben aber abhängig vom Fondsalter: Ältere Fonds (>10 Jahre) wiesen weiterhin deutliche Discounts auf.



SpaceX geht 2026 voraussichtlich an die Börse.

## 2026: Chancen und Herausforderungen

### Makro- und Marktrends

- **Zinsumfeld:** Weitere Zinssenkungen sind wahrscheinlich, was Buy-outs erleichtern könnte, aber die Preisvorstellungen von Verkäufern bleiben hoch – ein Spannungsfeld für Mid-Market-Deals.
- **Deal-Aktivität:** Analysten erwarten eine deutliche Belebung der Transaktionsvolumina in Europa und den USA. 94 Prozent der europäischen PE-Leader rechnen mit steigenden Dealzahlen.
- **Technologie & KI:** KI wird zum entscheidenden Differenzierungsfaktor. Limited Partner (Investoren) verlangen nach messbarer KI-Integration in Portfolios; Firmen ohne klare Roadmap riskieren Bewertungsabschläge.

- **Secondaries:** Bleiben strategisch wichtig, insbesondere für Liquiditätsmanagement und Portfolio-Rebalancing. Neue regulatorische Rahmenbedingungen in Europa könnten den Zugang für breitere Investorengruppen erleichtern.
- **Venture Capital:** Fokus auf Deep-Tech, CleanTech und KI. Deutschland muss regulatorische Hürden abbauen, um international wettbewerbsfähig zu bleiben.
- **Fonds-Pipeline:** In 2026 werden interessante Bestandsbeziehungen in den Markt kommen, insbesondere aus den Bereichen Technologie und Nordic Buyout.

- **VC:** Selektive Investments in KI und nachhaltige Geschäftsmodelle; Exit-Strategien über Secondaries und IPOs stärken.
- **Secondaries:** Nutzung als Liquiditäts- und Diversifikationsinstrument, insbesondere in einem Umfeld längerer Haltedauern.

## Fazit

2025 war ein Jahr der Anpassung: weniger große Deals, mehr Fokus auf Resilienz und Liquidität. Secondaries entwickelten sich zum strategischen Instrument für Fondsmanager. Das neue Jahr verspricht eine Rückkehr zu mehr Dynamik – getrieben durch KI, sinkende Zinsen und neue Strukturen im Markt. Bewegung dürfte es auch bei Börsengängen (IPOs) geben. Nach einem ruhigen Jahr 2025 könnten 2026 wieder mehr IPOs stattfinden und den Markt zusätzlich beleben

### Strategische Implikationen für Investoren

- **Buyout:** Konzentration auf Mid-Market und Sektoren mit stabiler Nachfrage (Industrials, Healthcare).

## AUSBLICK 2026

# Immobilien

2025 war für den deutschen Immobilienmarkt ein Jahr des Übergangs zwischen Normalisierung und strukturellem Wandel. Nach der Ära historisch niedriger Zinsen und der anschließenden Phase stark steigender Zinsen stabilisierten sich Preise, Transaktionsvolumina und Finanzierungsbedingungen auf einem neuen, moderateren Niveau. Gleichzeitig trieben politische Entscheidungen, allen voran die Debatten um das sogenannte Heizungsgesetz (GEG) bzw. Regelungen zum erneuerbaren Heizen, Modernisierungs- und Investitionsdynamiken in Bestands- wie Neubauimmobilien an. Im Folgenden eine zusammenfas-

sende Bestandsaufnahme für 2025 und ein Ausblick auf 2026.

## Preiserholung unterschiedlich

Im Jahresverlauf 2025 zogen die Kaufpreise weiter an, wenn auch moderater als während der Boomphase bis 2021/22. Daten aus Marktauswertungen zeigen, dass die durchschnittlichen Quadratmeterpreise zulegten, wobei insbesondere Regionen mit einem knappem Angebot (Ballungsräume wie München, Hamburg, Teile von

Baden-Württemberg und einige starke Uni-Städte) die Preistreiber blieben, während sich peripherie Lagen deutlich schwächer entwickelten. Insgesamt war bundesweit ein leichter bis moderater Preisanstieg erkennbar (Einjahresrate im Bereich einiger Prozentpunkte).

Veränderungen waren auch bei den Bewertungsmaßstäben zu beobachten: Marktwerte orientieren sich wieder stärker an Renditeerwartungen und Finanzierungskosten. Dadurch gerieten Gewerbeimmobilien (z. B. Einzelhandel teilweise, Büroflächen in weniger attraktiven Lagen) selektiv unter Druck,

### Entwicklung der 10-jährigen Bauzinsen seit Jahresbeginn



Quelle: Interhyp, Stand: 15.12.2025 / Hinweis: Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. / Die Nennung einzelner Finanzinstrumente, Unternehmen oder Wertpapiere dient ausschließlich illustrativen oder informativen Zwecken und stellt keine Anlageempfehlung oder Kauf-/Verkaufsempfehlung dar. Sie ersetzt keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigt nicht die persönlichen finanziellen Verhältnisse, Anlageziele oder Risikoprofile der Leserinnen und Leser.

während Wohnimmobilien aufgrund knapper Neubaukapazitäten stabil blieben. Institutionelle Investoren rückten verstärkt in Core-Objekte und Wohnportfolios, ESG- und Energieeffizienz-Kriterien beeinflussen inzwischen praktisch jede Bewertung.

## Selektivere Transaktionen

Das Investitionsvolumen auf dem deutschen Markt blieb 2025 hinter dem Spitzenjahr 2021/22 zurück. Zwar gab es größere Einzeldeals, doch das Gesamtvolumen in den ersten neun Monaten 2025 blieb unter den Vorjahresergebnissen zurück. Das spiegelte eine vorsichtige Käuferseite wider: höhere Eigenkapitalquoten, kürzere Zinsbindungswünsche und erhöhte Sorgfaltsprüfungen bei Energiekennwerten und ESG-Risiken. Logistik und Wohnen blieben relativ gefragt, während Einzelhandel und Teile des Bürosegments selektiver betrachtet wurden.

## Zins- und Finanzierungsumfeld

Das Jahr 2025 war geprägt von einer Marktphase, in der Erwartungen an eine mögliche Lockerung der Geldpolitik dominierten. Gleichzeitig stiegen Realzinsen und Staatsanleiherenditen (z. B. die deutsche 10-Jahres-Rendite) phasenweise an. Marktteilnehmer mussten daher kurzfristig auf Schwankungen reagieren. Hypothekenfestzinssätze für längerfristige Bindungen gingen wieder zurück, blieben aber deutlich höher als in der Nullzinsära. Typische 10-jährige Festzinskonditionen be-



Die Immobilienpreise in Lagen wie München bleiben hoch.

© iStock.com/FooTToo

wegten sich in vielen Angeboten im mittleren Dreiprozentsatzbereich. Außerdem veränderten juristische Parameter (z. B. der von der Bundesbank gemeldete Basiszinssatz für zivilrechtliche Fristen) einige Konditionen für Entschädigungs- und Verzugsberechnungen während des Jahres.

Die praktische Folge: Private Käufer mussten teils höhere monatliche Belastungen bei Neuabschlüssen in Kauf nehmen. Günstige Kredite laufen/liefen aus und Re- oder Anschlussfinanzierungen müssen zu deutlich höheren Konditionen abgeschlossen werden, insbesondere im Neubaubereich.

## Regulierung treibt Kosten

Politik und Gesetzgebung bestimmten 2025 maßgeblich Investitionsent-

scheidungen. Das Gebäudeenergiegesetz (GEG) mit Vorgaben zum Anteil erneuerbarer Energien bei neu installierten Heizungen (z. B. 65-Prozent-Anforderung in vielen Varianten) löste breite Diskussionen aus: Für Käufer, Verkäufer und vor allem Eigentümer bedeutete das Gesetz, dass Modernisierungs- und Austauschverpflichtungen in Kalkulationen einflossen. Die Bundesregierung und Koalitionsparteien verhandelten 2025 über Anpassungen und Übergangsregelungen. Politische Unsicherheit darüber, wie strikt und schnell Vorgaben umgesetzt werden sollen, beeinflusste die Nachfrage nach Altbauten und die Attraktivität energetischer Sanierungsinvestitionen.

Das Ergebnis: Energetische Modernisierung blieb Kosten- und Preistreiber, gleichzeitig stieg die Nachfrage nach technisch flexiblen, „GEG-konformen“ Neubauten und nach Bestandsobjekten mit geringem Sanierungsbedarf.

## Folgen für Käufer und Verkäufer

- Käufer:**  
Höhere Finanzierungskosten und zusätzliche Modernisierungspflichten veränderten die Budget- und Objektwahl, viele gewannen bei Objekten mit guter Energieeffizienz. Das heißt: Häuser, die eine gute Energieeffizienz haben, wurden wertvoller, da wenig oder keine Optimierungen vorgenommen werden müssen.
- Verkäufer:**  
Bei Immobilien mit schlechtem energetischen Zustand kamen Verkaufspreise tendenziell unter Druck; Käufer forderten Preisabschläge oder Sanierungszuschläge.
- Investoren:**  
Fokus auf Core-Wohnimmobilien, Logistik und selektive Büro-Core-Deals; erhöhte Due-Diligence-Kosten durch Energie-/Bauauflagen.

## 2026: Trends und Szenarien

Für 2026 zeichnen sich mehrere miteinander verwobene Trends ab:

- Zinsentwicklung und Finanzierung:** Solte die EZB-Politik in Richtung Stabilität oder moderater Senkung gehen, könnten längerfristige Hypotheken wieder günstiger werden. Das würde die Nachfrage stabilisieren. Bleiben allerdings Staatsanleiherenditen volatil, würden Investoren und private Käufer weiter mit höheren Risiko-

aufschlägen kalkulieren müssen. Dies kann bedeuten, dass Käufer langfristiger als früher kalkulieren müssen. Kredite mit einem Zinssatz von beispielsweise 0,6 Prozent, die jetzt auslaufen und eine Anschlussfinanzierung benötigen, müssen Stand heute zu ca. 3,6 Prozent (dem Sechsachen) finanziert werden. Daher werden Investoren möglicherweise zu schlechteren Konditionen längerfristiger finanzieren.

- Regulatorische Klarheit beim Heizungsgesetz:** Die Politik hat 2025 Reformabsichten und Übergangsregelungen diskutiert; eine klarere, technologieoffenere Fassung des Gesetzes würde Unsicherheit reduzieren und die Sanierungswelle planbarer machen. Falls die Regierung jedoch striktere Fristen setzt, steigt kurzfristig der Modernisierungsdruck. Höhere Renovierungskosten, zeitweilige Marktverzerrungen und eine zunehmende Nachfrage nach Fördermitteln wären die Folge.
- Angebotsknappheit vs. Nachfrage:** Solange Neubaukapazitäten in vielen Regionen begrenzt bleiben, bleibt der Druck auf Preise in A-Lagen bestehen. Kommunale Planung, Baubeschleunigungsmaßnahmen und Investitionen in Infrastruktur (Stichwort: Beschleunigungsgesetze) können 2026 aber lokal einen zusätzlichen Bauboom anstoßen.
- Investorenfokus:** ESG-Konformität und Energieeffizienz bleiben Kernkriterien, 2026 werden Portfoliotransaktionen eher selektiv stattfinden: Core-Wohnbestand und „grüne“ Projekte haben weiterhin Priorität.



Der  
Immobilienmarkt  
normalisierte  
sich wieder

## Fazit

2025 war ein Jahr, in dem sich der deutsche Immobilienmarkt nach den Extremen der Vorjahre wieder normalisierte: moderat steigende Preise in den gefragten Lagen, gedämpfte Transaktionsvolumina und ein deutlich sichtbarer Einfluss von Energie- sowie Heizungsregeln auf Bewertung und Kaufentscheidungen. Für 2026 gilt: Wer Finanzierung, Energieaufwand und Standortfaktoren sorgfältig kombiniert, findet Chancen. Ein volatiles Zinsumfeld und der Ausgang der politischen Debatten (vor allem zum Heizungsgesetz) werden jedoch maßgeblich bestimmen, wie schnell sich Angebot und Nachfrage wieder angleichen.

Kurz gesagt: Der Markt bleibt robust, aber selektiver und technologie-/energiegetriebener als noch vor wenigen Jahren.

# Perspektiven



Michael Reuss, Vorstandsmitglied

Das vergangene Jahr hat einmal mehr eindrucksvoll bestätigt, was wir seit jeher betonen: Das größte Risiko für Anlegerinnen und Anleger besteht darin, nicht investiert zu sein. Wer sich von kurzfristigen Unsicherheiten und reißerischen Schlagzeilen hat leiten lassen, hat auch 2025 wieder verpasst, dass die Kapitalmärkte ihre eigene Logik und Widerstandskraft entfalten – und dass gerade in Phasen erhöhter Volatilität und Unsicherheit die besten Chancen entstehen. Rückblickend war es erneut die Disziplin, investiert zu bleiben, die sich ausgezahlt hat.

Dabei müssen wir eingestehen, dass auch wir uns von den Entwicklungen rund um den „Liberation Day“ und Trumps massiven Zolldrohung haben beeindrucken lassen. So hätten wir noch konsequenter die sich aus den teils kräftigen Rücksetzern resultierenden Chancen nutzen sollen. Zudem hat der schwache US-Dollar die Gesamtperformance für uns als Euroanleger signifikant geschmälert. Allerdings hatte in den Jahren zuvor die US-Währung kräftig aufgewertet und damit für Anleger aus dem Euroraum erheblichen Rückenwind geliefert, der die jetzigen Währungsverluste noch immer deutlich übersteigt.

## Europa mit Zeichen der Erholung

Mit Blick auf das Jahr 2026 begegnen wir den Märkten mit einer Mischung aus Zuversicht und Wachsamkeit. Die globale Konjunktur dürfte sich weiter stabilisieren, auch wenn die Dynamik regional unterschiedlich ausfällt. Die USA bewegen sich in einem späten, aber weiterhin tragfähigen Stadium des aktuellen Wirtschaftszyklus, während Europa nach einer Phase der Schwäche Anzeichen einer Erholung

zeigt. Asien bleibt Wachstumsmotor, wenn auch mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten.

Die geldpolitischen Rahmenbedingungen werden dabei zunehmend divergieren: Während die US-Notenbank weitere, datenabhängige Lockerungsschritte in Aussicht stellt, dürfte die EZB nach mehreren Zinssenkungen eine abwartende Haltung einnehmen. In Japan hingegen setzt sich die geldpolitische Normalisierung fort. Ein tendenziell schwächerer US-Dollar könnte zudem für Rückenwind in ausgewählten Schwellenländern sorgen.

Im Zentrum unserer Kapitalmarktstrategie stehen weiterhin die liquiden, traditionellen Anlageklassen. Die Gewinnentwicklung bleibt der entscheidende Treiber für die Aktienmärkte. In den USA erwarten wir, dass sich das Gewinnwachstum zunehmend auf eine breitere Basis verteilt und nicht mehr ausschließlich von den großen Technologiekonzernen getragen wird. Die Bewertungen sind hoch, werden jedoch durch Marginstärke und solide Ausschüttungsquoten gestützt. Europa bietet trotz struktureller Herausforderungen vergleichsweise attraktive Bewertungen und dürfte von Nachholeffekten bei Digitalisierung und

Infrastruktur profitieren. Insgesamt bleibt eine aktive Einzeltitelauswahl unerlässlich, um Chancen gezielt zu nutzen und Risiken zu steuern. Über alle Märkte hinweg gilt: Konzentrationsrisiken – etwa durch die Dominanz weniger Indexschwergewichte – sollten aktiv gemanagt werden. Diversifikation ist kein Selbstzweck, sondern ein zentrales Element des Risikomanagements.

## Erträge durch Zinszahlungen

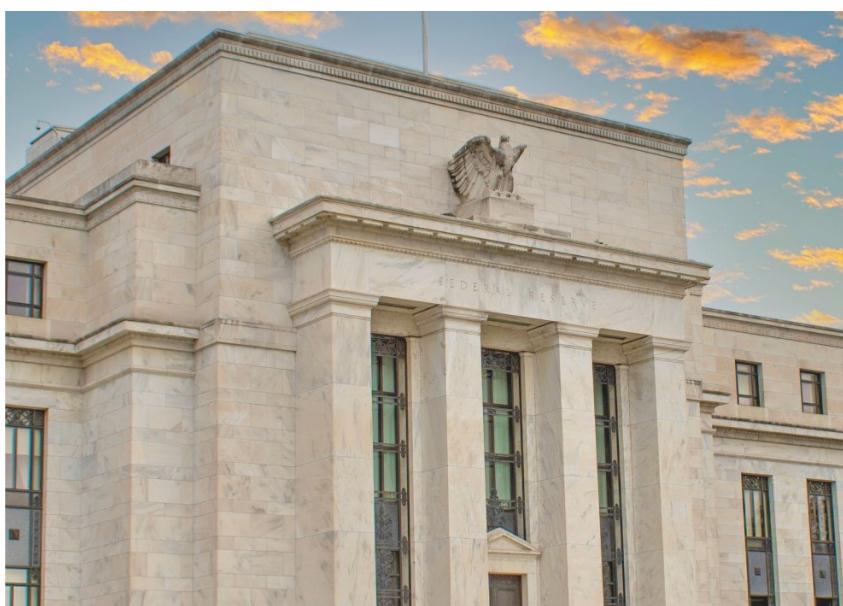
Im Anleihesegment erwarten wir, dass die Gesamterträge weiterhin maßgeblich durch laufende Zinszahlungen („Carry“) bestimmt werden. Kurzläufer und hochwertige Unternehmensanleihen bleiben ein verlässlicher Rendite-

anker, während Hochzinsanleihen selektiv und mit Fokus auf Qualität beigemischt werden können. Bei Staatsanleihen bevorzugen wir eine unterdurchschnittliche Duration, da das lange Ende der Zinskurve durch hohe Emissionsvolumina und fiskalische Unsicherheiten unter Druck bleiben dürfte. Die unterschiedlichen geldpolitischen Zyklen der drei großen Notenbanken Fed, EZB und BoJ eröffnen zudem Relative-Value-Chancen in Zins-, Kredit- und Währungssegmenten.

Schwellenländer können – bei sorgfältiger Auswahl und unter Berücksichtigung von Rechtsrahmen und Währungsrisiken – einen wertvollen Beitrag zur Diversifikation leisten, insbesondere wenn der US-Dollar weiter an Stärke verlieren und die globalen Finanzierungsbedingungen sich entspannen sollten.

Rohstoffe und Private Equity bleiben aus unserer Sicht sinnvolle Ergänzungen – hinzu kommen ausgewählte Kryptowährungen. Edelmetalle wie Gold können als Absicherung dienen, während Private Equity von stabileren Rahmenbedingungen profitiert und insbesondere im Bereich Secondaries interessante Perspektiven bietet.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Die Ausgangslage für das Jahr 2026 ist günstiger, als es viele Schlagzeilen vermuten lassen. Wer investiert bleibt, auf Qualität, Bewertung und Bilanzstärke achtet und Chancen wie Risiken gleichermaßen im Blick behält, hat gute Aussichten auf auskömmliche Gesamterträge. Wir sind überzeugt, dass eine disziplinierte, selektive und breit diversifizierte Anlagestrategie auch in den kommenden zwölf Monaten der Schlüssel zum Erfolg bleibt.



Der Sitz der US-Notenbank Fed in Washington.

© iStock.com/Douglas Rissing

JJ

Die  
beste Strategie  
ist, investiert  
zu sein

# Glossar

## Angebotsseitige Wirtschaftspolitik

Politische Maßnahmen, die darauf abzielen, die Produktionsbedingungen einer Volkswirtschaft zu verbessern – etwa durch Investitionen in Energie, Infrastruktur, Bildung oder Deregulierung.

## Anleihe-Duration (Duration)

Kennzahl für die Zinssensitivität einer Anleihe: Sie zeigt, wie stark der Kurs einer Anleihe auf eine Veränderung des Marktzinses reagiert.

## Bewertungsmultiples

Kennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder EBITDA-Multiple, die den Unternehmenswert ins Verhältnis zu Ertragsgrößen setzen und zur Bewertung von Aktien und Firmen dienen.

## BoJ (Bank of Japan)

Japanische Zentralbank, die durch ihre langjährige Niedrigzins- und Interventionspolitik einen bedeutenden Einfluss auf globale Kapitalströme hat.

## Carry Trade

Strategie, bei der Kapital in einem Niedrigzinsland aufgenommen und in höher verzinsten Anlagen eines anderen Landes investiert wird.

## Core-Immobilien

Hochwertige, nachhaltig vermietete Immobilien in erstklassigen Lagen mit stabilen Erträgen und geringem Risiko.

## Disinflation

Abschwächung des Preisanstiegs: Die Inflation geht zurück, bleibt aber positiv.

## EZB (Europäische Zentralbank)

Zentralbank des Euroraums, verantwortlich für Preisstabilität, Geldpolitik und Bankenaufsicht in der Eurozone.

## Fed (Federal Reserve)

US-Notenbank, entscheidet über Leitzinsen und Liquiditätsbedingungen und ist damit zentraler Taktgeber der globalen Finanzmärkte.

## Fiskalpolitik

Steuer- und Ausgabenpolitik eines Staates, mit der Regierungen Konjunktur, Wachstum und Nachfrage steuern.

## Frontloading

Vorziehen von Käufen oder Bestellungen in Erwartung zukünftiger Preissteigerungen oder politischer Maßnahmen (z. B. Zölle).

## GP-led Secondary

Transaktion im Private-Equity-Sekundärmarkt, bei der Fondsmanager Beteiligungen in neue Strukturen überführen, um Liquidität oder längere Haltedauern zu ermöglichen.

## High Yield (HY)

Anleihen mit niedrigerer Bonität und höherem Risiko, die dafür deutlich höhere Renditen bieten.

## Infrastrukturinvestitionen

Investitionen in Stromnetze, Verkehr, digitale Netze oder Rechenzentren – zentral für Produktivität, Standortqualität und KI-Entwicklung.

## Investment Grade (IG)

Bonitätskategorie für Emittenten hoher Qualität, die ein niedriges Ausfallrisiko und entsprechend geringere Renditeaufschläge aufweisen.

## KI-Adoption

Zunehmende Einführung und Nutzung von Systemen künstlicher Intelligenz in Unternehmen, Branchen und Geschäftsmodellen.

## Leitzins

Von einer Zentralbank festgelegter Zinssatz, der maßgeblich die Kreditkonditionen und Marktzinssätze beeinflusst.

## Lokalwährungsanleihen

Staats- o. Unternehmensanleihen, die in der jeweiligen Landeswährung (meist eines Schwellenlandes) begeben werden. Anleger tragen hierbei zusätzlich zum Zins- und Emittentenrisiko ein Währungsrisiko.

## Marktbreite

Indikator, wie viele Aktien den Marktanstieg tragen. Geringe Marktbreite bedeutet Konzentration auf wenige Schwergewichte.

## Marktvolatilität

Ausmaß von Kursschwankungen über einen Zeitraum; hohe Volatilität signalisiert Unsicherheit und höhere Risikoprämien.

## Mid-Market (Private Equity)

Segment mittelgroßer Unternehmen mit oftmals attraktiveren Bewertungen, stabileren Geschäftsmodellen und hoher Resilienz.

## Regionaldiversifikation

Verteilung von Kapital über mehrere Regionen und Länder, um politische, wirtschaftliche und währungsbedingte Risiken zu reduzieren.

## Rezession

Phase rückläufiger wirtschaftlicher Aktivität, gekennzeichnet durch sinkende Produktion und schwächere Nachfrage.

## Roll-Down-Effekt

Renditebeitrag bei Anleihen, der entsteht, wenn ein Papier entlang einer normal steilen Zinskurve in kürzere Laufzeiten „hineinrollt“.

## Scaling Laws (KI)

Grundsätze der KI-Forschung, wonach Modelle bei mehr Parametern, Daten und Rechenleistung systematisch leistungsfähiger werden.

## Spread (Kreditaufschlag)

Renditedifferenz zwischen einer Anleihe und einem risikofreien Wert (z. B. Staatsanleihe), die das Emittentenrisiko widerspiegelt.

## Total Return

Gesamtertrag eines Investments inkl. Kursveränderungen und Erträgen wie Dividenden oder Kupons.

## Zinskurve / Steepening

Die Zinskurve (Yield Curve) ist eine grafische Darstellung der Zinssätze verschiedener Anleihen mit gleicher Bonität, aber unterschiedlicher Laufzeiten (z. B. 1 bis 10 Jahre), die die Markterwartungen an Wirtschaftswachstum und Inflation widerspiegelt. Steepening (Zinskurvenversteilung) beschreibt den Prozess, bei dem die Differenz zwischen langen und kurzen Zinsen zunimmt, weil die langfristigen Zinssätze stärker steigen als die kurzfristigen. Dies deutet oft auf erwartetes starkes Wirtschaftswachstum und steigende Inflation hin.

## HRK LUNIS Frankfurt

Friedrichstraße 31  
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 66773835-0  
E-Mail: frankfurt@hrklunis.de

## HRK LUNIS Hannover

Ernst-August-Platz 10d  
30159 Hannover

Telefon: +49 (0)511 9368970-0  
E-Mail: hannover@hrklunis.de

## HRK LUNIS Ingolstadt

Theodor-Heuss-Straße 53  
85055 Ingolstadt

Telefon: +49 (0)89 216686-0  
E-Mail: ingolstadt@hrklunis.de

## HRK LUNIS Hamburg

Neue Burg 1  
20457 Hamburg

Telefon: +49 (0)40 82217750-0  
E-Mail: hamburg@hrklunis.de

## HRK LUNIS Stuttgart

Panoramastraße 17  
70174 Stuttgart

Telefon: +49 (0)711 2070207-0  
E-Mail: stuttgart@hrklunis.de

## HRK LUNIS Schonungen

Am Brauhaus 2  
97453 Schonungen

Telefon: +49 (0)9727 90792-60  
E-Mail: schonungen@hrklunis.de

## HRK LUNIS Berlin

Lassenstraße 23  
14193 Berlin

Telefon: +49 (0)30 72621512-0  
E-Mail: berlin@hrklunis.de

## HRK LUNIS München

Steinsdorfstraße 13  
80538 München

Möhlstraße 9  
81675 München

Telefon: +49 (0)89 216686-0  
E-Mail: muenchen@hrklunis.de



<https://hrklunis.de>

### Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Mitteilung der HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die nicht den Anspruch, die vollständige Darstellung der Produkteigenschaften zu enthalten, erhebt. Die in der Publikation enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkaufen von Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und erarbeitet. Dabei wurde zum Teil auf Informationen nach unserer Auffassung zuverlässiger Dritter zurückgegriffen, diese werden aber lediglich auf Plausibilität geprüft. Die Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Etwaige Bewertungen zu Märkten oder Finanzinstrumenten stellen lediglich Meinungen dar, die jederzeit geändert werden können. Sie stellen insbesondere keine Empfehlungen oder Aufforderungen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Sofern ein Finanzprodukt vorgestellt wird, berücksichtigen die diesem Finanzprodukt zugrunde liegenden Investitionen nicht die EU-Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten.

Die Publikation ersetzt weder eine persönliche Beratung durch eine fachkundige Person noch sind sie als alleinige Grundlage für Anlage- oder andere Vermögensentscheidungen geeignet. Finanzinstrumente und -produkte sind risikobehaftet und unterliegen insbesondere Wert-, Kurs- und Ertragsschwankungen, die zu Verlusten bis hin zum Totalverlust führen können. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie und kein Indikator für eine künftige Wertentwicklung. Es wird empfohlen, vor einer Investitionsentscheidung eine unabhängige Anlageberatung in Anspruch zu nehmen, die die individuellen Umstände des Anlegers berücksichtigt. Auch sollten sämtliche Risiken einer Anlageentscheidung vorab bedacht werden. Individuelle Steuer- und/oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Diese Mitteilung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Jegliche Haftung für Schäden, die direkt oder indirekt aus der Nutzung der bereitgestellten Informationen entstehen, wird ausgeschlossen.

Diese Publikation ist nur für Anleger in Deutschland bestimmt.

Die Weitergabe und Vervielfältigung dieser Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf unserer vorherigen Zustimmung.

HRK LUNIS, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.

Wenn **Vermögensverwaltung** in höchster Qualität gelebt wird.



HRK LUNIS

Friedrichstraße 31  
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 66773835-0  
E-Mail: info@hrklunis.de

# HRK LUNIS

VERMÖGENSVERWALTER

Wenn **Vermögensverwaltung**  
in höchster Qualität gelebt wird.