

Wenn Anker treiben – Navigation in einem fragilen globalen Gleichgewicht

Anthos Jährlicher Investitionsausblick 2026



Inhalt

1	Zusammenfassung	3
2	Langfristige Perspektive	5
2.1	Von einer unipolaren zu einer multipolaren Welt	5
2.2	Demografie - die globale Alterungskluft	7
2.3	Der grüne Übergang - von klimapolitischen Ambitionen zur Industriepolitik und politischen Divergenzen	8
2.4	Verschuldungsdynamik - von der monetären zur fiskalischen Dominanz	9
2.5	Technologische Innovation - die nächste Produktivitätsgrenze	10
2.6	Synthese: Unser langfristiger Ausblick und unsere Kapitalmarktannahmen für 2026-2030	11
3	Die aktuelle Weltwirtschaftslage	13
3.1	Makroökonomische Bruchlinie 1: Politische Glaubwürdigkeit und finanzpolitische Nachhaltigkeit	13
3.2	Makroökonomische Bruchlinie 2: Inflation und finanzielle Bedingungen: der monetäre Drahtseilakt	14
3.3	Makroökonomische Bruchlinie 3: Wachstumsmotoren und das Produktivitätsgefälle	15
3.4	Makroökonomische Bruchlinie 4: Handel, Zölle und industrielle Neuausrichtung	16
4	Ausblick 2026 - Navigieren in einer Welt, in der die Anker treiben	18
4.1	Politikmüdigkeit: Finanzpolitische Feuerkraft trifft auf Marktdisziplin	18
4.2	Der monetäre Drahtseilakt und finanzielle Fragilität	19
4.3	KI im langsamen Aufschwung: Der lange Weg zur Produktivität	20
4.4	Fragmentierter Handel, neu verdrahtetes Wachstum	21
4.5	Synthese: Die Form des Jahres 2026	22
4.6	Extremrisiken: Geringe Wahrscheinlichkeit, große Auswirkung	23
5	Auswirkungen auf das Portfolio & Strategie	24
5.1	Multi Asset	24
5.2	Public Equities	25
5.3	Anleihen	26
5.4	Absolute Return	27
5.5	Real Estate	28
5.6	Private Equity	29
5.7	Multi Asset Impact	29
	Anhang 1 - Der Anthos-Szenariorahmen	31

1 Zusammenfassung

Im Jahr 2025 hat die Weltwirtschaft trotz der unsicheren Lage eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit gezeigt. Für das Jahr 2026 bleiben wir vorsichtig optimistisch: Wir erwarten eine moderate, aber anhaltende Expansion, weitere Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung, förderliche Investitionsausgaben und keine wesentlichen Anzeichen für finanzielle Spannungen in den großen Volkswirtschaften. Gleichzeitig bleiben wir aber auch wachsam. Unseres Erachtens ist das Risikogleichgewicht weiterhin nach unten gerichtet, da die strukturellen Kräfte, die die heutige Widerstandsfähigkeit prägen, zugleich die politischen Handlungsspielräume verengen und die Anfälligkeit für Schocks erhöhen.

Nach fünf Jahren aufeinander folgender Schocks - von der Pandemie und dem Inflationsschub bis hin zu Energiekrisen, geopolitischen Spannungen und aggressiven fiskalischen Interventionen - haben sich die traditionellen makroökonomischen Anker, die einst für Stabilität sorgten, gelockert. Die Inflationsdynamik war im Großen und Ganzen vorhersehbar, der finanzpolitische Rahmen setzte eine gewisse Disziplin voraus, und die politischen Institutionen funktionierten mit relativer Kontinuität, verankert in langjährigen ideologischen Verpflichtungen. Gegenwärtig führt der zunehmende politische Populismus in allen großen Volkswirtschaften zu einer stets unbeständigeren und reaktiveren Politik, die sich weniger auf stabile mittelfristige Prioritäten stützen kann. Die Inflation hat sich abgeschwächt, liegt aber nach wie vor über den Zielvorgaben der Zentralbank. Das Wachstum ist positiv, entwickelt sich jedoch unter dem Potenzial. Die Fiskalpolitik ist praktisch zum Standardstabilisator geworden: Da die Geldpolitik durch Inflation, finanzielle Empfindlichkeiten und politischen Druck eingeschränkt ist, verlassen sich die Regierungen zunehmend auf diskretionäre Ausgaben, Transfers und industriepolitische Programme, um das Wachstum zu unterstützen. Dies hat zu kurzfristiger Widerstandsfähigkeit geführt, allerdings um den Preis einer steigenden Verschuldung und einer größeren Anfälligkeit für Finanzierungsprobleme. Stabilität an der Oberfläche steht nun einer zunehmenden Fragilität in der Tiefe gegenüber, wodurch die Welt anfälliger für Schocks wird und sich weniger an den vorhersehbaren zyklischen Mustern früherer Jahrzehnte orientiert.

Vor diesem Hintergrund stellen wir die dauerhafte Wachstumsperspektive in den Mittelpunkt unserer Anlagephilosophie. Wir identifizieren fünf strukturelle Kräfte - geopolitische Regionalisierung, demografische Divergenz, grüne Transformation, fiskalische Dominanz und technologische Beschleunigung -, die die Weltwirtschaft umgestalten. Zusammengenommen werden sie unserer Meinung nach ein säkulares Umfeld mit einem unter dem Potenzial liegenden Wachstum und einer leicht über dem Zielwert liegenden Inflation schaffen. Dieser Fünfjahresausblick ist keine Vorhersage des kurzfristigen Zyklus, sondern die Basis, anhand derer wir die Widerstandsfähigkeit, die Bewertungsanker und das langfristige Renditepotenzial in allen Anlageklassen bewerten.

Vor diesem übergeordneten Hintergrund wird das Jahr 2026 unserer Ansicht nach von vier makroökonomischen Bruchlinien geprägt sein - den Schnittpunkten, an denen die Richtung des Jahres bestimmt wird. Die Fiskalpolitik stützt weiterhin die Nachfrage, allerdings um den Preis schrumpfender Puffer und einer sich verschlechternden Schuldendynamik, wodurch die Volkswirtschaften einem höheren Finanzierungsdruck und politischer Unsicherheit ausgesetzt sind. Die Inflation geht zurück, wenn auch ungleichmäßig, während die finanziellen Bedingungen zwischen einer Verschärfung und einer durch die Stimmung bedingten Lockerung schwanken, was den Verlust eines stabilen geldpolitischen Ankers widerspiegelt. Eine weitere Bruchlinie liegt in der Neukonfiguration der globalen Handels- und Industriepolitik: Die USA machen den Protektionismus zum festen Bestandteil ihrer langfristigen Strategie, Europa kämpft um die Neuausrichtung der Lieferketten bei gleichzeitiger Wahrung der Exportwettbewerbsfähigkeit, und China beschleunigt die Exportdiversifizierung, während die Spannungen mit dem Westen anhalten. Gleichzeitig sind die Wachstumsaussichten in den einzelnen Regionen unterschiedlich: Die Vereinigten Staaten sind nach wie vor führend im Bereich der Innovation, leiden aber unter der Anfälligkeit der Finanzmärkte. Europa stabilisiert sich durch Investitionen, bleibt aber strukturell eingeschränkt, und China gleicht selektive Impulse mit demografischem Gegenwind, Überkapazitäten und externem Druck aus. Gemeinsam formen diese Kräfte eine Welt, die an der Oberfläche stabil erscheint, darunter jedoch fragil ist - ein Regime mit unterdurchschnittlichem, aber stabilem Wachstum, mit hartnäckiger Inflation über den Zielwerten und deutlicher regionaler Streuung.

Die Risiken in Bezug auf unsere vorsichtig optimistische Ausgangsprognose sind nicht gleichmäßig aufgestellt. Das unmittelbarste Risiko ist ein „Schock des Übervertrauens“ in den Vereinigten Staaten, wo eine Inflationsüberraschung oder eine Auflösung der überzogenen Bewertungen von KI-gebundenen Vermögenswerten die Finanzbedingungen drastisch verschärfen könnte. Erneute Handelsspannungen - insbesondere zwischen den USA und China - könnten die Lieferketten unterbrechen und den Preisdruck wieder verstärken. Auch institutionelle Risiken spielen eine Rolle: Ein Vertrauensverlust in die Unabhängigkeit der US-Politik nach dem Ende von Powells Amtszeit, ein erneuter Spread-Stress in der Eurozone oder eine stärkere Kreditkontraktion in China hätten allesamt globale Auswirkungen. Darüber hinaus gibt es eine kleine Anzahl von „Tail Events“, von geopolitischer Eskalation bis hin zu Cyberangriffen oder Unterbrechungen der Energieversorgung, die die Extreme der möglichen Ergebnisse einrahmen.

Auf der anderen Seite könnte eine schneller als erwartete Verbreitung von KI und Automatisierung die Produktivität steigern, Kapazitätsengpässe abbauen und das Wachstum stärker unterstützen als in unserem Basisszenario angenommen, auch wenn die Umsetzungsrisiken nach wie vor hoch sind und die Vorteile in den einzelnen Regionen und Sektoren ungleichmäßig zum Tragen kommen dürften.

Für die Portfoliokonstruktion ist in diesem Umfeld strategische Widerstandsfähigkeit und taktische Vorsicht geboten. Unsere strategische Asset-Allokation basiert auf den säkularen Aussichten und ist so konzipiert, dass sie ein Gleichgewicht zwischen den verschiedenen Szenarien herstellt und nicht auf ein einzelnes Szenario ausgerichtet ist. Wir werden ihre Robustheit angesichts des unter dem Potenzial liegenden Wachstums und der erhöhten Inflationsschwankungen, die unsere Fünfjahresperspektive impliziert, neu bewerten. Der zyklische Ausblick für 2026 ergänzt dieses Bild, indem er diese Allokationen einem Stresstest unterzieht und unsere taktische Positionierung bestimmt. Kurzfristig bleiben wir vorsichtig: Wir vermeiden ein starkes direktionales Engagement und nutzen selektiv die sich bietenden Marktchancen.

Dieser Ausblick ist kein Aufruf zum defensiven Rückzug, sondern ein Plädoyer für disziplinierte Navigation. In einer Welt, in der die traditionellen Makrosignale unzuverlässiger geworden sind und strukturelle Kräfte einen größeren Einfluss ausüben, sind Widerstandsfähigkeit, Selektivität und Flexibilität die wichtigsten Quellen für die langfristige Wertentwicklung. In den folgenden Kapiteln wird dargelegt, wie sich die Makrolandschaft aus unserer Sicht entwickelt - und wie wir innerhalb dieses neuen Systems versuchen, das uns anvertraute Kapital zu schützen und zu vermehren.



2 Langfristige Perspektive

Die Weltwirtschaft wird von sich langsam entwickelnden strukturellen Kräften geprägt, die sich über Jahrzehnte hinweg entwickeln und den Hintergrund für die Entfaltung kurzfristigerer Zyklen bilden. Diese säkularen Trends bestimmen die Konturen des Wachstums, der Inflation und des Marktverhaltens und haben Einfluss darauf, was in jedem System als „normal“ gilt. Auch wenn die zyklische Dynamik der Hauptfaktor für die jährliche Performance ist, hilft das Verständnis dieser tiefgreifenden Strömungen den Anlegern, ihre Erwartungen zu verankern und einzuschätzen, wo Gegenwind oder Rückenwind für die Renditen von Vermögenswerten wahrscheinlich anhalten werden.

Für Anleger setzen diese Kräfte die langfristigen Parameter für potenzielles Wachstum, reale Renditen und Diversifizierung. Wir haben fünf langfristige Trends identifiziert, die unserer Meinung nach die Investitionslandschaft in den kommenden Jahren am stärksten prägen werden: der Übergang von einer unipolaren zu einer multipolaren Welt, die demografische Alterung, der grüne Wandel, die Schuldendynamik und die Welle der technologischen Innovation. Zusammen bilden diese Kräfte die strukturelle Grundlage für die volatilere Makro- und Marktzyklen, die die zweite Hälfte dieses Jahrzehnts bestimmen werden.

2.1 Von einer unipolaren zu einer multipolaren Welt

Zu den tiefgreifendsten strukturellen Veränderungen, die derzeit stattfinden, gehört der Übergang von einer unipolaren, von den Vereinigten Staaten dominierten Welt zu einer multipolaren Weltordnung. Die globale Macht fragmentiert sich. Der wirtschaftliche, militärische und technologische Einfluss geht zunehmend verteilt von den Vereinigten Staaten, China und einer wachsenden Zahl regionaler Blöcke aus. Gleichzeitig untergräbt die politische Polarisierung innerhalb der fortgeschrittenen Demokratien den Zusammenhalt, der einst die Grundlage der liberalen internationalen Ordnung bildete. Unterschiedliche politische Systeme und eine zunehmende ideologische Polarisierung im Westen erschweren die globale Koordination und Politikgestaltung.

Bislang gibt es keine Anzeichen für eine völlige Deglobalisierung – das Welthandelsvolumen hat weiter zugenommen, was unterstreicht, dass die Weltwirtschaft weiterhin eng miteinander verflochten ist. Wir sind jedoch der Meinung, dass die Welt eine Neuverdrahtung der Globalisierung erlebt: eine Umstrukturierung des bestehenden vernetzten Systems entlang regionaler und politischer Linien.

Abbildung 1: Wir sehen keine Anzeichen für eine völlige Deglobalisierung, da das Welthandelsvolumen weiter zugenommen hat.

Populismus und die Verkürzung des politischen Horizons

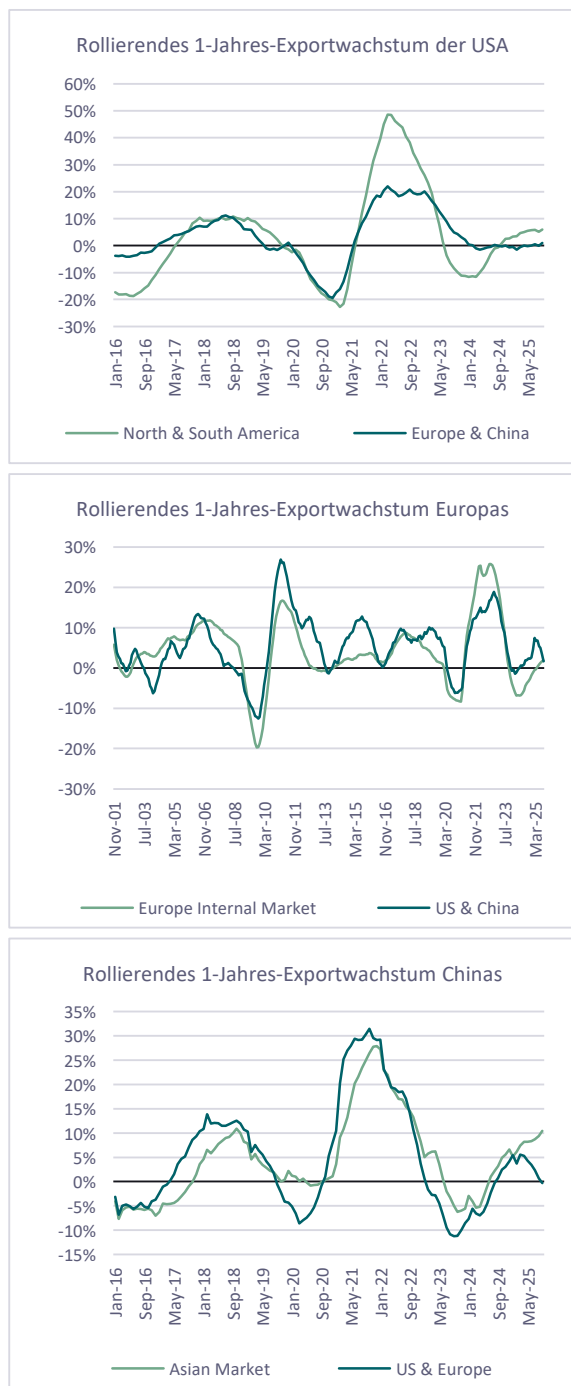
Ein charakteristisches Merkmal des letzten Jahrzehnts ist der zunehmende politische Populismus und die politische Volatilität in den westlichen Demokratien. Fiskale Erschöpfung, die wahrgenommene Zunahme von Ungleichheit und kulturelle Polarisierung haben die Wahanreize verändert, was zu fragmentierten Parlamenten und zunehmend reaktiven politischen Zyklen führt. Die konsensorientierte, langfristige Politikgestaltung ist kürzeren Wahlperioden, raschen Verschiebungen der finanzpolitischen Prioritäten und einer zunehmenden Konzentration auf sichtbare, kurzfristige Ergebnisse gewichen.

Diese politischen Rückkopplungsschleifen beeinflussen und verstärken mehrere langfristige Trends. In der Geopolitik schwächt sie den Zusammenhalt, der einst die Grundlage der liberalen internationalen Ordnung bildete, und verstärkt den Übergang zu einer multipolaren Welt. In Haushaltsangelegenheiten verschärfen populistischer Ausgabendruck und Wahanreize die Schuldendynamik und das Risiko einer fiskalischen Dominanz. Und in der Klimapolitik hat die Polarisierung die Dekarbonisierung zu einem parteipolitischen Thema gemacht, was die Koordinierung erschwert und die Unterschiede in der Politik zwischen den Regionen vergrößert.

Für die Anleger ergibt sich daraus eine Welt kürzerer politischer Zyklen und höherer Volatilität, in der strukturelle Themen zwar nach wie vor eine Rolle spielen, aber die Zeithorizonte, über die sie sich auswirken, zunehmend unvorhersehbar sind. Ein aktives, anpassungsfähiges Portfoliomanagement wird unabdingbar: Es gilt, langfristige Chancen zu nutzen und gleichzeitig auf schnelle Veränderungen in der politischen Landschaft zu reagieren.



Parallele Lieferketten, Zahlungssysteme und Finanzgebilde entstehen, da die Volkswirtschaften auf Widerstandsfähigkeit und strategische Autonomie Wert legen. Dieser Wandel weist zwar viele der mit der Deglobalisierung verbundenen wirtschaftlichen Auswirkungen auf - insbesondere verringerte Effizienz, höhere Transaktionskosten und eine inflationäre Tendenz -, entfaltet sich aber durch andere Mechanismen, die eher auf Redundanz und regionale Eigenständigkeit als auf Isolation setzen.



Der Blickwinkel der Anleger - Politische Fragmentierung und Portfolio-Unterschiede

Die zunehmende Fragmentierung wirkt als strukturelle Bremse für Produktivität und Wachstum, da sie die Lieferketten weniger effizient und teuer macht. Für die Anleger bedeutet dies höhere Kosten für Vorleistungen und eine größere Anfälligkeit für Lieferunterbrechungen - insbesondere in Branchen, die von kritischen Rohstoffen wie Seltenen Erden, Halbleitern und Batteriematerialien abhängig sind. Die zunehmende politische Polarisierung und die politische Ungewissheit in den großen Volkswirtschaften verstärken diese Risiken noch und erhöhen die geopolitische und regulatorische Volatilität. Zeiten geopolitischer Spannungen oder handelspolitischer Neuordnungen können daher regionale und sektorale Rückgänge verstärken.

Gleichzeitig schafft diese Umstrukturierung aber auch deutliche Chancen. Die stärkere regionale Streuung der Renditen ermöglicht eine selektivere Positionierung über Märkte und Sektoren hinweg. Politische Initiativen wie der CHIPS and Science Act in den USA, der Green Industrial Plan in Europa und Chinas Bestreben nach technologischer Eigenständigkeit sind Katalysatoren für langfristige Investitionszyklen in den Bereichen Halbleiter, saubere Energie und moderne Fertigung. Aktive Anleger können von diesen politisch gesteuerten Kapitalströmen und der strategischen Verlagerung der Produktion profitieren.

Eine weitere wichtige Auswirkung dieses säkularen Trends ist die langsame Aushöhlung des US-Dollarmonopols, da alternative Währungsblöcke (EUR, RMB, Gold) an Boden gewinnen. Wir bei Anthos erkennen an, dass dieser Trend den US-Dollar langfristig unter Druck setzen könnte, sind jedoch der Meinung, dass der US-Dollar auf absehbare Zeit der globale Anker bleiben wird, da die Alternativen nicht die Tiefe und die globale Integration aufweisen, die der Dollar hat.

Abbildung 2: Während das Exportwachstum in der Vergangenheit relativ ausgewogen auf verschiedene Regionen verteilt war, hat sich die Regionalisierung beschleunigt.

2.2 Demografie - die globale Alterungskluft

Während die globale Ordnung multipolarer wird, gibt es eine weitere, sich langsam entwickelnde Kraft: die Alterung der Bevölkerung und die unterschiedlichen demografischen Entwicklungen in den Regionen. In den meisten Industrieländern und in China schrumpft die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, während die Lebenserwartung weiter steigt. Diese Verschiebung lässt die Abhängigkeitsquoten auf ein in der modernen Geschichte noch nie dagewesenes Niveau ansteigen und erhöht den Druck auf die öffentlichen Finanzen durch Gesundheits-, Renten- und Sozialausgaben.

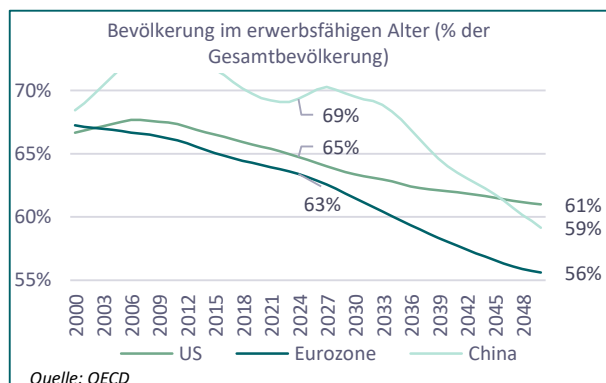


Abbildung 3: Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist rückläufig

Ein rückläufiges Arbeitskräfteangebot übt Abwärtsdruck auf das potenzielle BIP aus und verändert das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Der demografische Effekt verläuft nicht in eine Richtung: Je nach politischem Handeln kann die Alterung der Bevölkerung sowohl zu Inflation als auch zu Deflation führen. Engere Arbeitsmärkte und höhere Gesundheits- und Rentenkosten können den Lohndruck erhöhen und einen höheren Inflationsuntergrund schaffen - insbesondere in den Vereinigten Staaten, wo die Finanzpolitik dazu neigt, den demografischen Druck auszugleichen. Wie man in Japan gesehen hat, kann die Überalterung aber auch eine disinflationäre Wirkung haben, da hohe Ersparnisse, Schuldenüberhang und Risikoscheu Konsum und Investitionen hemmen.

Wir gehen davon aus, dass die Inflationsdynamik in den einzelnen Regionen unterschiedlich sein wird. In den USA besteht ein mäßiger Inflationsdruck, da die Politik expansiv bleibt und die Arbeitsmärkte angespannt sind. Europas historische Abneigung gegen Inflation, seine langsamere finanzpolitische Reaktion und die schnellere Alterung machen ein Gleichgewicht mit niedrigem Wachstum und niedriger Inflation wahrscheinlicher. Chinas demografischer Wendepunkt stellt ein noch stärkeres Hindernis dar: eine schnell schrumpfende Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, steigende Abhängigkeitsquoten und eine sich verlangsamende Haushaltsbildung wirken sich strukturell auf Konsum und Produktivität aus.

Die aufstrebenden Länder außerhalb Chinas bilden weiterhin ein demografisches Gegengewicht, aber das Bild ist uneinheitlich. Regionen wie Indien, Teile Südasiens und die afrikanischen Länder südlich der Sahara genießen nach wie vor demografischen Rückenwind, während viele Volkswirtschaften mit mittlerem Einkommen altern und noch nicht in der Lage sind, diesen Rückstand aufzuholen. Das Ergebnis ist eine wachsende Kluft zwischen alternden, kapitalkräftigen und jüngeren, arbeitskräftigen Volkswirtschaften - eine Kluft, die das globale Wachstum, die Migration und die Kapitalströme in den kommenden Jahrzehnten beeinflussen wird.

Der Blickwinkel der Anleger - Demografische Divergenz und regionale Chancen

Eine alternde Welt unterstützt langlebige Anlagen und Sektoren, die auf Gesundheitsversorgung, Automatisierung und Produktivitätssteigerung ausgerichtet sind. Der fiskalische Druck in den Industrieländern impliziert eine anhaltende Nachfrage nach Staatsfinanzierung und eine Tendenz zu strukturell niedrigeren Realzinsen, selbst wenn die kurzfristigen Zyklen schwanken. Im Gegenzug dürften jüngere Volkswirtschaften mit einem wachsenden Arbeitskräftepotential Rückenwind haben und Kapital und Fertigungsinvestitionen anziehen, da Unternehmen ihre Produktionsstandorte breiter aufstellen. **Die demografische Kluft trägt daher zur regionalen Streuung der Renditen bei** - eine Herausforderung für passive globale Allokationen, aber auch eine Chance für aktive, geografisch selektive Anleger.

2.3 Der grüne Übergang - von klimapolitischen Ambitionen zur Industriepolitik und politischen Divergenzen

Aufbauend auf den beiden vorangegangenen Trends wird der globale grüne Übergang und der Vorstoß in Richtung Dekarbonisierung sowohl zu einer strukturellen Notwendigkeit als auch zu einem neuwirtschaftlichen Paradigma. Der Klimawandel hat sich von einem Umweltproblem zu einem Ordnungsprinzip der Industrie-, Finanz- und Geopolitik entwickelt. Beim Übergang zu einer kohlenstoffärmeren Wirtschaft geht es nicht mehr nur um Emissionsziele, sondern auch um die Umgestaltung der globalen Investitionsströme, der Handelsmuster und der Verteilung der komparativen Vorteile.

Der Übergang hat vielschichtige makroökonomische Auswirkungen. Kurz- bis mittelfristig sind die Bemühungen um Dekarbonisierung und Energiesicherheit investitionsintensiv und inflationär.

Die Notwendigkeit, veraltete Infrastrukturen zu ersetzen und widerstandsfähige Energiesysteme aufzubauen, hat zu einem sprunghaften Anstieg der öffentlichen und privaten Investitionen geführt - ein "grüner Investitionssuperzyklus". Diese Investitionen treiben die Nachfrage nach Rohstoffen wie Kupfer, Nickel und Lithium an und führen zu einer höheren Gleichgewichtsinflation, da Energiesysteme während der Übergangsphase weniger effizient sind. Im Laufe der Zeit, wenn die Technologie ausgereift ist und die Kosten für erneuerbare Energien sinken, kann die Umstellung zu einem Inflationsabbau führen, der die Produktivität steigert und die Volatilität der Energieversorgung verringert, während gleichzeitig die Abhängigkeit von importierten fossilen Brennstoffen und externen Lieferanten schrittweise verringert wird.

Doch anders als im letzten Jahrzehnt ist der grüne Wandel nicht mehr eine global koordinierte Agenda. Die zunehmende politische Polarisierung in den westlichen Volkswirtschaften - in denen die Klimapolitik zu einer parteipolitischen Bruchlinie geworden ist - hat die Fähigkeit erschwert, eine langfristige, parteiübergreifende Unterstützung für den Übergang zu erreichen. Unter der zweiten Amtszeit von Präsident Trump haben die Vereinigten Staaten einen stärker energieorientierten Ansatz verfolgt, indem sie Teile des Inflation Reduction Act zurückgenommen und der heimischen Produktion fossiler Brennstoffe Priorität eingeräumt haben. Während die Rhetorik gegenüber der grünen Agenda offenkundig skeptisch ist, spiegelt die zugrunde liegende politische Richtung mehr als nur Ideologie wider. Es nutzt die Position der USA als Nettoexporteur fossiler Brennstoffe und zielt darauf ab, traditionelle Industrien wiederzubeleben, die Energieunabhängigkeit zu sichern und sichtbare Arbeitsplätze zu schaffen, wobei der kurzfristigen wirtschaftlichen Erneuerung Vorrang vor der längerfristigen Dekarbonisierung eingeräumt wird.

Europa und China befinden sich am anderen Ende der Energiekette. Beide sind große Netto-Energieimporteure, die strukturell von volatilen globalen Märkten und externen Lieferanten abhängig sind. Dies macht die Dekarbonisierung nicht nur zu einer ökologischen Priorität, sondern auch zu einer Strategie der Energiesicherheit und der geopolitischen Isolierung.

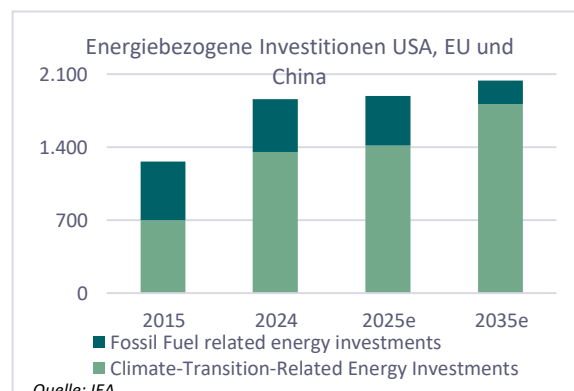


Abbildung 4: Investitionen in auf Klimawandel bezogene Anlagen nehmen rasch zu

Der Blickwinkel der Anleger - Dekarbonisierung und fragmentierte Politik: Verschiebungen in der Kapitalallokation

Der Übergang schafft strukturellen Rückenwind für Industrien, die sich aktiv der Elektrifizierung, Infrastruktur und sauberen Technologien zuwenden. Der Druck auf die Inputkosten in den traditionellen energieintensiven Sektoren nimmt in Europa und China - im Gegensatz zu den USA - zu. Für Investoren bedeutet dies eine anhaltende Nachfrage nach Industriemetallen, Werkstoffen und Investitionsgütern sowie Chancen in den Bereichen Energieeffizienz, Netzmodernisierung und führende Technologien für erneuerbare Energien. Die uneinheitliche politische Landschaft deutet jedoch darauf hin, dass die regionalen Möglichkeiten stark divergieren werden: Während Europa und China weiterhin an der Spitze des grünen Investitionszyklus stehen, könnte es in den USA zu einem verzögerten oder politisch unbeständigen Einsatz von Kapital kommen. Auf makroökonomischer Ebene verstärkt der Boom der grünen Investitionen in Europa und China ein höheres Nominalwachstum und eine höhere Inflationsvariabilität, was reale Vermögenswerte und inflationsgebundene Engagements unterstützt. Langfristig dürfte eine erfolgreiche Dekarbonisierung die Produktivität steigern und die Volatilität der Energiepreise verringern - aber der Weg dorthin wird ungleichmäßig, kapitalintensiv und regional fragmentiert sein.

2.4 Verschuldungsdynamik - von der monetären zur fiskalischen Dominanz

Der vierte langfristige Trend, der die Investitionslandschaft in den kommenden Jahren maßgeblich prägen wird, ist die Anhäufung von Schulden und die allmähliche Rückkehr der fiskalischen Dominanz. Die weltweite Verschuldung ist in den letzten zwei Jahrzehnten sprunghaft angestiegen, angeheizt durch niedrige Zinssätze, wiederholte Krisen und politische Interventionen, die von der globalen Finanzkrise bis zu Pandemien und Energieschocks reichen.

Die Schuldenakkumulation erstreckt sich heute sowohl auf den öffentlichen als auch auf den privaten Sektor - allerdings mit erheblichen regionalen Unterschieden. Die Staatsverschuldung nimmt fast überall zu, was auf pandemiebedingte Anreize, strukturelle Kosten der Bevölkerungsalterung und höhere Zinslasten zurückzuführen ist. Bei der privaten Verschuldung hingegen gibt es eine Abweichung. In den Industrieländern bauen viele private Haushalte und Nicht-Finanzunternehmen ihren Schuldenstand ab, aber in den größeren aufstrebenden Ländern und China steigt die private Verschuldung weiter an. Die kombinierte Wirkung ist eine höhere Schuldenlast, ein langsames Wachstum und eine größere Fragilität der politischen Optionen.

Während in den frühen 2020er Jahren das nominale Wachstum und die Inflation dazu beigetragen haben, die Schuldenquoten zu stabilisieren, bestehen in den meisten Industrieländern nach wie vor strukturelle Defizite, so dass den Regierungen weniger finanzieller Spielraum bleibt, um auf künftige Konjunkturlauten zu reagieren. Dieses Risiko wird durch den zunehmenden politischen Populismus und die institutionelle Instabilität in weiten Teilen des Westens noch verstärkt, was eine nachhaltige Haushaltskonsolidierung politisch erschwert.

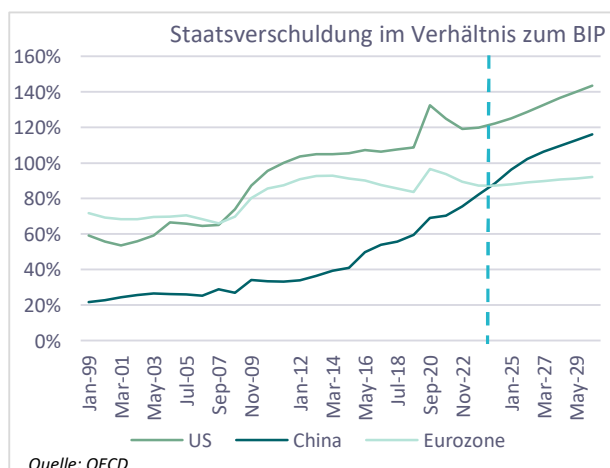


Abbildung 5: Die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP wird voraussichtlich in absehbarer Zukunft steigen

Da sich die Realzinsen nach Jahren einer lockeren Geldpolitik normalisiert haben, sind die Kosten für den Schuldendienst stark gestiegen und übertreffen in mehreren großen Volkswirtschaften das potenzielle Wachstum. Der fiskalische Impuls, der einst die Nachfrage stützte, wird zu einem strukturellen Hemmschuh, während höhere Zinsausgaben die diskretionären Ausgaben einschränken und die Abhängigkeit von finanzieller Repression erhöhen. Die Alterung der Bevölkerung und der Bedarf an Verteidigung, Energiewende und Sozialausgaben verstärken den Druck noch. Gemeinsam signalisieren diese Dynamiken einen Wechsel von einer Ära der monetären Dominanz - in der die Zentralbanken den Ton angeben - zu einer Ära der fiskalischen Dominanz, in der die staatliche Kreditaufnahme und der Finanzierungsbedarf das makroökonomische Regime zunehmend bestimmen.

Die Auswirkungen sind weitreichend. Eine fiskalische Dominanz geht in der Regel mit einer höheren durchschnittlichen Inflation einher, da die politischen Entscheidungsträger eine gewisse Inflationsprämie in Kauf nehmen, um die reale Schuldenlast zu verringern. Sie führt auch zu häufigeren politischen Kompromissen: Die Zentralbanken müssen ein Gleichgewicht zwischen Inflationskontrolle und Finanzstabilität finden, und die Regierungen müssen zwischen Glaubwürdigkeit und Stimulierung navigieren. Historisch gesehen begünstigt ein solches Umfeld zwar das nominale Wachstum, lässt aber den realen Wert von Finanzanlagen sinken, was die traditionelle Rolle von Staatsanleihen als Portfolio-Diversifizierer in Frage stellt.

Der Blickwinkel der Anleger - Von fiskalischer Dominanz zu Inflationsvolatilität

Anhaltende Haushaltsdefizite und steigende Schuldendienstkosten deuten auf ein strukturell höheres Nominalwachstum und eine größere Inflationsvolatilität hin. Für Anleger spricht dies für eine selektive Durationsexponierung und einen stärkeren Fokus auf Realwerte, Kreditspreads und inflationsgebundene Instrumente. Die Erosion der finanzpolitischen Puffer erhöht auch die Bedeutung der Differenzierung der Staaten: Länder mit glaubwürdigen fiskalischen Ankern und Außenhandelsüberschüssen können sich einer relativen Stabilität erfreuen, während andere mit steigenden Risikoprämien und potenziellem Druck auf das Rating konfrontiert sind. Langfristig verstärken eine hohe Schuldenlast und fiskalischer Aktivismus die Argumente für diversifizierte Realeinkommensquellen und eine dynamische Allokation zwischen den Systemen.

2.5 Technologische Innovation - die nächste Produktivitätsgrenze

Angesichts der angespannten Haushaltslage, des demografischen Gegenwinds und der geopolitischen Fragmentierung bleibt die Innovation die stärkste Gegenkraft, die die Weltwirtschaft prägt. Die Verbreitung von künstlicher Intelligenz, Automatisierung und datengesteuerten Technologien beschleunigt sich branchenübergreifend und geografisch. Anders als frühere Technologiewellen vollzieht sich diese in digitaler Geschwindigkeit und auf globaler Ebene, wodurch sich Produktionsprozesse, Geschäftsmodelle und sogar komparative Vorteile zwischen den Nationen verändern.

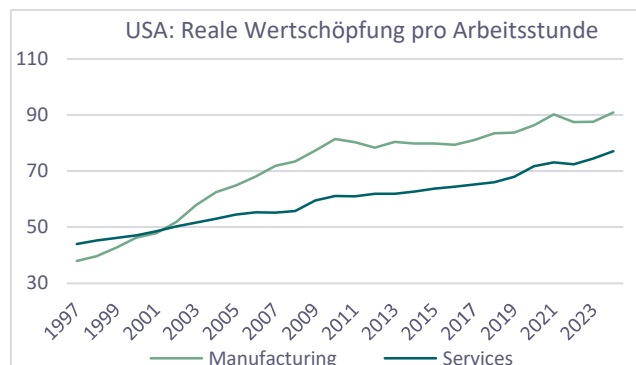


Abbildung 6: Das Produktivitätswachstum wird durch technologische Innovation angetrieben

In den Vereinigten Staaten ist die Arbeitsproduktivität im verarbeitenden Gewerbe über zwei Jahrzehnte lang stetig gestiegen, da Automatisierung und Kapitalintensität die Produktion verändert haben.

Die Produktivität des Dienstleistungssektors blieb dagegen vergleichsweise verhalten, was die Schwierigkeit widerspiegelt, arbeitsintensive Prozesse zu digitalisieren. Die Herausforderung für das kommende Jahrzehnt besteht darin, ob KI und Automatisierung die Produktivität in der breiten Dienstleistungswirtschaft steigern können, in der der Großteil der Produktion und der Beschäftigung angesiedelt ist. Die potenziellen Produktivitätsgewinne sind beträchtlich, da sie das trendmäßige Produktivitätswachstum ankurbeln und den Inflationsdruck, der durch angespannte Arbeitsmärkte und Angebotsengpässe entsteht, abmildern würden. Der Übergang bringt jedoch auch störende Nebeneffekte mit sich: Der ungleiche Zugang zur Technologie kann die Kluft zwischen Unternehmen, Branchen und Ländern vergrößern. Arbeitsplatzverluste, Herausforderungen bei der Umschulung und digitale Ungleichheit könnten das soziale Zusammenleben belasten und damit eine weitere Ebene politischer Spaltung und Unsicherheit schaffen.

Der Wettlauf um die technologische Führung ist zunehmend geopolitisch. Die Vereinigten Staaten und China dominieren die Pionierinnovation und konkurrieren nicht nur bei KI und Halbleitern, sondern auch bei der Verwaltung von Daten und digitalen Standards. Europa ist zwar stark in der Regulierung und in der Nischenproduktion, läuft aber Gefahr, in Bezug auf Größe und Risikobereitschaft zurückzubleiben. In der Zwischenzeit nutzen die aufstrebenden Länder die sich bietenden Chancen in den Bereichen Finanztechnologie, digitale Infrastruktur und saubere Technologien. Im Laufe der Zeit könnte dieser Wettstreit um technologische Souveränität den Welthandel, die Regelungen zum geistigen Eigentum und die Geografie der Kapitalströme neu definieren.

Der Blickwinkel der Anleger - Investieren im Zeitalter des intelligenten Kapitals

Innovation ist sowohl eine Chance als auch eine Quelle von Ungleichgewichten. Produktivitätsgetriebene Sektoren wie Halbleiter, Automatisierung, Cloud-Infrastruktur und KI-fördernde Hardware ziehen weiterhin strukturelle Kapitalzuflüsse an. Die höhere Kapitalintensität, die zunehmende Kontrolle durch die Regulierungsbehörden und die Überwachung der nationalen Sicherheit erhöhen jedoch auch die Volatilität und machen die Bewertungen zyklischer. Für die Anleger spricht dies für ein breites, diversifiziertes Engagement in den Bereichen, die die Einführung neuer Technologien ermöglichen, und nicht für konzentrierte Wetten auf einige wenige vermeintliche Gewinner.

Auf Portfolioebene ist der technologische Fortschritt eine strukturelle Triebkraft für Produktivität und Margenresistenz und bietet eine potenzielle Absicherung gegen inflationäre Tendenzen, die von anderen säkularen Trends ausgehen. Das Innovationstempo bringt jedoch auch neue Risiken mit sich - von der Marktkonzentration über Streitigkeiten über geistiges Eigentum bis hin zu einer veränderten Arbeitsdynamik. Die erfolgreiche Integration dieses Themas erfordert ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Wachstum und Widerstandsfähigkeit, die Verwendung diversifizierter Instrumente, eine aktive Auswahl und einen Risikobudgetierungsrahmen, der sich an rasche Veränderungen des Systems anpassen kann.

2.6 Synthese: Unser langfristiger Ausblick und unsere Kapitalmarktannahmen für 2026-2030

Zusammengenommen bestimmen diese fünf säkularen Kräfte - politische Fragmentierung, demografische Divergenz, grüner Wandel, fiskalische Dominanz und technologische Beschleunigung - die strukturelle Landschaft des kommenden Jahrzehnts. Sie stehen in einer komplexen Wechselwirkung: Fragmentierung und fiskalische Expansion erhöhen den Inflationsdruck, die demografische Alterung schränkt das potenzielle Wachstum ein, während Innovation und Dekarbonisierung einen teilweisen Ausgleich durch Produktivitätssteigerungen und neue Investitionen bieten. Der gemeinsame Nenner ist die Streuung - über Regionen, Sektoren und Anlageklassen hinweg - und die Ablösung des synchronisierten makroökonomischen Umfelds der letzten zwei Jahrzehnte durch ein stärker fragmentiertes, regimeabhängiges Umfeld.

Diese langfristigen Aussichten bilden nicht nur den Hintergrund für unsere zyklischen Einschätzungen, sondern auch die Grundlage für unsere fünfjährigen Kapitalmarkterwartungen (CMA). Ein unter dem Trend liegendes globales Wachstum, eine leichte strukturelle Inflation und eine anhaltende regionale Streuung deuten auf ein Renditeumfeld hin, das durch niedrigere Realzinsen, bescheidene langfristige Aktienrenditen und eine breitere Streuung der Ergebnisse in den einzelnen Regionen gekennzeichnet ist. Strukturelle Inflationsschwankungen stützen reale Vermögenswerte, die Kreditspreads beinhalten höhere Risikoprämien, und die Renditen von Staatsanleihen bleiben auf strukturell niedrigeren realen Renditen als in den vergangenen Jahrzehnten verankert.

Auch die aktuellen Marktbewertungen spielen eine wesentliche Rolle bei der Einschätzung der zukünftigen Rendite. Die Aktienmultiplikatoren - insbesondere in den USA - liegen über den historischen Normen, was trotz des robusten Ertragspotenzials in innovationsorientierten Sektoren mittelfristig auf einen leichten Gegenwind bei der Kursentwicklung hindeutet. Die Kreditspannen bleiben eng und bieten nur einen begrenzten Ausgleich für konjunkturelle Schocks. Die Renditen von Staatsanleihen sind deutlich zurückgegangen: In Europa führen strukturell höhere Inflationsschwankungen, ein größeres Emissionsvolumen und breitere Laufzeitprämien zu einem Anstieg der langfristigen Renditen im Vergleich zu den Annahmen des letzten Jahres; in den Vereinigten Staaten lässt die Kombination aus anhaltender finanzieller Expansion, größerem Angebot, geopolitischer Unsicherheit und einer höheren Gleichgewichtslaufzeitprämie erwarten, dass sich die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den nächsten fünf Jahren leicht nach oben bewegen werden.

Diese Bewertungsansätze erklären die Veränderungen unserer CMAs im Vergleich zum Vorjahr: Die erwarteten Renditen von Aktien und Krediten haben sich aufgrund höherer Anfangsbewertungen abgeschwächt, während sich die langfristigen Renditen von Staatsanleihen und Realwerten verbessert haben, da sich Renditen und Laufzeitprämien an eine Welt mit höherer Inflationsvolatilität, stärkerer staatlicher Emission und anhaltendem globalem Investitionsbedarf anpassen.

Für die Anleger bedeutet dies eine Welt, in der strukturelle Diversifizierung und Flexibilität mehr denn je von Bedeutung sind. Die Portfoliokonstruktion muss sich an breitere Ergebnisverteilungen, wechselnde Korrelationen und regionale Differenzierung anpassen und gleichzeitig einen kosteneffizienten Inflationsschutz integrieren. Strategische Allokationen sollten in langfristigen säkularen Themen verankert sein, während taktische Anpassungen zyklische und politisch bedingte Verwerfungen ausnutzen. Diese langfristigen Trends bilden zusammen mit den aktuellen Bewertungsansätzen die Grundlage für unsere fünfjährigen Kapitalmarkterwartungen. Sie bestimmen, wie wir das Renditepotenzial, die Risikoprämien und das Gleichgewicht zwischen Chancen und Widerstandsfähigkeit in den verschiedenen Anlageklassen einschätzen.

Anlageklasse	Erwartete Rendite 2026-2030	Erwartete Rendite 2026-2030
Global Developed Equities	6,1%	15,1%
EUR Aggregate	2,5%	4,8%
Euro Government Bonds - 10yr	2,4%	5,9%
US Government Bonds - 10yr	3,1%	7,1%
Euro Asset-Backed Securities	2,4%	2,5%
EUR Investment Grade Corporate	2,9%	4,7%
USD Investment Grade Corporate	4,1%	6,5%
Global High Yield	4,8%	8,2%
Emerging Market Debt - Local FX	5,2%	8,3%
Absolute Return	4,0%	5,5%
Global RE Core+	5,2%	6,9%
Global Listed Infrastructure	5,7%	15,2%
Private Equity	8,1%	16,0%
Private Credit	6,6%	10,0%
Private Credit (Opportunities)	9,0%	13,0%
EUR Cash	1,9%	1,0%
Global Private Infrastructure (Equity)	7,5%	14,5%
EMU Inflation-Linked Bonds	2,2%	4,9%
US-TIPS	3,0%	5,2%
Gold	3,8%	14,5%
Timber	6,3%	10,0%
Farmland	6,4%	10,0%

Tabelle 1 – Anthos' Kapitalmarkterwartungen 2026-2030

3 Die aktuelle Weltwirtschaftslage

Nach fünf Jahren aufeinanderfolgender Schocks - von der Pandemie und dem Inflationsschub bis hin zu Energiekrisen, fiskalischer Expansion und geopolitischer Neuausrichtung - ist die Weltwirtschaft in ein empfindlicheres zyklisches Gleichgewicht übergegangen. Das System hat sich als widerstandsfähig erwiesen, die Inflation ist zurückgegangen und die Wirtschaftstätigkeit nimmt weiter zu, aber die Aussichten werden durch tiefgreifende strukturelle Veränderungen getrübt, die die Komplexität erhöhen und die Bandbreite möglicher Ergebnisse vergrößern. Die Inflation ist zurückgegangen, liegt aber nach wie vor über den Zielvorgaben der Zentralbank. Das Wachstum ist positiv, aber fragil; und der fiskalische Aktivismus ist strukturell geworden, auch wenn die Fragen nach der langfristigen Glaubwürdigkeit wachsen.

Die traditionellen makroökonomischen Anker - ein weitgehend vorhersehbares Inflationsverhalten, ein finanzpolitischer Rahmen, der eine gewisse Disziplin vorschrieb, politische Institutionen, die relativ stabil funktionierten, und eine politische Dynamik, die auf langjährigen ideologischen und institutionellen Verpflichtungen beruhte - sind geschwächt. Sie werden nun von größeren, weniger vorhersehbaren Kräften überschattet. Die Geopolitik ist merkantilistischer geworden, so dass die Politik zunehmend reaktiv wird. Die Staatsverschuldung ist auf einen historischen Höchststand gestiegen, da die Regierungen populistische Programme und industriepolitische Ambitionen finanzieren. Und die Finanzmärkte werden zunehmend von Erwartungen eines raschen technologischen Wandels und von KI-getriebenen Produktivitätssteigerungen geprägt - Erwartungen, die die Bewertungen stützen, aber auch Anfälligkeiten schaffen, sollten die Fortschritte enttäuschend sein.

Vor diesem Hintergrund hängen die Ergebnisse der kommenden Jahre davon ab, wie sich eine Handvoll makroökonomischer Bruchlinien entwickeln werden. Unser Basisszenario zeigt, wie sich diese Überschneidungen erwartungsgemäß entwickeln - aber sie definieren auch die Hauptrisiken für diese Sichtweise, falls die Entwicklungen in eine andere Richtung gehen. Wird sich das Jahr 2026 zu einem Aufschwung mit unterdurchschnittlichem Wachstum konsolidieren - unser Basisszenario - oder wieder in eine erneute Instabilität abgleiten oder zu einem Wachstum ausbrechen, das über dem Potenzial liegt? Jede dieser Bruchlinien ist von globaler Tragweite, manifestiert sich aber in den Vereinigten Staaten, der Eurozone und China unterschiedlich und prägt das Gleichgewicht zwischen Widerstandsfähigkeit und Fragilität, Inflation und Disinflation, Stabilität und Volatilität. In diesem Kapitel skizzieren wir diese makroökonomischen Bruchlinien, die gemeinsam die Grundlage unseres Ausblicks für 2026 bilden.

3.1 Makroökonomische Bruchlinie 1: Politische Glaubwürdigkeit und finanzpolitische Nachhaltigkeit

Können die politischen Entscheidungsträger das Vertrauen in die finanzpolitischen und institutionellen Rahmenbedingungen aufrechterhalten, oder werden Populismus, fiskalische Dominanz und politische Volatilität die Glaubwürdigkeit weiter untergraben?

Die Trump-Administration hat den Policy-Mix umgestaltet. Trumps Handelskrieg hat die Außenbeziehungen der USA negativ beeinflusst. Die einwanderungsfeindliche Politik verschärft den Arbeitskräftemangel, insbesondere im Dienstleistungssektor, was die Bemühungen der Fed zur Inflationsbekämpfung erschwert. Der expansive finanzpolitische Kurs der Regierung hat die Grenze zwischen konjunkturellen Impulsen und strukturellem Defizit verwischt. Die "Big Beautiful Bill" sieht Steuererleichterungen und Subventionen für Unternehmen und wohlhabende Haushalte vor, während gleichzeitig die sozialen Sicherheitsnetze und die Unterstützung für saubere Energie gekürzt werden. Die Haushaltsdefizite sind nach wie vor hoch (>6 % des BIP), wodurch die Staatsverschuldung auf über 120 % des BIP ansteigt. Gleichzeitig bleibt die Wirtschaft jedoch widerstandsfähig, unterstützt durch starke Investitionen in den Bereichen Fertigung, Energie und Technologie. Die Frage für 2026 ist, ob diese finanzpolitisch-industrielle Strategie das Wachstum aufrechterhalten kann, ohne die Glaubwürdigkeit der Politik zu untergraben. Institutionelle Spannungen - politischer Druck auf die Federal Reserve, geringere Datentransparenz und schwächere Aufsicht - haben die Unsicherheit über die langfristige Kohärenz des politischen Rahmens erhöht, aber die USA profitieren immer noch von tiefen Kapitalmärkten, institutioneller Redundanz und der globalen Reservewährung.

In der Europäischen Union ist die finanzpolitische Landschaft zersplittert, wobei die Defizite und Schuldenlasten in Frankreich und Italien weit über den vereinbarten Schuldengrenzen liegen, so dass das Fragmentierungsrisiko weiter besteht, wenn die Haushaltsregeln der EU wieder in einen flexibleren, länderspezifischen Rahmen überführt werden. Die komplexe politische Dynamik trägt zur Ungewissheit und Wirksamkeit der EU-Bündnisstaaten bei, da die populistische Dynamik in der gesamten EU an Boden gewinnt. Insbesondere Frankreich ist zu einem Brennpunkt geworden, wo die zunehmende politische Instabilität das Vertrauen in die Märkte erheblich erschüttert. Gleichzeitig bedeutete das Jahr 2025 auch einen bedeutenden Schritt nach vorn. Unter dem Druck von Trumps Haltung gegenüber der NATO und dem russischen Krieg in der Ukraine hat sich die EU verpflichtet, die Verteidigungsausgaben bis 2030 auf 5 % des BIP zu erhöhen - ein historischer Bruch mit früheren Beschränkungen. Um dies zu finanzieren, wird zum ersten Mal seit der Pandemie ein neues Eurobond-Programm aufgelegt, für das sich bisher 19 EU-Mitgliedstaaten beworben haben. Dies ist ein umstrittener, aber bedeutender Schritt in Richtung fiskalische Integration, da dieses Programm im Gegensatz zu früheren Programmen über eine reine Notverwendung hinausgeht und eine zentrale hoheitliche Aufgabe betrifft. In der Zwischenzeit haben die Wahlen in Deutschland das Blatt gewendet: Berlin wendet sich der fiskalischen Expansion mit neuen Programmen für Verteidigung, Infrastruktur und Energie zu und baut gleichzeitig die Bürokratie ab, die Investitionen lange Zeit behindert hat. Dies verspricht einen mittelfristigen Wachstumsschub, auch wenn die unmittelbaren Auswirkungen begrenzt sind.

In China steht Peking vor einer anderen Herausforderung: eine hohe Verschuldung, die sich auf lokale Regierungen und staatliche Unternehmen konzentriert. Dem steht eine anhaltende Zurückhaltung gegenüber, groß angelegte Stimulierungsmaßnahmen zu ergreifen, aufgrund der Erfahrungen mit früheren Schuldenerhöhungen. Die Zentralregierung hält an gezielten Lockerungsmaßnahmen für strategische Sektoren fest, wie z. B. Krediterleichterungen für moderne Fertigung und grüne Technologien, selektive Infrastrukturprojekte und Maßnahmen zur Unterstützung von Erstwohnungskäufern. Dieser Ansatz unterstützt die strategischen Prioritäten und vermeidet gleichzeitig die mit früheren Schuldenzyklen verbundenen Risiken eines breit angelegten Konjunkturprogramms. Allerdings steigen die Eventualverbindlichkeiten der kommunalen Finanzierungsgesellschaften weiter an, da die schwächeren Grundstücksverkäufe die Einnahmen schmälern, während die LGFVs hohe außerbilanzielle Verbindlichkeiten haben. Die Zentralregierung verfügt über beträchtliche finanzpolitische Kapazitäten, aber die Herausforderung besteht darin, diese zu nutzen, ohne die bestehenden Ungleichgewichte zu verstärken. Die Glaubwürdigkeit der Politik hängt von Pekings Fähigkeit ab, diesen Schuldenüberhang zu bewältigen, ohne eine systemische Liquiditätskrise auszulösen.

3.2 Makroökonomische Bruchlinie 2: Inflation und finanzielle Bedingungen: der monetäre Drahtseilakt

Normalisiert sich die Inflation wirklich, oder treten wir in ein System ein, in dem die finanziellen Bedingungen zwischen einer Verschärfung und einer raschen, von der Stimmung getragenen Lockerung schwanken?

Die Gesamtinflation hat sich gegenüber ihren Höchstständen von 2022-23 abgeschwächt, aber die Kerninflation liegt weiterhin über dem Zielwert, angetrieben durch die starke Inlandsnachfrage, das Lohnwachstum und einen expansiven finanzpolitischen Kurs. Die US-Notenbank ist gefangen zwischen einer über dem Ziel liegenden Inflation und einem sich abkühlenden Arbeitsmarkt. Der politische Druck auf die US-Notenbank hat sich mit der Forderung nach Zinssenkungen zur Förderung der „wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit“ verstärkt. In der Zwischenzeit schwanken die finanziellen Bedingungen: Renditen und Spreads weiten sich aufgrund von Haushaltssorgen aus, während periodische Anflüge von Optimismus die Liquidität lockern. Dieses Muster - abwechselnd Schübe straffer Geldpolitik und Episoden spekulativer Lockerung - stellt eine Quelle der makroökonomischen Unsicherheit dar. Auch wenn das Finanzsystem insgesamt widerstandsfähig bleibt, gibt es finanzielle Schwachstellen, die knapp unter der Oberfläche schlummern: Hohe Bewertungen im Technologiesektor, eine erhöhte Unternehmensverschuldung sowie Stresspunkte im Bereich der Gewerbeimmobilien und des Schattenbankensystems könnten jeden negativen Schock verstärken.

Der US-Dollar befindet sich am Schnittpunkt dieser Dynamiken. Höhere Renditen und eine größere Markttiefe ziehen weiterhin Kapital an, doch zunehmende finanzpolitische Bedenken, institutioneller Druck und politische Unruhe beeinträchtigen die Glaubwürdigkeit der Reservewährung und die Attraktivität als sicherer Hafen. Der Dollar hat sich im bisherigen Jahresverlauf abgeschwächt, da ausländische Investoren ihr Kapital zurückführen, was sowohl die Verringerung der

Zinsdifferenzen als auch das schwindende Vertrauen in die Kohärenz der Politik widerspiegelt. Die Marktvolatilität in Bezug auf die Glaubwürdigkeit der Fed ist zu einem bestimmenden Merkmal der Finanzlandschaft geworden und unterstreicht die Frage nach der langfristigen Stabilität der US-Politik.

In der Eurozone hat sich die Inflationsdynamik deutlich verbessert. Die EZB beendete ihren Zinssenkungszyklus im September und beschloss, die Leitzinsen angesichts der einsetzenden Desinflation unverändert zu lassen. Der Lockerungszyklus hat begonnen, sich durchzusetzen: Nach einem tiefen Einbruch hat der Kreditzyklus leicht nach oben gedreht, was eine allmähliche Verbesserung der finanziellen Bedingungen signalisiert und darauf hindeutet, dass der Balanceakt der EZB zwischen Inflationsstabilisierung und Wachstumsförderung an Zugkraft gewinnt. Diese Verbesserung bleibt jedoch sensibel und hängt von stabilen Energiepreisen und einer glaubwürdigen Finanzpolitik ab, die beide durch externe Schocks gefährdet sind. Hinzu kommt die anhaltende Inflationsunsicherheit vor dem Hintergrund einer fragilen Haushaltslage. Die Inflation im Dienstleistungssektor bleibt hartnäckig über 3 %, und die Heterogenität zwischen den Mitgliedstaaten verkompliziert das Bild - die Lohndynamik in Deutschland und die Finanzpolitik in Frankreich sorgen für eine ungleichmäßige Inflationsdynamik innerhalb der EU. Die Energiepreise haben sich stabilisiert, doch Europas Abhängigkeit von importiertem LNG bleibt ein erhebliches Risiko, und die steigenden Verteidigungsausgaben setzen einen moderaten Inflationsboden.

Der Kontrast zu China ist frappierend. Die Wirtschaft steht weiterhin unter disinflationärem - bisweilen leicht deflationärem - Druck, da die schwache Inlandsnachfrage, die Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe und der Stress im Immobiliensektor auf die Preise drücken. Die People's Bank of China hält ihren akkommodierenden Kurs durch gezielte Liquiditätsoperationen und eine selektive Lockerung der Kreditvergabe aufrecht, doch die Transmission ist nach wie vor schwach: Die Kreditnachfrage ist gedämpft und die Stimmung im privaten Sektor vorsichtig. Trotz der politischen Unterstützung sind die finanziellen Bedingungen uneinheitlich - private KMU und Technologieunternehmen haben einen schwierigeren Zugang zu Finanzmitteln, während staatliche Unternehmen und „strategische Sektoren“ weiterhin eine Vorzugsbehandlung erfahren. Die finanziellen Bedingungen in China veranschaulichen das Thema: Liquidität ist dort reichlich vorhanden, wohin der Staat sie lenkt, aber andernorts eingeschränkt, was zu einem System führt, das insgesamt locker ist, aber in wichtigen privaten Sektoren angespannt. Die Gefahr besteht nicht in einer Überhitzung, sondern in einer Stagnation der Bilanzen, da Haushalte und Unternehmen dem Schuldenabbau Vorrang vor neuen Investitionen einräumen, so dass das Wachstum eher von staatlichen Vorgaben als von der Marktdynamik abhängt.

3.3 Makroökonomische Bruchlinie 3: Wachstumsmotoren und das Produktivitätsgefälle

Können die Volkswirtschaften Investitionen und Innovationen in echte Produktivitätsgewinne umsetzen, oder wird sich der Zyklus nach der Pandemie trotz technologischer Durchbrüche und finanzpolitischer Maßnahmen in einem strukturell niedrigen Wachstum einpendeln?

Die USA sind nach wie vor der weltweite Wachstumsführer, gestützt durch eine expansive Finanzpolitik, eine stabile Beschäftigungslage und eine starke Investitionswelle in künstliche Intelligenz und Automatisierung. Die Investitionen der Unternehmen in die Dateninfrastruktur und die Halbleiterindustrie sind in die Höhe geschellt und nähren den Optimismus, dass sich das Produktivitätswachstum wieder beschleunigen wird. Das Gesamtbild ist jedoch nicht schlüssig: In einigen wenigen technologieintensiven Sektoren sind Effizienzgewinne zu erkennen, aber das Produktivitätswachstum insgesamt ist noch nicht nennenswert gestiegen. Die Finanzmärkte haben eine rasche Realisierung der KI-Dividende eingepreist, sodass die Bewertungen überzogen und die Konzentrationsrisiken erhöht sind. Inzwischen ist der Arbeitsmarkt wieder ins Gleichgewicht gerückt. Die Einstellungsdynamik hat sich verlangsamt, die Zahl der offenen Stellen ist zurückgegangen, und der Lohnzuwachs schwächt sich ab, allerdings ohne Anzeichen einer akuten Belastung. Die Wirtschaft scheint sich auf ein Gleichgewicht mit wenig Neueinstellungen und Entlassungen einzupendeln, bei dem die Unternehmen vorsichtig sind, zu expandieren, aber ebenso zögerlich sind, Arbeitskräfte zu entlassen. Demografische Veränderungen, geringere Arbeitsmobilität und erste Anzeichen einer KI-bedingten Umstrukturierung verringern allmählich die Fähigkeit der Wirtschaft zur Schaffung von Arbeitsplätzen - was auf eine maßvolle Neubalance statt auf eine grundsätzliche Schwäche hindeutet.

Die Herausforderung für die Wettbewerbsfähigkeit Europas ist noch akuter, da das Wachstumsmodell unter Druck steht. Die Wettbewerbsfähigkeit des verarbeitenden Gewerbes nimmt ab, da chinesische Unternehmen in Sektoren expandieren, die Europa einst beherrschte, z. B. Automobilindustrie und Maschinenbau. Gleichzeitig hinkt Europa bei der Innovation im Vergleich zu seinen weltweiten Konkurrenten hinterher. Die USA machen rasche Fortschritte bei der künstlichen Intelligenz und den digitalen Technologien, während China bei der Next-Generation-Fertigung und der grünen Technologie führend ist. Europa hat nach wie vor Stärken in den Bereichen grüne Energie, Pharma und hochwertige Dienstleistungen, aber fragmentierte Kapitalmärkte, eine risikoscheue Unternehmenskultur und bürokratische Hürden schränken die Fähigkeit ein, diese Bereiche zu einer globalen Führungsposition auszubauen.

Die Pläne zur fiskalischen Expansion in Europa, insbesondere in den Bereichen Infrastruktur, Verteidigung und grüner Wandel, sind vielversprechend. Dennoch bleibt die Umsetzungsgeschwindigkeit unsicher, und Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten hinsichtlich Schuldenkapazität und Handlungsspielraum begrenzen die Umsetzung. Das Produktivitätsproblem der Region ist strukturell bedingt: fragmentierte Kapitalmärkte, langsame Technologieübernahme und ungleiche Innovationskapazitäten halten das potenzielle Wachstum gedämpft. Dennoch könnten gezielte öffentliche Investitionen und Reindustrialisierungsinitiativen das Produktionspotenzial allmählich erhöhen, wenn sie wirksam umgesetzt werden.

Unterdessen durchläuft China eine schwierige strukturelle Anpassung. Der Immobilienabschwung und das schwache Vertrauen der Haushalte belasten weiterhin den Konsum, während Überkapazitäten und Exportabhängigkeit die außenwirtschaftliche Neuausrichtung erschweren. Der Fokus der Regierung auf die „neuen Produktivkräfte“ - moderne Fertigung, saubere Energie und digitale Infrastruktur - zielt darauf ab, die Produktivität zu steigern und die technologische Eigenständigkeit zu verbessern. Die wachsende Rolle des Staates in den „strategischen Sektoren“ schafft jedoch ungleiche Bedingungen, was die KMU von Innovationen abhält und die Kluft zwischen politisch begünstigten und marktorientierten Branchen vertieft.

3.4 Makroökonomische Bruchlinie 4: Handel, Zölle und industrielle Neuausrichtung

Kann das globale Handelssystem die zunehmende Politisierung der Handels- und Industriepolitik auffangen, oder treten wir in eine Phase anhaltender Fragmentierung und zunehmender grenzüberschreitender Reibungen ein?

Trumps aggressive Handelspolitik hat den wichtigsten Partnern (China, EU, Kanada, Mexiko) strukturell höhere Zölle auferlegt. Zölle liefern kurzfristige Staatseinnahmen, verändern jedoch die globalen Lieferketten und wirken sich nachteilig auf Handelsvolumina und Beschaffungskosten aus. Die Betonung von „Reshoring“ und „Friendshoring“, also die Rückverlagerung der Produktion ins Inland bzw. in politisch verbündete Länder, zieht zwar einige Kapitalzuflüsse in die heimische Produktion an, führt jedoch zu höheren Kosten und geringerer Effizienz. Während diese industriepolitische Wiederbelebung darauf abzielt, kurzfristig Investitionen und Beschäftigung zu fördern, verstärkt sie die Verlagerung vom regelbasierten Handel zum strategischen Wettbewerb.

Europa sieht sich einem wachsenden Druck aus beiden Richtungen ausgesetzt: US-Industriepolitik auf der einen Seite und eine Flut von wettbewerbsfähigen chinesischen Exporten auf der anderen Seite. Da die Exporte ohnehin ein schwacher Wachstumsmotor sind, verstärken die Zölle den bestehenden Druck. Die schwache chinesische Nachfrage ist ein weiterer Belastungsfaktor, der die traditionellen Märkte Europas schwächt. Energie ist nach wie vor eine strukturelle Schwachstelle: Obwohl sich die Preise seit der Krise von 2022 stabilisiert haben, ist die EU aufgrund ihrer starken Abhängigkeit von importiertem Flüssiggas und fossilen Brennstoffen anfällig für erneute geopolitische Schocks. Solange der Übergang zu erneuerbaren Energien nicht weiter voranschreitet, bleibt diese Abhängigkeit ein Damoklesschwert für die industrielle Wettbewerbsfähigkeit und das außenwirtschaftliche Gleichgewicht Europas. Die größte Herausforderung für die EU liegt in der internen Neuausrichtung der Lieferketten bei gleichzeitiger Wahrung der Exportwettbewerbsfähigkeit. Investitionen des Staates in Infrastruktur und grüne Technologien zielen darauf ab, externe Belastungen auszugleichen, doch eine begrenzte Koordination und eine langsame Mittelbereitstellung bergen das Risiko, dass Europa relativ schwächer positioniert ist.

In diesem Umfeld passt sich China an ein feindlicheres Handels- und Investitionsumfeld an, und sein Exportapparat durchläuft einen strukturellen Wandel. Die Exporte in die Vereinigten Staaten sind zurückgegangen, während die Lieferungen nach Südostasien, in den Nahen Osten und nach Afrika stark zugenommen haben. Peking diversifiziert bewusst seine Märkte und Lieferketten und vertieft sein Engagement im Globalen Süden im Rahmen des „Belt and Road“. Das äußere Umfeld bleibt jedoch schwierig: Westliche Handelsuntersuchungen, Zollandrohungen und eine zunehmende Abstimmung unter den Industrieländern gegen wahrgenommene industrielle Überkapazitäten sorgen für anhaltenden Gegenwind für Exporte der Fertigungsindustrie.

4 Ausblick 2026 - Navigieren in einer Welt, in der die Anker treiben

Das derzeitige globale Gleichgewicht steht auf wackeligen Beinen. Während alte Anker verrutschen, sorgen neue Paradigmenwechsel für eine Neuordnung des globalen Gleichgewichts.

Die Weltwirtschaft startet das Jahr 2026 in einem fragilen Gleichgewicht, das zwar stabil genug ist, um nicht zu scheitern, aber durch die Lockerung der Anker, die das makroökonomische Umfeld einst fest bestimmten, ins Wanken gerät. Vertraute makroökonomische Signale - die Renditekurve, der Arbeitskräftebarometer, die Konjunkturzyklen, die geldpolitischen Leitlinien - haben etwas von ihrer Vorhersagekraft eingebüßt, da neben ihnen tiefgreifendere strukturelle Kräfte wirken: finanzpolitische Sättigung, technologische Störungen, geopolitische Fragmentierung und politische Polarisierung. Diese Kräfte verzerren die Signale, erweitern die Bandbreite der Ergebnisse und machen das makroökonomische Umfeld schwieriger zu erkennen. Die Inflation hat sich abgeschwächt, liegt aber nach wie vor über den Zielvorgaben. Das Wachstum ist positiv, entwickelt sich jedoch unter dem Potenzial. Und der fiskalische Aktivismus bleibt der bevorzugte Stabilisator, selbst wenn die Glaubwürdigkeit abnimmt.

Zusammengenommen verändern diese Paradigmenwechsel die Art und Weise, wie sich die Weltwirtschaft verhält - und wie die Anleger sie interpretieren. Die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Zusammenhänge bestehen nach wie vor, aber der Weg zwischen Ursache und Wirkung ist komplexer geworden.

Die Zyklen verschwimmen zu Regimen, die Anpassungszeiträume verlängern sich, und die Marktreaktionen werden volatiler, insbesondere in angespannten Phasen. Das Ergebnis ist ein Umfeld, in dem traditionelle Signale immer noch wichtig sind, aber durch ein breiteres Spektrum von strukturellen Kräften interpretiert werden müssen.

Für das Jahr 2026 erwarten wir ein anhaltendes Gleichgewicht, ein **unterdurchschnittliches, aber stabiles Wachstum**, eine mäßige Disinflation und eine große Streuung zwischen den Regionen und Sektoren. Doch die Kräfte, die die heutige Stabilität stützen, machen das System zugleich fragiler: Expansive Finanzpolitik, politische Unsicherheit und ungleichmäßige Finanzbedingungen schränken den Handlungsspielraum ein und erhöhen die Anfälligkeit der Wirtschaft für Schocks. Deshalb sind wir der Meinung, dass es im Jahr 2026 weniger um Dynamik als um diszipliniertes Risikomanagement geht.

Unser Szenarioahmen und Verständnis von „Our Base Case“ und die Risiken

Unser Ausblick wird anhand unseres internen Szenariorahmens entwickelt (siehe Anhang 1 für weitere Informationen). Unser Basisszenario, ein unterdurchschnittliches Wachstum, ist das Szenario, das wir für das kommende Jahr für am wahrscheinlichsten halten. Wenn wir von einem „sub-par“-Wachstumsumfeld sprechen, meinen wir ein wirtschaftliches Umfeld, in dem das reale BIP unter dem Potenzial wächst, aber positiv bleibt - typischerweise zwischen knapp unter dem Potenzial und etwa zwei Prozentpunkten darunter oder bei Null (je nachdem, welcher Wert höher ist) - und die Kerninflation unter 3 % liegt.

4.1 Politikmüdigkeit: Finanzpolitische Feuerkraft trifft auf Marktdisziplin

Wir glauben, dass die expansive Haushaltspolitik auch im Jahr 2026 ein wichtiger Faktor sein wird, der dazu beiträgt, das derzeitige makroökonomische Gleichgewicht einzudämmen, aber ihre Grenzen und die damit verbundenen Risiken werden immer deutlicher sichtbar werden. In den Vereinigten Staaten wird die erneute fiskalische Expansion der Trump-Regierung durch die „Big Beautiful Bill“ und eine neue Runde von Steuersenkungen allmählich durchschlagen. Dies wird die Konjunktur stützen, aber auch ein hohes Defizit aufrechterhalten in einer Zeit, in der die öffentliche Verschuldung bereits 120 Prozent des BIP überschritten hat und die Kosten für den Schuldendienst inzwischen mit den Verteidigungsausgaben konkurrieren. Die Anleger finanzieren das Defizit weiterhin, aber steigende Laufzeitprämien und höhere Realrenditen spiegeln das wachsende Unbehagen an der Nachhaltigkeit wider. Die Märkte preisen nicht die Krise ein, sondern die Müdigkeit - die Erkenntnis, dass die finanzpolitische Feuerkraft nicht unbegrenzt und ohne Konsequenzen ausgeweitet werden kann.

In Europa wird die fiskalische Expansion unter den Stichworten Infrastruktur, Verteidigung und grüner Wandel fortgesetzt. Wir gehen davon aus, dass dieser finanzpolitische Impuls das Wachstum bis 2026 stützen und das zunehmend schwierige außenwirtschaftliche Umfeld sowie die immer noch zurückhaltenden Verbraucher teilweise entlasten wird. Dennoch bleibt die Koordinierung schwierig, was zu regionalen Unterschieden in der Dynamik der Staatsverschuldung führt. Deutschland geht von der Zurückhaltung zum Pragmatismus über und hat noch Spielraum, während Frankreich und Italien nahe an ihren finanzpolitischen Grenzen operieren - Einschränkungen, die die Märkte wahrscheinlich erkennen werden. Dieser Druck hat zugenommen, seit die EU 2024 einen überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakt wieder in Kraft gesetzt hat. Der aktualisierte Rahmen führt Defizit- und Schuldenbeschränkungen durch mehrjährige Haushaltsänderungspläne ein und verlangt von den hoch verschuldeten Ländern einen stetigen Defizitabbau bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung der Investitionen – ein schwieriges Gleichgewicht in einem Umfeld, das unter dem Potenzialwachstum und in politischer Fragmentierung operiert.

In China bleibt die Finanzpolitik eher zielgerichtet als breit angelegt und konzentriert sich auf fortschrittliche Fertigung, digitale Infrastruktur und saubere Energie. Dieser selektive Ansatz hält die Aktivität aufrecht, schafft aber nicht das Vertrauen des Privatsektors. Die Bilanzen von Kommunen und staatlichen Unternehmen bleiben angespannt, während implizite Garantien und außerbilanzielle Finanzierungen weiter zunehmen. Diese finanzpolitische Selektivität führt zunehmend zu einer Fehlallokation von Kapital: Überkapazitäten bei Elektrofahrzeugen, Batterien und Solarmodulen sind nun auch im Inland sichtbar, da die globalen Märkte protektionistischer werden. Was einst exportiert werden konnte, wird nun im Inland absorbiert, was die Rentabilität und Effizienz untergräbt. Die gezielte haushalts- und geldpolitische Lockerung Chinas hat zwar bisher einen drastischen Abschwung verhindert und das Wachstum auf der Zielebene gehalten, doch die fortgesetzte Anhäufung von Eventualverbindlichkeiten, die Fehlallokation von Kapital und das schwache Vertrauen des Privatsektors werfen Fragen zur langfristigen Nachhaltigkeit dieses Ansatzes auf - die heutige Stabilität könnte in Zukunft durch größere Anfälligkeiten erkaufte werden.

Das Zusammenspiel von **finanzpolitischem Angebot und Marktvertrauen** wird das kommende Jahr prägen. In unserem Basisszenario bleibt die Finanzpolitik unterstützend, wird aber zunehmend durch die Marktdisziplin eingeschränkt.

Die Risiken - Fiskalische Fehlentwicklungen und die Konsequenzen für den Anleihemarkt

Wir glauben, dass eine expansive Haushaltspolitik das Wachstum bis 2026 stützen wird, aber das Gleichgewicht ist zunehmend prekär: Sollten die Schuldenstände oder Defizite über die Markt toleranz hinaus ansteigen - was eine Neubewertung des Staatsrisikos durch einen starken Anstieg der Renditen oder fehlgeschlagene Schuldenauktionen auslösen würde -, könnte sich das Vertrauen der Investoren schnell verschlechtern und eine allmähliche „Müdigkeit“ in eine ausgewachsene Fiskalkrise verwandeln. Ein ungeordneter Ausverkauf von Staatsanleihen oder französischen OATs würde die finanziellen Bedingungen weltweit verschärfen, die USA in einen stärkeren Abschwung ziehen und die Eurozone in Richtung Rezession drängen. China, das durch seine großen Bestände an US-Vermögenswerten und seine begrenzte Kapitalbilanzflexibilität stark exponiert ist, würde sich einem erneuten Abflussdruck und einem schwächeren Renminbi gegenübersehen.

Ein kleineres, aber plausibles Aufwärtsrisiko liegt in einer Übererfüllung der Haushaltsziele: Die Steuersenkungen in den USA, die Investitionsprogramme in Europa und eine mögliche Verstärkung der chinesischen Konjunkturmaßnahmen könnten andere Aufwärtskräfte verstärken und dem kurzfristigen Wachstum zusätzlichen Rückenwind verleihen - wenn auch wahrscheinlich auf Kosten einer höheren langfristigen Verschuldung und eines erneuten Inflationsdrucks.

In den USA halten die „Big Beautiful Bill“ und die Steuersenkungen die Wirtschaftstätigkeit aufrecht, verschärfen aber die Defizite. In Europa stabilisieren die Investitionsprogramme das Wachstum, machen aber die fiskalische Asymmetrie deutlich, und in China verhindert die selektive Lockerung eine drastische Verlangsamung, führt aber zu einer Fehlallokation von Kapital. Das Ergebnis ist eher eine **langsame Aushöhlung der fiskalischen Glaubwürdigkeit als ein plötzlicher Zusammenbruch** - eine Welt der anhaltenden Emission, der hohen Renditen und der politischen Improvisation.

4.2 Der monetäre Drahtseilakt und finanzielle Fragilität

Die US-Notenbank befindet sich in einem dreifachen Spagat: Abkühlung der Inflation, ein sich abschwächender Arbeitsmarkt und zunehmender politischer Druck seitens der Regierung, das Wachstum zu stützen. Wir gehen davon aus, dass die Kerninflation im Laufe des Jahres 2026 allmählich zurückgehen, aber über 2½ Prozent bleiben wird, so dass die Fed nur

begrenzten Spielraum für eine Lockerung hat. Die Zentralbank wird wahrscheinlich zu einer ausgewogeneren Haltung übergehen, die den Arbeitsmarkt in gewissem Maße unterstützen kann, aber mit Zinssenkungen sehr zurückhaltend ist, solange die Inflation deutlich über dem Zielwert von 2 % liegt. Es ist unwahrscheinlich, dass der politische Druck zu einer direkten Einmischung führt, doch das Auslaufen der Amtszeit des Fed-Vorsitzenden Powell im Mai führt zu Unsicherheit über die längerfristige Unabhängigkeit und die politische Ausrichtung der Fed.

Die Europäische Zentralbank hingegen genießt zum ersten Mal seit Jahren eine echte Atempause: Die Inflation nähert sich wieder dem Zielwert, und der Kreditzyklus ist im Aufwind. Dennoch bleiben latente Verwundbarkeiten – Europas Energieabhängigkeit, hartnäckige Dienstleistungspreise und die Nord-Süd-Spaltung zwischen „Falken“ (strenge Politik) und „Tauben“ (lockere Politik) – weiterhin im Hintergrund. Wir gehen davon aus, dass dieses Gleichgewicht bis 2026 anhalten wird, ohne dass größere Zinsschritte zu erwarten sind. Die EZB wird jedoch weiterhin auf finanzpolitische Fehlentwicklungen achten: Sollte sich die Dynamik der Staatsverschuldung in den Mitgliedstaaten deutlich verschlechtern, wird sie die Märkte durch eine Lockerung der Bedingungen für die Bankenfinanzierung und, falls erforderlich, durch gezielte Interventionen bei Staatsanleihen stabilisieren.

In China ist die Zentralbank nach wie vor ein Instrument der Staatspolitik, das punktuelle Anreize und Liquiditätsmanagement koordiniert. Die politischen Prioritäten konzentrieren sich weiterhin auf industrielle und strategische Ziele; die Wiederbelebung der Nachfrage der privaten Haushalte wird eine zweitrangige Priorität bleiben. Die Geldpolitik wird sich an dieser Agenda orientieren, wobei die PBoC selektiv Liquidität bereitstellt und die Zinsen schrittweise senkt, um Investitionen in vorrangigen Sektoren zu unterstützen. Ein breiteres Konjunkturprogramm für die privaten Haushalte ist unwahrscheinlich, und der private Sektor wird erwartungsgemäß den Schuldenabbau fortsetzen, anstatt den Konsum auszuweiten.

Trotz dieser unterschiedlichen Ausgangspunkte sind sie durch das globale makroökonomische Umfeld miteinander verbunden. Ein fragileres Gleichgewicht, veränderte Handelsmuster und zunehmender politischer Aktivismus erschweren die politische Planbarkeit und damit die Arbeit der Zentralbanken. Die Inflation mag zwar niedriger sein, aber ihr Verlauf ist nach wie vor ungewiss; die Kapitalströme sind volatil, und die Grenze zwischen Finanz- und Geldpolitik verschwimmt weiterhin. Für den Moment folgen alle drei Zentralbanken einem vorsichtigen Instinkt: reaktiv bleiben, Flexibilität bewahren und Fehler vermeiden, die größer sind als die Probleme, die sie lösen wollen.

Die Risiken - Der Schock der Selbstüberschätzung

Eine erneute Inflationsüberraschung in den Vereinigten Staaten – ausgelöst durch Energiepreise, Haushaltsexpansion oder hartnäckige Dienstleistungen – würde die Fed zwingen, die Zinssenkungen zu verschieben oder zurückzunehmen. Die Finanzbedingungen würden sich abrupt verschärfen und Korrekturen an den Aktien- und Kreditmärkten auslösen. Die Eurozone würde den Schock durch höhere Renditen und schwächeres Vertrauen aufnehmen, während China mit einem erneuten Kapitalabflussdruck und einer Schwäche des Renminbi konfrontiert wäre. Eine weitere Sorge ist eine mögliche Aushöhlung der Unabhängigkeit der Fed nach dem Auslaufen von Powells Amtszeit im Mai; selbst eine begrenzte Einmischung könnte die US-Renditen in die Höhe treiben, den Status des Dollars als sicherer Hafen schwächen und die Volatilität auf die globalen Finanzierungsmärkte übertragen.

Ein weniger wahrscheinliches, aber plausibles Aufwärtsszenario besteht in einer Beschleunigung der Goldlöckchen-Phase aufgrund der Geldpolitik: Die Inflation schwächt sich schneller ab als erwartet, was der Fed Spielraum für eine aggressivere Unterstützung des Arbeitsmarktes gibt. Das Wachstum könnte sich wieder stärker als das Potenzial beschleunigen, was die Stimmung und risikoreiche Anlageklassen beflügeln würde – allerdings vermutlich auf Kosten zunehmender globaler Ungleichgewichte und als Auftakt zur nächsten politischen Herausforderung.

4.3 KI im langsamen Aufschwung: Der lange Weg zur Produktivität

Der Optimismus rund um künstliche Intelligenz bleibt einer der prägendsten Themen dieses Konjunkturzyklus und könnte das Wirtschaftswachstum überzeugend in eine neue Goldlöckchen-Ära beschleunigen. Gleichzeitig birgt er jedoch auch das Risiko von Enttäuschungen, die zu einer breiten Neubewertung risikoreicher Anlagen führen und Schwachstellen z. B. bei fremdfinanzierten Unternehmen und im gewerblichen Immobiliensektor offenlegen könnten. Die Weltwirtschaft befindet sich an einem Wendepunkt: Der Optimismus bei den Investitionen führt zu einer Beschleunigung der Investitionsausgaben, aber

Effizienzsteigerungen bleiben auf eine Handvoll Sektoren und Unternehmen beschränkt. Das Potenzial ist groß, doch die positive Wirkung zeigt sich bisher nur langsam und könnte sich erst in den kommenden Quartalen allmählich bemerkbar machen.

Wir glauben, dass wir 2026 weiterhin einen zunehmenden Einfluss auf die Investitionsdaten, die Gewinnmitteilungen der Unternehmen und die politischen Erklärungen sehen werden, aber die Umsetzung in breit angelegte Produktivitätssteigerungen erfolgt eher schleppend und langsamer als erwartet. Allerdings gerade schnell genug, um das Thema am Leben zu erhalten und eine breite Neuauflage der risikoreichen Anlagen zu verhindern.

In den Vereinigten Staaten hält der Investitionsboom an. Die Investitionen in Rechenzentren, Halbleiterkapazitäten und Cloud-Infrastruktur bleiben hoch, und wir erwarten keinen Rückgang der derzeit KI-bezogenen Investitionsausgaben. Dies sorgt für einen Boden unter den Aktivitäten und stützt die Aktienbewertungen, aber Lohnzuwächse, Energiekosten und Versorgungsengpässe verwässern die kurzfristigen Produktivitätsvorteile.

Europa hinkt hinterher: Die Investitionen in die digitale Infrastruktur und die Automatisierung nehmen zu, allerdings von einer viel niedrigeren Basis aus, die durch Regulierung, Qualifikationsdefizite und fragmentierte Kapitalmärkte behindert wird. China bemüht sich unterdessen um Eigenständigkeit in den Bereichen fortschrittliche Fertigung und grüne Technologie, doch die staatlich gelenkten Investitionen führen zu uneinheitlichen Ergebnissen und bergen die Gefahr neuer Überkapazitäten.

Unser Basisszenario sieht KI eher als langsamen Rückenwind denn als kurzfristigen Beschleuniger. Sie stabilisiert das Wachstum, unterstützt Sektoren mit hohem Wert und steigert das langfristige Produktionspotenzial, aber sie rettet die Welt noch nicht aus ihrem derzeitigen suboptimalen Gleichgewicht. Produktivitätsgewinne akkumulieren sich allmählich, jedoch eher evolutionär als transformativ.

Die Risiken - Der KI-Hype verliert an Schwung

Das wirtschaftliche Potenzial von KI könnte länger auf sich warten lassen, als die Märkte erwarten. Wenn die Produktivitätszuwächse gering bleiben und die Gewinnspannen aufgrund höherer Arbeits- und Energiekosten sinken, könnte das Vertrauen in die "KI-Dividende" schwinden. Die bereits überzogenen Bewertungen von KI- und Mega-Cap-Technologiewerten können drastisch korrigiert werden, was eine breitere Neubewertung risikoreicher Anlagen auslösen und Schwachstellen z. B. bei fremdfinanzierten Unternehmen und im gewerblichen Immobiliensektor aufdecken könnte. Die Korrektur wirkt sich durch eine Verknappung der Kredite, höhere Finanzierungskosten und einen Rückgang des Vermögens der privaten Haushalte aus. Die schwache Verbraucherstimmung sinkt weiter, die Investitionen werden zurückgefahren, und die Kreditkonditionen verschlechtern sich. Das Ergebnis wäre ein synchroner Rückgang bei Ausgaben und Investitionen. Die Vereinigten Staaten – wo dieses Thema am stärksten in den Aktienkursen eingepreist ist – würden die Auswirkungen zuerst zu spüren bekommen, doch würden sich die Folgen auch auf Europas Industrie sowie auf die Lieferketten Asiens ausweiten.

4.4 Fragmentierter Handel, neu verdrahtetes Wachstum

Der Welthandel befindet sich zu Beginn des Jahres 2026 eher in einer Phase der Neuordnung als des Rückzugs. Der Schock der De-Globalisierung ist ausgeblieben, doch Effizienz wurde als zentrales Handelsprinzip durch Resilienz ersetzt. Die Weltwirtschaft passt sich an ein Netz paralleler Lieferketten, Zollregelungen und industriepolitischer Blöcke an, bei denen Sicherheit und politische Ausrichtung Vorrang vor Kosten haben. Die Handelsströme halten sich mengenmäßig zwar stabil, doch ihre Zusammensetzung und Ausrichtung verändern sich: Wertschöpfungsketten verkürzen sich, Doppelstrukturen nehmen zu, und die inflationsfördernde Tendenz durch Redundanzen besteht fort.

In den Vereinigten Staaten verankern die Zollpolitik und die Anreize zur Standortverlagerung den Protektionismus in der langfristigen Industriestrategie. Die inländischen Investitionen im verarbeitenden Gewerbe sind nach wie vor hoch, allerdings um den Preis höherer Inputpreise und wachsender Spannungen mit den Handelspartnern. Die Eurozone verfolgt einen eher defensiven Kurs. Subventionsregelungen und die Unterstützung der grünen Industrie zielen darauf ab, die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten, während der Exportmotor auf den großen europäischen Binnenmarkt ausgerichtet werden soll. Doch hohe Energiekosten, eine fragmentierte Regulierung und eine ungleich verteilte fiskalische Leistungsfähigkeit setzen die Europäische Union unter Druck – eingezwängt zwischen dem Protektionismus der USA und den Überkapazitäten

Chinas. China diversifiziert unterdessen seine Exportbasis in Richtung aufstrebender Länder in Asien, dem Nahen Osten und Afrika. Diese Strategie bietet eine teilweise Entlastung von den westlichen Hemmnissen, kann aber den Verlust der westlichen Nachfrage nicht vollständig ausgleichen: Diese neuen Märkte sind preisempfindlicher, was die chinesischen Gewinnspannen und die Rentabilität in Schlüsselsektoren wie Elektrofahrzeuge, Batterien und Solarzellen untergräbt.

Unser Basisszenario sieht das Jahr 2026 als ein Jahr der Neuverdrahtung des Handels ohne Zusammenbruch, aber der Prozess wird nicht glatt verlaufen. Lieferketten können nicht von heute auf morgen verlagert werden; Fachkräftemangel, Infrastrukturlücken und rechtliche Reibungsverluste verlangsamen den Übergang. Das kommende Jahr wird daher wahrscheinlich von anhaltenden Anpassungen und zeitweiligen Störungen geprägt sein – eine Welt, in der die Handelsströme fortbestehen, aber zu höheren Kosten und mit größerer Volatilität.

Die Risiken - Handelskrieg Redux

Das Risiko einer erneuten Eskalation der Zölle und industriepolitischen Vergeltungsmaßnahmen bleibt hoch. Das größte Risiko sind die zunehmenden Spannungen zwischen den USA und China, die die Versorgung mit Seltenerdmineralien weiter abwürgen, die Inputkosten erhöhen und die Lieferketten weiter stören könnten. Die Inflation würde sich wieder beschleunigen und die Zentralbanken dazu zwingen, die Lockerung und Verschärfung der finanziellen Bedingungen weltweit zu verschieben. Die Eurozone, die durch Vorleistungen und exportorientierten verarbeitende Industrie stark exponiert ist, würde die Belastung zuerst spüren. Aufstrebende Länder, die in die chinesischen Lieferketten eingebunden sind, würden durch eine schwächere Nachfrage und Währungsschwankungen sekundäre Schocks erleiden.

Ein kleineres, aber positives Szenario ist eine Phase der geopolitischen Stabilisierung: Wenn die Handelsspannungen nachlassen und die Zusammenarbeit bei kritischen Mineralien und Technologiestandards wieder aufgenommen wird, könnten die Unternehmen wieder grenzüberschreitende Investitionen tätigen. Die Effizienzgewinne würden langsam zurückkehren, was den Inflationsdruck von der Angebotsseite her abschwächen und einen leichten Aufschwung des Welthandelsvolumens unterstützen würde.

4.5 Synthese: Die Form des Jahres 2026

Insgesamt spiegelt die Landschaft des Jahres 2026 eine Welt wider, die sich durch eine komplexe Mischung aus Unterstützung und Anpassung stabilisiert. Die fiskalische Expansion stützt weiterhin die Nachfrage, wirft aber Fragen der Nachhaltigkeit auf und birgt das Risiko, die Glaubwürdigkeit zu untergraben; die Geldpolitik ist vorsichtig, datenabhängig und zunehmend zwischen Politik und Märkten gefangen; der KI-Investitionszyklus liefert erste Anzeichen für eine Produktivitätsverbesserung, ist aber noch nicht transformativ; und die Neuverdrahtung des Welthandels verändert die Lieferketten und führt gleichzeitig zu neuen Reibungen. Das Ergebnis ist ein heikles Gleichgewicht aus unterdurchschnittlichem, aber positivem Wachstum, allmählicher Desinflation und anhaltender Streuung über Regionen, Sektoren und politische Pfade.

Die Vereinigten Staaten sind nach wie vor der globale Wachstumsanker, gestützt durch robuste Investitionen und Innovationen, auch wenn die hohen Bewertungen sie zu einem Brennpunkt der finanziellen Sensibilität machen. Europa stabilisiert sich durch eine neue Investitionsdynamik und einen pragmatischeren politischen Kurs, auch wenn strukturelle und politische Zwänge das Tempo der Verbesserung begrenzen. China erhält die makroökonomische Stabilität durch eine kalibrierte politische Unterstützung aufrecht, während es eine mehrjährige Anpassung im Immobiliensektor und in der verarbeitenden Industrie durchführt und kurzfristige Effizienz gegen eine längerfristige strategische Ausrichtung eintauscht. Für die Anleger wird das Jahr 2026 nicht durch Beschleunigung oder Schrumpfung geprägt sein, sondern durch das Navigieren von Streuung und Unsicherheit über wirtschaftliche Rahmenbedingungen – ein Umfeld, in dem Geduld, Selektivität und eine solide Bilanzstruktur zu entscheidenden Faktoren für eine dauerhafte Performance und das Ergreifen von Chancen werden.

4.6 Extremrisiken: Geringe Wahrscheinlichkeit, große Auswirkung

Abgesehen von diesen zentralen und alternativen Szenarien bleibt die Welt einer kleinen Anzahl von Ereignissen mit geringer Wahrscheinlichkeit, aber großen Auswirkungen ausgesetzt, die die Makro- und Marktlandschaft abrupt umgestalten könnten. Diese Extremrisiken (auch „Tail Risks“ genannt) liegen außerhalb unseres Basisszenarios, bilden aber die äußeren Grenzen möglicher Ergebnisse - Schocks, die die Grenzen der politischen Flexibilität, der Marktliquidität und der globalen Koordination herausfordern könnten. Auch wenn dies unwahrscheinlich ist, verdient ihre Asymmetrie besondere Aufmerksamkeit, da solche Ereignisse direkt in unser Risikomanagement und unsere Portfolio-Absicherung einfließen würden, die im folgenden Abschnitt erörtert werden.

Geopolitische Schocks

- **Krise in der Taiwanstraße** - Eine Krise in der Taiwanstraße, sei es durch eine militärische Konfrontation oder eine ausgedehnte Blockade, würde die Halbleiterlieferketten empfindlich stören, die Rohstoffpreise in die Höhe treiben und einen globalen Stagflationsschock auslösen. Die weltweite Halbleiterproduktion würde einbrechen, die Rohstoffpreise in die Höhe schießen, und es käme zu einer weltweiten Stagflationsrezession.
- **Energiekrieg im Nahen Osten** - Jede Eskalation, in die der Iran oder die Golfstaaten verwickelt sind und die die Straße von Hormuz blockiert, könnte den Ölpreis auf über 150 USD und die Preise für Flüssiggas in die Höhe treiben und Europa und Asien in eine stagflationäre Rezession stürzen.
- **Nato-Russland-Konflikt** - Eine direkte Konfrontation zwischen der Nato und Russland oder ein groß angelegter Cyberangriff auf die europäische Infrastruktur würde zu einer schwerwiegenden Risk-Off-Episode führen, die Energieengpässe und eine starke regionale Kontraktion zur Folge hätte. Europa würde in eine Rezession geraten, während sichere Häfen wie der US-Dollar, Schweizer Franken und Gold deutlich zulegen würden.

Systemische und institutionelle Schocks

- **Risiko der Fragmentierung der Eurozone** - Politische Krisen in Frankreich oder Italien könnten das EU-Existenzrisiko neu entfachen. Eine Redenominierungsangst oder eine Austrittsdrohung würde zu einer Kapitalflucht in USD und CHF führen, die Spreads würden sich stark ausweiten, und die Glaubwürdigkeit der EZB würde in Frage gestellt.
- **Groß angelegter Cyberangriff** - Ein groß angelegter Cyberangriff auf die Finanzinfrastruktur oder die Energienetze könnte die Zahlungssysteme, die Warenströme und das Vertrauen der Anleger stören und einen unmittelbaren Liquiditätsschock auslösen.

Globale Gesundheits- und Umweltrisiken

- **Wiederauftreten einer weltweiten Pandemie** - Das Auftreten eines hochgradig übertragbaren Krankheitserregers könnte erneut den Reiseverkehr, die Versorgungsketten und die Konsummuster stören. Die Inflationsdynamik würde sich verzweigen - kurzfristige Preisspitzen gefolgt von einer raschen Desinflation, da die Nachfrage einbricht.
- **Klima- oder Energiewende-Schock** - Eine ungeordnete Beschleunigung der Klimapolitik oder schwere Wetterereignisse könnten zu vorübergehenden Energieengpässen und volatilen Rohstoffpreisen führen, was die Inflationsunsicherheit erhöht.

Zusammenfassung

Das Hauptmerkmal dieser Extremrisiken ist die **Nichtlinearität**: Schocks, die mit dem derzeitigen politischen und finanzpolitischen Rahmen nicht aufgefangen werden können. Auch wenn jeder für sich genommen unwahrscheinlich ist, so stellt er doch einen Katalysator für einen Regimewechsel dar, der das unterdurchschnittliche Wachstumsgleichgewicht, das unserem Basisszenario für 2026 zugrunde liegt, aus dem Gleichgewicht bringen kann. In einer Welt, in der die politischen Puffer bereits geschrumpft sind, könnte jeder dieser Faktoren eine moderate Stabilität in systemische Instabilität verwandeln.

5 Auswirkungen auf das Portfolio & Strategie

Dieses letzte Kapitel fasst die Perspektiven unserer einzelnen Anlageteams in den verschiedenen Anlageklassen zusammen. Jedes Team hat seine eigene Einschätzung der Marktbedingungen, der Bewertungsdynamik und der strategischen Aussichten für das kommende Jahr abgegeben. Auch wenn sich die allgemeine Anlagepolitik an den weiter oben in diesem Bericht dargelegten makroökonomischen und säkularen Aussichten orientiert, ergeben sich auf natürliche Weise Unterschiede in der Gewichtung und Interpretation.

Diese Unterschiede sind keine Widersprüche, sondern spiegeln unser Modell wider – eines, das unabhängiges Urteilsvermögen innerhalb eines gemeinsamen strategischen Rahmens schätzt. Die Märkte entwickeln sich uneinheitlich, und um diese Komplexität zu beherrschen, sind Fachkenntnisse unerlässlich. Die Rolle des zentralen Ausblicks besteht darin, den makroökonomischen Kompass zu liefern; die Rolle der einzelnen Teams besteht darin, ihn in eine umsetzbare Positionierung innerhalb ihres Mandats zu übersetzen.

Zusammen ergeben diese Ansichten ein zusammengesetztes Bild von Chancen und Risiken und zeigen, wie eine gemeinsame langfristige Philosophie sich an verschiedene Marktgegebenheiten anpassen kann.

5.1 Multi Asset

Für das Multi-Asset-Team, CPM, ist der säkulare Ausblick die Grundlage unseres langfristigen Anlagekonzepts. Auf dieser Grundlage bauen wir unsere Strategischen Asset Allocations (SAA) auf und testen sie. Der säkulare Ausblick, die Trends und die 5-Jahres-Annahmen für den Kapitalmarkt bieten den analytischen Rahmen, um Allwetterportfolios zu konstruieren – Portfolios, die über verschiedene Szenarien hinweg widerstandsfähig sind, anstatt für ein einziges Szenario optimiert zu werden.

In der kommenden Zeit werden wir die SAA-Strukturen überprüfen, um sicherzustellen, dass sie in dem im säkularen Ausblick skizzierten Umfeld eines unterdurchschnittlichen Wachstums effizient bleiben. Das Ziel besteht nicht darin, jede Wendung des Zyklus zu antizipieren, sondern zu bestätigen, dass der strategische Mix weiterhin ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Rendite, Risiko und Nachhaltigkeit in einer Welt des langsameren Wachstums, der anhaltenden Inflationsschwankungen und der höheren Streuung bietet.

Der zyklische Ausblick für 2026 hat eine andere, ergänzende Funktion: Er liefert den Stresstest-Kontext für die SAA und dient als Grundlage für unsere Tactical Asset Allocation (TAA). Er hilft uns zu beurteilen, ob unsere strategischen Portfolios robust genug sind, um die in unserem Basisfall ermittelten Abwärts- und Aufwärtsrisiken zu überstehen – oder, wo möglich, davon zu profitieren. Wir haben diesen zyklischen Ausblick auf dem Anthos-Szenariorahmen aufgebaut, der fünf verschiedene ökonomische Zustände definiert und Szenario-Pfad-Beschreibungen enthält, die zu diesen Zuständen führen. Für jeden Szenarioweg schätzen wir indikative Renditeerwartungen für die wichtigsten Anlageklassen, um zu erfassen, wie sich Portfolios bei verschiedenen Kombinationen von Wachstum, Inflation und politischen Ergebnissen verhalten könnten. Die nachstehende Tabelle fasst unsere Renditeerwartungen für die fünf Szenarien zusammen, die der Prognose für 2026 zugrunde liegen.

Anlageklasse	Erwartete Renditen in Szenarien (EUR, ungehedged)				
	Unterdurchschnittliches Wachstum	Rezession	Goldilocks-Szenario	Stagflation	Überhitzung
Global Developed Equities	6,1%	-15,0%	16,0%	-4,0%	23,0%
EUR Aggregate	2,5%	8,9%	2,3%	-17,3%	-15,6%
Euro Government Bonds - 10yr	2,4%	10,8%	2,1%	-18,8%	-17,0%
US Government Bonds - 10yr	3,1%	22,7%	-1,0%	-16,6%	-14,3%
Euro Asset-Backed Securities	2,4%	2,2%	3,0%	3,9%	4,4%
EUR Investment Grade Corporate	2,9%	1,3%	2,8%	-11,4%	-9,7%
USD Investment Grade Corporate	4,1%	1,3%	2,8%	-11,4%	-9,7%
Global High Yield	4,8%	-1,0%	6,3%	-9,8%	-6,9%
Emerging Market Debt - Local FX	5,2%	2,9%	6,3%	-12,1%	-8,1%
Absolute Return	4,0%	1,6%	2,3%	4,5%	4,5%
Global RE Core+	5,2%	4,8%	10,1%	-6,2%	-0,8%
Global Listed Infrastructure	5,7%	-8,0%	8,0%	-7,0%	5,0%
Private Equity	8,1%	-8,0%	9,0%	-1,4%	12,7%
Private Credit	6,6%	2,7%	6,2%	3,5%	4,7%
Private Credit (Opportunities)	9,0%	3,0%	10,5%	4,5%	8,0%
EUR Cash	1,9%	1,5%	2,3%	3,5%	4,0%
Global Private Infrastructure (Equity)	7,5%	3,8%	9,0%	8,9%	11,1%
EMU Inflation-Linked Bonds	2,2%	11,0%	5,0%	4,0%	0,0%
US-TIPS	3,0%	20,0%	5,0%	-2,0%	2,0%
Gold	3,8%	6,5%	5,7%	8,3%	8,5%
Timber	6,3%	-3,8%	7,1%	5,8%	11,2%
Farmland	6,4%	-1,8%	6,4%	6,5%	9,5%

Tabelle 2 - Erwartete Renditen in den Szenarien EUR ungesichert

Unsere taktische Haltung zu Beginn des neuen Jahres bleibt vorsichtig und opportunistisch. Marktvolatilität und politische Ungewissheit sprechen gegen eine eindeutige Ausrichtung, schaffen jedoch zugleich kurzfristige Verzerrungen, die wir gezielt auszunutzen versuchen. Im Wesentlichen verbindet unser Ansatz strategische Widerstandsfähigkeit mit taktischer Flexibilität: Wir bleiben trotz Unsicherheiten investiert und bewahren gleichzeitig die Agilität, um zu reagieren, wenn sich attraktive Risiko-Rendite-Asymmetrien ergeben.

5.2 Public Equities

Die Aktienrenditen waren in den letzten drei Jahren außerordentlich gut. Der in Euro denominated MSCI World Total Return Index erzielte eine annualisierte Rendite von über 16 % (für den Dreijahreszeitraum bis 5. November 2025). Dadurch stieg die annualisierte 10-Jahres-Rendite auf knapp über 11 %, ein hervorragender Wert. Aber diese Zahl bedarf einiger Nuancen. Erstens wird diese Rendite durch den US-Markt angehoben, der in den letzten zehn Jahren über 13,2 % pro Jahr zulegte. Andere Regionen wie Europa, Japan und die aufstrebenden Länder erzielten eine Gesamtrendite von rund 7 % pro Jahr. Auch größere Unternehmen schnitten deutlich besser ab. Im Vergleich dazu legte der MSCI World Equal Weight Index im selben Zeitraum um 7,6 % pro Jahr zu. Betrachtet man die letzten drei Jahre, so sind diese Trends noch ausgeprägter.

Was bedeutet das nun für die künftigen Erträge? Mit diesen spektakulären Renditen sind auch die Aktienbewertungen stark angestiegen. Auf der Grundlage der Shiller-CAPE-Kennzahl wird der US-Aktienmarkt heute auf einem Niveau gehandelt, das

zuletzt in den späten neunziger Jahren, kurz vor der Dotcom-Krise, erreicht wurde. Wir sind uns bewusst, dass die Bewertung selbst kaum ein Auslöser für eine Marktkorrektur ist. Aber die Bewertung als Inputfaktor für die Bestimmung der langfristig erwarteten Rendite ist sehr wirkungsvoll. Für die nächsten 12 Monate rechnen wir daher mit moderateren Renditen, die deutlich unter denen der letzten Jahre und unter dem langfristigen Durchschnitt von 8-9 % liegen werden. Wir sind hinsichtlich der Renditeaussichten in den USA am wenigsten optimistisch und bevorzugen internationale Märkte wie Europa, Japan und die aufstrebenden Länder.

Ein weiteres wichtiges Thema, das die Aktienmärkte heute bewegt, ist die künstliche Intelligenz. Seit der Einführung von ChatGPT im November 2022 sind die Aktien, die direkt oder indirekt mit dem Thema zu tun haben, in Flammen aufgegangen. Die neue Technologie hat ein Wettrüsten bei den Investitionen in Rechenzentren, in Grafikprozessoren und in mehreren anderen damit verbundenen Wertschöpfungsketten ausgelöst. Die Beträge sind so hoch wie nie zuvor. Eine Gruppe von „Hyperscalern“, darunter Microsoft, Amazon, Google und Meta, erhöht weiterhin ihre Investitionsprognosen. Mit all dieser Euphorie wachsen aber auch die Risiken. Die Besorgnis wächst, dass ein zunehmender Anteil dieser Ausgaben durch Schulden finanziert wird. Außerdem beginnen die Anleger, den zirkulären Charakter bestimmter Geschäfte in Frage zu stellen.

Aus Sicht der Finanzmärkte sind wir der Meinung, dass die Aktienmärkte ein Goldlöckchen-Szenario einpreisen. Die Wirtschaft wächst, aber sie läuft nicht auf Hochtouren; die Inflation geht zurück, so dass die Fed die Zinssätze senken kann. Diese Konjunkturlage kann länger anhalten, aber wir halten das Risiko einer Überhitzung für realistisch, ebenso wie das Risiko einer nachfolgenden Rezession, falls die Fed eingreift.

Die Geopolitik war längerfristig kaum eine Triebfeder für Aktienrenditen. Der beste Beweis dafür ist, dass die Aktienmärkte in einer Zeit erhöhter geopolitischer Spannungen, in der mehrere Konflikte gleichzeitig ausgetragen werden, in einem atemberaubenden Tempo neue Rekorde erzielen. Wir sind uns jedoch bewusst, dass die Sekundäreffekte von Konflikten die Aktienmärkte sehr wohl beeinflussen können, und möchten betonen, dass dies ein ständig erhöhtes Risiko für das nächste Jahr darstellt.

Kurz gesagt: Die Risiken nehmen allmählich zu, während Bewertungen bestimmter risikoreicher Anlagen zunehmend überhitzt wirken. Die Unternehmensergebnisse sind nach wie vor solide, und Cashflow ist bei den Hyperscalern reichlich vorhanden. Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich, ist aber immer noch gesund.

5.3 Anleihen

Nach dem Anstieg der Zentralbankzinsen haben die Zentralbanken der Industrieländer einen neuen Zinssenkungszyklus eingeleitet und sind dabei den Zentralbanken der aufstrebenden Länder gefolgt, die dieses Mal die Vorreiterrolle übernommen haben. Nach der Covid-Pandemie stieg die Inflation aufgrund der aufgestauten Nachfrage und der Probleme in der Versorgungskette sprunghaft an, was jedoch rasch durch Zinserhöhungen der Zentralbanken bekämpft wurde. Die Zentralbanken der aufstrebenden Länder waren die ersten, die ihre Zinssätze anhoben und konnten die Inflation erfolgreich eindämmen und die Zinsen frühzeitig senken.

Die Kreditspreads haben sich auf die niedrigsten Werte seit einem Jahrzehnt verengt, da die Volkswirtschaften stetig gewachsen sind – bei niedrigen Ausfallraten und reichlich vorhandener Liquidität. Einige kurze Ausbrüche von Volatilität durchbrachen diesen Trend in diesem Jahr; der erste war der Liberation Day, und in jüngster Zeit gab es einige Erschütterungen auf dem privaten Kreditmarkt.

Wir sind der Ansicht, dass sich der geldpolitische Zyklus seinem Ende nähert, da die Inflation in den USA etwas stärker zu sein scheint als erwartet und eine fiskalische Expansion in Aussicht steht. Auslöser für diese Finanzpolitik sind Anzeichen einer Verbraucherschwäche, ein sich abschwächender Arbeitsmarkt und die Bereitschaft, die heimische Industrie zu unterstützen. Die FED ist mit dem Dilemma konfrontiert, sich zwischen dem doppelten Ziel ihres Mandats - Wachstum und Inflation - entscheiden zu müssen. Aus diesem Grund sind wir der Meinung, dass die kurzfristigen Zinssätze noch etwas

Spielraum nach unten haben, sich aber in der Nähe ihrer Zyklustiefs befinden. Ähnlich verhält es sich mit den Renditen in der Eurozone. Was Kreditspreads betrifft, so spiegeln sie ein äußerst günstiges Umfeld wider, während wir davon ausgehen, dass eine sich verlangsamende Wirtschaft negative Auswirkungen auf Ausfallraten haben wird. Auch wegen höherer Inputkosten aufgrund von Zöllen. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Kreditspreads moderat ausweiten werden, um dieser neuen Realität Rechnung zu tragen. Die Kreditmetriken der öffentlichen Kreditmärkte spiegeln eine moderate Verschuldung wider, weshalb sich eine Ausweitung in Grenzen halten wird. Die Märkte für Privatkredite haben zuletzt einige unangenehme Überraschungen erlebt und sollten daher genau beobachtet werden, da Ansteckungseffekte zu einem sprunghaften Anstieg der Volatilität führen und die Spreads plötzlich stark ansteigen können – wie kürzlich geschehen. Es sei darauf hingewiesen, dass eine Lockerung der Kreditvergabestandards bei Privatkrediten zu erhöhten Zahlungsausfällen führen kann. Wir sollten uns immer daran erinnern, dass "die schlechtesten Kredite in den besten Zeiten vergeben werden", wie Howard Marks sagte.

Die aufstrebenden Länder werden in diesem Umfeld weiterhin gut abschneiden, solange die USD-Liquidität im Überfluss vorhanden ist, was – abgesehen von mehrfachen Zinserhöhungen – der Fall sein wird, und die Inflation auch dank disziplinierter Zentralbanken in diesen Ländern in einem guten Rahmen bleibt. Die Renditen in den aufstrebenden Ländern werden daher stabil bis leicht rückläufig bleiben, und der EM-Devisenkorb wird aufgrund der hohen Realrenditen an Wert gewinnen. Beide Effekte werden zu positiven Gesamtrenditen beitragen, die auch durch zunehmende Zuflüsse in festverzinsliche Anlagen in den aufstrebenden Ländern in Landeswährung unterstützt werden.

5.4 Absolute Return

Das Ziel von Absolute-Return-Strategien besteht nach wie vor darin, positive, unkorrelierte Anlageergebnisse zu erzielen. Dazu gehört die Suche nach alternativen Renditequellen, die von den Richtungsbewegungen der traditionellen Aktien- und Rentenmärkte weitgehend abgekoppelt sind. Das übergeordnete Ziel ist es, stabile, positive absolute Renditen über einen gesamten Marktzyklus zu erzielen und dabei ein vordefiniertes, niedriges Volatilitätsprofil im Bereich von 4 bis 6 % beizubehalten. In einem zunehmend unsicheren Umfeld bevorzugen wir eine möglichst breite Diversifizierung über Nischenstrategien, die in verschiedenen Anlageklassen, Sektoren, Regionen und Basiswerten aktiv sind.

In der ersten Hälfte des Jahres 2025 gab es Herausforderungen für bestimmte Strategiesegmente. Insbesondere quantitative, systematische Strategien hatten mit der erhöhten politischen Unsicherheit zu kämpfen, die durch die neue Trump-Regierung hervorgerufen wurde. Solche Modelle, die sich auf historische Daten und konsistente Faktorkorrelationen stützen, benötigten Zeit zur Anpassung. Nach Abschluss dieser Rekalibrierung wurde eine Stabilisierung der Leistung festgestellt. Umgekehrt zeigten qualitative, diskretionäre Strategien eine größere Anpassungsfähigkeit, indem sie die Fundamentalanalyse und die aktive Positionierung als Reaktion auf die politischen Veränderungen nutzten, die seit dem Ausgang der US-Wahlen im Jahr 2024 erwartet worden waren. Diese Divergenz unterstreicht die Bedeutung der Integration von systematischen und diskretionären Fähigkeiten innerhalb einer diversifizierten Absolute-Return-Plattform.

Mit Blick auf die Zukunft bietet ein neues, dynamisches Wirtschaftssystem eine fruchtbare Kulisse für globale Makrostrategien. Die Finanzmärkte müssen nun damit beginnen, mehrere wichtige politische Risiken in den USA und weltweit einzupreisen. Das Risiko, dass die Republikaner bei den bevorstehenden Zwischenwahlen ihre Mehrheit im Repräsentantenhaus verlieren, führt zu einer gewissen Unsicherheit in der Gesetzgebung. Weltweit erfordern die sich entwickelnden Handelsspannungen eine kontinuierliche Anpassung der Risikoprämien in den Lieferketten und exportorientierten Sektoren. Darüber hinaus bleibt die Korrelation zwischen Energiepreisen und geopolitischer Dynamik zu beobachten, die einen entscheidenden Faktor für die weltweite Inflation und Marktstabilität darstellt. Dieses Umfeld struktureller und zyklischer Veränderungen ist sehr förderlich für Makrostrategien, die sich darauf konzentrieren, wichtige wirtschaftliche Wendepunkte zu erkennen und entsprechend zu handeln.

Während die Performance der Absolute-Return-Strategie in jüngster Zeit empfindlich auf die von Makro- und Quant-Strategien erzielten Renditen reagierte, entwickelten sich 60 bis 65 % des Portfolios, das Arbitragestrategien zugewiesen ist, im Rahmen der Erwartungen. Diese Segmente sind strukturell so positioniert, dass sie in einem Umfeld, das durch eine höhere Marktstreuung gekennzeichnet ist, gedeihen können, und wir gehen davon aus, dass dies auch weiterhin der Fall sein wird.

Strategien wie Convertible Arbitrage und Special Purpose Acquisition Company (SPAC) Arbitrage profitieren direkt von aktiven, wenn auch unsicheren Kapitalmärkten und sogar von einem Anstieg der Volatilität. Diese Positionen liefern eine wichtige Grundlage für Renditen, die weitgehend unabhängig vom allgemeinen Marktrisiko (Beta) sind.

Neben der traditionellen Arbitrage eignen sich renditeorientierte Strategien nach wie vor gut für die derzeitige Landschaft mit hoher Vermögensstreuung. Obwohl die Kreditspreads insgesamt eine zyklische Verengung aufweisen, übersteigt die Aufteilung der Preise zwischen Emittenten mit hoher Bonität und risikoreicheren Kreditnehmern weiterhin die historischen Durchschnittswerte, was spezifische Long/Short-Möglichkeiten eröffnet. Wir konzentrieren uns weiterhin auf die Suche nach wirklich unkorrelierten, Cash-generierenden Strategien, die nicht mit dem Kreditrisiko von Unternehmen verbunden sind, wie z. B. Einkommensströme aus Rechtsstreitigkeiten, Tantiemen, Patenten und Naturkatastrophenversicherungen. Diese Allokationen sollen als fundamentale Diversifizierer fungieren und die Abhängigkeit des Portfolios von den traditionellen Gewinnzyklen der Unternehmen verringern.

Das derzeitige schwierige Umfeld - gekennzeichnet durch hohe Aktienbewertungen und enge Spreads bei Unternehmensanleihen - macht die Wiederholung der Beta-getriebenen Renditen der letzten Jahre zunehmend schwierig. Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal der Absolute-Return-Strategie ist das bewusste Bestreben, die Anfälligkeit des Portfolios für Schwankungen der Risikomärkte und der Benchmark-Zinssätze zu verringern. Die Strategie zielt darauf ab, den Anlegern ein stabiles, in Euro gemessenes Renditeprofil zu bieten, indem sie die Diversifizierung systematisch erhöht und neue, echte Renditequellen erschließt. Wir glauben, dass die Absolute-Return-Strategie das Potenzial hat, ähnliche Renditen wie in den letzten 3 bis 5 Jahren zu erzielen.

5.5 Real Estate

In den letzten Jahren sind die Preise für Immobilien in allen drei Regionen erheblich gestiegen und haben nun ein Preisniveau erreicht, das einen attraktiven Einstiegspunkt darstellt. Wir sind der Meinung, dass Immobilien sowohl unter dem Gesichtspunkt der Risikoprämie als auch im Hinblick auf die Mieteinnahmen und das Wachstumspotenzial eine gute Anlage darstellen. Europa ist derzeit am besten positioniert, gefolgt von Asien-Pazifik und den USA.

Im asiatisch-pazifischen Raum haben sich die Investitionsaussichten für die Industrieländer wieder verbessert, und wir sehen einen Anstieg des Investitionsvolumens. Japan, Südkorea, Singapur und Australien ziehen die Aufmerksamkeit der Investoren zunehmend auf sich. Selbst in unter Druck stehenden Sektoren wie dem australischen Büromarkt gibt es erste Anzeichen für eine Erholung in den Spitzenbereichen des Marktes. Die anhaltenden Herausforderungen in der Region konzentrieren sich nach wie vor auf den Immobilienmarkt in China und Hongkong. Ausländisches Kapital auf der Suche nach Ausstiegsmöglichkeiten und wackelige Fundamentaldaten auf der Nutzerseite schaffen einen Markt mit düsteren Aussichten. Solange die Banken bereit sind, auslaufende Kredite zu refinanzieren, werden sich die Werte halten. Wenn jedoch Ausstiege erzwungen werden, sind erhebliche Neubewertungen zu erwarten. Dennoch dürften die Auswirkungen auf den asiatischen Immobilienmarkt im Allgemeinen begrenzt sein.

In Europa ist das Bild ausgeglichener. Neubewertungen und das knappe Angebot sorgen für eine gesunde Nachfrage in den meisten Sektoren. Unser Ausblick für Europa konzentriert sich auf Einkommen und Einkommenswachstum, während das Wertwachstum voraussichtlich moderat ausfallen wird. In einem Umfeld erhöhter Inflation bieten die europäischen Mietpreisindexierungen einen guten Inflationsschutz. Um einen realen Wertzuwachs zu erzielen, wären jedoch deutliche Zinssenkungen erforderlich.

Für die USA sind die Aussichten im Moment noch undurchsichtiger. Die aktuellen Bewertungen implizieren einen erheblichen Mietpreisanstieg und niedrigere Zinssätze, während die Auswirkungen der Zölle auf die Realwirtschaft noch nicht voll zum Tragen kommen. Diese Ungewissheit lässt uns in Bezug auf die USA vorsichtiger werden. Bislang haben sich die Märkte eindeutig stabilisiert und halten sich gut. Sollte die Inflation in den Griff zu bekommen sein, ist die Dynamik für die Zielsektoren in den USA sicherlich vorhanden.

Die Immobiliensektoren zeigen in den verschiedenen Regionen ein recht ähnliches Bild. Am meisten im Trend liegen nach wie vor die Bereiche Logistik und Wohnen. Die anhaltende Verstädterung und die Versorgungsengpässe in den meisten Ballungsräumen der Welt sorgen für solide Investitionsmöglichkeiten. Andererseits hat der Bürosektor eine schwierige Zeit hinter sich. Der Trend zum Homeoffice hat die Büronachfrage in vielen reifen Büromärkten strukturell verändert. Wir sehen jetzt, dass sich die Bewertungen für erstklassige Büros beispielsweise in amerikanischen und australischen Geschäftszentren stabilisieren. Die Investoren ziehen wieder Anlagen in Büroimmobilien in Betracht, so dass wir davon ausgehen, dass moderne Büroflächen in der kommenden Zeit das Ergebnis nicht trüben werden.

Unser Schwerpunkt bei Neuinvestitionen hat sich auf so genannte alternative Immobilien verlagert, Nischen aus traditionellen Sektoren, die stark auf die Betreiberkomponente setzen. Von diesen Sektoren weisen unserer Meinung nach Studentenwohnungen und Seniorenwohnungen die besten Fundamentaldaten auf.

5.6 Private Equity

Die langfristige Perspektive von Private Equity kam im Jahr 2025 zum Tragen. Während in den Jahren 2021 und 2022 die Ausstiege früh erfolgten, da die Möglichkeit zum Verkauf bestand, zeigen die Jahre danach ein anderes Bild. Der Private-Equity-Markt hat sich im Verlauf des Jahres 2025 in einem langsameren Tempo entwickelt. Die Investoren entscheiden sich dafür, länger an den Portfoliounternehmen festzuhalten, um auf einen besseren Ausstiegsmarkt zu warten oder Zeit zu investieren, um die Form des Unternehmens zu verbessern, damit es für potenzielle Käufer, die bereit sind, mehr für risikoarme Unternehmen zu zahlen, attraktiver wird. Die Einschränkungen bei den traditionellen Ausstiegsmöglichkeiten, insbesondere in größerem Rahmen, könnten angesichts der anhaltenden Unsicherheiten in der globalen Landschaft weiter bestehen.

Die unteren Marktsegmente sind von diesen Herausforderungen weniger stark betroffen: Die Investitionen sind häufig weniger anlagenintensiv, weniger abhängig von Fremdkapital und haben kürzere und lokalere Lieferketten. Die Entwicklung der Neuinvestitionen hat sich zwar verlangsamt, aber es gab weder einen Stillstand bei den Übernahmen oder Ausstiegen noch eine Abhängigkeit von Fortführungsinstrumenten.

Die Unsicherheiten bleiben zwar bestehen, aber die anhaltende Komplexität des Marktes schafft attraktive Akquisitionsmöglichkeiten für erfahrene Investoren, die auf dem (mittleren) Markt gut positioniert sind und über Kapital verfügen, das sie investieren können. Deren Ausstiegsmärkte dürften sich 2026 verbessern, da im oberen Segment des Private-Equity-Marktes der Druck steigt, Kapital zu investieren und abzuziehen, während sich das verfügbare Kapital („Dry Powder“) anhäuft.

Die Positionierung im unteren mittleren Marktsegment bietet zahlreiche Möglichkeiten zur Wertsteigerung und Vorbereitung des Portfolios auf den Ausstieg. Es wird auch erwartet, dass es mehr Möglichkeiten für attraktive Fortsetzungsinstrumente geben wird, bei denen eine längere Haltedauer zu überproportionalen Wertsteigerungen führen kann, da die Unternehmen von Risiken befreit werden und in ein anderes Käufersegment hineinwachsen.

5.7 Multi Asset Impact

Die Multi-Asset-Strategie wird von einem disziplinierten Rahmen für die strategische Asset Allocation (SAA) geleitet und zielt darauf ab, absolute Renditen über dem Euro-Kerninflation-Referenzindex zu erzielen. Neben einer breiten Diversifizierung der Anlageklassen sind die Portfolios so strukturiert, dass sie Chancen in verschiedenen Währungen, zu unterschiedlichen Anlagethemen und in verschiedenen Branchen wahrnehmen, wobei die aufstrebenden Länder bewusst bevorzugt werden. Obwohl in letzter Zeit ein Zögern des Marktes in Bezug auf soziale Auswirkungen und klimabezogene Themen – vor allem in den Vereinigten Staaten – zu beobachten war, halten wir dies für vorübergehend. Europäische Investoren und die Family Offices engagieren sich nach wie vor stark in diesen Bereichen, und Anthos setzt sich weiterhin dafür ein, Impact-Ziele in seine Investitionsstrategie zu integrieren.

Die Allokation in öffentliche Aktien, die in unserem Portfolio eine entscheidende Rolle spielt, hat von den robusten absoluten Renditen innerhalb der Anlageklasse und dem breit diversifizierten Universum der Unternehmen in unseren bestehenden Fonds profitiert. Der multithematische Ansatz priorisiert Unternehmen, die in der Lage sind, von strukturellen Triebkräften wie künstlicher Intelligenz und digitaler Transformation zu profitieren, die beide die Grundlage für langfristige Produktivität und Innovation bilden. Wir haben innerhalb dieser Manschette weiter diversifiziert und einen dritten Fondsmanager mit einer starken Methodik zur Folgenabschätzung und einer defensiveren Positionierung im Vergleich zu unseren bestehenden Fonds hinzugefügt. Wir sind vorsichtig optimistisch, was die Wertentwicklung von Aktien aufstrebender Länder angeht, und könnten dieses Segment erkunden.

Im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere wurde die Performance durch die Stärke von Staatsanleihen in lokaler Währung unterstützt, während der US-Dollar schwächer war. Obwohl sich die Kreditspreads verengt haben, bietet unser Engagement in Unternehmen aufstrebender Länder weiterhin attraktive Renditen durch qualitativ hochwertige Emittenten mit höheren Erträgen. Die Allokation in festverzinsliche Werte wurde durch die Einbeziehung einer globalen kohlenstoffneutralen Strategie, die sowohl eine thematische als auch geografische Diversifizierung bietet, weiter verbessert. Mit einem weiter diversifizierten Rentenportfolio erwarten wir in Zukunft bescheidenere Erträge und eine geringere Volatilität.

Die Private-Equity-Allokation, die in erster Linie auf Risikokapital ausgerichtete Strategien umfasst, hatte mit Gegenwind zu kämpfen, der durch ein eingeschränktes Umfeld für die Mittelbeschaffung, begrenzte IPO-Aktivitäten und gedämpfte M&A-Märkte verursacht wurde. Als Reaktion darauf haben die Fondsmanager pragmatische Ansätze wie Aktienrückkäufe und Sekundärtransaktionen gewählt, um die Liquidität des Portfolios zu erhalten. Wir gehen davon aus, dass sich im Jahr 2026 sowohl für konventionelle als auch für alternative Ausstiegsmöglichkeiten neue Chancen bieten werden, da sich die Marktdynamik verbessert und die Kapitalmärkte wieder in Schwung kommen.

Eine der wichtigsten Prioritäten im Jahr 2025 war die Ausweitung privater Kreditstrategien, um eine größere Diversifizierung in Bezug auf Duration, Kreditengagement und Liquidität zu erreichen. Durch die Hinzunahme von kapitalgeschützten und strukturierten First-Loss-Strategien wurde der Schutz vor Kursverlusten verbessert, während gleichzeitig attraktive variabel verzinsliche Ertragsströme erhalten blieben. Da private Kredite nun ein größeres Gewicht im Portfolio haben, erwarten wir verlässlichere Renditen für das Impact-Portfolio als Ganzes.

Vor dem Hintergrund des anhaltenden Inflationsdrucks werden wir unsere Allokation in Sachwerte weiter ausbauen, indem wir über die bestehende Afrika-Plattform hinaus Chancen im Infrastrukturbereich wahrnehmen und den Schwerpunkt auf die aufstrebenden Länder im weiteren Sinne legen. Da sich die globalen Handelsmuster in Richtung Deglobalisierung entwickeln, bleiben wir vorsichtig optimistisch, was die Widerstandsfähigkeit der aufstrebenden Länder betrifft, insbesondere in Asien und Indien, wo strukturelle Wachstumstrends weiterhin ein überzeugendes Renditepotenzial bieten.

Für 2026 gehen wir davon aus, dass die Segmente festverzinslicher Wertpapiere, Real Assets und Private Credit weiteren Schutz vor Abwärtsrisiken bieten und stabile laufende Erträge liefern, während unsere Public- und Private-Equity-Segmente höhere Renditen liefern dürften, allerdings mit geringerer Vorhersehbarkeit und höherer Volatilität.

Da sich einige unserer Private-Equity-Fonds ihrem jeweiligen Fälligkeitsdatum und/oder Investitionszeitraum nähern, sind wir in Bezug auf reale Ausschüttungen vorsichtig optimistisch. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Portfolio so positioniert ist, dass es in einem anhaltend unsicheren makroökonomischen und geopolitischen Umfeld widerstandsfähig und abwärtssicher ist.

Anhang 1 – Der Anthos-Szenariorahmen

Bei Anthos verwenden wir unseren intern entwickelten Szenariorahmen, um uns bei der Erstellung von Erwartungen und Prognosen sowie der Ermittlung von Risiken und Chancen zu orientieren. Im Alltag sorgt dieser Rahmen für Disziplin, Struktur und ein besseres Verständnis bei internen Diskussionen über das makroökonomische Umfeld. Der Szenariorahmen liefert die Struktur für den führenden Wirtschaftsindikator, den wir monatlich veröffentlichen, und dient als Grundlage für diesen Ausblick 2026.

Zweck

Der Szenariorahmen ist **weder ein Prognoseinstrument** noch ein Modell, das numerische Signale oder präskriptive Regeln für die Vermögensallokation liefert. Stattdessen dient sie als strukturierter Weg, um die interne Debatte zu schärfen, zu ermitteln, was plausibel (und nicht nur wahrscheinlich) ist, die Wechselwirkungen zwischen Politik, Wachstum, Inflation und Finanzbedingungen zu verstehen, Disziplin zu vermitteln und sicherzustellen, dass unsere Ansichten in den verschiedenen Regionen kohärent sind, und sich vor blinden Flecken und Konsensabweichungen zu schützen.

Es geht nicht darum, eine bestimmte Zukunft vorherzusagen, sondern die Bandbreite glaubwürdiger Zukunftsszenarien abzubilden. Unsere Szenario-Beschreibungen sollten in diesem Sinne verstanden werden. Die Beschreibungen können sich als extrem oder übermäßig stilisiert lesen - und das ist beabsichtigt. Ihre Funktion besteht darin, den Denkhorizont zu erweitern, die Grenzen des Plausiblen aufzuzeigen und uns zu zwingen, über Umgebungen nachzudenken, die außerhalb der Basisannahmen liegen. Sie werden intern als eine Disziplin der Vorstellungskraft verwendet, nicht als Signale für Portfolioaktionen.

Der Rahmen gibt die Richtung vor, nicht das Ziel. Sie verankern unsere Erwartungen und Aussichten konzeptionell und bauen gleichzeitig auf Urteilsvermögen, Erfahrung und Ermessen auf.

Struktur

Der Szenario-Rahmen besteht aus zwei Ebenen: den ökonomischen Zuständen und den Szenario-Pfaden.

Fünf ökonomische Zustände

Wir beschreiben das wirtschaftliche Umfeld durch 5 verschiedene Zustände, die durch die Zielinflation und das potenzielle Wirtschaftswachstum definiert sind. Die fünf Zustände bilden die „Landkarte“ möglicher Umfelder und sollen die verschiedenen Regime durch Inflation und Wachstum erfassen. Wir haben die folgenden 5 ökonomischen Zustände definiert:

- *Rezession ($BIP\text{-}Wachstum < \text{maximal (Potenzialwachstum - 2 \%)} \text{ oder } (0 \%)$)*

Der rezessive Zustand spiegelt ein Umfeld wider, in dem das reale wirtschaftliche BIP-Wachstum deutlich unter dem Potenzial liegt (-2 %), was häufig zu Markt- und Verhaltensbedingungen führt, die einer Rezession ähneln. Es ist zu beachten, dass das definierende Merkmal hier nicht unbedingt ein negatives BIP-Wachstum ist, sondern eine wesentliche Abweichung von der zugrundeliegenden Geschwindigkeitsgrenze einer Volkswirtschaft (in China z. B. ist ein rezessives Umfeld bereits durch ein Wachstum von weniger als 3 % definiert). Dieses Umfeld stellt praktisch eine Rezession dar, die durch ein schwaches Einkommenswachstum, steigenden Arbeitslosigkeitsdruck, eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen und vermehrte politische Interventionen gekennzeichnet ist. Die Märkte reagieren in der Regel so, als befände sich die Wirtschaft in einer Rezession, und die Politik verlagert sich auf die Stabilisierung.

- *Unterdurchschnittliches (Subpar) Wachstum ($\text{Potenzialwachstum} > \text{BIP-Wachstum} > \text{Potenzialwachstum} - 2\%$; $\text{Inflation} < \text{Ziel} +1\%$)*
Ein positives, aber unter dem Potenzial liegendes Wachstum, das häufig auf eine schwache bis mäßige Produktivität, eine nachlassende Dynamik des Arbeitsmarktes oder nachlassende politische Impulse zurückzuführen ist. Die Inflation hält sich im Allgemeinen in Grenzen, kann aber leicht über dem Zielwert liegen.
- *Stagflation ($\text{Potenzialwachstum} > \text{BIP-Wachstum} > \text{Potenzialwachstum} - 2\%$; $\text{Inflation} > \text{Ziel} +1\%$)*
Ein belastendes makroökonomisches Umfeld, das ein unter dem Trend liegendes Wachstum mit einer deutlich über dem Zielwert liegenden Inflation kombiniert. Engpässe auf der Angebotsseite, Bedenken hinsichtlich der Glaubwürdigkeit der Politik oder geopolitische Schocks sind in der Regel die Ursache für die Divergenz zwischen schwacher Konjunktur und hohen Preisen.
- *Goldlöffchen ($\text{BIP-Wachstum} \geq \text{Potenzialwachstum}$; $\text{Inflation} < \text{Ziel} +1\%$)*
Ein gutartiges und breit angelegtes Wachstum, bei dem die starke Wirtschaftstätigkeit von einer gedämpften Inflation begleitet wird. Produktivitätssteigerungen, günstige Angebotsbedingungen oder wirksame politische Rahmenbedingungen sind häufig die Grundlage für diesen Zustand. Die Finanzbedingungen sind günstig, die Rentabilität der Unternehmen nimmt zu und die Realeinkommen steigen.
- *Überhitzung ($\text{BIP-Wachstum} \geq \text{Potenzialwachstum}$; $\text{Inflation} > \text{Ziel} +1\%$)*
Ein Regime mit hohem Wachstum und Inflationsdruck, das häufig durch eine starke Nachfrage, angespannte Arbeitsmärkte oder eine Ausweitung der Steuer- und Kreditvergabe angeheizt wird.

Fünf-Szenarios-Pfad

Während die Zustände definieren, wo wir sein können, legen die Wege fest, wie wir innerhalb von ein bis zwei Jahren dorthin gelangen. Jeder Weg beschreibt die Abfolge wirtschaftlicher und politischer Entwicklungen, die die Weltwirtschaft vom heutigen Zustand in einen der vier anderen Zustände oder in den gegenwärtigen Zustand führen könnten.

Die Pfad-Methodik ermöglicht es uns:

- nicht nur Ergebnisse, sondern auch Übergänge zu bewerten
- Wendepunkte und bedingte Auslöser zu identifizieren
- Risiken abzubilden, einschließlich nichtlinearer und binärer Ereignisse
- sicherzustellen, dass unser Basisfall auf einer strukturierten Untersuchung von Alternativen beruht

Unser Kapitel über die Konjunkturaussichten stützt sich direkt auf diesen Rahmen. Die „makroökonomischen Bruchlinien“, die das Jahr 2026 bestimmen - finanzpolitische Glaubwürdigkeit, Inflation/Finanzbedingungen, Wettbewerbsfähigkeit und Handels-/Industriepolitik - entsprechen den Schnittpunkten, die wir sehen und die bestimmen, welcher Szenario-Pfad sich verwirklicht.

Wie man die Szenario-Pfad-Beschreibungen liest

Jedes Szenario spiegelt eine kohärente Makrosequenz wider, nicht eine Vorhersage. Es ist wichtig zu beachten, dass jeder Pfad mehrere plausible Ereignisketten enthalten kann, so dass ein Pfad mehrere Beschreibungen enthalten kann. Die Szenarien werden auf regionaler Ebene - Vereinigte Staaten, Eurozone und China - formuliert, da diese drei Blöcke den globalen Makroimpuls bestimmen und eine unterschiedliche politische, demografische und wettbewerbsbezogene Dynamik aufweisen. Für jeden Weg kann der Fall mehrere plausible Szenarien haben.

Jede Szenario-Beschreibung ist bewusst knapp und stilisiert gehalten. Sie konzentriert sich auf die wichtigsten Faktoren, die die Wirtschaft in einen der fünf ökonomischen Zustände bringen würden, und liefert keine erschöpfenden Details.

Vereinigte Staaten

- Der Weg zu unterdurchschnittlichem Wachstum

In der Mitte steckengeblieben - Wachstumsdynamik bleibt schwach. Das Lohnwachstum schwächt sich ab, bleibt aber positiv, was dazu führt, dass der Konsum am Rande nachlässt, aber nicht einbricht, während die Unternehmensinvestitionen angesichts der politischen Unsicherheit zurückhaltend bleiben. Die finanzpolitischen Anreize bieten einen gewissen Ausgleich, aber die Handelskonflikte und die schwache Stimmung begrenzen das Aufwärtspotenzial. Der Arbeitsmarkt kühlt sich allmählich ab, obwohl die Arbeitslosigkeit im historischen Vergleich niedrig bleibt. Das Wachstum stabilisiert sich bei 1-1,5 % und liegt damit unter dem Potenzial, verhindert aber eine Schrumpfung.

Die anfänglichen Produktivitätsgewinne durch KI bleiben bescheiden und können das BIP nicht wieder auf sein Potenzial heben, und der produktivitätsbedingte Disinflationsdruck durch KI wird weitgehend durch Einwanderungsbeschränkungen und Zollkosten kompensiert, so dass die Inflation nicht unter 2,5 % fallen kann. Daher bleibt die Fed vorsichtig und hat nur einen begrenzten, aber allmählichen Spielraum zur Lockerung.

- Der Weg in ein rezessives Umfeld

- *Von der Schwächephase zum Stillstand* - Zölle, Handelskonflikte und politische Unsicherheiten beginnen, die Stimmung in der Wirtschaft zu belasten, während vorübergehende Unterstützungsmaßnahmen (Lagerbestände, staatliche Impulse) nachlassen. Das gedrückte Verbrauchervertrauen führt zu einer Verlangsamung des Verbrauchs. Die Inflation geht aufgrund von Zöllen und Dienstleistungskosten nicht auf das Zielniveau zurück; Einwanderungsbeschränkungen halten das Arbeitskräfteangebot knapp und sorgen für Lohndruck. Die Fed zögert zu lange und begrenzt die politische Unterstützung, da die Wachstumsdynamik nachlässt.
- *Der KI-Funken in einem fragilen System* - Das US-Finanzsystem erweist sich als fragiler als erwartet. Die bereits überzogenen Bewertungen von KI- und Mega-Cap-Tech-Aktien korrigieren drastisch, da die Produktivitätssteigerungen nicht in großem Umfang eintreten. Dies löst eine breitere Neubewertung risikoreicher Anlagen aus und könnte Schwachstellen z. B. bei fremdfinanzierten Unternehmen und im gewerblichen Immobiliensektor aufdecken. Die Korrektur wirkt sich durch eine Verknappung der Kredite, höhere Finanzierungskosten und einen Rückgang des Vermögens der privaten Haushalte aus. Die schwache Verbraucherstimmung sinkt weiter, die Investitionen werden zurückgefahren, und die Kreditkonditionen verschlechtern sich. Das Ergebnis wäre ein synchroner Rückgang bei Ausgaben und Investitionen.
- *Der finanzpolitische Druck* - Der schiere Umfang der US-Schuldenlast und die anhaltenden Defizite beginnen die Finanzlage zu belasten. Bei jährlichen Defiziten von über 6 % und einer Staatsverschuldung von mehr als 120 % des BIP steigt die Zahl der Staatsanleihen stark an. Politische Einmischung untergräbt die US-Institutionen weiter: Druck auf die Unabhängigkeit der Fed verringert die Glaubwürdigkeit, während die Manipulation von Statistiken das Vertrauen in die offiziellen Daten untergräbt. Das Vertrauen der Anleger verschlechtert sich, was die Renditen am langen Ende stark ansteigen lässt, da die Märkte einen größeren Ausgleich für das Haushaltsrisiko verlangen. Die „Big Beautiful Bill“ verschärft das Problem, indem sie die Einnahmen durch Steuersenkungen aushöhlt und gleichzeitig die sozialen Sicherheitsnetze beschneidet, ohne ein dauerhaftes Wachstum zu schaffen. Steigende Staatsanleihenrenditen wirken sich auf die Kreditkosten von Unternehmen und Hypothekenzinsen aus und verdrängen die private Nachfrage. Die Aktivität leidet unter den verschärften finanziellen Bedingungen.

- Der Weg zur Stagflation

- *Stockend und schleppend* - Wachstumsdynamik bleibt schwach. Der Konsum lässt nach, bricht aber nicht ein, während die Unternehmensinvestitionen angesichts der politischen Unsicherheit zurückhaltend bleiben. Die finanzpolitischen Anreize bieten einen gewissen Ausgleich, aber die Handelskonflikte und die schwache Stimmung begrenzen das Aufwärtspotenzial. Der Arbeitsmarkt kühlt sich allmählich ab, obwohl die Arbeitslosigkeit im historischen Vergleich niedrig bleibt. Das Wachstum stabilisiert sich bei 1-1,5 % und liegt damit unter dem Potenzial, verhindert aber eine Schrumpfung.
- Die Beschränkungen auf der Angebotsseite wirken sich negativ aus: Die verschärfte Zuwanderungspolitik schränkt die Verfügbarkeit von Arbeitskräften im Dienstleistungssektor ein, während die Bemühungen, die Produktion ins

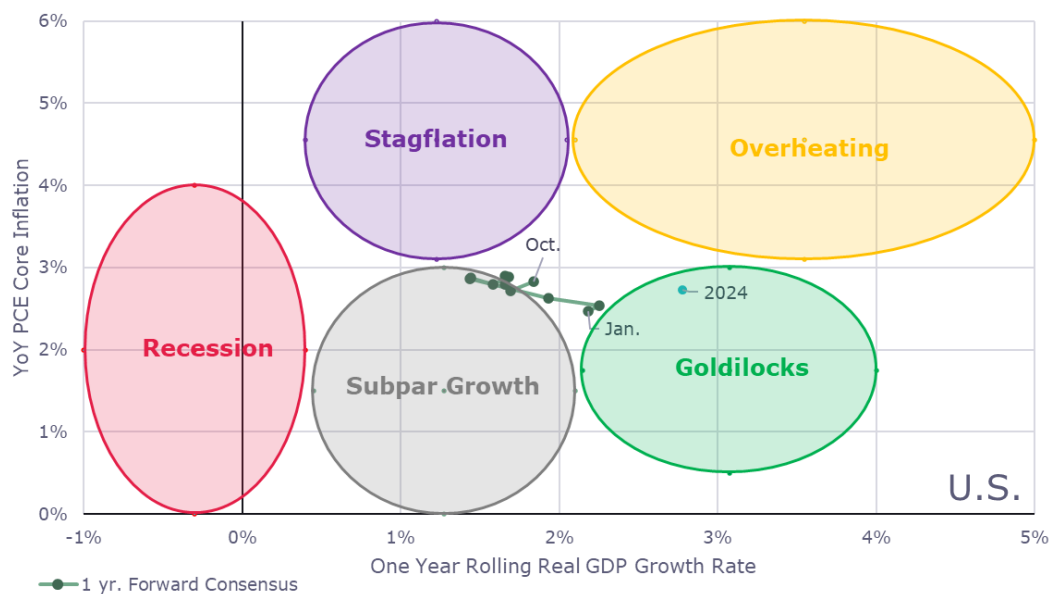
Ausland zu verlagern, sich auch auf die Nachfrage nach Arbeitskräften auswirken und das Lohnwachstum anheizen. Die anfänglichen Produktivitätsgewinne durch KI bleiben bescheiden und können kein Gegengewicht bilden. Zölle halten die Warenpreise hoch, während die Kosten für Wohnraum hartnäckig bleiben. Dies alles zusammen lässt die Kerninflation wieder über 3 % steigen. Die Fed steckt in der Zwickmühle - sie kann die Zinsen angesichts des Inflationsdrucks nicht senken, aber auch nicht erhöhen, ohne die wirtschaftliche Abkühlung zu verschärfen. Sowohl das Wachstum als auch die Inflation befinden sich in einem ungemütlichen Bereich.

- Der Weg zu Goldlöffchen

- *Wieder auf dem richtigen Weg* - Die US-Wirtschaft hat wieder Tritt gefasst. Der Fed gelingt es, das richtige Gleichgewicht zwischen Inflation und Wachstum zu finden: Eine geldpolitisch zurückhaltende Wende Ende 2025 stabilisiert die Erwartungen und lockert die Finanzierungsbedingungen. Die politischen Störungen durch die Regierung lassen etwas nach, und es gibt weniger destabilisierende politische Überraschungen als Anfang 2025, so dass Haushalte und Unternehmen mit größerer Zuversicht planen können. Die Desinflation schreitet voran, ohne größere Einbrüche der Wirtschaftstätigkeit, während bescheidene Produktivitätssteigerungen für eine positive Überraschung sorgen. Das Verbrauchervertrauen verbessert sich, der Arbeitsmarkt bleibt stabil, und das Wachstum beschleunigt sich wieder in Richtung Potenzial.
- *Die KI-Dividende* - KI-Entwicklungen beschleunigen das Produktivitätswachstum und führen zu einer schrittweisen Veränderung. Die ersten sichtbaren Zuwächse in den Bereichen IT und Finanzen weiten sich in bescheidenem Maße auf die Bereiche Gesundheitswesen, Logistik und freiberufliche Dienstleistungen aus. Der Aktien- und Investitionsboom stärkt das Vertrauen, und die Produktivität wird zum neuen Wachstumsmotor. Da erste Anzeichen von Effizienzsteigerungen zur Eindämmung der Lohnstückkosten beitragen, nimmt die Fed eine zurückhaltendere Haltung ein und unterstützt eine dauerhafte Goldlöffchen-Expansion.

- Der Weg zur Überhitzung

- *Too hot to handle* - Steuerliche und politische Kräfte kollidieren mit technologischen Impulsen und bringen die US-Wirtschaft aus dem Gleichgewicht. Trumps „Big Beautiful Bill“ sorgt für fiskalische Anreize durch Steuersenkungen, während die Fed aufgrund des politischen Drucks und der von Trump ernannten Fed-Gouverneure übermäßig akkommodierend bleibt. Gleichzeitig breiten sich die KI-bedingten Produktivitätsgewinne auf verschiedene Sektoren aus und kurbeln Investitionen und Aktivität an, was das Vertrauen stärkt. Die Finanzbedingungen lockern sich drastisch, da sich die Aktienmärkte erholen und die Kreditspreads sich verengen, was die Nachfrage weiter anregt. Der kombinierte Effekt ist eine überhitzte Mischung. Obwohl der zunehmende Einsatz von KI und die steigende Produktivität deflationär wirken, verknappen Einwanderungsbeschränkungen und Verlagerungsbemühungen in der Produktion das Arbeitskräfteangebot genau dort, wo die KI-Automatisierung nicht ausreicht, und verstärken den Lohndruck dort, wo es weh tut: im Dienstleistungssektor, in der spezialisierten Fertigung und bei den weniger anspruchsvollen Tätigkeiten, die sich der Automatisierung entziehen. Zölle verstärken die kostentreibende Inflation, selbst wenn sich das Wachstum über das Potenzial hinaus beschleunigt. Das Wachstum steigt über das Potenzial und die Inflation beschleunigt sich wieder auf über 3 %.



US-Szenario- Wahrscheinlichkeiten	Konsens	Anthos	
	Dez. 2025	Dez. 2025	Nov. 2025
Unterdurchschnittliches Wachstum	Consensus Base Case; >30%	34%	34%
Goldilocks-Szenario	<40%	8%	8%
Inflationsboom		9%	9%
Stagflation		29%	29%
Rezession	30%	19%	19%

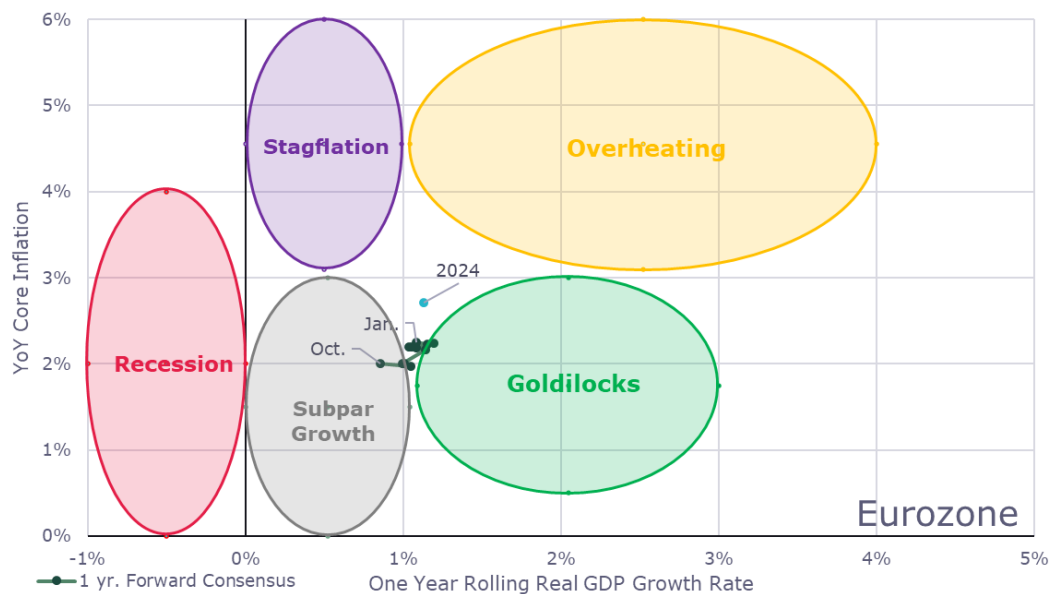
Eurozone

- Der Weg zu unterdurchschnittlichem Wachstum
 - *Im Schneckentempo gefangen* - Die Eurozone vermeidet Extreme, verharrt jedoch in einem Zustand von niedrigem Wachstum und moderater Inflation. Das verarbeitende Gewerbe stabilisiert sich auf einem schwachen Niveau, die Exporte bleiben durch den globalen Wettbewerb und die Zölle unter Druck. Deutsche Schwachstellen ziehen an, aber Frankreich und Spanien federn ab. Die privaten Haushalte bleiben vorsichtig: Die Reallöhne sind positiv, aber das Vertrauen bleibt schwach, was das Konsumwachstum begrenzt. Die Investitionen sind gedämpft, aber nicht rückläufig. Staatliche Finanzstützen aus Verteidigungs- und Klimaprogrammen brauchen Zeit, um umgesetzt zu werden, so dass kein entscheidender Aufschwung entsteht. Das Wachstum bewegt sich um 0,5-1 % und ist zu schwach, um die Produktionslücke zu schließen. Die Inflation geht zurück, normalisiert sich aber nicht vollständig. Die Preise im Dienstleistungssektor bleiben aufgrund struktureller Arbeitsmarktengpässe hartnäckig, während die Energiepreise stabil bleiben und den Kernindex bei 2,3-2,6 % halten. Da der Kreditzyklus Anzeichen für eine Erholung aufweist, beendet die EZB ihren Zinssenkungszyklus und pendelt sich in der Nähe des derzeitigen Niveaus ein - vorsichtig, um die Inflation nicht wieder anzukurbeln, aber auch nicht bereit, die Geldpolitik zu straffen.
- Der Weg in ein rezessives Umfeld
 - *Der Motor stockt* - Der Produktions- und Exportmotor der Eurozone wird durch Trumps Zölle, die gedämpfte chinesische Nachfrage und die zunehmende chinesische Konkurrenz im Automobil- und Maschinenbausektor belastet. Die Stornierung deutscher Aufträge breitet sich entlang der EU-Lieferketten aus, und Investitionspläne werden in der gesamten EU verschoben. Die Inlandsnachfrage kann dies nicht ausgleichen. Die Haushalte ziehen sich trotz positiver Reallöhne zurück: Das Vertrauen sinkt aufgrund schwächerer Arbeitsmarktdaten und der Volatilität bei risikoreichen Anlagen, während höhere effektive Hypothekenzinsen in Teilen der Peripherie die Nachfrage nach langlebigen Gütern bremsen. Da sowohl die Nettoexporte als auch die Investitionen negativ sind und der Konsum stagniert oder sinkt, kippt die Eurozone in die Kontraktion. Die EZB nimmt weitere Zinssenkungen vor, wird aber durch die hartnäckige Dienstleistungsinflation und die Uneinigkeit zwischen Falken und Tauben behindert; die Lockerung ist zu vorsichtig, um die Verknappung der Kreditvergabe auszugleichen. Die Kreditvergabe der Banken geht zurück; die politischen Kompensationen aus den EU-Verteidigungs-/Klimaprogrammen und den deutschen Konjunkturprogrammen werden nur langsam umgesetzt (Genehmigungs- und Kapazitätsengpässe), so dass es in den nächsten 12 Monaten an Unterstützung mangelt.
 - *Stressschleife für Staaten* - Eine Reihe von politischen Pattsituationen in wichtigen Mitgliedstaaten macht die Haushaltskonsolidierung zu einem beweglichen Ziel. In Frankreich führt die Blockade zwischen dem Präsidenten und einer gespaltenen Nationalversammlung zu einer Lähmung. In Italien verlangsamen die Belastungen durch die Koalition und die steigenden Ausgaben (Löhne, Renten, alte Steuervorteile) die Reformdynamik, wobei die Ziele des EU-Konjunkturprogramms zunehmend gefährdet sind. Da die Inflation im Dienstleistungssektor nach wie vor hartnäckig ist, zögert die EZB, den TPI energisch einzusetzen; Bedenken hinsichtlich der Zulässigkeit (Einhaltung der Regeln, Nachhaltigkeit) und die Uneinigkeit zwischen Falken und Tauben begrenzen das Handeln. Dies führt dazu, dass institutionelle Anleger (Pensionskassen, Versicherungen, Indexfonds) aufgrund von Herabstufungen und Indexregeln zu Verkäufen gezwungen werden, während die Banken Bewertungsverluste nach Marktwert hinnehmen müssen. Die Kreditbedingungen verschärfen sich in der gesamten Union; KMU und private Haushalte müssen höhere Kreditzinsen zahlen. Staatliche Kompensationen (EU-Verteidigungs-/Klimaausgaben, deutsche Konjunkturprogramme) kommen zu langsam an.
- Der Weg zur Stagflation
 - *Zäh und langsam* - Die Eurozone kommt nicht wieder in Schwung. Das verarbeitende Gewerbe stabilisiert sich auf einem schwachen Niveau, die Exporte bleiben durch den globalen Wettbewerb und die Zölle unter Druck. Das verarbeitende Gewerbe erholt sich nicht nennenswert, da es durch den globalen Wettbewerb und eine sich vergrößernde Innovationslücke belastet wird, während das Verbrauchervertrauen gedämpft bleibt und der Konsum zurückhaltend ist. Die Inflation weigert sich jedoch, sich zu beruhigen. Die Arbeitskosten werden wieder zum Hauptfaktor: Wahlsiege der Rechten schränken die Einwanderung ein und verknappen das Arbeitskräfteangebot in

bereits angespannten Sektoren wie dem Baugewerbe, der Logistik und dem Gesundheitswesen. Die demografische Entwicklung verstärkt den Druck, da immer mehr Menschen in den Ruhestand gehen, während die Arbeitnehmer im Dienstleistungssektor nach Jahren realer Lohnverluste weiterhin Nachholzahlungen fordern, wobei die Tarifabschlüsse im öffentlichen Sektor den Ton angeben. Das Ergebnis ist eine strukturell hartnäckige Dienstleistungsinflation, die die Kerninflation wieder auf über 3 % treibt, selbst wenn das Wachstum bei 1 % stagniert. Die EZB sitzt in der Zwickmühle - sie kann die Zinsen nicht weiter senken, da die Inflation steigt, das Wachstum aber zu schwach ist, um sich zu normalisieren.

- *Energierückschlag* - Die Eskalation in der Ukraine und/oder im Nahen Osten führt zu erneuten Unterbrechungen der LNG-Versorgung und lässt die Gas- und Strompreise drastisch steigen. LNG macht derzeit nur etwa 9 % des gesamten Energiemixes in der Eurozone aus, spielt aber als marginale Versorgungsquelle eine entscheidende Rolle bei der Preisgestaltung in den Bereichen Stromerzeugung, Heizung und Industrie. Energieintensive Sektoren fahren ihre Produktion zurück, während die Haushalte mit steigenden Stromrechnungen konfrontiert werden. Das Ergebnis ist eine strukturell hartnäckige Dienstleistungsinflation, die die Kerninflation wieder auf über 3 % treibt, selbst wenn das Wachstum bei 1 % stagniert. Die EZB ist gezwungen, ihren Lockerungszyklus zu verlangsamen, da sie nicht in der Lage ist, die Konjunktur abzufedern. Die finanzpolitische Zersplitterung lässt die politische Reaktion Stückwerk bleiben und unterstreicht die strukturelle Abhängigkeit der Eurozone von Energieeinfuhren.
- Der Weg zu Goldlöffchen
 - *Zurück im Spiel* - Nach der Talsohle nimmt der Konjunkturzyklus eine entschiedene Wende: Exportdiversifizierung und eine stärkere Binnennachfrage innerhalb der EU verankern das Wachstum. Da mehr als 60 % der Exporte im Binnenmarkt verbleiben, können die europäischen Unternehmen die schwächere chinesische Nachfrage und die Belastung durch die US-Zölle ausgleichen. Die deutschen finanzpolitischen Impulse und die EU-weiten Verteidigungsausgaben wirken sich auf die regionalen Lieferketten aus und stärken die Binnennachfrage in der gesamten EU. Gleichzeitig bieten die Haushalte Unterstützung: Die Sparpolster sind erhöht, und da die Desinflation die Realeinkommen ansteigen lässt, steigt der Konsum. Die frühen Zinssenkungen der EZB wirken sich auf die Kreditbedingungen aus und stabilisieren die Investitionen. Die Schrumpfung des verarbeitenden Gewerbes lässt nach, die Auftragsbestände bleiben stabil, und der Dienstleistungssektor bleibt standhaft. Mit einer Inflationsrate, die wieder in Richtung 2 % tendiert, und einem Wachstum, das sich im Bereich von 1,1 bis 2,0 % stabilisiert, scheint die Eurozone nach Jahren der Stagnation endlich wieder im Spiel zu sein.
 - *Volle Kraft voraus* - Eine öffentlich-private Investitionswelle führt den Aufschwung an. Die Verteidigungsausgaben der EU (finanziert über Eurobonds) und nationale Programme (insbesondere in Deutschland) führen zu privaten Investitionen in Infrastruktur und Automatisierung. Die Investitionsoffensive des Green Deal, mit Großprojekten im Bereich der erneuerbaren Energien und der Stromnetze, beginnt Früchte zu tragen. Die Produktivität verbessert sich gerade genug, um die Lohnstückkosten einzudämmen, während die Nachfrage steigt. Die EZB senkt die Zinssätze moderat und vertraut auf eine verankerte Inflation. Das Wachstum zieht auf 1,5-2,5 % an und die Inflation bleibt unter 3 %.
- Der Weg zur Überhitzung
 - *Alle Triebwerke zünden* - Damit die Eurozone überhitzen kann, müssen mehrere Triebwerke gleichzeitig zünden. Die Umstellung auf eine expansive Finanzpolitik, die durch Investitionen in Verteidigung und Umweltschutz vorangetrieben und zum Teil durch Eurobonds finanziert wird, gibt den ersten Anstoß. Diese öffentliche Ausgabenwelle zieht private Investitionen nach sich und setzt Investitionen in erneuerbare Energien, Stromnetze, Elektroindustrie und Automatisierung frei. Bürokratiereformen in Deutschland verkürzen Genehmigungsfristen und beschleunigen die Umsetzung. Die Haushalte schalten einen zweiten Motor ein: Mit hohen Sparguthaben und steigenden Realeinkommen beginnen die Verbraucher, ihre Rücklagen aufzubrechen und geben mehr Geld für Dienstleistungen und langlebige Konsumgüter aus. Dies führt zu einer Ausweitung der Inlandsnachfrage bei gleichzeitiger Stabilisierung der Industrie. Die Finanzmärkte liefern die weitere Befeuerung. Die Aktienrallye und die engen Kreditspreads senken die Finanzierungskosten und ermutigen die Unternehmen, sich zu verschulden und zu expandieren. Leichte Marktfinanzierung und überhöhte Bewertungen verstärken die Investitionswelle, während

Wohlfandeffekte auf das Vertrauen der Haushalte durchschlagen. Die Wirtschaft der Eurozone beschleunigt ihr Wachstum auf über 1,5 %, doch strukturelle Engpässe bei den Arbeitskräften, den Baukapazitäten und den Energienetzen führen zu harten Angebotsobergrenzen. Der Lohndruck verschärft sich in Sektoren, die nicht schnell automatisiert werden können, von der Logistik bis zum Gesundheitswesen, und die Dienstleistungsinflation steigt wieder auf über 3 %. Wenn die Inflation wieder ansteigt, bleibt die Politik hinter der Kurve zurück. Statt eines ausgewogenen Aufschwungs erlebt die Union einen kurzen, aber ausgeprägten Überhitzungszyklus, der durch die seltene Verbindung von fiskalischen Impulsen, privatem Investitionsboom und Marktüberschwang angetrieben wird.



Eurozonen-Szenario-Wahrscheinlichkeiten	Konsens	Anthos	
	Dez. 2025	Nov. 2025	Okt. 2025
Unterdurchschnittliches Wachstum	Consensus Base Case (>25%)	46%	46%
Goldilocks-Szenario	<50%	8%	8%
Inflationsboom		6%	6%
Stagflation		14%	14%
Rezession	25%	26%	26%

China

- Der Weg zu unterdurchschnittlichem Wachstum

- *Der Balanceakt* - China vermeidet eine Wachstumsverschlechterung unter 3 %, ist aber nicht in der Lage, das Wachstum spürbar zu beschleunigen. Der Immobiliensektor hat weiterhin Probleme, aber die Zahlungsausfälle halten sich in Grenzen, und die Regierung schafft eine langsame, kontrollierte Anpassung ohne größere Krise. Die Exporte stabilisieren sich, aber die globale Diversifizierung weg von China begrenzt jegliche Erholung, während US- und EU-Zölle das Aufwärtspotenzial einschränken.

Die Inlandsnachfrage bleibt gedämpft. Die privaten Haushalte halten an ihren Ersparnissen fest, und der Konsum wächst nur mäßig. Die Lohnzuwächse sind uneinheitlich, und in einigen Sektoren besteht nach wie vor ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, das jedoch nicht ausreicht, um die Inflation auf breiter Front anzukurbeln. Die Inflation nähert sich der Nulllinie, bleibt aber mit einem Verbraucherpreisindex von etwa 0,5-1 % leicht positiv. Die Deflationsrisiken schwinden, aber es gibt keine starke Preisdynamik. Das Wachstum stabilisiert sich unterhalb des Potenzials, aber oberhalb des Rezessionsniveaus. Die Politik bleibt in einem vorsichtigen Lockerungsmodus: Die PBoC stellt Liquidität und selektive Zinssenkungen zur Verfügung, während die Finanzpolitik strategische Sektoren ohne breit angelegte Stimulierung unterstützt. Peking räumt der Stabilität Vorrang vor dem Wachstum ein und ist bestrebt, die Risiken in den Bereichen Immobilien, Staatsverschuldung und Kapitalströme zu beherrschen und gleichzeitig Extreme zu vermeiden.

- Der Weg in ein rezessives Umfeld

- *Die Zögerlichkeitsfalle* - Chinas fragiles Wachstumsmodell kippt unter 3 % BIP-Wachstum, da sein verbleibender Motor (Exporte) ins Stocken gerät. Der Immobilienabschwung vertieft sich und untergräbt das Vermögen der Haushalte und die Baunachfrage. Die von Grundstücksverkäufen abhängigen und durch LGFV-Schulden belasteten Kommunalverwaltungen drosseln ihre Ausgaben, da sich die Finanzierungsbedingungen verschlechtern. Gleichzeitig verschärft sich der externe Gegenwind durch die Ausweitung der Zölle aus den USA, die europäischen Handelskonflikte nehmen zu, und globale Unternehmen verlagern ihre Lieferketten weiter, wodurch Chinas wichtigste Wachstumsmotoren ausgehöhlt werden. Da die Exporte unter Druck stehen, der Immobilienmarkt nach wie vor unter Druck steht und der Konsum aufgrund eines negativen Vermögenseffekts und eines schwachen Vertrauens zurückgeht, rutscht China in die Rezession ab.

Peking ergreift schrittweise Maßnahmen – gezielte Kreditunterstützung, selektive fiskalische Lockerung –, bleibt aber zu vorsichtig, um breit angelegte Konjunkturmaßnahmen zu ergreifen. Die Sorge um die Verschuldung, die Angst vor Kapitalflucht und die Vorliebe für eine schrittweise Anpassung führen zu einem Zögern. Das Ergebnis ist eine politische Reaktion, die zu spät kommt und zu gering ist, um die Dynamik zu stabilisieren, so dass sich eine rezessive Dynamik entfalten kann.

Damit China in eine echte Rezession abrutscht, wäre jedoch wahrscheinlich ein politischer Fehltritt erforderlich. Peking bleibt entweder zu lange zögerlich, setzt auf die falschen Instrumente (staatlich gelenkte Investitionen mit niedrigen Multiplikatoren statt Unterstützung der Haushalte) oder unterschätzt, wie schnell das Vertrauen schwindet. In diesem Fall verlieren die Konjunkturmaßnahmen an Wirkung, da Unternehmen und Haushalte nicht mehr an die Fähigkeit Pekings zur Stabilisierung glauben, was zu einem sich selbst verstärkenden Abschwung führt.

- Der Weg zur Stagflation

- *Kosten ohne Wachstum* - China vermeidet eine Schrumpfung, ist aber nicht in der Lage, sein Wachstum zu beschleunigen und bleibt in einem fragilen Gleichgewicht gefangen. Der Immobiliensektor hat weiterhin Probleme, aber die Zahlungsausfälle halten sich in Grenzen, und die Regierung schafft eine langsame, kontrollierte Anpassung ohne größere Krise. Die Exporte stabilisieren sich, aber die globale Diversifizierung weg von China begrenzt jegliche Erholung, während US- und EU-Zölle das Aufwärtspotenzial einschränken. Die Inlandsnachfrage bleibt gedämpft. Die privaten Haushalte halten an ihren Ersparnissen fest, und der Konsum wächst nur mäßig. Neue geopolitische Erschütterungen in der Ukraine und im Nahen Osten lassen die Energiepreise weltweit steigen. Trotz der Preisnachlässe für russisches Rohöl und Pipeline-Gas bleibt China stark von Öl- und LNG-Importen

abhängig, und als Preisnehmer ist China anfällig für globale Preisschwankungen. Höhere Inputkosten wirken sich auf die Industrie und die Versorgungsunternehmen aus und erhöhen die Gesamtinflation, selbst wenn das Wachstum stagniert. Gleichzeitig wird der Kostendruck durch strukturelle Ungleichgewichte auf dem Arbeitsmarkt verstärkt. Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter schrumpft, die Abwanderung vom Land in die Stadt hat sich verlangsamt, und in Sektoren wie der Logistik, dem Gesundheitswesen und der High-End-Fertigung gibt es nach wie vor Fachkräftemangel. Selbst wenn die Arbeitslosigkeit auf breiter Ebene immer noch hoch ist, treiben diese Ungleichgewichte die Löhne im Dienstleistungssektor in die Höhe, was zu einer stärkeren Inflation führt. Da der Immobilienmarkt nach wie vor schwach ist, der Konsum gedämpft wird und die Exporte unter Druck stehen, bleibt das Wachstum unter dem Potenzial. Dennoch bewegt sich die Inflation auf 3 % und mehr zu, so dass die politischen Entscheidungsträger in der Falle sitzen und die Glaubwürdigkeit der Politik untergraben wird.

- Der Weg zu Goldlöckchen

- *Wiederhergestellte Stabilität* - Die Verschlechterung des Immobilienmarktes wird gestoppt - zwar nicht gelöst, aber durch Pekings gezielte Maßnahmen für Erstwohnungskäufer und die selektive Lockerung der Kreditvergabe eingedämmt. Zahlungsausfälle verschwinden aus den Schlagzeilen und stabilisieren die Wahrnehmung des Vermögens der Haushalte.

Die Exporte diversifizieren sich leicht in Richtung ASEAN und Globaler Süden, während ein besser als erwartetes Handelsabkommen mit den USA den Zolldruck abmildert und die Gesamtvolumina stabilisiert. Da die Auslandsnachfrage weniger anfällig ist, passt sich Chinas Exportmaschine eher an, als dass sie schrumpft. Der Konsum steigt, da sich das Vertrauen aufgrund stabilerer Immobilienaussichten und eines sich stabilisierenden Arbeitsmarktes verbessert. Das Vorsorgespargen bleibt hoch, aber die Haushalte beginnen, ihre Ausgaben konsequenter zu tätigen.

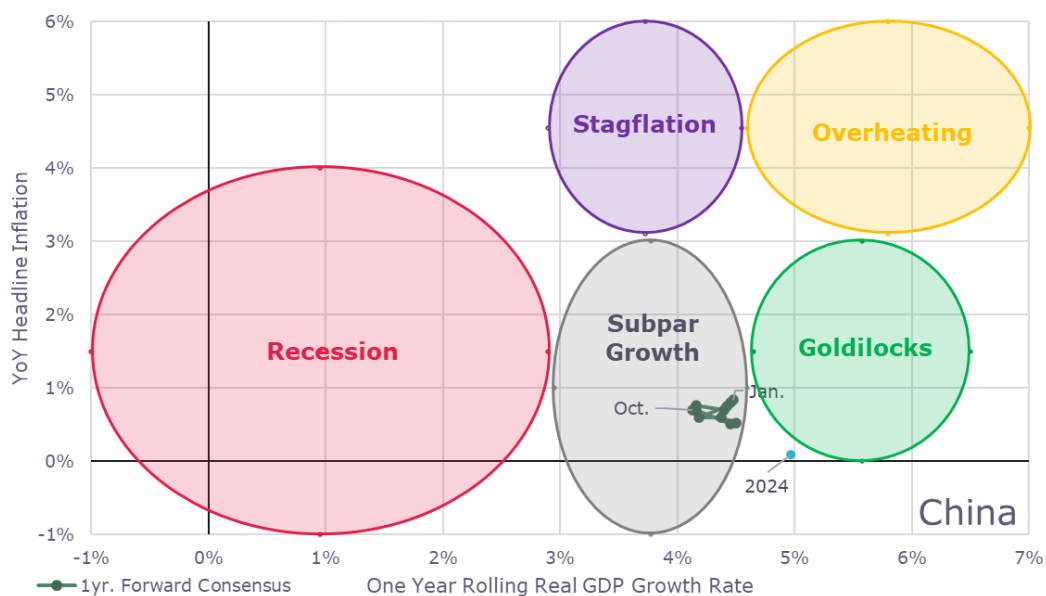
Die Inflation kehrt in den positiven Bereich zurück - kein sprunghafter Anstieg, aber genug, um Deflationsängste zu zerstreuen. Die politischen Entscheidungsträger bleiben vorsichtig, aber ihre schrittweise Lockerung gewinnt an Glaubwürdigkeit, da sich das Wachstum stabilisiert. Das Ergebnis ist ein zerbrechliches, aber praktikables Gleichgewicht: ein schmaler Goldlöckchen-Pfad der wiederhergestellten Stabilität.

- Der Weg zur Überhitzung

- *Über die rote Linie* - Chinas Aufschwung gewinnt mehr an Fahrt als erwartet. Der Immobiliensektor steht auf festeren Füßen: Die Verkäufe entwickeln sich leicht positiv, der Preisrückgang wird gestoppt, und die gezielte Unterstützung von Erstwohnungskäufern begrenzt das Risiko weiterer Zahlungsausfälle. Der Sektor ist zwar noch nicht vollständig wiederhergestellt, aber er bremst das Wachstum nicht mehr aus. Die Verbraucher erhöhen ihre Ausgaben, da sich die Stabilität der Arbeitsplätze verbessert und die Löhne steigen, und greifen auf Ersparnisse zurück, die in den Jahren der Unsicherheit zurückgehalten wurden. Die Inlandsnachfrage verstärkt sich bei Dienstleistungen und langlebigen Gütern.

Die Exporte überraschen positiv: Die weltweite Nachfrage nach E-Fahrzeugen, Batterien und Solarprodukten sorgt für einen Rekordauftragsbestand, während die Diversifizierung in Richtung der aufstrebenden Länder in Asien, dem Nahen Osten und Afrika an Fahrt gewinnt. Eine länger anhaltende Handels erleichterung mit den USA mildert den zollbedingten Gegenwind, verhindert weitere externe Belastungen und unterstützt die Wachstumsdynamik.

Peking verstärkt den Aufschwung durch eine energischere Politik: Die Steuerausgaben für Infrastruktur und grüne Projekte werden erhöht, während die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen gelockert wird. Da sich die Nachfrage ausweitet und die Politik sie verstärkt, beschleunigt sich das Wachstum auf über 5,5 % und liegt damit über dem Potenzial. Doch die Kosten steigen schnell. Ein erneuter Energieschock auf den globalen Öl- und Flüssiggasmärkten lässt die Importkosten trotz der Preisnachlässe aus Russland in die Höhe schnellen, während die Ungleichgewichte auf dem Arbeitsmarkt die Löhne im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe in die Höhe treiben. Die Inflation klettert, ungewöhnlich für China, in Richtung 3 %. Die PBoC zögert, in eine Phase der Stärke hinein zu straffen, und lässt die Wirtschaft dadurch heiß laufen.



China Scenario likelihoods	Konsens	Anthos	
	Dez. 2025	Nov. 2025	Okt. 2025
Unterdurchschnittliches Wachstum	Konsens-Basisszenario (>23%)	53%	53%
Goldilocks-Szenario	< Markt-Basisszenario-Wahrscheinlichkeit	14%	14%
Inflationsboom		6%	6%
Stagflation		14%	14%
Rezession	10%	16%	16%

Haftungsausschluss

Dieses Dokument wird vertraulich und ausschließlich zu Informations- und Erörterungszwecken bereitgestellt und ist in keinem Land als Angebot, als Vermarktung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen zu verstehen. Es wurde von der Anthos Fund & Asset Management B.V. („Anthos“) zusammengestellt und darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Anthos weder vervielfältigt noch an Dritte weitergeleitet werden.

Anthos (HR-Nummer 34258108) ist im Besitz einer Lizenz der niederländischen Aufsichtsbehörde für die Finanzmärkte (AFM). Das vorliegende Dokument ist ausschließlich bestimmt für (a) professionelle Anleger im Sinne des niederländischen Finanzaufsichtsgesetzes, (b) qualifizierte Anleger im Sinne von Artikel 10(3) und (3ter) des eidgenössischen Kollektivanlagengesetzes und seiner Durchführungsverordnung oder (c) Personen, die nach anderen anwendbaren Gesetzen zum Erhalt derartiger Informationen autorisiert sind.

Das vorliegende Dokument ist auf keinen Fall bestimmt für Personen in Hoheitsgebieten, in denen es (aufgrund von Nationalität oder Wohnsitz der jeweiligen Person oder aus sonstigen Gründen) untersagt ist, ausländische Finanzinstrumente oder finanzielle Dienstleistungen anzubieten, wie z.B. im Fall von US-Bürgern und -Einwohnern, oder in denen die Dienstleistungen von Anthos nicht verfügbar sind.

Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen oder Informationen stellen auf gar keinen Fall eine Aufforderung, ein Angebot oder eine Empfehlung zum An- oder Verkauf oder zur Veräußerung jeglicher Anlagen, zum Abschluss anderer Geschäfte oder zur Bereitstellung jeglicher Anlageempfehlungen oder -dienstleistungen dar. Die in dem vorliegenden Dokument dargebotenen Informationen dürfen von Anlegern auf gar keinen Fall als Grundlage für Anlageentscheidungen aufgefasst werden, da diese unvollständig sein oder Änderungen unterliegen können. Vor der Investition in ein Anthos-Produkt müssen die Interessenten die von Anthos bereitgestellten Rechtshinweise sorgfältig zur Kenntnis nehmen. Falls dieses Dokument Informationen über Unterfonds von Anthos Fund II RAIF-SICAV S.A. enthält, nehmen Sie bitte vor Ihrer endgültigen Investitionsentscheidung unbedingt erst das spezifische Private Placement Memorandum von Anthos Fund II RAIF-SICAV S.A. zur Kenntnis.

Obwohl Anthos immer darum bemüht ist, genaue, vollständige und aktuelle Informationen bereitzustellen, die aus für zuverlässig gehaltenen Informationsquellen eingeholt wurden, wird keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Garantie oder Zusicherung in Bezug auf die Genauigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen erteilt.

Der Wert von Investitionen kann Schwankungen unterliegen. Eine in der Vergangenheit erzielte Performance ist nicht als Prognose für zukünftige Ergebnisse aufzufassen. Bei den dargestellten Szenarien handelt es sich nicht um exakte Angaben, sondern um eine Schätzung der zukünftigen Performance, die auf in der Vergangenheit erfassten Daten, die eine Aussage über die Wertentwicklung dieser Investition bieten, und/oder auf aktuellen Marktbedingungen beruht. Die von Ihnen erzielten Ergebnisse sind davon abhängig, wie sich der Markt entwickelt und wie lange Sie die Investition/das Produkt halten.