

The Compass 2026



Vorwort

01. Dezember 2025

Sehr geehrte Kundinnen und Kunden,

wir freuen uns, Ihnen *The Compass 2026* vorzustellen – unsere jährliche Flaggschiff-Publikation, die eine unverwechselbare europäische Perspektive auf die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte bietet.

Trump 2.0 erweist sich als deutlich turbulenter und disruptiver, als viele noch vor einem Jahr erwartet hatten. Die alte Weltordnung zerfällt, während die neue noch nicht klar definiert ist. Erste Konturen sind erkennbar: ein stärker interventionistischer Staat, nationale Interessen vor globalen Regeln und eine zunehmend nach innen gerichtete US-Politik.

Trotz robuster globaler Wachstumsraten im Jahr 2025 und einer starken Aktienmarktentwicklung, getragen vom KI-Boom, bleibt die Unsicherheit bestehen. Die anfängliche Euphorie über das transformative Potenzial von KI wird durch Sorgen über die schwindende „Pax Americana“ gedämpft. Der US-Dollar hat gegenüber den wichtigsten Währungen rund 10% nachgegeben, während Gold neue Rekordhöhen erreicht hat.

Der Blick nach vorn: 2026 steht im Zeichen der Kontinuität und der Fortsetzung vertrauter Muster. KI bleibt das dominierende Marktthema, während die unberechenbare Politik von Präsident Donald Trump weiterhin Volatilität in den Bereichen Handel, Fiskalpolitik, Sicherheit und Migration erzeugt. Die mögliche Politisierung der US-Notenbank zählt zu unseren zentralen Risiken.

In diesem Umfeld sind Agilität und Diversifikation für Anleger entscheidend. Die Unternehmensbewertungen bleiben hoch, was kaum Raum für Enttäuschungen lässt und die Bedeutung einer selektiven Positionierung sowie eines konsequenten Risikomanagements unterstreicht.

Wir laden Sie ein, die zweite Ausgabe von *The Compass* zu erkunden – mit fundierten Einblicken in die aktuellen Themen und klaren Implikationen für Ihre Investmententscheidungen.

Mit den besten Wünschen für das kommende Jahr!

Manuela

Manuela D'Onofrio

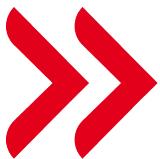
Vorsitzende von
The Investment Institute

Fabio

Fabio Petti

Co-Vorsitzender von
The Investment Institute

WELCHE WELT?	2
Das Trump-Nachbeben	
UNSERE STORYLINE	3
BLICK AUF DIE WIRTSCHAFT	4
2026: Jahr der geoökonomischen Anpassung	
BLICK AUF DIE MÄRKTE	14
Verhaltener Optimismus: Risikoappetit stößt auf geopolitische Realitäten	
TOP STORIES FÜR 2026	21
1. Europa vor dem Realitätscheck	
2. Europas Dilemma bei kritischen Rohstoffen	
3. Chancen und Risiken im Markt für Private Credit	
WAS IST, WENN WIR UNS IRREN?	30
1. Der KI-Investitionsboom: Ignorieren wir die Risiken?	
2. Könnte Europa die USA als Referenzmarkt ablösen?	
ANLAGESTRATEGIE	38
PROGNOSEN	40



Welche Welt?

Edoardo Campanella,
Director and Chief Editor of The Investment Institute

Das Trump-Nachbeben

In der Seismologie folgen auf ein schweres Erdbeben meist Nachbeben – kleinere Erschütterungen, die eine gewisse Zeit auftreten können. Wenn Trumps Erdbeben 2025 stattgefunden hat, wird 2026 das Nachbeben bringen. Die Weltwirtschaft wird im nächsten Jahr voraussichtlich erneut erschüttert, wenn auch weniger heftig als in den vergangenen zwölf Monaten.

Der US-Präsident behält erhebliche Einflussmöglichkeiten auf die Märkte und dürfte sie ohne Zögern nutzen, wenn sich daraus politisches Kapital schlagen lässt – selbst auf Kosten langfristiger Stabilität. Seit seiner Rückkehr ins Weiße Haus ist er aber so radikal vorgegangen, dass neue Maßnahmen wahrscheinlich nur schrittweise erfolgen werden.

POLITISCHE EINSCHRÄNKUNGEN

Aufgrund der bevorstehenden Zwischenwahlen dürfte Trump vorsichtiger agieren, um die Wirtschaft nicht durch Schockmaßnahmen zu destabilisieren.

Da seine Zustimmungswerte sinken, versucht er, die inländische Kaufkraft zu stärken, indem er die Zölle auf Lebensmittel überdenkt und einen Teil der Zolleinnahmen an die Amerikaner weitergibt – mit Ausnahme der Spitzenverdiener.

Zudem werden ihn die zahlreichen politischen Beschlüsse des Jahres 2025 im kommenden Jahr stark einschränken. Mit einem Haushaltsdefizit von über 6% des BIP gibt es keinen Spielraum für eine weitere „One Big Beautiful Bill“. 2026 wird die volle Wirkung der vor dem Sommer verabschiedeten Fiskalmaßnahmen entfalten. Unterdessen haben Entlassungen und Einstellungsstopps zu Unterbesetzungen in Bundesbehörden geführt, was die Möglichkeit weiterer Kürzungen begrenzt.

Ein weiterer „Tag der Befreiung“ mit zusätzlichen globalen Zollerhöhungen ist vom Tisch. Die USA müssen sich mit den Folgen der ersten Zollrunde auseinandersetzen. Wahrscheinlicher ist, dass Trump jüngst unterzeichnete Handelsabkommen erneut überprüft und mit neuen protektionistischen Maßnahmen droht.

Die größte Unsicherheit liegt bei der Fed: Die politische Einflussnahme dürfte zunehmen, doch die Checks and Balances sowie der Oberste Gerichtshof machen eine vollständige Übernahme unwahrscheinlich. Wir erwarten bis 2027 nur noch zwei weitere Zinssenkungen, da der natürliche Zinssatz angesichts des KI-Booms, geringer Haushaltserspartnisse und eines hohen Haushaltsdefizits steigt.

DAS NACHBEBEN VON TRUMP WIRD WELTWEIT SPÜRBAR SEIN

China bereitet sich seit fast einem Jahrzehnt auf eine zersplitterte Weltordnung vor. Die Strategie der Selbstständigkeit zahlt sich inzwischen selbst im Halbleitersektor aus – einem Bereich, in dem das Land traditionell von den USA abhängig war. Die Früchte dieses langfristigen Ansatzes zeigen sich auf der Angebotsseite: Chinas

Industrie ist in der globalen Wertschöpfungskette deutlich nach oben geklettert. Dennoch bleibt die Inlandsnachfrage schwach, und die hohe Exportabhängigkeit ist weiterhin eine Schwachstelle. Die Einigung im Handelsstreit mit Washington dürfte bis zum nächsten Herbst halten, aber Peking wird nicht davor zurückschrecken, den Export kritischer Rohstoffe, wenn nötig, einzuschränken. Wir erwarten eine Intensivierung des Tech-Wettbewerbs zwischen China und den USA – mit einem klaren Schwerpunkt Chinas auf KI-Anwendungen und einem US-Fokus auf KI-Modelle.

Europa steht dabei vor der Herausforderung, sich an eine von nationalen Interessen geprägte, regellose Ordnung unter Trump anzupassen. Nach den ambitionierten Ankündigungen des Jahres 2025 – Deutschlands „Fiskal-Bazooka“ und neue Verteidigungsinitiativen – muss 2026 zum Jahr der Umsetzung werden. Das Trump-Nachbeben könnte Europas Entschlossenheit schwächen, sich neuen Herausforderungen zu stellen.



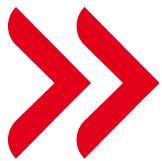
Realistisch betrachtet erscheint ein schrittweiser Fortschritt wahrscheinlicher. Dennoch könnten wir 2026 erste „Koalitionen der Willigen“ in bestimmten Bereichen sehen – ein Schritt, der Europa langfristig zu einem echten geopolitischen Akteur machen könnte.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE MÄRKTE

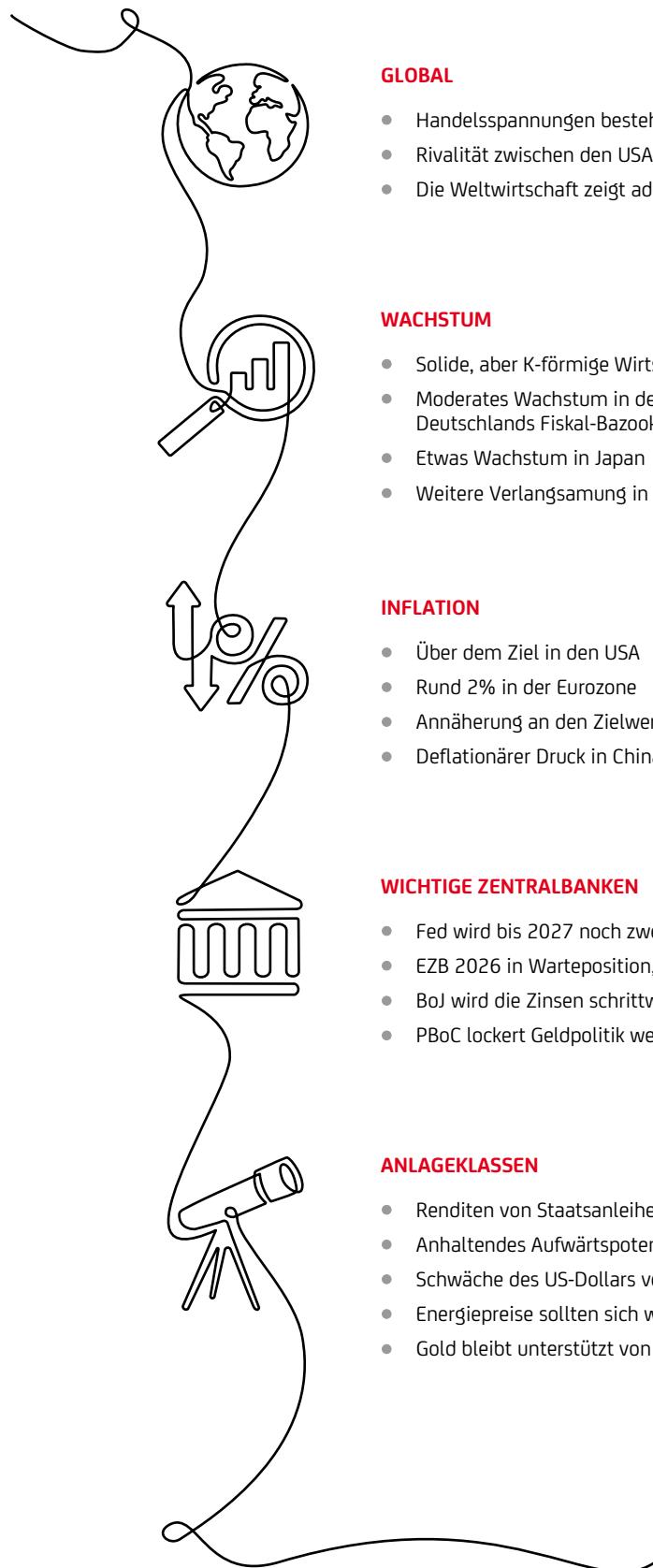
Für die Märkte wird das Nachbeben vermutlich weniger destabilisierend sein als der ursprüngliche Schock 2025. Aus diesem Grund könnte der Druck auf den US-Dollar etwas nachlassen, auch wenn seine Zukunft als sicherer Hafen ungewiss bleibt. Ebenso dürften die Renditen von Staatsanleihen auf beiden Seiten des Atlantiks im Verlauf unseres Prognosezeitraums leicht steigen. Gold könnte von der Unsicherheit profitieren, die durch den Übergang zu einer neuen globalen Ordnung entsteht.

Die globalen Aktienmärkte dürften im nächsten Jahr weiter nach oben tendieren, und die KI-Story bleibt intakt. Eine KI-Blase sehen wir nicht, aber Risiken bestehen durchaus. Die Frage ist, wie wir sie richtig bewerten. Vergleiche mit der Dotcom-Blase sind irreführend. Die Mag 7 sind keine Start-ups mit spannenden Geschäftsideen, aber ohne marktfähige Produkte. Sie sind ausgereifte, kapitalreiche und hochprofitable Unternehmen. Ein besserer Vergleich hier ist die Eisenbahn-Manie Mitte des neunzehnten Jahrhunderts in Großbritannien. Damals führten Überschuldung und Überkapazitäten dazu, dass die Blase platzte. Der größte Schwachpunkt für den KI-Boom ist tatsächlich der Aufbau der KI-Infrastruktur, wo das Risiko von Überinvestitionen hoch ist.

Das erste Jahr von Trump 2.0 brachte eine Disruption; 2026 dürfte hingegen eine Phase der Anpassung folgen – und nicht der nächste tektonische Umbruch.



Unsere Storyline



GLOBAL

- Handelsspannungen bestehen weiterhin
- Rivalität zwischen den USA und China verschärft sich, Europa in einer Sandwich-Position
- Die Weltwirtschaft zeigt adaptive Resilienz

WACHSTUM

- Solide, aber K-förmige Wirtschaftsexpansion in den USA
- Moderates Wachstum in der Eurozone, unterstützt durch den Einsatz von Deutschlands Fiskal-Bazooka
- Etwas Wachstum in Japan
- Weitere Verlangsamung in China

INFLATION

- Über dem Ziel in den USA
- Rund 2% in der Eurozone
- Annäherung an den Zielwert in Japan
- Deflationärer Druck in China

WICHTIGE ZENTRALBANKEN

- Fed wird bis 2027 noch zweimal senken
- EZB 2026 in Warteposition, eine Zinserhöhung Ende 2027
- BoJ wird die Zinsen schrittweise erhöhen
- PBoC lockert Geldpolitik weiter

ANLAGEKLASSEN

- Renditen von Staatsanleihen steigen sowohl in den USA als auch in der Eurozone leicht
- Anhaltendes Aufwärtspotenzial für globale Aktien angesichts anhaltender KI-Dynamik
- Schwäche des US-Dollars verliert an Intensität
- Energiepreise sollten sich weitgehend stabilisieren
- Gold bleibt unterstützt von intakten langfristigen Treibern



Blick auf die Wirtschaft



EDITOREN

Tullia Bucco

Andreas Rees

AUTOREN

Tullia Bucco

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Roberto Mialich

Andreas Rees

Marco Valli

Daniel Vernazza

2026: Ein Jahr der geoökonomischen Anpassungen

Das Jahr 2025 geht mit vorsichtigem Optimismus zu Ende nach einer turbulenten Phase von Handelskriegen und vorläufigen Abkommen („Bürgfrieden“). Viele Länder schlossen schnelle Zollabkommen mit den USA, um einen umfassenden Handelskrieg zu verhindern, darunter Chinas Einigung mit den USA Ende Oktober. Diese Abkommen haben die Finanzmärkte beruhigt, aber die zugrunde liegenden geoökonomischen Spannungen nicht gelöst. Stattdessen fragmentiert sich der globale Handel in rivalisierende Blöcke, weshalb manche befürchten, dass ein neuer Sturm aufziehen könnte. Unserer Ansicht nach ist das Basisszenario für 2026 eines anhaltender geoökonomischer Spannungen, ohne dass sie in einen ausgewachsenen Handelskrieg ausbrechen. Politische Entscheidungsträger und Unternehmen müssen sich in dieser neuen Normalität zurechtfinden. Wie das Sprichwort sagt: Hoffe auf Ruhe, aber bereite dich auf (einige) Turbulenzen vor.

HÖHERE ZÖLLE BLEIBEN

Washingtons Protektionismus ist keine vorübergehende Taktik, sondern eine nachhaltige Strategie. Höhere US-Zölle werden von Trump als Mehrzweckinstrument gesehen, um die heimische Industrie zu fördern, Handelsdefizite zu verringern und Druck auf China und Europa auszuüben. Wenn der Oberste Gerichtshof der USA, die im Rahmen des International Emergency Economic Powers Act eingeführten Zölle aufheben würde, dürfte die Trump-Regierung andere Gesetze nutzen, um die Zölle auf hohem Niveau zu halten. Unserer Ansicht nach wird die Unsicherheit in der Handelspolitik 2026 hoch bleiben, obwohl ihr Höhepunkt überschritten sein dürfte.

DIE RIVALITÄT ZWISCHEN DEN USA UND CHINA VERHÄRTELT SICH

Die jüngste Vereinbarung zwischen den USA und China ist eher eine taktische Pause als ein dauerhafter Frieden im Handelskrieg. Obwohl die vorübergehende Lockerung von Zöllen und Exportkontrollen eine gewisse Entlastung bringt, ist es unwahrscheinlich, dass sie einen umfassenderen Prozess der wirtschaftlichen Entkopplung verhindern wird, insbesondere in Hightech-Sektoren und bei kritischen Ressourcen. Im Jahr 2025 entwickelte sich das Konzept der "Interdependenz als Waffe". China reagierte erfolgreich auf die Chip-Sanktionen der USA, indem es seine Dominanz bei kritischen Mineralien ausnutzte. In den kommenden Jahren wird sich die Rivalität zwischen den USA und China voraussichtlich in aufkommenden Technologien wie KI, Quantencomputing und Biotechnologie verschärfen. Realistischerweise sollte man früher oder später mit weiteren protektionistischen Maßnahmen rechnen, da jede Supermacht versucht, den Fortschritt der anderen zu verlangsamen.

EUROPA IST IN EINER PREKÄREN "SANDWICH"-POSITION GEFANGEN

Die EU ist zwischen Sicherheitsabhängigkeit von Washington und wirtschaftlicher Abhängigkeit von Peking gefangen. Dieser heikle Balanceakt könnte aus zwei Gründen bald erneut auf die Probe gestellt werden. Erstens dürften chinesische Unternehmen einen Teil ihrer Exporte von den USA nach Europa umleiten. Zweitens brachte das neue US-EU-Handelsabkommen eine Entlastung, schuf jedoch auch politische Verpflichtungen, wie massive Energiekäufe und Direktinvestitionen, die Europa 2026/27 nur schwer erfüllen kann. Trump könnte daher behaupten, die EU halte ihren Teil des Abkommens nicht ein, und erneut mit höheren Zöllen drohen.

WELTWIRTSCHAFT WIRD 2026 ADAPTIVE RESILIENZ ZEIGEN

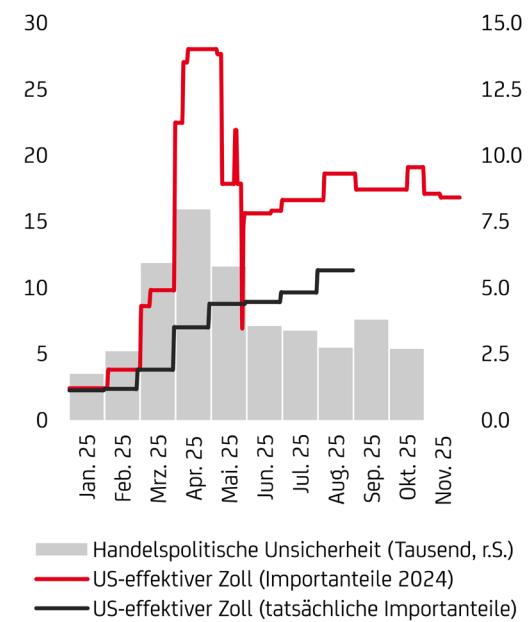
Wir erwarten, dass das globale BIP im Jahr 2026 um 3,1% im Jahresvergleich und 2027 um 3,2% steigen wird, nach 3,2% im Jahr 2025. Während mehr Protektionismus negative Nachfrageeffekte auslösen, zeigt der Privatsektor weiterhin eine bemerkenswerte Anpassungsfähigkeit. So haben europäische Unternehmen Anfang 2025 Exporte vorgezogen, während US-Firmen die Lieferketten reorganisierten, um die Auswirkungen höherer Zölle abzumildern. Darüber hinaus könnten sich Unternehmen an eine erhöhte politische Unsicherheit gewöhnen, was die negativen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft verringern würde. Obwohl der Wachstumstrend des globalen Handels mit Gütern von 4% auf 2-3% zurückgehen dürfte, wird der stärkere Dienstleistungshandel dies wahrscheinlich ausgleichen. Weitere Digitalisierung und KI könnten die

Verschiebung des globalen Handels hin zu Dienstleistungen beschleunigen. Unterdessen subventionieren Regierungen die Herstellung strategischer Güter wie Chips und Batterien, um die Abhängigkeit von China zu verringern. Diese Maßnahmen werden die negativen Nachfrageeffekte abschwächen, aber auch die öffentliche Verschuldung erhöhen. Wenn Investoren höhere Renditen verlangen, um Anleihen zu kaufen, könnten die Zentralbanken unter Druck geraten, die Zinsen zu senken.

FRAGMENTIERUNG, GERINGERES WACHSTUM UND HÖHERE INFLATION SIND LANGFRISTIGE RISIKEN

Die USA und China isolieren Handel und Technologie zunehmend innerhalb ihrer jeweiligen Einflussbereiche, während Europa erst einmal in einer Sandwichposition gefangen ist. Daher ist es wahrscheinlich, dass ein struktureller Wandel in Form einer Zersplitterung der Weltwirtschaft in rivalisierende Blöcke stattfinden wird. Eine fragmentierte Welt ist anfälliger für angebotsseitige Schocks wie Zölle und Exportkontrollen, die die Produktionskosten nach oben treiben. Langfristig bedeutet dies eine höhere und volatilere Inflation sowie ein schwächeres Wachstum als im Zeitalter der ungezügelten Globalisierung.

GRAFIK 1.1: HANDELSUNSICHERHEIT HAT WAHRSCHEINLICH IHREN HÖHEPUNKT ERREICHT
UNSICHERHEIT IN DER US-HANDELS- & ZOLLPOLITIK



Quelle: Economic Policy Uncertainty, US Census Bureau, US Department of the Treasury, The Yale Budget Lab, The Investment Institute by UniCredit



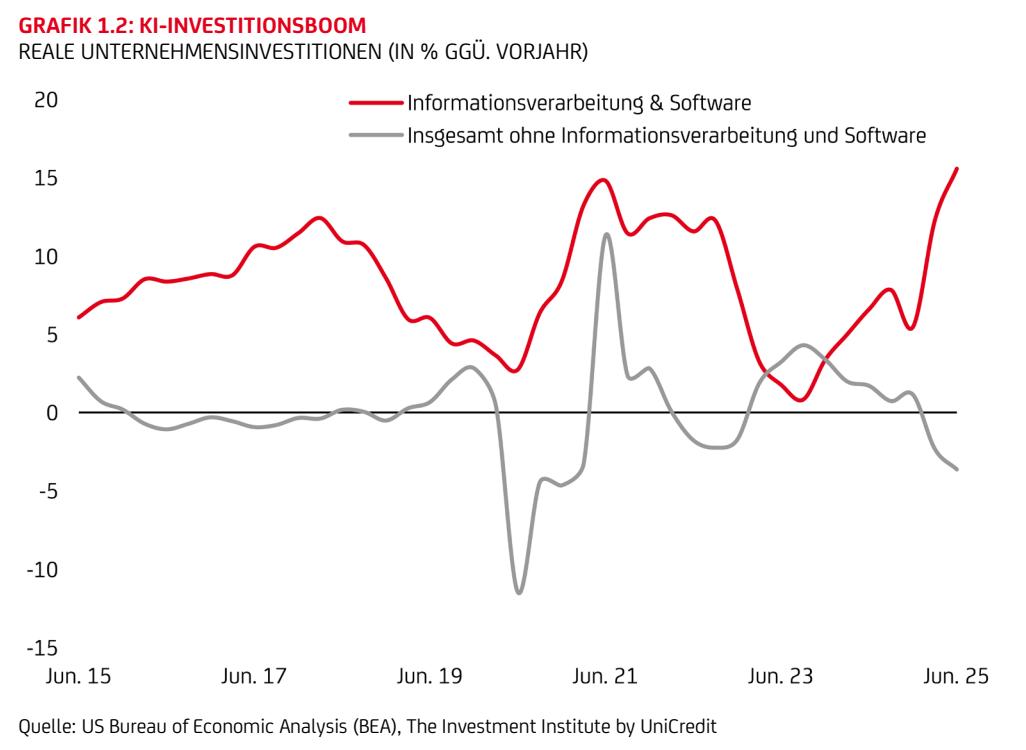
US-Wirtschaft: Solide, aber K-förmig

Wir erwarten, dass die US-Wirtschaft im nächsten Jahr (2,1%) und 2027 (2,0%) ein **solides Wachstum** verzeichnen wird dank fiskalischer Unterstützung, KI-Investitionen, einer graduellen Verringerung der politischen Unsicherheit und günstigen Finanzierungskonditionen. Der Regierungsstillstand wird das BIP-Wachstum im 4. Quartal 2025 belasten, aber dieser Verlust wird im ersten Quartal 2026 wahrscheinlich fast vollständig ausgeglichen werden. Die Gretchenfrage für den Ausblick ist, ob das größere Risiko die jüngste Schwäche des Beschäftigungswachstums oder die zu hohe Inflation ist. Wir denken das letztere ist der Fall.

Die wirtschaftliche Aktivität in den USA war 2025 **trotz deutlich höherer Zölle und politischer Unsicherheit bemerkenswert widerstandsfähig**, vor allem dank starker KI-Investitionen und -ausgaben von Haushalten mit höherem Einkommen. Einkommensschwächere Haushalte standen hingegen unter Druck (der untere Teil der sogenannten K-förmigen Wirtschaft). Die Neueinstellungen der Unternehmen sind deutlich zurückgegangen, was jedoch hauptsächlich auf geringere Einwanderung, teilweise aber auch auf die Auswirkungen erhöhter wirtschaftlicher Unsicherheit und KI-Investitionen auf die Arbeitsnachfrage zurückzuführen ist. Wir erwarten, dass die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit etwas nachlässt oder Unternehmen sich zumindest an die Unsicherheit gewöhnen. Die Neueinstellungen sollten wieder zulegen, wenngleich mit einer geringeren Beschäftigungselastizität als früher. Die Arbeitslosenquote dürfte etwas steigen.

Indikatoren für die „**unterliegende**“ Inflation liegen derzeit bei etwa 3%, und wir erwarten, dass die Kerninflation in den nächsten sechs Monaten mit 3,5% ihren Höchststand erreichen wird. Die Weitergabe von Zöllen wird wahrscheinlich noch länger dauern, da die Vorräte aus den vorgezogenen Importen aufgebraucht werden und die zollbedingte Unsicherheit (die einige Unternehmen veranlasst hatte, mit der Weitergabe von Zöllen zu warten) nachlässt. Die Indikatoren für die Inflation von Dienstleistungen außerhalb des Wohnungssektors sind in letzter Zeit gestiegen, und die kurzfristigen Inflationserwartungen bleiben erhöht. Die **Auswirkungen der Zölle** sollten ab der zweiten Hälfte des nächsten Jahres nachlassen, obwohl wir erwarten, dass die Inflation bis 2027 über dem Ziel bleibt.

Wir erwarten, dass die erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit etwas nachlässt oder Unternehmen sich zumindest an die Unsicherheit gewöhnen.





TRUMP KONZENTRIERT SICH DARAUF, DIE MEHRHEIT IM KONGRESS ZU BEHALTEN

Im ersten Jahr seiner zweiten Amtszeit als Präsident hat Trump weitreichende Veränderungen in vielen Bereichen vorgenommen, darunter Zölle, Fiskalpolitik, Einwanderungspolitik, Regulierung und Außenpolitik. Wird sein zweites Jahr noch mehr Änderungen bringen? Trump wird natürlich die Zwischenwahlen im November im Auge behalten. Es ist **noch zu früh, um das Ergebnis vorherzusagen** (aktuelle Umfragen prognostizieren, dass die Republikaner die Mehrheit im Senat behalten, aber knapp die Kontrolle über das Repräsentantenhaus verlieren). Einige argumentieren, dass Trump sich daher wieder auf die Innenpolitik und die Wirtschaft konzentrieren sollte.

Wir sehen vielleicht schon frühe Anzeichen hierfür. Nach den Siegen der Demokraten bei mehreren Regionalwahlen Anfang November hat Trump seine Aufmerksamkeit auf die Lebenshaltungskosten gerichtet, nachdem er zuvor die Auswirkungen seiner Politik (insbesondere der Zölle) auf die Inflation heruntergespielt hatte. Er hat vorgeschlagen, allen **Amerikanern mit Ausnahme von Spitzenverdienern eine Zollrückerstattung von 2.000 US-Dollar** zu gewähren, die angeblich durch Zolleinnahmen sowie durch 50-jährige Hypotheken finanziert wird, und eine erhebliche Rücknahme der Zölle auf verschiedene Lebensmittel. Wir bezweifeln jedoch, dass er die Zölle von den aktuellen Niveaus wesentlich senken wird.

Eurozone zeigt Widerstandsfähigkeit, Fiskalpolitik wirkt unterstützend

Die Wirtschaft der Eurozone hat die höheren Zölle besser überstanden als erwartet. Das Geschäftsvertrauen hält trotz anhaltend hoher Volatilität der US-Export recht gut stand. Die inländische Nachfrage wächst weiterhin, wenngleich langsam, und das Risiko eines Abschwungs auf dem Arbeitsmarkt bleibt unverändert niedrig.

Die Widerstandsfähigkeit sollte jedoch nicht als selbstverständlich angesehen werden. Eine **niedrige Investitionsrate** zeigt, dass Unternehmen in der Eurozone zögern, neue Projekte zu starten, während Privathaushalte ihre vorsorglichen Ersparnisse weiter erhöhen. In diesem Umfeld spielt die Fiskalpolitik eine entscheidende Rolle. Unsere Annahme ist, dass die öffentlichen Investitionen durch Next Generation EU (**NGEU**) vor Ablauf des Programms Ende 2026 auf Höchstwerte laufen werden. Der Schub durch Deutschlands Infrastruktur- und Verteidigungsprogramme dürfte hingegen nur schrittweise aufgrund von Herausforderungen bei der Umsetzung und Engpassen einsetzen. Der Wachstumsimpuls des paneuropäischen Aufrüstungsplans wird wahrscheinlich gering sein. Privathaushalte werden voraussichtlich vorsichtig bleiben und der private Konsum damit enttäuschen.

Nach einem moderaten Wachstum zum Jahreswechsel prognostizieren wir eine allmähliche Beschleunigung der wirtschaftlichen Aktivitäten im Jahresverlauf 2026, unterstützt durch die Fiskalpolitik, eine Verringerung der zollbedingten Unsicherheit und die nachträgliche Wirkung der EZB-Zinssenkungen. Im Jahresdurchschnitt wird das BIP wahrscheinlich 2026 um 1,0% und 2027 um 1,4% steigen. Auf Länderebene erwarten wir im nächsten Jahr ein Wachstum von 0,9% in Deutschland (1,2% nicht arbeitsfähig bereinigt), gefolgt von kräftigen 1,8% im Jahr 2027 (nicht bereinigt: 1,9%). In Frankreich prognostizieren wir ein Wachstum von 0,9% für 2026 und 1,1% für 2027, während wir für Italien mit 0,6% bzw. 0,8% rechnen.

Der Inflationsausblick ist günstig. Die Gesamtinflation wird voraussichtlich im Jahr 2026-27 leicht unter 2% liegen, während die Kerninflation sich verlangsamt und unter 2% fällt, da das Lohnwachstum weiter nachlässt.



Deutschland

WIRD DIE FISKAL-BAZOOKA ENDLICH „FEUERN“?

In einer historischen Kehrtwende von der Sparpolitik Anfang 2025 erließ die deutsche Regierung weitreichende Maßnahmen, um die Schuldenbremse zu lockern und enorme Mittel in Verteidigung und Infrastruktur zu pumpen. Die große Frage ist jetzt die Umsetzung. Ende 2025 sind die Grundlagen für die Bazooka gelegt: Die Finanzierungsvehikel sind weitgehend etabliert, und die Umsetzung läuft an.

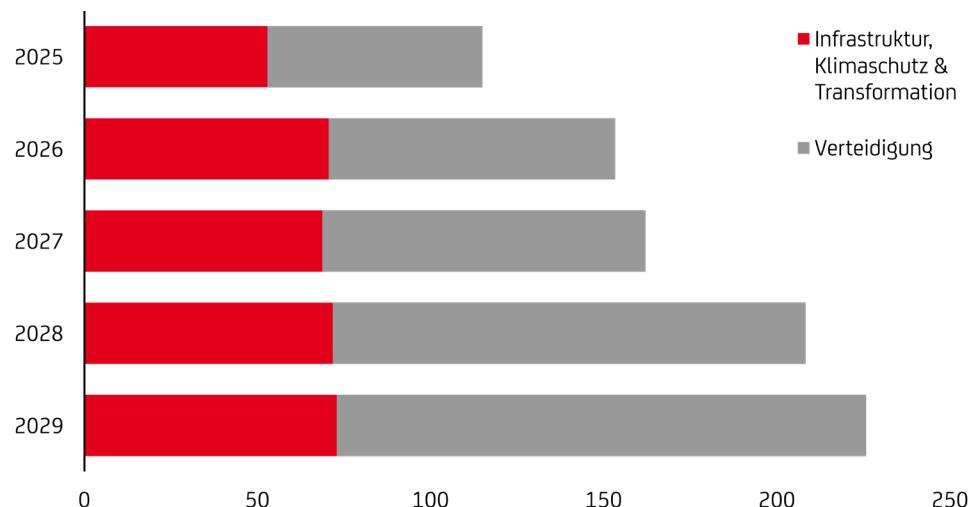
Unserer Ansicht nach ist der langfristige Ausblick für die deutsche Wirtschaft vielversprechend, da die Bazooka die Produktivität steigern und zu einem höheren Wachstumspotenzial führen wird, von etwa 0,5% auf 1-1.25%. Die zusätzlichen Mittel für Infrastruktur sind explizit auf die entscheidenden Bedürfnisse der Wirtschaft ausgerichtet, wie etwa die Verringerung von Verkehrsengpässen, die Förderung der Energiewende und die Digitalisierung. Darüber hinaus haben höhere Verteidigungsausgaben das Potenzial, für den militärischen und zivilen Sektor eine Win-Win-Lösung zu werden, da Innovationen und technologische Spillover-Effekte einsetzen.

Der wirtschaftliche Erfolg wird jedoch nicht über Nacht kommen. Das Überwinden von Barrieren bei der Umsetzung durch den Abbau von Bürokratie und die Reform des öffentlichen Beschaffungswesens wird zwangsläufig Zeit brauchen, bis sie wirksam sind. Zudem gibt es zumindest kurzfristig Kapazitätsbeschränkungen im deutschen Bausektor und in der Verteidigungsindustrie. Daher erwarten wir, dass sich die positive Wirkung der Bazooka allmählich ab 2026 zeigen wird und in den folgenden Jahren an Fahrt gewinnt, da weitere Infrastruktur- und Verteidigungsprojekte realisiert werden.



Die große
Frage ist jetzt
die Umsetzung.

GRAFIK 1.3: STAATSAUSGABEN STEIGEN STARK
AUSGABEN DER BUNDESREGIERUNG (IN MRD. EURO)



Quelle: Bundesfinanzministerium, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Verteidigungszahl 2025 schließt 26 Mrd. EUR aus dem Sondervermögen 2022 aus.



Frankreich

POLITISCHES DRAMA GEHT WEITER

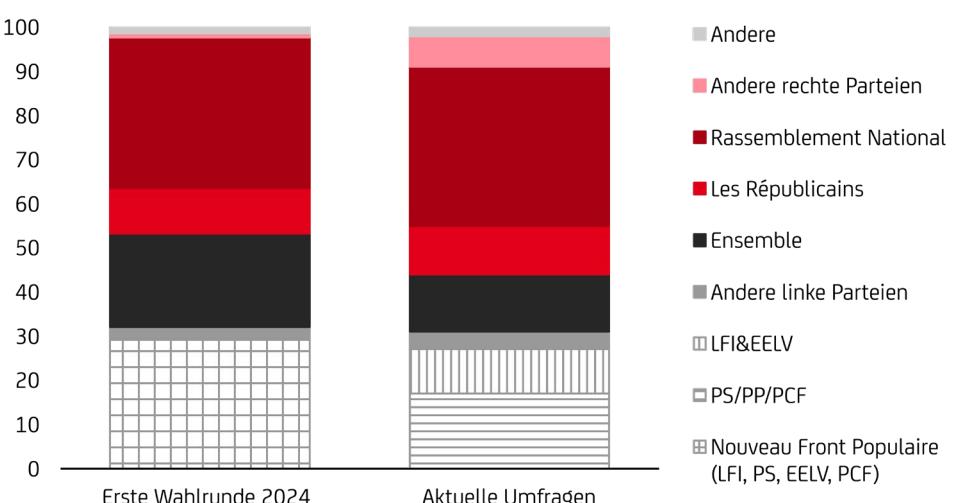
Die politische Instabilität Frankreichs wird voraussichtlich bis 2027 andauern. Allerdings bleiben die Chancen auf vorgezogene Präsidentschaftswahlen gering. Die anhaltende politische Instabilität röhrt vor allem daher, dass selbst Politiker, die eine konstruktive Debatte von Regierungsentscheidungen im Parlament befürworten, häufig die Wahlstrategie priorisieren. Ihr Handeln wird von dem Ziel getrieben, die eigenen oder die Chancen ihrer Partei bei den Präsidentschaftswahlen zu maximieren, die offiziell für 2027 angesetzt sind.

Dieser Vorstoß beruht auf der Illusion, dass die Durchführung von Wahlen nach dem traditionellen Vorgehen – einschließlich einer Wiederbelebung des sogenannten "republikanischen Pakts", der die Wähler dazu ermutigt, sich gegen den rechtsextremen Rassemblement National (RN) zu vereinen – eine Lösung für die politische Pattsituation darstellt. Tatsächlich würden angesichts der derzeit fragmentierten politischen Landschaft weder eine **vorgezogene Parlamentswahl** noch eine **vorgezogene Präsidentschaftswahl** zu einer stabilen Mehrheit führen.

Dieses Missverständnis wird wahrscheinlich die politische Instabilität verlängern und Frankreichs Fähigkeit behindern, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, um die sozialen Spannungen zu verringern und die verschiedenen Herausforderungen für die Wirtschaft anzugehen. Darüber hinaus wird der Mangel an fiskalischem Spielraum, Paris' Fähigkeit einschränken, die europäische Debatte über Reaktionen auf die dringendsten geopolitischen Bedrohungen effektiv zu gestalten.

Die Chancen
auf vorgezogene
Präsidentenwahl
bleiben gering.

GRAFIK 1.4: FRAGMENTIERTE POLITISCHE LANDSCHAFT
ERGEBNISSE DER PARLAMENTSWAHL 2024 IM VERGLEICH ZU AKTUELLEN UMFRAGEN (IN %)



Quelle: IFOP-Fiducial pour LCI, Le Figaro et Sud Radio, The Investment Institute by UniCredit

Italien

DIE NGEU-INVESTITIONEN GEBEN WEITERHIN KRÄFTIGEN RÜCKENWIND

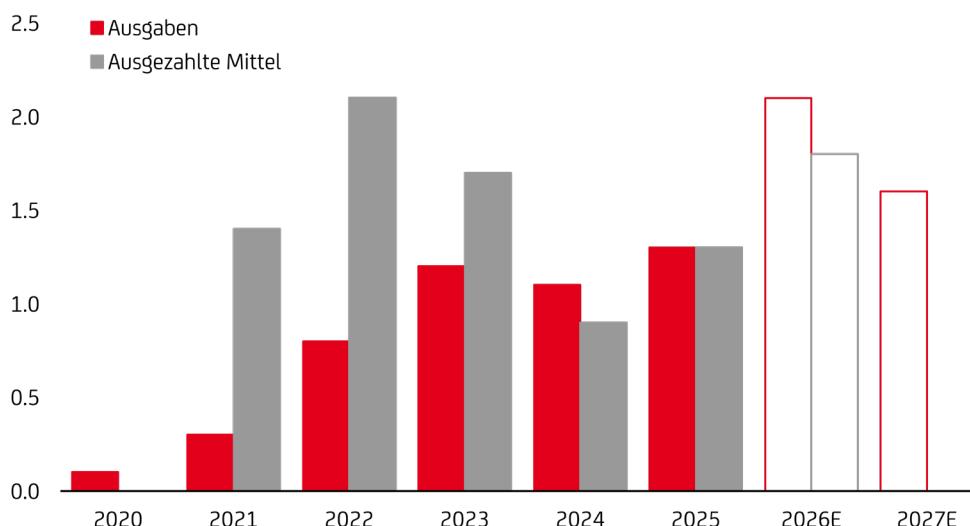
Die Europäische Kommission hat die endgültige Roadmap für die Umsetzung der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne (NRRPs) im Rahmen ihres Next Generation EU-Programms vorgestellt. Alle Reformen und Investitionen müssen **bis zum 3. Quartal 2026 abgeschlossen** sein, und alle Auszahlungen werden bis Ende nächsten Jahres abgeschlossen sein. Maßnahmen nach diesem Datum zählen nicht zur Erreichung von sog. Meilensteinen und Zielen. Der Countdown läuft also.

Angesichts des hohen Betrags bereits ausgezahlter EU-Mittel und eines erheblichen Fortschritts bei der Umsetzung von Projekten erwarten wir, dass Italien bei der Umsetzung weitgehend auf Kurs bleibt. Wie andere EU-Länder hat Italien die jüngste Überarbeitung seines Plans abgeschlossen, um zu vermeiden, dass bis zu 14 Mrd. Euro an Ressourcen (7,3% des Gesamtbetrags) ungenutzt bleiben. Neue oder verstärkte Initiativen sollen nun die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen unterstützen, eine digitale Konnektivität mit 1 Gbit/s landesweit erreichen und in Landwirtschaft und Wasserinfrastruktur investieren. Einige Finanzinstrumente werden ebenfalls eingeführt, um mehr Flexibilität beim Projektabschluss zu bieten.

Sobald alle EU-Anforderungen erfüllt sind, wird ein Teil der **Ausgaben**, die etwa 1,6% des BIP ausmachen könnten, **über 2026 hinaus** erfolgen. Daher wird das NRRP 2026 und 2027 ein wichtiger Wachstumstreiber sein und so verhindern, dass Italien einen "Kliff-Effekt" erlebt. Darüber hinaus werden die öffentlichen Investitionen bis 2027 bei 3,8% des BIP liegen, was maßgeblich zur Unterstützung des Wachstumspotenzials beiträgt.

GRAFIK 1.5: ITALIEN WIRD DIE MAXIMALE ABSORPTION VON EU-MITTELN ERREICHEN

AUFBAU- UND RESILIENZFAZILITÄT (RESSOURCEN UND AUSGABEN, IN % DES BIP)



Quelle: Italienisches Wirtschafts- und Finanzministerium, The Investment Institute by UniCredit



UK: In niedrigem Gang festgefahren

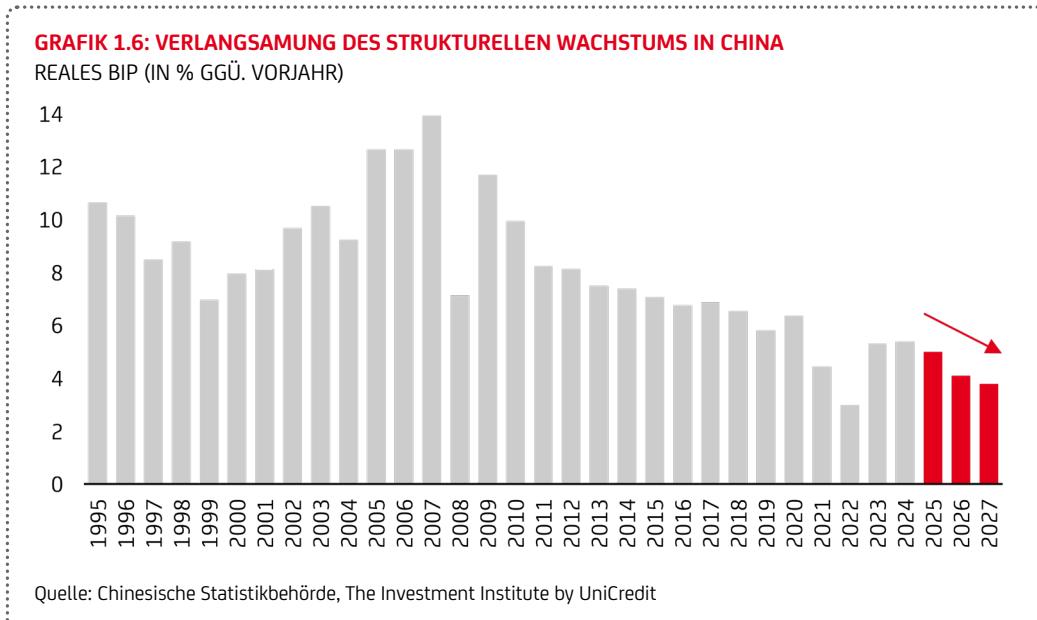
Das Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich **wird im nächsten Jahr** voraussichtlich **schwach sein** (1,0%), bevor es 2027 leicht anzieht (1,2%). Das Produktivitätswachstum ist gering, die Fiskalpolitik wird verschärft, und die Geldpolitik dürfte auch im Großteil des nächsten Jahres restriktiv bleiben. Eine weitere Verschlechterung des Arbeitsmarktes ist wahrscheinlich, was das Verbrauchertrauen niedrig und die Sparquote der Haushalte hochhalten wird. Bedenken hinsichtlich der öffentlichen Finanzen, der politischen Stabilität und des schwachen Wachstums werden wahrscheinlich bedeuten, dass die langfristigen Anleiherenditen britischer Staatsanleihen weiterhin die höchsten in den G7 bleiben, was dringend benötigte Investitionen belastet. Da die Inflation bis Ende 2026 auf etwa 2% sinkt, sollten Zinssenkungen der BoE eine gewisse Entlastung bringen.

China: Keine Neuausrichtung

Wir halten an einer **vorsichtigen Wachstumsprognose für China** fest und prognostizieren ein Plus von 4,1% für 2026 und 3,8% für 2027 (2025: +5,0%). Die Verlangsamung spiegelt ein Zusammentreffen von heimischen und externen Belastungen wider, die voraussichtlich nicht schnell nachlassen. Die Immobilienkorrektur untergräbt weiterhin das Vermögen und das Vertrauen der Haushalte, wobei hohe Bauträgerschulden die Baubeginne belasten. Die Verbraucher bleiben vorsichtig und setzen auf vorsorgliche Einsparungen angesichts von Arbeitsplatzunsicherheit und demografischer Verschlechterung. Die fiskalpolitischen Maßnahmen werden voraussichtlich weiterhin zu bescheiden bleiben, um kräftige Impulse für den privaten Verbrauch auszulösen.

Stattdessen wird China voraussichtlich weiterhin auf sein etabliertes Wachstumsmodell setzen: stark subventionierte Investitionen in strategische Sektoren und Exporte zur Auslastung der industriellen Kapazitäten. Darüber hinaus wird der "**Tech-Nationalismus**" wahrscheinlich eine prominente Rolle im nächsten Fünfjahresplan spielen, der im nächsten Frühjahr formalisiert wird, also eine weitere Aufwertung der industriellen Produktion und die Arbeit an Durchbrüchen bei Halbleitern und anderen grundlegenden Technologien. Da höhere US-Zölle den Druck auf die Exporte aufrechterhalten, werden chinesische Unternehmen wahrscheinlich ihre Ausfuhren von den USA nach Europa umleiten. Aufgrund der schwachen Preisdynamik erwarten wir, dass die chinesische Zentralbank durch graduelle Zinssenkungen, Liquiditätsmaßnahmen und zielgerichtete Kredite versucht, Impulse zu geben.

China dürfte weiterhin auf sein etabliertes Wachstumsmodell setzen.



MOE: Anziehendes Wachstum trotz fiskalischer Risiken

Das Wirtschaftswachstum in Mittelosteuropa (MOE) wird in den meisten Ländern voraussichtlich 2026 anziehen, angetrieben durch die Erholung der externen Nachfrage und stärkere Investitionen sowie unterstützt durch eine erhöhte Aufnahme von **EU-Mitteln**. Der Konsum bleibt allerdings der wichtigste Wachstumsmotor aufgrund von engen Arbeitsmärkten und (moderatem) Reallohnwachstum (abgesehen von Rumänien). Das BIP-Wachstum dürfte zwischen 2,0% und 3,3% liegen, wobei Rumänien und die Slowakei aufgrund der fiskalischen Konsolidierung zurückfallen.

Fiskalische Risiken im Zusammenhang mit politischen Entwicklungen werden in Ungarn, Polen, Rumänien und möglicherweise Tschechien im Fokus stehen (siehe unten). Die Inflation sollte innerhalb der Zielbereiche bleiben, außer in Ungarn und Rumänien, obwohl fiskalische und regulatorische Maßnahmen Aufwärtsrisiken bergen. Die Zentralbanken werden daher voraussichtlich vorsichtig bleiben. Möglichkeiten für weitere Zinssenkungen im nächsten Jahr gibt es hauptsächlich in Polen, Rumänien und Serbien.

Im Jahr 2027 wird das **Auslaufen der Aufbau- und Resilienzfazilität** die EU-Mittelzuflüsse verringern. Aber eine stärkere externe Nachfrage, gesteigert durch deutsche Fiskalimpulse, sollte dazu beitragen, das BIP-Wachstum zwischen 2,0% und 3,0% zu halten. Die Slowakei wird aufgrund der fiskalischen Konsolidierung wahrscheinlich wieder zurückbleiben. Die Inflation dürfte innerhalb der Zielvorgaben bleiben. Wir erwarten, dass die meisten Zentralbanken die Zinssätze stabil halten, außer in Ungarn und Rumänien, wo wir Raum für eine Senkung sehen. Politisch wird sich der Fokus auf Wahlen in Bulgarien, der Slowakei und Polen verlagern.

FISKALISCHE RISIKEN

Der MOE-Wahlkalender 2026 ist nicht prall gefüllt, wobei der Fokus auf der ungarischen Parlamentswahl liegt. Dennoch könnten fiskalische und politische Entwicklungen die lokalen Märkte in Polen, Tschechien und Rumänien beeinflussen, wo Pläne zur fiskalischen Konsolidierung möglicherweise nicht umgesetzt werden.

In **Ungarn** könnte die jüngste HUF-Outperformance die Erwartungen widerspiegeln, dass ein möglicher Sieg der pro-europäischen Oppositionspartei Tisza den Zugang zu EU-Mitteln wiederherstellt, die interventionistische Politik zurückfahrt und Risikoausfälle dadurch senkt. Da das Haushaltsdefizit bei über 5% des BIP bleibt, könnten nach der Wahl Konsolidierungsmaßnahmen erforderlich sein, um das Verhältnis von Schulden zu BIP bei etwa 74% zu halten.

In **Polen** sind die Aussichten auf eine Konsolidierung vor der Wahl im Herbst 2027 begrenzt, da die Unterstützung für die Regierungsparteien schwindet. Die Kohabitation zwischen der pro-europäischen Regierung und einem oppositionsnahen Präsidenten mit erheblichem Vetorecht erhöht die Herausforderung. Trotz eines Haushaltsdefizits von über 6% des BIP und eines starken Anstiegs des Verhältnisses von Schulden zu BIP mildern solides Wachstum und Haushaltsregeln den Druck, das Defizit schnell zu senken. Politische Risiken könnten die Risikoprämien allerdings vor der Wahl erhöhen.

In **Tschechien** warten die Märkte auf Haushaltspläne der neuen populistischen Koalition. Unsicherheit und Erwartungen an eine lockere Fiskalpolitik haben die langfristigen Renditen erhöht. Fiskalische Regeln sollten die Risiken zumindest im Jahr 2026 begrenzen: Wir erwarten ein höheres Defizit, aber nicht über 3% des BIP, was die starken Kreditfundamentaldaten des Landes erhalten sollte.

GRAFIK 1.7: NACHHALTIGKEIT DER ÖFFENTLICHEN SCHULDEN IN MOE

VERÄNDERUNGEN DER FISKALDEFIZITE UND DES SCHULDENSTANDES (2024 VS. PROGNOSEN FÜR 2027)



Quelle: Eurostat, The Investment Institute by UniCredit.



Zentralbanken

EZB IN WARTESTELLUNG

Wir erwarten, dass die EZB **den Einlagenzins** über einen längeren Zeitraum bei 2% halten wird. Im ersten Halbjahr 2026 bleiben die Risiken in Richtung einer finalen Senkung angesichts des noch schwachen Wachstums und einer Inflation unterhalb des Zielniveaus. Eine fortschreitende Stärkung der wirtschaftlichen Aktivität wird dann zu einer Verschiebung der Risiken führen. Wir erwarten eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte Ende 2027, mit der Erwartung, dass die Zinsen bis 2028 vom mittleren Punkt der neutralen Spanne der EZB (derzeit 2%) auf das obere Ende dieser Spanne (2,5%) steigen. Das aktuelle Tempo des Quantitative Tightening dürfte sich 2026 fortsetzen.

FED-SENKUNGEN BEGRENZT AUFGRUND DES MAKROÖKONOMISCHEN AUSBLICKS

Wir erwarten, dass die Fed die Zinsen sechs Monate lang stabil hält, dann **im Juni 2026 um 25 Basispunkte und im 4. Quartal 2026** auf 3,25-3,50% senkt, gefolgt von stabilen Zinsen 2027. Eine hohe Kerninflation und solides Wachstum bedeuten, dass es faktisch keinen makroökonomischen Grund für Zinssenkungen gibt. Wir gehen von einer nur moderaten politischen Einflussnahme auf die Fed-Politik aus. Jerome Powells Amtszeit als Vorsitzender endet im Mai 2026. Wir gehen nicht davon aus, dass Trump de facto die Kontrolle über die Fed erlangt, da dies die Erfüllung mehrerer Bedingungen erfordern würde; zum Beispiel, wenn im Januar 2026 der Oberste Gerichtshof entscheidet, dass die Fed-Gouverneurin Cook entlassen werden kann und im Februar eine Mehrheit im Fed-Vorstand sich weigert, (nicht Trump-nahe) regionale Fed-Präsidenten zu ernennen. Wie wir in unserem *Short View – The economic and market impact of a political Fed* diskutiert haben, würde eine vollständige Politisierung der Fed zu einer aggressiven geldpolitischen Lockerung, einem schwächeren US-Dollar, niedrigeren kurzfristigen Renditen und einer deutlich höheren Laufzeitprämie aufgrund eines Anstieg der Inflationserwartungen führen.

Wir gehen davon aus, dass der langfristige **Gleichgewichtszinssatz etwa 3,5% beträgt**. Obwohl die Gleichgewichtsrate nicht beobachtbar ist, kann sie anhand ihrer Wirkungen auf die Wirtschaft geschätzt werden. Das Wachstum hat sich trotz höherer Realzinsen als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen, die private Sparquote ist niedrig, Investitionen werden voraussichtlich stark

bleiben (gestützt durch KI und fiskalische Anreize), die Staatsverschuldung als Anteil am BIP ist hoch und wird weiterhin schnell steigen, und die geoökonomische Fragmentierung wird die globale Nachfrage nach USTs belasten.

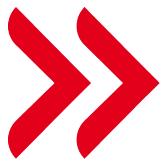
STRAFFUNGEN DURCH DIE BOJ, ABER WEITERHIN NUR ALLMÄHLICH

Die langfristigen japanischen Renditen sind gestiegen, und der JPY ist gefallen, da nach der Ankündigung des neuen Haushaltspans Angst vor einer Finanzkrise in Japan besteht. Wir denken, dass diese Sorgen übertrieben sind. Die japanischen Schulden werden fast vollständig im Inland gehalten, was eine der höchsten privaten Sparquoten der Welt widerspiegelt. Dennoch sieht sich die BoJ zwei gegensätzlichen Kräften ausgesetzt: von der Realwirtschaft und von der neuen Regierung, die das Tempo der Zinserhöhungen verzögern oder zumindest verlangsamen möchte. Die japanische Inflation liegt bei nahe 3% im Vergleich zum Ziel der BoJ von 2%. Zusammen mit dem Lohndruck führt dies zu einem zu niedrigen Realzins und erfordert eine restriktivere Geldpolitik. Bisher war BoJ-Gouverneur Kazuo Ueda jedoch vage bezüglich des Zeitpunkts weiterer Maßnahmen, vermutlich in Erwartung politischer Entscheidungen der neuen Premierministerin Sanae Takaichi, die expansive fiskalische und monetäre Maßnahmen bevorzugt. Wir erwarten, dass die BoJ **den Zielsatz von derzeit 0,50% auf 1,00% im Jahr 2026 anhebt** (dieses Niveau gilt als Mindestniveau für den "natürlichen Zinssatz") und wahrscheinlich bis Anfang/Mitte 2027 auf 1,25%.

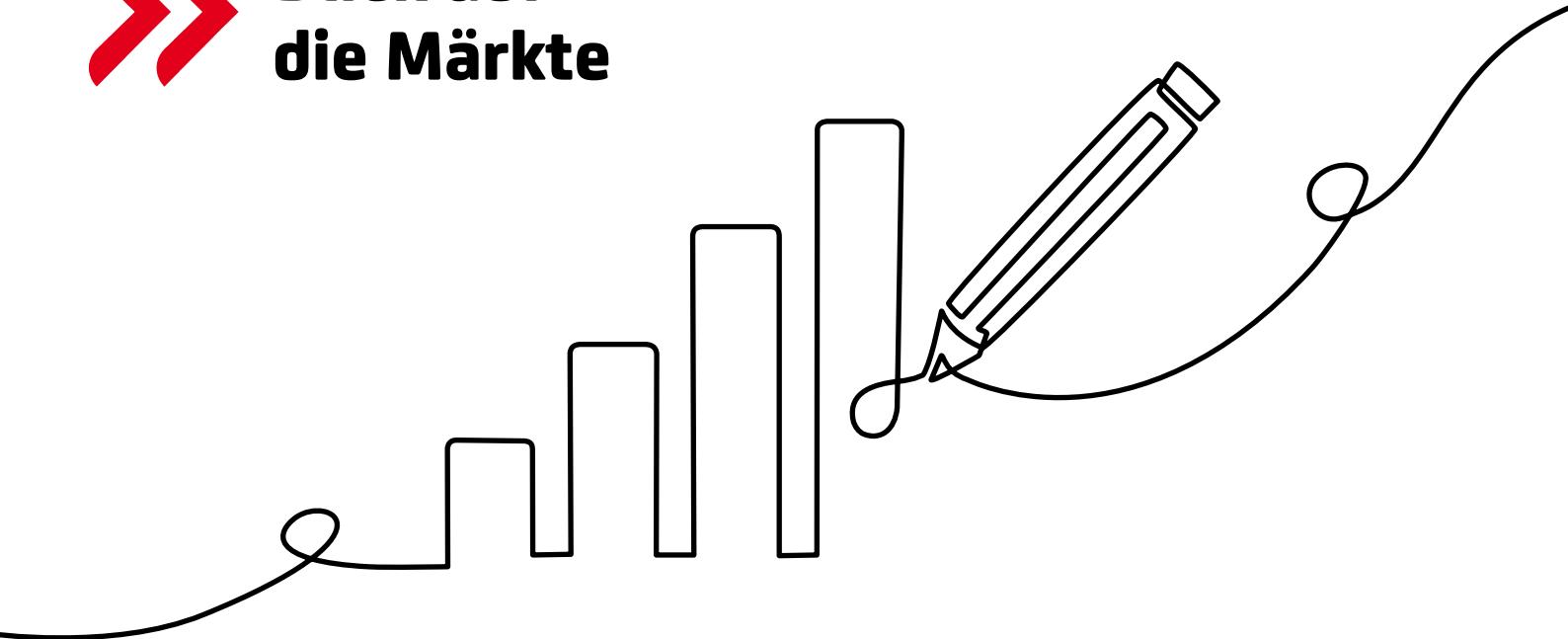
DIE BOE WIRD STÄRKER SENKEN, ALS DIE MÄRKTE ERWARTEN

Wir erwarten, dass die Bank of England **den Leitzins** im Dezember um 25 Basispunkte auf 3,75% senkt, gefolgt von einer Reduzierung pro Quartal auf 2,75% bis zum Jahresende 2026. Eine fiskalische Straffung, ein sich verschlechternder Arbeitsmarkt sowie Basiseffekte sollten dazu führen, dass die Inflation im nächsten Jahr auf etwa 2% sinkt, was der BoE ermöglicht, den Leitzins weiter zu senken. Wir sehen die Zinsen 2027 stabil bei 2,75%, ein Niveau, das wir angesichts des niedrigen Produktivitätswachstums und Anzeichen strukturell höherer vorsorglicher Ersparnisse der Privathaushalte als weitgehend neutral einschätzen.





Blick auf die Märkte



EDITOREN

Francesco Maria Di Bella
Tobias Keller

AUTOREN

Luca Cazzulani
Francesco Maria Di Bella
Tobias Keller
Stefan Kolek
Roberto Mialich
Giovanni Mazzariello
Jonathan Schroer
Christian Stocker
Thomas Strobel
Michael Teig

Verhaltener Optimismus: Risikoappetit stößt auf geopolitische Realitäten

Die globalen Finanzmärkte starten mit moderatem Wachstum ins Jahr 2026 – doch das Inflationsbild bleibt uneinheitlich und lässt der Geldpolitik kaum Spielraum für Fehler. Strukturelle Veränderungen wie dauerhafte Zollbarrieren, eine zersplitterte Geopolitik und die schleppende Neuordnung der Lieferketten sind keine vorübergehenden Störungen mehr, sondern dauerhafte Rahmenbedingungen, mit denen sich die Märkte arrangieren müssen.

Vor diesem Hintergrund behalten **Aktien** ihre Aufwärtsperspektive. Die USA bleiben vorn – getragen von KI-bedingten Produktivitätszuwachsen und staatlichen Investitionen. In Europa stützen Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur die Konjunktur, doch schwache Nachfrage und eine langsamere Technologie-durchdringung bremsen das Tempo. Schwellenländer zeigen sich robust, getragen von Demografie und Nearshoring, auch wenn Rohstoffvolatilität und Refinanzierungsrisiken bestehen bleiben.

Anleihemärkte stehen vor größeren Herausforderungen: Hohe staatliche Emissionen und nur behutsame Lockerungen der Notenbanken halten die Renditen auf erhöhtem Niveau. Carry-Strategien rücken in den Vordergrund, doch das Durationsrisiko ist zurück. Europäische Unternehmensanleihen zeigen sich robust, die Erholungsphase im Kreditzyklus – geprägt von steigender Verschuldung und wachsendem Angebot – macht jedoch deutlich: Renditen werden stärker vom Carry als von einer weiteren Spread-Einengung bestimmt.

Am **Devisenmarkt** deutet vieles auf einen sanfteren Rückgang des US-Dollar hin; die Abkehr vom US-Dollar verläuft eher schrittweise als abrupt.

Auf den Punkt gebracht: 2026 verspricht vorsichtigen Optimismus für Aktien, während die Spielräume im Rentenmarkt eng bleiben – ein Umfeld geprägt von strukturellem Wandel, vielschichtigen politischen Herausforderungen und anhaltender Unsicherheit.

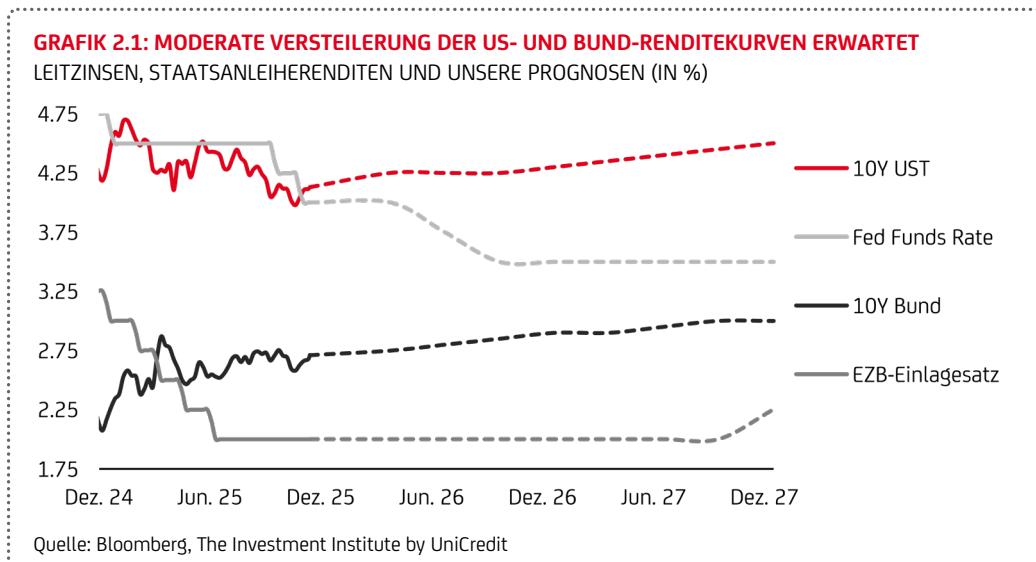
Festverzinsliche Wertpapiere

Staatsanleihen zwischen hohem Angebot und geringer geldpolitischer Unterstützung

2026 dürfte für Staatsanleihen ein **herausforderndes Jahr** werden. Die Notenbanken werden die Erwartungen an eine deutliche Lockerung wohl enttäuschen, da sich das globale Wachstum verbessert und die US-Inflation – trotz Stabilisierung – über dem Ziel bleibt. Die Renditen dürften moderat steigen, vor allem am langen Ende der Kurve. Entsprechend erwarten wir eine positive, aber begrenzte Performance dieser Anlageklasse, insbesondere bei europäischen Staatsanleihen (EGBs), wo die Renditen niedrig sind. „Carry“ bleibt das zentrale Argument – wie etwa bei Schwellenländeranleihen in Hartwährung, die trotz jüngster Spread-Verengung attraktiv bleiben.

Für **US-Treasuries** sehen wir zwei Treiber für höhere Renditen: Erstens preisen die Märkte aggressive Fed-Senkungen ein, was wir zu optimistisch halten. Eine Neubewertung könnte die Rendite zehnjähriger Treasuries um 20 bis 30 Basispunkte anheben. Zweitens dürfte das US-Haushaltsdefizit bei rund 6 Prozent des BIP bleiben und damit ein hohes Angebot an Treasuries sichern. Zwar helfen Fed-Reinvestitionen und eine stärkere Ausrichtung auf kürzere Laufzeiten kurzfristig, doch ein höherer ein höherer Laufzeitaufschlag (Term Premium) scheint wahrscheinlich. Wir erwarten die Rendite zehnjähriger Treasuries bis Ende 2026 bei rund 4,30 Prozent, mit Potenzial bis 4,50 Prozent, sobald ein höheres Endzinsniveau vollständig eingepreist ist. Die Anpassung dürfte jedoch langsam erfolgen – Bear-Steeepening, also eine steilere Renditekurve durch steigende Langfristzinsen, bleibt ein mittelfristiges Thema.

In der Eurozone ist der Lockerungszyklus vorbei. Die Bilanzreduktion der EZB und kontinuierliche Emissionen von Staatsanleihen halten den Aufwärtsdruck auf die Renditen hoch. **Bunds** dürften die Bewegung anführen, gestützt durch die expansive Fiskalpolitik Deutschlands. Wir sehen die Rendite zehnjähriger Bunds bis Ende 2026 oder Anfang 2027 bei rund 3 Prozent.



ANNÄHERUNG DER EGB-BUND-SPREADS DÜRFTE SICH FORTSETZEN

Die Nachfrage nach BTPs, SPGBs und PGBs hat sich 2025 deutlich verbessert. Ihre Spreads zu Bundesanleihen notieren inzwischen auf dem niedrigsten Niveau seit der Staatsschuldenkrise. In den vergangenen Monaten zeigten die Papiere zudem eine hohe Korrelation zu Bunds – ein Hinweis darauf, dass Investoren länderspezifische Risiken als weitgehend eingedämmt betrachten. Während französische OATs wegen politischer Entwicklungen in Frankreich mit Vorsicht gesehen werden, stützen solide Fiskalpolitik, stabile politische Rahmenbedingungen und überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum die Nachfrage nach italienischen, spanischen und portugiesischen Staatsanleihen. Auch die Einführung der deutschen „Fiskal-Bazooka“, die als Wendepunkt in der Haushaltsdisziplin gilt, sowie ein gestärktes institutionelles Fundament in der Eurozone spielen eine zentrale Rolle.

Sollten die positiven Rahmenbedingungen bestehen bleiben und die Risikobereitschaft der Anleger hoch bleiben, dürften sich die Spreads in den kommenden Monaten weiter verengen. Der Spielraum für eine deutliche Einengung ist jedoch begrenzt: Hohe Schuldenquoten und Rating-Differenzen gegenüber Deutschland wirken als Bremse. Langfristig hängt die Entwicklung der Spreads von den Fundamentaldaten dieser Länder sowie vom politischen Zusammenhalt in Europa ab. Aus unserer Sicht wäre eine weitere Ausweitung gemeinsamer Finanzierung und abgestimmter Politiken entscheidend, um eine stärkere Renditekonvergenz zu erreichen.

Kreditzyklus deutet auf leicht höhere Spreads hin

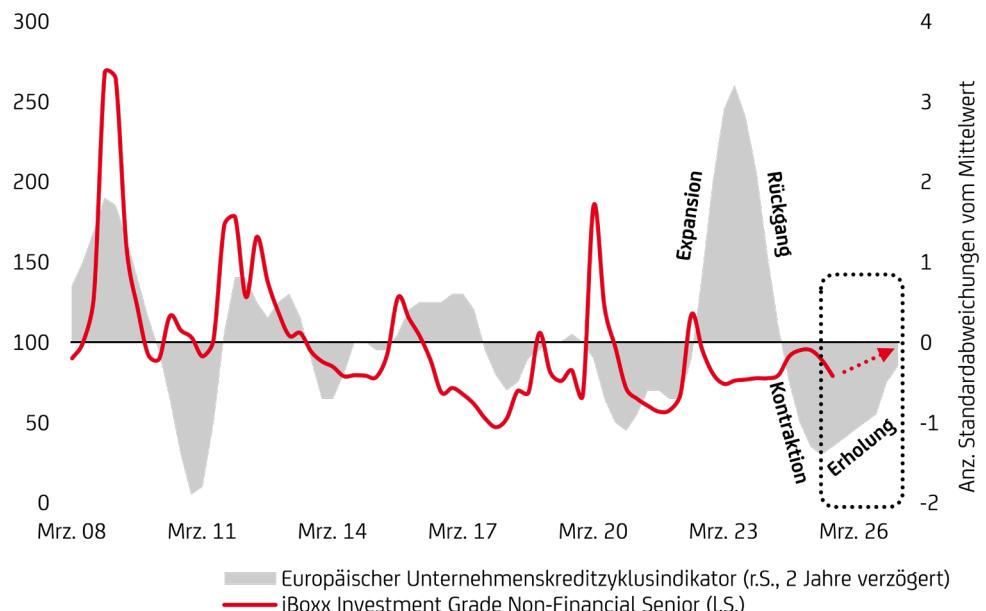
Der europäische Unternehmensanleihemarkt befindet sich in der Erholungsphase des Kreditzyklus. Robustes Wirtschaftswachstum dürfte die EBITDA-Generierung der Unternehmen stützen, gleichzeitig aber zu höheren Investitionen und aktionärsfreundlicheren Strategien führen – beides treibt die Verschuldung nach oben. Vor diesem Hintergrund erwarten wir ein steigendes Neuangebot sowohl im Investment-Grade- (IG, gute Bonität) als auch im Hochzins-Segment (HY), zusätzlich befeuert durch mehr M&A-Aktivität. Dank hoher Liquidität sollte die Refinanzierung fälliger Anleihen im Durchschnitt kein Problem darstellen, was niedrige Ausfallraten begünstigt. Insgesamt deuten die genannten Faktoren auf eine moderate Spread-Ausweitung im kommenden Jahr hin. Wir sehen die Spreads für iBoxx IG Non-Financials und Banken bei 90 Basispunkten sowie den HY-Spread bei rund 300 Basispunkten bis Ende 2026.

Trotz leicht steigender Spreads erwarten wir dank attraktiver Carry-Effekte positive Gesamtrenditen von 1,8 bis 4 Prozent für europäische Unternehmensanleihen im Jahr 2026. Dieses konstruktive Bild könnte jedoch durch zwei Risikofaktoren infrage gestellt werden: Erstens eine Verschlechterung des geoökonomischen Umfelds, die das Wachstum in der Eurozone belastet und die Kreditkennzahlen verschlechtert. Zweitens mögliche Ansteckungseffekte aus Problemen im US-Markt für Private Credit. Wir rechnen damit, dass Senior-Anleihen von Nicht-Finanzunternehmen besser abschneiden als Bankanleihen, da Bankkredite stärker von der Entwicklung des US-Marktes abhängen. Insgesamt bevorzugen wir weiterhin IG-Papiere gegenüber HY-Anleihen.



**Wir erwarten
einen Anstieg des
Neuangebots sowohl im IG-
als auch im HY-Segment.**

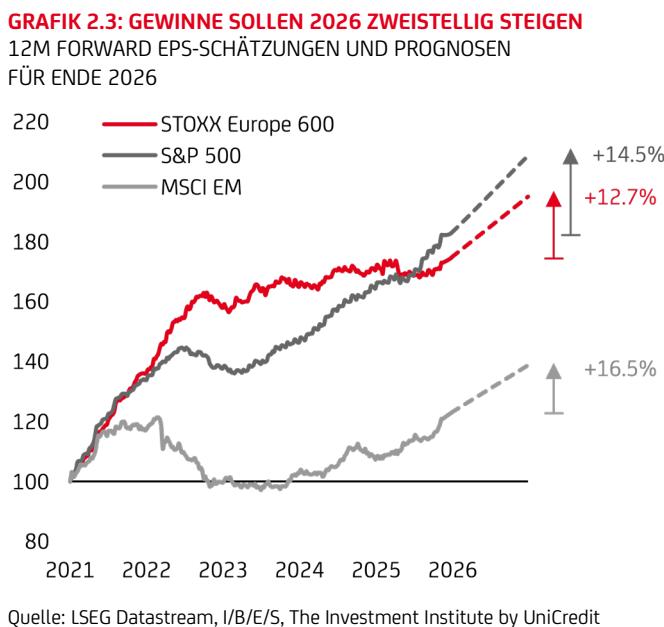
GRAFIK 2.2: ERHOLUNGSPHASE DEUTET AUF LEICHT HÖHERE SPREADS HIN
EUROPÄISCHER KREDITZYKLUS VS. IBOXX IG NON-FINANCIALS SPREAD (BP)



Aktien

2026: weiteres Jahr mit positivem Börsenpotenzial

Mit Blick auf 2026 sind die internationalen Börsen auf moderates Wachstum eingestellt – trotz anhaltender Unsicherheiten. Die KI-Story, besonders für den US-Markt relevant, wirkt wie ein zweischneidiges Schwert: Sie treibt Innovation und Gewinnpotenzial, weckt aber zugleich Blasensorgen. Chancen ergeben sich aus technologischem Fortschritt und einer Lockerung der Geldpolitik, Risiken hingegen aus Handelskonflikten, hohen Bewertungen und geopolitischer Volatilität. Die Unternehmensgewinne dürften zulegen (vgl. Grafik 2.3), getragen von KI-, Infrastruktur- und Verteidigungsinvestitionen – wenngleich die Nachhaltigkeit hoher KI-Ausgaben zunehmend hinterfragt wird. Insgesamt erwarten wir höhere Schwankungen an den Aktienmärkten, jedoch kein Ende des übergeordneten Aufwärtstrends.



Für den US-Aktienmarkt wird ein robustes Gewinnwachstum von rund 14 Prozent im S&P 500 prognostiziert, gestützt durch KI-getriebene Produktivitätsgewinne im Technologiektor. Besonders große Chancen bieten KI-Schwerpunkte wie Halbleiter und Software, wo massive Investitionen die Gewinne deutlich steigern könnten. Das würde den Index bis Ende 2026 um etwa 12 Prozent auf rund 7.600 Punkte treiben.

Allerdings rechnen wir mit höherer Volatilität als 2025 – bedingt durch hohe Bewertungen, mögliche Zinsschwankungen der Fed und eine mögliche Abkühlung der KI-Euphorie. Gleichzeitig dürfte die Nachfrage breiter werden: Infrastrukturinvestitionen, teils durch den Ausbau von Rechenzentren, stärken Versorger, Baustoffe, Bauunternehmen und nicht zuletzt Finanzwerte aufgrund steigender Finanzierungsbedarfe. Damit sehen wir gute Chancen für eine breitere Performance-Verteilung am US-Aktienmarkt im Jahr 2026.

Für **europäische Aktien** sind die Aussichten ein wenig gedämpft: Der Euro STOXX 50 dürfte bis Ende 2026 um rund 11 Prozent auf etwa 6.200 Punkte steigen, getragen von einem Gewinnwachstum von 8 Prozent, das wir erwarten. Deutschlands fiskalische Impulse und steigende Verteidigungsausgaben in Europa stützen Maschinenbau, Transport, Logistik und Technologie. Risiken ergeben sich aus Handelskonflikten und Zöllen, verstärkt durch geringe Technologieinvestitionen, die weit hinter dem KI-Boom in den USA zurückbleiben. Konsensschätzungen von 13 Prozent Gewinnwachstum erscheinen zu optimistisch und anfällig für Exportstörungen. KI spielt nur eine Nebenrolle – Europa bleibt im Vergleich zu den USA günstig bewertet, kämpft aber mit strukturellen Produktivitätsdefiziten.

Schwellenländer-Aktien dürften mit einem BIP-Wachstum von rund 4 Prozent die Industrieländer übertreffen und zwei Drittel des globalen Wachstums beisteuern. Die Gewinnperspektiven sind vielversprechend: Das KGV des MSCI EM (Schwellenländer) liegt bei etwa 14, was Zuflüsse bei schwächerem US-Dollar begünstigt. Chancen ergeben sich aus demografischen Vorteilen in Indien und Afrika, Nearshoring in Mexiko und Vietnam sowie KI-getriebenen Veränderungen in Elektronikbranchen der ASEAN-Staaten. Risiken bleiben: Schuldenrefinanzierung, Rohstoffschwankungen und geopolitische Spannungen könnten Kapitalabflüsse auslösen. Die KI-Adoption verläuft uneinheitlich: Sie stärkt Technologiewerte mit Exportfokus, während andere Branchen durch die USA ausgelöste Marktverwerfungen spüren.



Devisen

Verkäufe des US-Dollar dürften in moderaterem Tempo anhalten

Wir rechnen nicht damit, dass der Verkaufsdruck auf den US-Dollar im Jahr 2026 vollständig verschwindet. Die Unsicherheit über die Politik von Donald Trump hält an; vor den US-Zwischenwahlen im kommenden November könnte er eine wettbewerbsfähige Währung bevorzugen. Die Abkehr vom US-Dollar dürfte weitergehen, vor allem im Bereich der Zahlungssysteme (vgl. Kasten unten). Ein Einbruch des Dollar-Index (DXY) um acht Prozent wie 2025 erscheint jedoch ausgeschlossen. Für den **Euro-Dollar-Kurs** sehen wir nur begrenzten Spielraum über 1,20. Wir erwarten den neutralen US-Zins bei 3,50%, weniger Zinssenkungen der Fed als vom Markt eingepreist und geringe Risiken einer umfassenden politischen Einflussnahme auf die Notenbank. Höhere US-Schulden und zusätzliche Ausgaben in der Eurozone würden den Kurs weiter in der Spanne von 1,15 bis 1,20 halten. Ein Rückgang auf 1,10 oder darunter setzt eine stärkere Lockerung der EZB und eine vollständige Neubewertung der Fed-Zinserwartungen voraus. Trotz der jüngsten Rallye rechnen wir mit einem **schwächeren Dollar gegenüber dem Yen**. Ausschlaggebend sind ein engerer Zinsabstand zwischen den USA und Japan sowie eine expansive Fiskalpolitik in Japan, die Aktien stützt und Kapitalzuflüsse anzieht. Ein Rückgang unter die Marke von 150 dürfte jedoch nur langsam erfolgen und bei rund 145 enden.



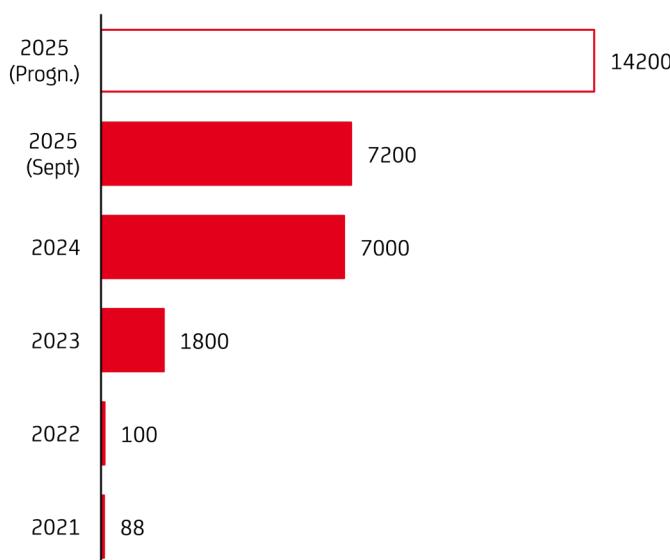
„DEVISENKRIEGE“ WERDEN NOCH DIGITALER

Im vergangenen Jahr hatten wir argumentiert, dass die Führungsrolle des US-Dollar nicht gefährdet sei, da es an ernsthaften Alternativen fehlt. Daran dürfte sich auch 2026 wenig ändern. Die Triennial Central Bank Survey der BIZ bestätigt: Der Dollar war an 89,2 Prozent aller täglichen Devisentransaktionen beteiligt. Laut IWF entfallen zudem knapp 58 Prozent der weltweiten Zentralbankreserven auf die US-Währung. Gerade im globalen Zahlungsverkehr könnte die Vorherrschaft des Dollar rascher herausgefordert werden – nicht vom Euro, sondern vom Yuan (CNY).

Statt eines digitalen Dollar setzt die US-Regierung weiterhin auf private Kryptowährungen und Stablecoins, die an den Dollar gekoppelt sind und so seine Führungsrolle stützen könnten. Die Eurozone hinkt hinterher: Die erste Transaktion in digitalem Euro wird nicht vor Mitte 2029 erwartet. China hingegen macht große Fortschritte. Nebenstehende Grafik zeigt den beeindruckenden Anstieg des Transaktionsvolumens in digitalem Yuan (e-CNY) in den vergangenen Jahren.

GRAFIK 2.4: TRANSAKTIONSVOLUMEN MIT DIGITALEM YUAN

MRD. CNY



Quelle: People's Bank of China, The Investment Institute by UniCredit

Der digitale Yuan (e-CNY) ist inzwischen ein wichtiger Bestandteil der chinesischen Handelsströme mit zehn Mitgliedern der ASEAN sowie sechs Staaten im Nahen Osten, darunter Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate und Katar. Viele Länder sind bereits digital in das chinesische Cross-Border Interbank Payment System (CIPS) integriert.

Auf diese Weise errichtet Peking ein paralleles Zahlungssystem, das schneller, günstiger und weniger anfällig für die politischen Launen der US-Regierung ist. Die Strategie folgt einem typischen Muster: nicht den etablierten Standard direkt angreifen, sondern ihn umgehen, indem ein neues System geschaffen wird. China bietet, was viele Länder suchen: finanzielle Stabilität ohne geopolitische Bedingungen. Ein Ersatz des US-Dollars ist derzeit nicht das Ziel – wohl aber dessen Relativierung, indem ein System entsteht, in dem die US-Währung nur eine von mehreren Optionen ist.



Rohstoffe

Rohöl

Ölmärkte vor erneut schwachem Jahr

Die Ölmärkte dürften ein weiteres schwaches Jahr erleben, da das Angebotswachstum weiterhin die Nachfrage übertrifft. Nach einem Durchschnittspreis von 68 US-Dollar je Barrel im Jahr 2025 dürfte Brent im kommenden Jahr in einer **Spanne von 60 bis 65 US-Dollar** handeln, wobei die Risiken eher nach unten gerichtet sind. Die Entscheidung von OPEC+, die Quotenanhebungen im ersten Quartal 2026 auszusetzen, hat die kurzfristigen Sorgen über ein Überangebot teilweise gemildert, hat jedoch kaum Auswirkungen auf unsere Prognose. Vielmehr unterstreicht sie die Flexibilität des Kartells, sich an veränderte Marktbedingungen anzupassen.

Während die Disziplin bei der Fördermenge den Aufbau von Beständen verlangt, könnte, deutet die steigende Produktion von Nicht-OPEC+-Ländern, vor allem aus den USA, in Kombination mit einem im historischen Vergleich moderaten Nachfrage-wachstum auf höhere Lagerbestände hin. Strukturelle Gegenwinde und eine gedämpfte chinesische Nachfrage verstärken den pessimistischen Ton. Damit bleiben geopolitische Spannungen und eine unberechenbare OPEC+ die einzigen relevanten Aufwärtstreiber für die Ölpreise.



Brent dürfte im
kommenden Jahr in einer
Spanne von 60-65 US-Dollar
handeln.

Gas

Neues Angebot dürfte Preise unter Druck setzen

Ab 2026 wird erhebliche neue LNG-Kapazität verfügbar, hauptsächlich aus den USA, Katar und Kanada. Dieses Angebotswachstum dürfte das Nachfragewachstum übersteigen und die Preise unter Druck setzen. Für 2026 erwarten wir einen durchschnittlichen **TTF-Preis von 30 bis 35 Euro je Megawattstunde**, im Vergleich zu 39 Euro im Jahr 2025. Die Preisentwicklung im kommenden Winter dürfte volatil bleiben – abhängig von den Wetterbedingungen, da die Vorräte nach dem kalten Winter 2024/25 deutlich geschrumpft sind. Sollte dieser Winter ähnlich kalt ausfallen, wird der Auffüllbedarf im nächsten Sommer noch höher sein. Für den europäischen Gasmarkt bedeutet dies ein herausforderndes Umfeld in der ersten Jahreshälfte, bis das zusätzliche Angebot den Markt erreicht.

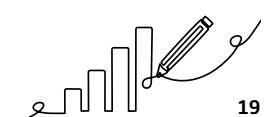


Für 2026 erwarten
wir einen durchschnittlichen
TTF-Preis von 30 bis 35 Euro
je Megawattstunde.



KI-BOOM VERÄNDERT GLOBALE GASNACHFRAGE

Strukturelle Verschiebungen in den Angebots- und Nachfragebedingungen könnten mittelfristig das Risiko erhöhter Preisvolatilität mit sich bringen. Ein zentraler Treiber dieser Entwicklung ist der Investitionsschub von Hyperscalern in Rechenzentren der nächsten Generation zur Unterstützung der KI-Entwicklung. Die Auftragsbücher führender Turbinenhersteller, die eng mit KI-Infrastrukturprojekten – vor allem in den USA – verknüpft sind, signalisieren einen zusätzlichen globalen Erdgasbedarf von 155 bis 206 Mrd. Kubikmetern jährlich zwischen 2025 und 2035. Allein in den USA entspricht dies rund 18 bis 24 Prozent des aktuellen inländischen Verbrauchs. Neben der Größenordnung ist die Natur der Nachfrage entscheidend: Für diese Betreiber können bereits Ausfallzeiten von einer Stunde Verluste in Milliardenhöhe bedeuten. Die Nachfrage ist daher extrem unelastisch, verbunden mit einer hohen Zahlungsbereitschaft für Versorgungssicherheit. Auf der Angebotsseite bevorzugen Produzenten langfristige LNG-Verträge zu Festpreisen oberhalb des Spotmarkts, um zusätzliche Bohrungen in reifen Feldern zu rechtfertigen. Die Kombination aus rigider Nachfrage und begrenztem Angebot macht den Erdgasmarkt anfällig für Schocks und Preisschwankungen.



Gold

Solide strukturelle Unterstützung bei nachlassendem Rückenwind

Gold hat seit Jahresbeginn um mehr als 50 Prozent zugelegt – getrieben von Sorgen über die US-Fiskalpolitik, starker Nachfrage der Zentralbanken und Erwartungen einer geldpolitischen Lockerung. Nach einer kurzen Korrektur von den Rekordhöchstständen haben sich die Preise oberhalb von 4.000 US-Dollar je Unze stabilisiert, gestützt durch erneute Zinssenkungserwartungen und robuste ETF-Zuflüsse. Trotz der starken Entwicklung deuten kurzfristige Faktoren auf eine begrenzte Aufwärtsdynamik hin. Unterstützende Treiber wie geopolitische Risiken, Zentralbankkäufe und wirtschaftliche Unsicherheit in den USA bleiben zwar bestehen, könnten aber künftig weniger Gewicht haben. Gleichzeitig belasten eine nachlassende Dollar-Schwäche, eine Pause bei den Fed-Zinssenkungen und stabile Realzinsen die Dynamik.

Diese Rahmenbedingungen sprechen für eine Seitwärtsbewegung – mit Aufwärtspotenzial zu Beginn des kommenden Jahres, da die Märkte ihre Erwartungen an Geldpolitik und globales Risikosentiment neu justieren. Angesichts intakter langfristiger Treiber bleiben wir konstruktiv. Für 2026 erwarten wir Gold in einer **Spanne von 4.100 bis 4.400 US-Dollar je Feinunze**, da das globale Anlageumfeld weiterhin sichere Häfen begünstigt.



Wir erwarten
Gold 2026 in einer Spanne von 4.100 bis 4.400 US-Dollar je Feinunze.

Alternative Anlagen

Bitcoin

Neutrale Einschätzung, aber weiterhin taktische Positionierung

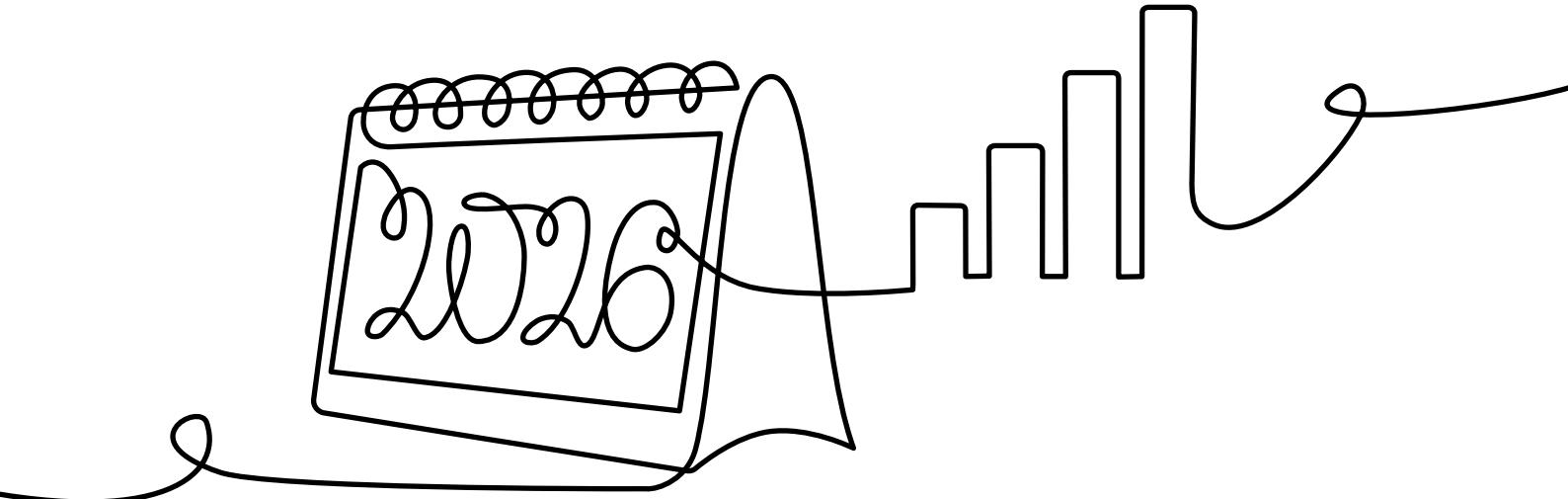
Bitcoin hat seine bisherigen Jahresgewinne vollständig eingebüßt. Nach dem Rekordhoch von über 125.000 US-Dollar im Oktober notiert die Kryptowährung inzwischen unter 90.000 US-Dollar. Auslöser des Kursrutsches sind deutliche Mittelabflüsse aus ETFs sowie makroökonomische Gegenwinde: Die Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen schwinden, während der US-Dollar an Stärke gewinnt. Die Aufwärtsbewegung zu Jahresbeginn war noch von regulatorischen Fortschritten in den USA getragen. Gesetze wie der „Genius Act“ und der „Clarity Act“ sorgten für mehr Rechtssicherheit und erleichterten den Einstieg institutioneller Investoren – darunter auch Pensionsfonds. Doch die Stimmung hat sich zuletzt deutlich eingetrübt. Der Krypto-Markt steht aktuell im Zeichen erhöhter Risikoaversion, weshalb wir bis Jahresende eine neutrale Haltung empfehlen. Bitcoin bleibt aus unserer Sicht ein Hoch-Beta-Asset mit enger Kopplung an Aktienmärkte, nicht jedoch ein „Store of Value“: Die Korrelation zu Gold ist nahezu null. Trotz hoher Volatilität und Abwärtsrisiken sehen wir mittelfristig – bis 2026/2027 – ein neutrales bis leicht konstruktives Bild. Treiber sind erwartete US-Zinssenkungen, steigende Liquidität und ein strukturell schwächerer Dollar. Dennoch bleibt Bitcoin ein Hochrisiko-Investment, geeignet nur für die opportunistischsten Anleger.

Ganz anders die Entwicklung bei **Stablecoins**: Sie verzeichneten im dritten Quartal Rekordzuflüsse von rund 45 Mrd. US-Dollar – ein deutlicher Sprung im Vergleich zu 10,8 Mrd. US-Dollar im Vorquartal. Das Gesamtvolumen überschritt die Marke von 300 Mrd. US-Dollar. Die Transferaktivität erreichte etwa 15,6 Bio. US-Dollar, wobei automatisierte Transaktionen rund 70 Prozent ausmachten. Gleichzeitig steigt die Zahl kleinerer Zahlungen unter 10.000 US-Dollar kontinuierlich – ein Hinweis auf zunehmende Nutzung im Alltag. Stablecoins dienen als volatilitätsarme Brücke zwischen Kryptowährungen und Fiatgeld. Sie ermöglichen Handel, Zahlungen, Überweisungen und DeFi-Aktivitäten. Meist durch Bargeld und kurzfristige US-Staatsanleihen gedeckt, bieten sie Liquidität und 24/7-Nutzbarkeit bei stabiler Wertentwicklung. Damit ergänzen sie Hoch-Beta-Assets wie Bitcoin. Beide Segmente profitieren von regulatorischer Klarheit, auch wenn Transparenzanforderungen für Stablecoins weiter angepasst werden.





Top Stories für 2026



AUTOREN

Tullia Bucco

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Tobias Keller

Stefan Kolek

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Michael Teig

Marco Valli

1 Europa vor dem Realitätscheck

2 Europas Dilemma bei kritischen Rohstoffen

3 Chancen und Risiken im Markt für Private Credit

1 Europa vor dem Realitätscheck

Mit dem Beginn des Jahres 2026 steht Europa an einem Scheideweg – mit großen Versprechen im Gepäck. Die EU hat zentrale Vorhaben angekündigt: höhere Verteidigungsausgaben, stärkere Integration, eine Reform der Wirtschaft und eine Neuausrichtung der Migrationspolitik. Deutschland, die größte Volkswirtschaft Europas, hat die fiskalische Zurückhaltung aufgegeben und seine „Bazooka“ gezündet (vgl. „[Wird die Fiskal-Bazooka endlich feuern?](#)“, S.8). Diese Schritte signalisieren den Willen Europas, den wachsenden geopolitischen Risiken bei Themen, die lange als zu sensibel oder zu komplex für eine EU-Koordination galten, geschlossen zu begegnen.

Ob daraus jedoch tatsächlich eine entschlossene Bewältigung der gewaltigen Herausforderungen erwächst, bleibt offen. Vieles deutet auf einen „**Stückwerk-Ansatz**“ hin – mit dem Risiko, am Ende zu wenig zu liefern. Nationale Programme, allen voran Deutschlands, tragen weiterhin die Hauptlast. Gemeinsame Initiativen wie SAFE (Security Action for Europe) helfen, reichen aber nicht aus, um die strukturellen Schwächen zu beheben. Bezeichnend ist, dass der Vorschlag der EU-Kommission zur moderaten Erhöhung des EU-Haushalts für 2028 bis 2034 auf den Widerstand der „Sparsamen“ stieß. Das begrenzt die strategische Handlungsfähigkeit über zweckgebundene Bereiche wie Verteidigung hinaus und verdeutlicht die Kluft zwischen großen Ambitionen und politischer Trägheit.

Die Rückgriffsmöglichkeit auf das Instrument der verstärkten Zusammenarbeit, wie jüngst von Ex-EZB-Präsident Draghi vorgeschlagen, setzt eine deutsch-französische Führungsrolle bei zentralen strategischen Fragen voraus. Das erscheint jedoch schwer umsetzbar – nicht zuletzt wegen der politischen Instabilität in Frankreich (vgl. „[Politisches Drama geht weiter](#)“, S.9) und der Tatsache, dass die Bundesregierung stark auf ihre innenpolitische Agenda fokussiert ist. Der Kurs hin zu einem „geopolitischeren“ Europa wirkt daher **eher ambitioniert als gesichert**. Für 2026 bedeutet das: eher schrittweise Fortschritte als eine strukturelle Transformation.

EU-BUDGET

Nach zwei Jahren Verhandlungen soll der Finanzrahmen 2028-2034 auf „smarter statt größer“ setzen: **mehr Konditionalität**, schlankere Strukturen und eine stärkere Ausrichtung auf Wettbewerbsfähigkeit und Verteidigung. Der Haushalt verlagert die Mittel zudem stärker auf europäische öffentliche Güter (EPGs) wie zentrale Infrastruktur und Industriepolitik. Allerdings bleibt die gemeinsame fiskalische Kapazität begrenzt. Pläne zur Finanzierung von EPGs über großvolumige gemeinsame Schulden wurden bislang nicht ernsthaft diskutiert. Selbst wenn der neue Rahmen institutionellen Fortschritt bringt, wird das **Volumen der verfügbaren Mittel** daher nicht ausreichen, um die Herausforderungen der neuen geopolitischen Lage vollständig zu bewältigen.

VERTEIDIGUNG

2026 wird zeigen, ob Europas milliardenschwere Ausgabenpläne echte strategische Autonomie gegenüber den USA bringen – oder lediglich die bestehende Fragmentierung zementieren. EU und Mitgliedstaaten haben eine deutliche Erhöhung der Verteidigungsausgaben angekündigt, um sich dem NATO-Ziel von 3,5 % des BIP für Kernverteidigung anzunähern. Deutschland geht voran und nutzt eine neue nationale Ausnahmeregel, um das Defizit auszuweiten und die Verteidigungsausgaben zu finanzieren, während die meisten anderen EU-NATO-Staaten einen schrittweisen Anstieg planen. Auf europäischer Ebene gilt **SAFE** als zentrales Instrument: ein langfristiges Kreditprogramm über 150 Mrd. Euro, verbunden mit strikten Auflagen wie „Buy European“-Kriterien und der Bedingung, dass Projekte mindestens zwei Mitgliedstaaten einbeziehen. SAFE soll gemeinsame Planung und industrielle Integration fördern – statt der üblichen nationalen Alleingänge. Gelingt eine präzise Projektauswahl und wird das Instrument breit genutzt, könnte Europas Verteidigungsindustrie und strategische Autonomie deutlich gestärkt werden.

WETTBEWERBSFÄHIGKEIT

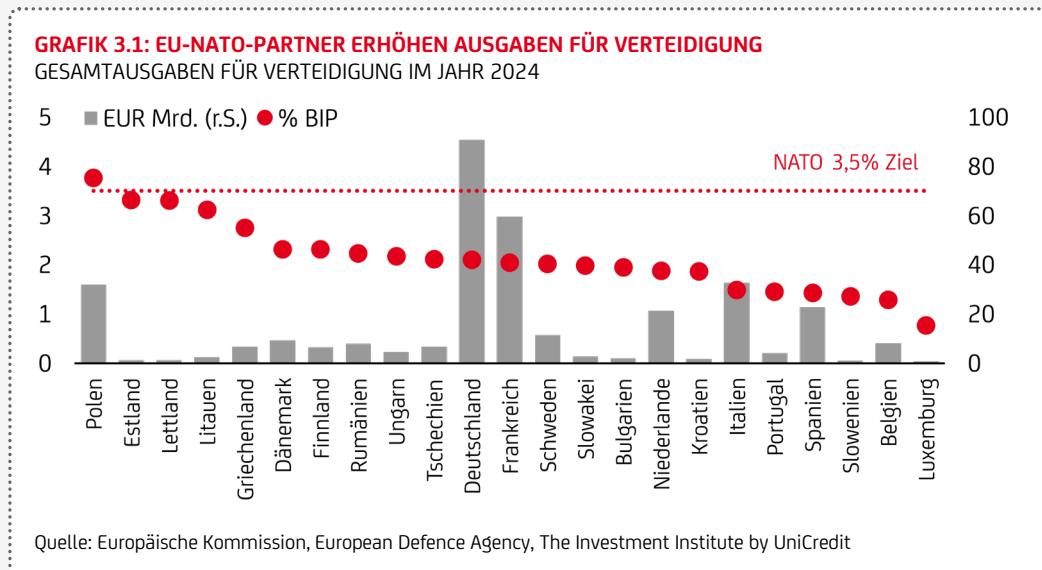
Neben Sicherheitsfragen bereitet Europas mangelnde Wettbewerbsfähigkeit zunehmend Sorgen – vor allem, da die USA und China bei Technologie und Investitionen davonziehen. Die zentrale Herausforderung für Europas Wettbewerbsfähigkeit liegt in der Umsetzungsgeschwindigkeit. Zwölf Monate nach Veröffentlichung des Draghi-Berichts im September 2024 waren erst rund **11% der Empfehlungen** vollständig umgesetzt, etwa 20 % teilweise. Positiv ist, dass 2025 mehrere EU-Initiativen gestartet wurden, die auf mehr Autonomie und höhere Effizienz abzielen. Herzstück dieser Agenda ist der „Clean Industrial Deal“, der Maßnahmen zur Reindustrialisierung Europas bündelt: Förderung der Clean-Tech-Produktion, Sicherung kritischer Rohstoffe und Senkung der Inputkosten für die Industrie. Ein weiteres wichtiges Vorhaben ist die **Vollendung des EU-Binnenmarkts bis 2028**, um Regeln zu vereinfachen und Fragmentierung zu verringern. Viele Empfehlungen Draghis richten sich jedoch an die nationale Politik – von der Modernisierung von Bildung und Qualifizierung über Reformen bei Steuern und Arbeitsmarkt bis hin zur Vollendung des Dienstleistungsbinnenmarkts.

MIGRATION

Seit der Flüchtlingskrise 2015 gehört Migration zu den größten politischen Streitpunkten in der EU. Nach der Einigung auf einen umfassenden neuen Pakt zu Migration und Asyl im Jahr 2024 sollen die Regelungen bis Sommer 2026 vollständig greifen. Damit wird 2026 zu einem **entscheidenden Jahr für das europäische Migrationsmanagement** – ein zentrales Projekt für die innere Kohäsion der EU und die nationale Politik in den Mitgliedstaaten.

EU-ENTSCHEIDUNGSPROZESSE UND KOALITIONEN DER WILLIGEN

Ob Europa bei seinen strategischen Prioritäten langfristig vorankommt, hängt auch vom komplexen Entscheidungsprozess ab. Die Einstimmigkeitsregel sichert zwar jedem Mitgliedstaat eine Stimme, ermöglicht aber zugleich, dass einzelne Regierungen gemeinsame Maßnahmen blockieren – selbst bei breitem Konsens. Jüngste Diskussionen deuten darauf hin, dass künftig bei Erweiterungsentscheidungen das **Mehrheitsprinzip** selektiv angewendet werden könnte. Das wäre vor allem für die MOE-Staaten relevant, die auf einen Beitritt warten (Ukraine, Moldau und die Westbalkanländer). Zudem dürfte 2026 mehr Initiativen bringen, die von „**Koalitionen der Willigen**“ getragen werden: kleinere Gruppen europäischer Staaten, teils ergänzt um Nicht-EU-Länder, die in ausgewählten Bereichen die Integration vorantreiben – mit der Option für andere Länder, später beizutreten.



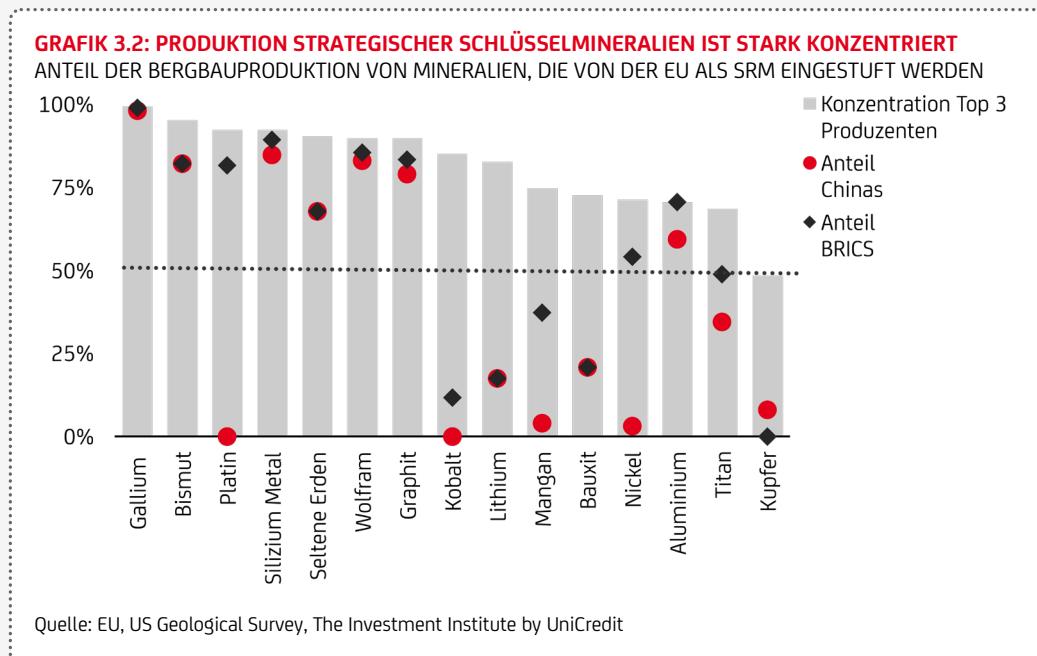
2 Europas Dilemma bei kritischen Rohstoffen

Geoökonomie¹ – die strategische Nutzung ökonomischer Instrumente für geopolitische Ziele – hat sich zu einer prägenden Kraft an den globalen Märkten entwickelt, insbesondere bei kritischen Rohstoffen. Materialien wie Lithium, Kobalt und Seltene Erden sind unverzichtbar für das technologische und industrielle Rückgrat des 21. Jahrhunderts: von erneuerbaren Energien und Elektrofahrzeugen über Unterhaltungselektronik und Hightech-Fertigung bis hin zur Verteidigung. Damit haben sich diese Rohstoffe **von industriellen Vorprodukten zu strategischen Assets** gewandelt und stehen heute im Zentrum des geökonomischen Wettbewerbs. Der jüngste Streit zwischen den USA und China nach Pekings Entscheidung, die Ausfuhr seltener Erden in die USA zu beschränken² – auch wenn die Maßnahme für ein Jahr ausgesetzt wurde – unterstreicht die Bedeutung geökonomischer Risiken, die weiterhin das Potenzial haben, die Märkte 2026 zu erschüttern.

In diesem Kontext steht die EU vor einem Dilemma: Die Mitgliedstaaten sind arm an Rohstoffen, während die Nachfrage nach kritischen Mineralien hoch ist. Eine verlässliche Versorgung ist daher von zentraler Bedeutung. Europas begrenzte Förder- und Verarbeitungskapazitäten schaffen Engpässe, die den grünen Umbau gefährden und die strategische Autonomie untergraben könnten.

G7-STAATEN SIND AUF DEN ZUGANG ZU ROHSTOFFEN DER BRICS-LÄNDER ANGEWIESEN

Vor diesem Hintergrund unterscheidet die EU zur Bewältigung des Problems zwischen strategischen, kritischen und nicht-kritischen Mineralien. Strategische und kritische Rohstoffe (SRM, CRM) weisen ein hohes Konzentrationsrisiko bei wenigen Förderländern auf und schaffen damit **strategische Verwundbarkeiten** für rohstoffarme Regionen wie die EU. Abbildung 3.2 zeigt den Grad der Konzentration von 15 SRMs gemäß EU-Definition: Die drei größten Förderländer stellen zwischen 50 und 100 Prozent des Angebots, wobei einige Mineralien in hohem Maße in China konzentriert sind – ein Befund, der Europas Verwundbarkeit unterstreicht.



¹ Der Begriff wurde von Edward Luttwak in seinem Aufsatz „From Geopolitics to Geo-Economics: Logic of Conflict, Grammar of Commerce“, erschienen in *The National Interest*, Nr. 20, 1990, S. 17–23, geprägt.

² Dies folgt auf einen ähnlichen Schritt der chinesischen Regierung im Jahr 2010, als sie nach einem Zwischenfall um die Senkaku-Inseln den Export seltener Erden nach Japan untersagte.

Im Gegensatz zu den BRICS+-Staaten, die über erhebliche Reserven verfügen, mangelt es den meisten G7-Volkswirtschaften an bedeutenden Vorkommen. Lediglich die USA, Kanada und Australien – wirtschaftlich und politisch eng mit der G7 verbunden – können helfen, diese Lücke teilweise zu schließen. Dennoch behalten die BRICS+-Länder eine **oligopolistische Stellung** im Bergbau. China ist der dominierende Akteur: Für nahezu die Hälfte der von der EU als strategisch eingestuften Mineralien stellt das Land mehr als 50 Prozent der weltweiten Fördermenge. Diese Dominanz ist in der Raffination noch ausgeprägter: Selbst bei Mineralien mit begrenzten chinesischen Reserven wie Kobalt und Lithium hat sich Peking durch enorme Verarbeitungskapazitäten führende Positionen gesichert.

Dieses Ungleichgewicht ist das Ergebnis jahrzehntelanger strategischer, ökonomischer und ökologischer Entscheidungen. Westliche Volkswirtschaften, einschließlich der EU, haben den heimischen Bergbau aufgrund strenger Umweltauflagen, hoher Förderkosten und politischer Widerstände zurückgestellt. Die Globalisierung verstärkte ein Just-in-Time-Modell der Lieferketten, das Effizienz über Resilienz stellte. China nutzte diese Lücke durch staatlich gestützte Investitionen, langfristige Verträge und Beteiligungen an Bergbauprojekten in Asien, Afrika und Lateinamerika im Rahmen der Belt-and-Road-Initiative – und sicherte so einen stetigen Rohstofffluss für chinesische Raffinerien sowie seine **Vormachtstellung in der Wertschöpfungskette**. Gleichzeitig investierten G7-Staaten zu wenig in bestehende Kapazitäten, etwa bei Seltenern Erden in den USA, und setzten stattdessen auf günstige Importe aus China. Der Aufbau wettbewerbsfähiger Raffinerie-Infrastruktur könnte laut Branchenprognosen ein Jahrzehnt oder länger dauern. Damit behalten die BRICS+-Länder, angeführt von China, strategischen Einfluss auf die Lieferketten kritischer Mineralien – eine Position, die voraussichtlich bestehen bleibt und die globale Technologie- und Industrieproduktion auf absehbare Zeit prägen wird.

AUS ZIELEN WIRD AKUTER HANDLUNGSBEDARF: EUROPAS ROHSTOFFSTRATEGIE IM WANDEL

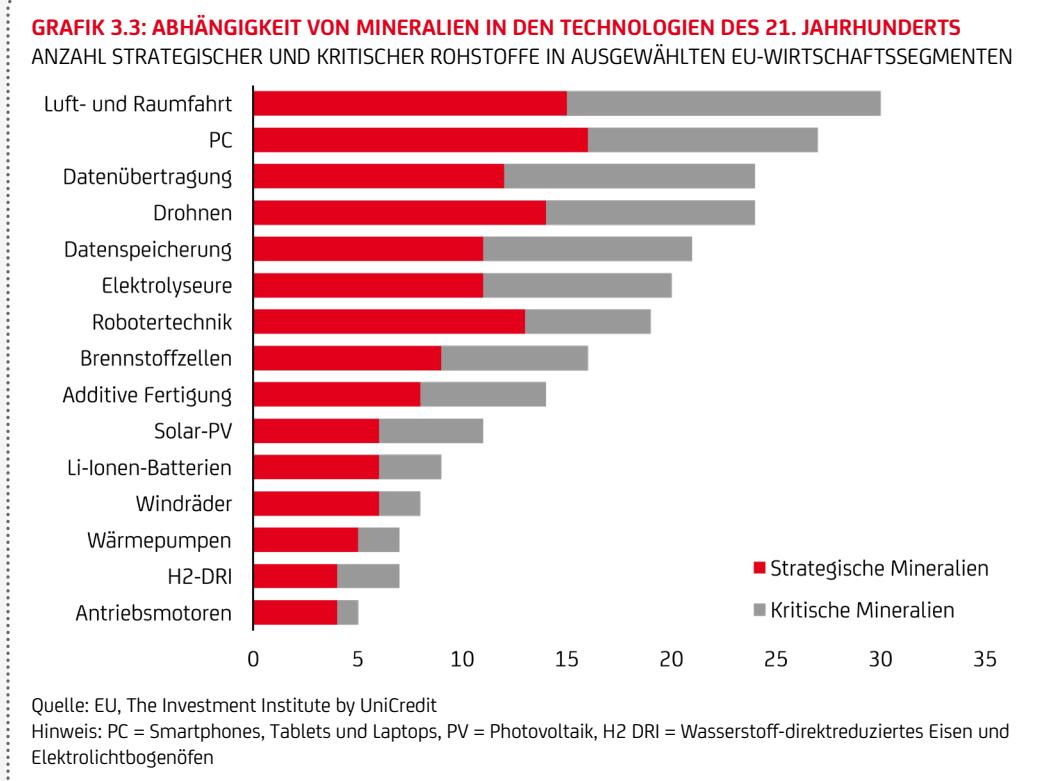
Angesichts der Abhängigkeit von externen Lieferanten hat die EU eine Reihe von Gesetzen und andere Initiativen auf den Weg gebracht, um diese Anhängigkeit zu verringern. Der 2024 verabschiedete Critical Raw Materials Act setzt klare Zielmarken für 2030: Mindestens 10% des EU-Bedarfs sollen innerhalb der Union gefördert, 40% dort verarbeitet, 25% aus Recycling gewonnen werden – und nicht mehr als 65% dürfen aus einem einzigen Drittland stammen. Diese ehrgeizigen Vorgaben markieren einen strategischen Kurswechsel: Rohstoffsicherheit ist für Europa nicht länger eine industrielle Randnotiz, sondern das **Fundament wirtschaftlicher Resilienz**. Die Umsetzung wird durch Investitionen von geschätzt 22,5 Mrd. Euro in 47 strategische Projekte in 13 Mitgliedstaaten und Partnerländern flankiert.

Darüber hinaus soll die European Raw Materials Alliance die Lieferketten über China und Russland hinaus diversifizieren, während die European Battery Alliance eine wettbewerbsfähige Batterieindustrie aufbauen will, um die Abhängigkeit von asiatischen Kathoden- und Anodenproduzenten zu verringern. Ergänzend dazu definiert das Circular Economy Framework die **strategische Vision für Abfallreduktion und Ressourceneffizienz**; der kommende Circular Economy Act wird diese Vision in verbindliche Ziele übersetzen, darunter die Verdoppelung der Kreislaufrate auf 24% bis 2030. Ein weiterer Hebel ist die Handelspolitik: Abkommen wie EU-Mercosur sollen den Zugang zu kritischen Rohstoffen aus ressourcenreichen Partnerländern sichern.

BRANCHENSPEZIFISCHE AUSWIRKUNGEN

Unterdessen steigt die Nachfrage nach Produkten, die aus strategischen und kritischen Mineralien hergestellt werden, in nahezu allen Technologien in einem bisher unerreichten Tempo – getrieben durch den Ausbau erneuerbarer Energien, Elektromobilität und fortschrittliche Fertigung. Zu den am häufigsten verwendeten Materialien in strategischen Technologien zählen Aluminium, Kupfer, Nickel, Silizium und Mangan, die jeweils in mehr als einem Dutzend kritischer Anwendungen vorkommen. Diese Abhängigkeit zieht sich durch **alle Stufen der Wertschöpfungskette** – von der Rohstoffgewinnung über Raffination und Verarbeitung bis hin zur Herstellung von Zwischenprodukten. In Sektoren wie Photovoltaik deckt China die gesamte Wertschöpfungskette ab, während sich bei Windkraft und Elektromotoren die Dominanz auf Schlüsselmaterialien wie Magneten aus Seltenen Erden erstreckt.

Unter Verwendung der EU-Klassifikation strategischer und kritischer Mineralien zeigt Abbildung 3.3 die Abhängigkeit bestimmter Technologien, die die Europäische Kommission als zentral für das wirtschaftliche Leben des 21. Jahrhunderts einstuft, von diesen Rohstoffen. Dabei mindert die benötigte Menge keineswegs die Bedeutung dieser Mineralien: Das Fehlen eines einzigen Elements kann die Produktion beeinträchtigen. Die Nachfrage nach diesen Materialien wird zudem stark steigen. Für Lithium etwa prognostiziert die EU bis 2050 einen Anstieg um das 21-Fache, während die Nachfrage nach Platin im gleichen Zeitraum um das 200-Fache zulegen könnte.



Fazit: Die Geökonomie kann Schocks auslösen, die sich durch ganze Industriezweige ziehen und Wettbewerbsfähigkeit sowie wirtschaftliche Sicherheit beeinträchtigen. Die Kombination aus rasant wachsender Nachfrage und hochkonzentriertem Angebot macht die EU extrem anfällig für Störungen – geopolitische Spannungen könnten ganze Lieferketten ins Wanken bringen und erhebliche Risiken für die Märkte auslösen. Mangels eigener Reserven kann die EU ihre Abhängigkeit von kritischen Rohstoffen aus BRICS+-Staaten nur durch **Diversifizierung der Lieferketten** zu stabilen Partnern, den Ausbau strategischer Lagerbestände, den Aufbau von Verarbeitungs- und Recyclingkapazitäten – insbesondere für Seltene Erden und Batterien – sowie durch technologische Innovation und höhere Ressourceneffizienz verringern. Neue Verarbeitungsprojekte benötigen jedoch lange Vorlaufzeiten, und Recycling hängt vom Aufbau von Altmaterialien ab – ein Prozess, der vor 2030 kaum spürbare Effekte bringen dürfte.

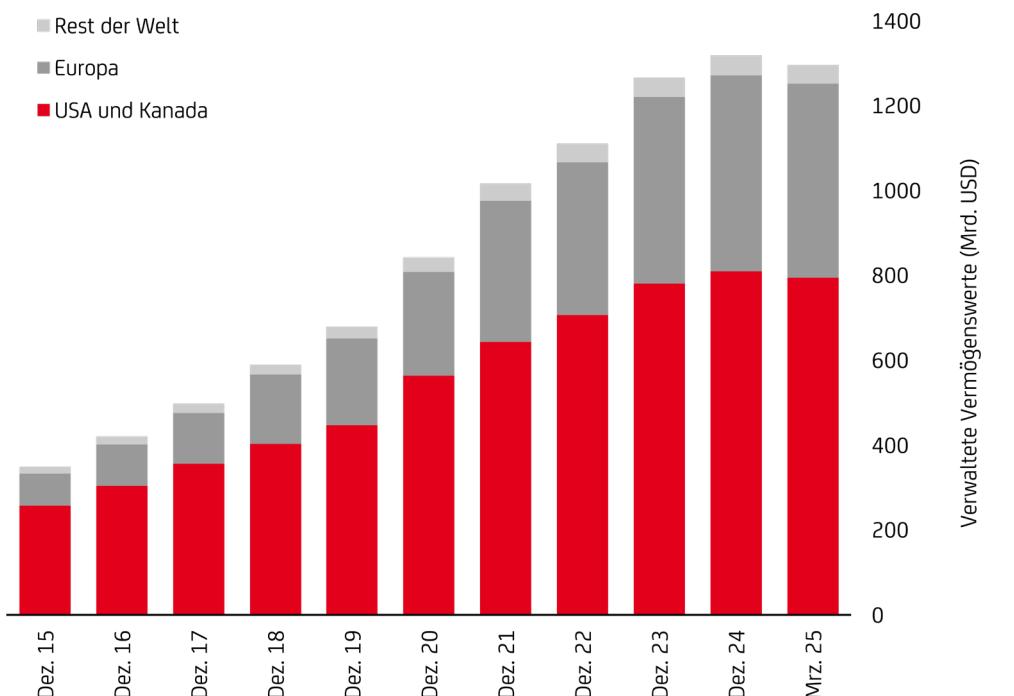
Vor diesem Hintergrund sind verlässliche Beziehungen zu führenden Rohstoffproduzenten entscheidend, um Lieferkettenrisiken zu mindern. Zudem kann die EU ihre Verhandlungsposition im internationalen Handel durch strukturelle Stärken wie Marktgröße, industrielle Führungsrolle und Standards für grüne Technologien ausbauen. Darüber hinaus verfügt der Block über potenzielle Gegenmaßnahmen gegenüber Staaten, die seine Wirtschaft unter Druck setzen wollen – etwa die Beschränkung des Zugangs zu Schlüsseltechnologien oder im Extremfall den Einsatz des Anti-Coercion-Instruments. Für Investoren bedeutet das: EU-Handelsdiplomatie und strategische Projekte genau beobachten, denn sie bestimmen die Versorgungssicherheit und eröffnen Chancen in Clean Tech und Hightech-Fertigung.

3 Chancen und Risiken im Markt für Private Credit

Private Credit bezeichnet direkte Kredite an mittelständische Unternehmen, die typischerweise von Nichtbanken wie Private-Debt-Fonds oder Business Development Companies (BDCs) vergeben werden. Der Private-Credit-Markt verzeichnete in den vergangenen zehn Jahren ein starkes durchschnittliches Wachstum von rund 20% pro Jahr, wobei der US-Markt klar dominiert. Jüngste Schlagzeilen über Zahlungsausfälle in den USA im Zusammenhang mit Private-Credit-Finanzierungen haben Zweifel an der Bonität geweckt und die Sorge vor möglichen negativen Folgen für das Finanzsystem und die US-Konjunktur verstärkt.

GRAFIK 3.4: DYNAMISCHE ENTWICKLUNG DES PRIVATE-CREDIT-MARKTS

GESAMTVOLUMEN AUSSTEHENDER DIREKT- UND ASSET-BACKED-KREDITE NACH KREDITNEHMERREGION (IN MRD. USD)



Quelle: Prequin, The Investment Institute by UniCredit

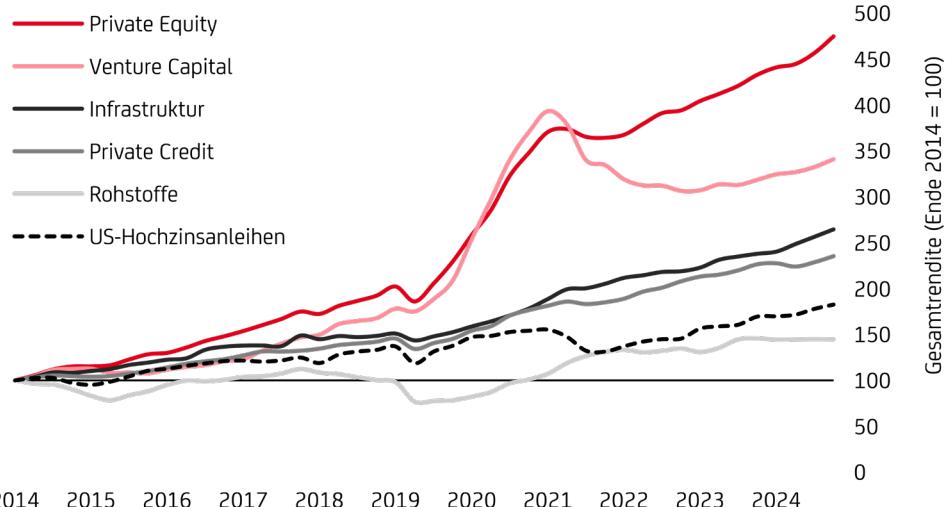
Private Credit eröffnet Investoren Chancen – von einer breiteren Diversifikation bis hin zu potenziell höheren Renditen. Die durchschnittliche annualisierte Gesamtrendite von US-Private-Debt lag in den vergangenen zehn Jahren bei 8,1% pro Jahr und damit um 2,5 Prozentpunkte über der Rendite von US-Hochzinsanleihen. Die Volatilität ist schwer zu messen und zu vergleichen, da Private Credit eine weniger liquide Anlageklasse ist als HY-Anleihen. Dennoch zeigt die Standardabweichung der Quartalsrenditen von 2015 bis 2025 ein niedrigeres Niveau bei Private Credit im Vergleich zu Hochzinsanleihen.



Private Credit ist eine
weniger liquide Anlageklasse
als Hochzinsanleihen.

GRAFIK 3.5: OUTPERFORMANCE VON US-PRIVATE-CREDIT GGÜ. US-HOCHZINSANLEIHEN IM VERGANGENEN JAHRZEHNT

GESAMTRENDITE-INDIZES VON ALTERNATIVEN ANLAGEKLASSEN UND US-HOCHZINSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg, PitchBook Data, The Investment Institute by UniCredit

Die Risiken, die Private Credit für das Finanzsystem birgt, werden von US- und europäischen Aufsichtsbehörden immer wieder hervorgehoben. So zeigt der *Global Financial Stability Report* des IWF vom Oktober 2025, dass die Schwachpunkte von Nichtbanken-Finanzintermediären (NBFI) schnell auf das Kernbanken-System übergreifen können – mit der Folge verstärkter Schocks und erschwerter Krisenbewältigung. In diesem Zusammenhang hat die Exponierung traditioneller Banken gegenüber NBFI, zu denen Bereiche mit leichterer Regulierung wie Private Equity und Private Credit zählen, deutlich zugenommen. US-Banken haben im Schnitt 9% ihres Kreditbuch-Exposures gegenüber NBFI, und bei rund der Hälfte der vom IWF analysierten US-Banken übersteigt die NBFI-Exponierung das Tier-1-Kapital – ein Risikoszenario könnte ihre Kapitalisierung erheblich beeinträchtigen.

In den USA wächst die Sorge über die Verlagerung von Gewerbeimmobilienkrediten vom traditionellen Bankensektor hin zu Private-Credit-Anbietern. Brisant ist, dass diese Anbieter häufig Bankkreditlinien nutzen. Dies mindert die Transparenz der zugrunde liegenden Asset-Qualität im Bankensektor. In Europa ist der Private-Credit-Markt trotz seines Wachstums im Vergleich zum gesamten Bankkreditvolumen noch klein. Von den 5,7 Bio. Euro an Krediten europäischer, von der EZB beaufsichtigter Banken an NBFI entfallen lediglich 0,4 Bio. Euro auf europäische Private-Credit-Vermögenswerte. BDCs sind häufig im **unteren Investment-Grade-Bereich geratet**, während Private-Credit-Darlehen an schwächer bewertete Schuldner vergeben werden. Diese Entwicklung wird durch strengere Bankenregulierung begünstigt, die es aus Sicht der Kapitalrendite attraktiver macht, Engagements gegenüber IG-gerateten Private-Credit-Anbietern zu halten als gegenüber niedriger bewerteten Unternehmenskrediten. Zudem stellen mehrere europäische Banken auch Kreditlinien für US-Private-Credit-Anbieter bereit.

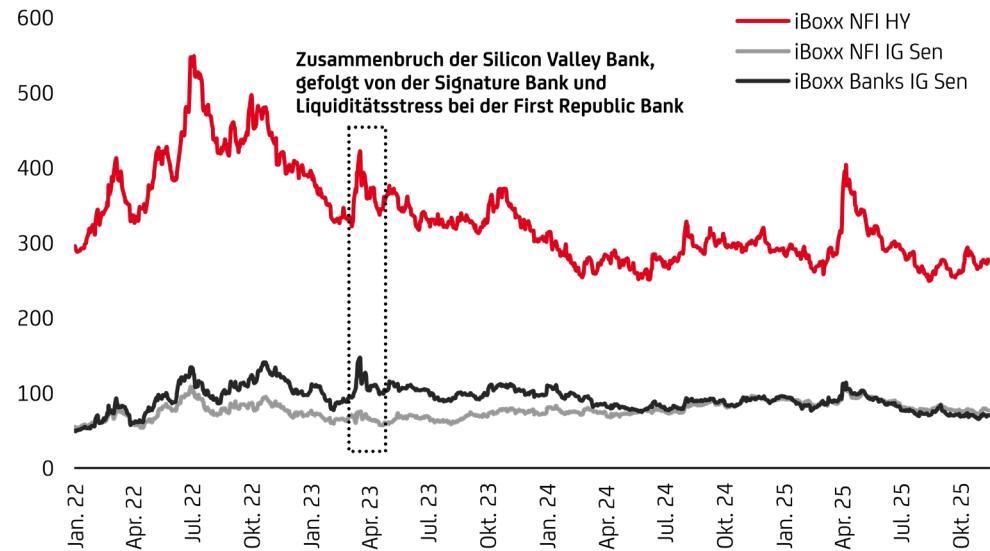
Trotz jüngster idiosynkratischer Ausfälle in den USA sehen wir derzeit kein systemisches Risiko für den gesamten Private-Credit-Sektor. Die Ausfälle betrafen **Schuldner mit schwachen Fundamentaldaten oder anfälligen Geschäftsmodellen** und waren teilweise auf betrügerische Aktivitäten zurückzuführen. Quartalsdaten zu US-Private-Credit-Transaktionen zeigen im dritten Quartal 2025 nur eine graduelle Verschlechterung. Das Neugeschäftsvolumen ist 2025 gegenüber 2024 rückläufig. Die Preisgestaltung jüngster Private-Credit-Deals deutet auf eine leichte Spread-Verengung im Jahresverlauf hin – ein Hinweis darauf, dass Kreditgeber keinen systematischen Stress erwarten (was die engeren Spreads erklärt), aber bei Einzeltransaktionen selektiver vorgehen (was den Rückgang des Neugeschäftsvolumens gegenüber 2024 erklärt).

Unser Basisszenario für 2026 geht von mehr idiosynkratischen Ausfällen in den USA aus, jedoch ohne systemischen Stress. Die Auswirkungen auf den Bankensektor wären überschaubar, dürften aber zu erhöhter Volatilität bei den Aktien- und Kreditbewertungen exponierter Institute führen. Zudem erwarten wir ein langsameres Wachstum des Segments im Jahr 2026. Im Risikoszenario einer anhaltenden Rezession – was nicht unserem Basisszenario entspricht – sehen wir die Gefahr, dass steigende Ausfälle bei Privatkrediten den Druck auf Private-Credit-Anbieter erhöhen und zu weiteren Bankausfällen führen könnten. Ein Blick auf die Marktreaktion 2023, als mehrere US-Regionalbanken und Credit Suisse in Schwierigkeiten gerieten, ist in diesem Zusammenhang aufschlussreich. Wie Grafik 3.6 zeigt, differenzierten Investoren 2023 zwischen verschiedenen Kreditarten: Europäische Finanzwerte und Hochzinsanleihen (sowie Aktien) gerieten erheblich unter Druck, während der entsprechenden iBoxx-Index für Nicht-Finanzwerte weitgehend stabil blieb.

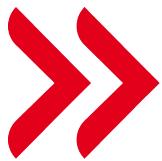
Dies zeigt, dass der Markt damals **negative Spillover-Effekte für europäische Finanzwerte einpreiste**, nicht jedoch für das breitere makroökonomische Umfeld. Europäische Banken sind zudem in die Kreditvergabe an US-Private-Credit-Anbieter involviert, während europäische Versicherer und Pensionsfonds Positionen im US-Private-Credit-Markt halten. Finanzwerte stellen das verwundbarste Segment des Kreditmarkts dar. Mögliche Übertragungskanäle umfassen einen Liquiditätsrückgang infolge von Rückgaben oder Margin Calls bei US-Private-Credit-Fonds, was diese zu Asset-Verkäufen auch in europäischen Kreditmärkten zwingen könnte. Die anschließende Neubewertung illiquider und gehebelter Engagements könnte auf europäische Alternative-Credit-Fonds übergreifen und höhere Ausfallraten sowie eine Verschlechterung von Sicherheiten auslösen – mit Verlusten für Banken und verschärften Kreditbedingungen in Europa. Davon wären vor allem schwächere Marktsegmente wie Hochzinsanleihen betroffen. Ob Zentralbanken eingreifen, hängt von der Schwere einer möglichen Krise und deren Ausstrahlung auf andere Wirtschaftsbereiche ab. Sollte sich die Lage zu einem systemischen Problem ausweiten, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass große Zentralbanken zu außergewöhnlichen Liquiditätsmaßnahmen greifen.


Unser Basis-szenario für 2026 geht von mehr idiosynkratischen Ausfällen in den USA aus, jedoch nicht von systemischem Stress.

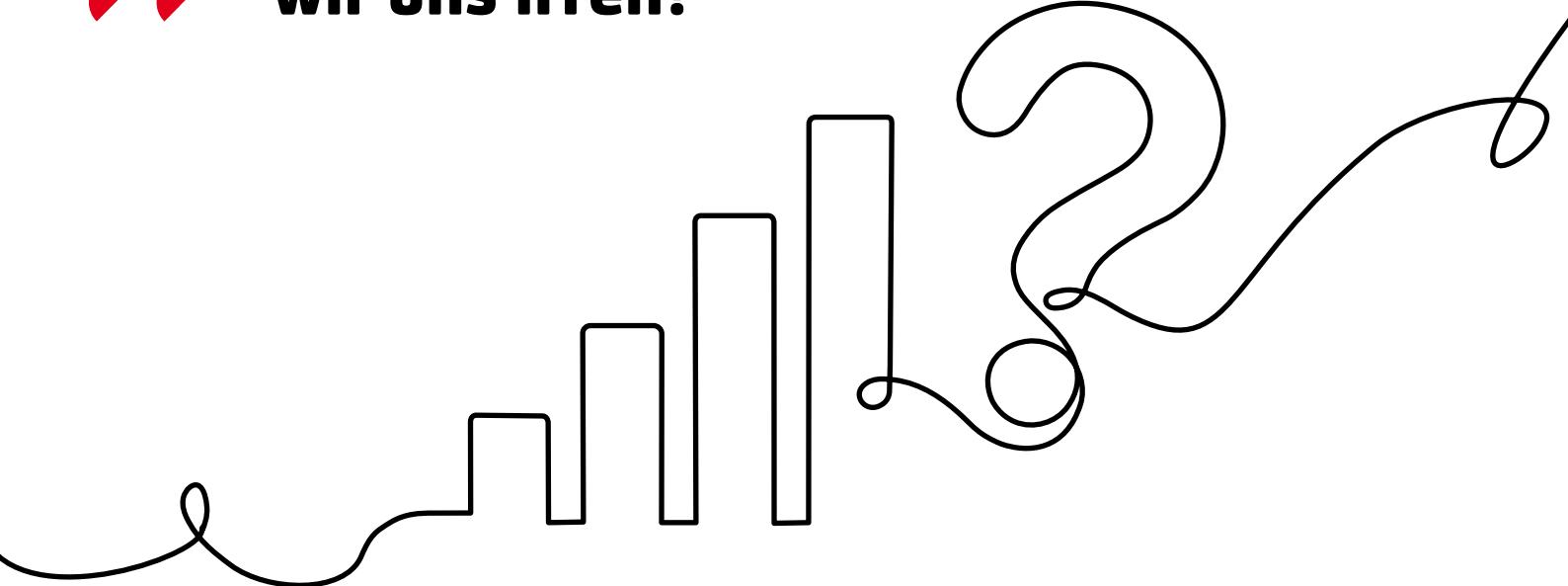
GRAFIK 3.6: TURBULENZEN BEI US-MITTELSTANDBANKEN IM JAHR 2023 BELASTETEN EUROPÄISCHE FINANZWERTE UND DEN MARKT FÜR HOCHZINSANLEIHEN
AUSGEWÄHLTE IBOXX-SPREADS VON UNTERNEHMENSANLEIHEN (BP)



Quelle: S&P Global, Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit



Was ist, wenn wir uns irren?



AUTOREN

Edoardo Campanella

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Roberto Mialich

Giovanni Mazzariello

Christian Stocker

Thomas Strobel

Jenseits des Basisszenarios

Unser Basisszenario für 2026 bleibt konstruktiv. Doch Märkte bewegen sich selten geradlinig – und die Geschichte zeigt, dass Wendepunkte oft falsch bepreist werden. Was, wenn sich unsere Ausgangsthese als falsch erweist? Wir skizzieren zwei Szenarien, die das Anlageumfeld grundlegend verändern könnten.

Szenario 1

KI-Momentum gerät ins Stocken

KI war seit Ende 2022 die treibende Kraft an den Aktienmärkten. Unser Basisszenario geht davon aus, dass KI transformative Produktivitätsgewinne liefert – doch Risiken dürfen nicht ignoriert werden. Überkapazitäten und steigende Verschuldung, insbesondere in der Infrastrukturebene, könnten eine Korrektur auslösen, falls die Monetarisierung langsamer verläuft als erwartet. Frühere Technologiebooms zeigen, dass die langfristigen Vorteile bestehen bleiben, doch die Anpassungsphase könnte volatil ausfallen.

Szenario 2

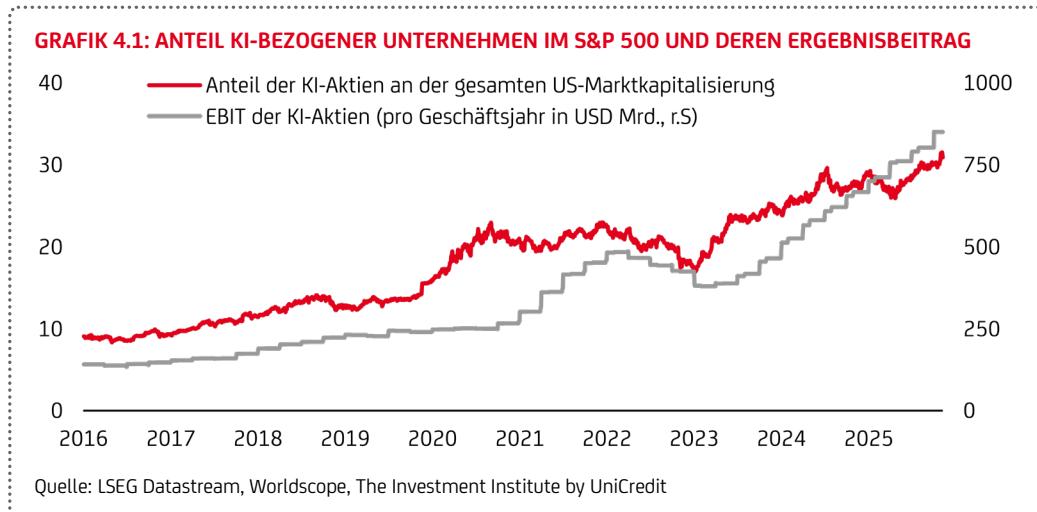
Europa rückt ins Rampenlicht

Europa war selten die erste Wahl für Investoren. Das könnte sich ändern. Fiskalische Expansion, tiefere Integration und stärkere Institutionen schaffen die Grundlage für eine überzeugendere Aktienstory. Ein wachsender Bund-Markt, steigende Investitionen in Verteidigung und digitale Infrastruktur sowie ein stabilerer Euro könnten Europa als glaubwürdige Alternative in einer zunehmend multipolaren Welt positionieren – in der die US-Ausnahmestellung an Strahlkraft verliert.

Szenario 1 – KI-Momentum gerät ins Stocken

Der KI-Investitionsboom: Ignorieren wir die Risiken?

KI war seit Ende 2022 die treibende Kraft an den Aktienmärkten. Tech-Werte mit KI-Bezug machen in diesem Zeitraum rund drei Viertel der Renditen des S&P 500 aus, und etwa ein Drittel der Marktkapitalisierung des Index ist inzwischen an KI-Themen gekoppelt. Diese Konzentration spiegelt ein außergewöhnliches Anlegervertrauen wider – schafft aber zugleich strukturelle Verwundbarkeiten.



Unser Basisszenario geht von transformativen Fortschritten durch KI aus und bleibt für die Aktienmärkte 2026 konstruktiv (vgl. [Blick auf die Märkte](#)). Dennoch sollten Anleger im Auge haben, wo in den **drei Ebenen des KI-Ökosystems – Infrastruktur, Plattformen und Anwendungen** – Risiken lauern, falls das Momentum nachlässt.

1

Infrastruktur

Hohe Kapitalintensität bringt operative Fragilität mit sich

Das Ausmaß der Kapitalinvestitionen in KI ist beeindruckend. Big Tech investiert Billionen US-Dollar in das **technologische Fundament** – Rechenzentren, Hochleistungsships und Energieerzeugung – weit über Silizium hinaus bis hin zu Beton, Stahl und Stromleitungen. Die Netto-Investitionsausgaben großer US-Unternehmen (nominal) haben bereits das Niveau der Dotcom-Blase übertroffen. Die Investitionen erfolgen vorab, doch die Renditen müssen ihren Nachweis erst noch erbringen. Hardware-Zyklen erhöhen den Druck: GPUs verlieren typischerweise innerhalb von drei bis vier Jahren an Wert, und selbst wenn sich ihre Lebensdauer etwas verlängert, bleibt sie begrenzt im Vergleich zur jahrzehntelangen Nutzungsdauer der Glasfaserinfrastruktur aus der Dotcom-Ära. Trotz der spekulativen Natur jener Zeit schufen die damaligen Investitionen letztlich dauerhafte physische Strukturen, die das heutige globale Internet tragen.

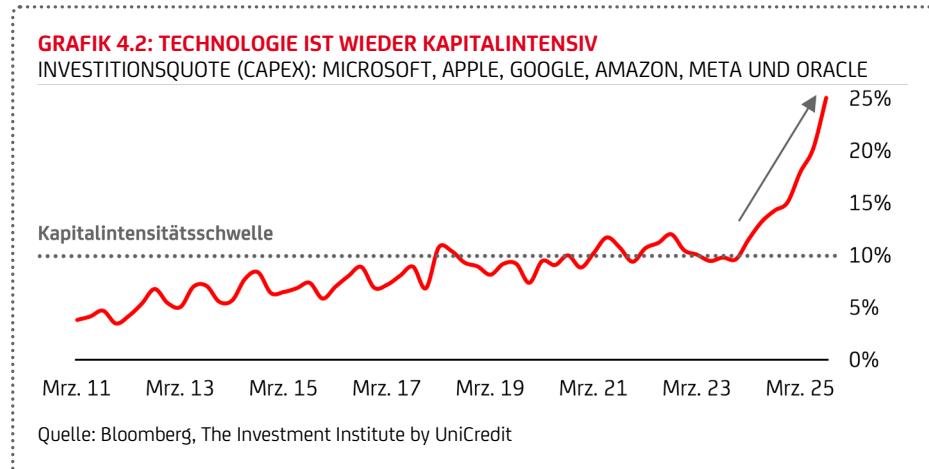
Die Finanzierung verstärkt das Risiko. Der aktuelle Ausbau wird durch die robusten Cashflows der Tech-Giganten getragen, deren Finanzkraft sie zu starken Treibern des KI-Zyklus macht. Doch mit anhaltendem Investitionsbedarf suchen Hyperscaler zunehmend Wege, die direkte Kapitalintensität zu senken – etwa durch das Auslagern von Rechenkapazitäten an kleinere „Neo-Cloud“-Anbieter. Diese verfügen jedoch nicht über vergleichbare Finanzstärke und sind oft stark auf Eigen- und Fremdkapital angewiesen, um ihre Kapazitäten auszubauen. Die **Nutzung von Fremdkapital** dürfte künftig eine größere Rolle im gesamten KI-Ökosystem spielen – nicht nur bei kleineren Akteuren. Metas jüngste Anleiheemission über 30 Mrd. US-Dollar markiert den ersten großen Schritt eines Big-Tech-Konzerns, KI-Infrastruktur über Fremdkapital zu finanzieren – eine neue Dynamik, die das systemische Risiko erhöht.



Szenario 1 – KI-Momentum gerät ins Stocken

Der KI-Investitionsboom: Ignorieren wir die Risiken?

Darüber hinaus liegt die Fragilität nicht nur in der Technologie, sondern auch in der Rückkopplung zwischen Markterwartungen und Investitionsverhalten. Quartalsweise Capex-Updates fungieren als „Momentum-Barometer“. Solange die Ausgaben positiv überraschen, bleibt das Vertrauen hoch, was die Wahrnehmung eines robusten Zyklus verstärkt und Unternehmen zu immer extremen kapitalintensiven Strategien treibt. Jede Enttäuschung bei KI-bezogenen Infrastrukturinvestitionen könnte jedoch heftige Reaktionen auslösen.



2 Plattformen Die Frage der Monetarisierung

KI-Plattformen bringen eigene Unsicherheiten mit sich. Große Sprachmodelle (LLMs) haben weltweit Aufmerksamkeit erregt. Sie verändern die Art, wie Menschen mit Technologie interagieren, und haben einen mächtigen Investitionszyklus ausgelöst. Doch sowohl das ökonomische Modell, das diese Transformation langfristig trägt, als auch die Monetarisierung bleiben unklar. Trotz breiter Nutzung ist die Fähigkeit, Engagement in nachhaltige Umsätze und Gewinne zu verwandeln, bislang unbewiesen. Branchenschätzungen zeigen: Der Marktanteil von OpenAI – dem Haupttreiber der Nachfrage nach Rechenkapazität – ist von nahezu vollständiger Dominanz beim Start auf rund 74 % im Consumer-Traffic gefallen, während der Anteil bei Enterprise-APIs auf etwa 25 % gesunken ist. Das deutet auf eine begrenzte Unternehmensadoption hin. Die Zahlen verdeutlichen: Die Nutzung stammt überwiegend von Retail-Anwendern, die häufig kostenlose Modelle verwenden. Hoher Traffic bedeutet also nicht automatisch Profit. Gleichzeitig untergraben konkurrierende Plattformen – von Open-Source-Modellen bis hin zu integrierten KI-Funktionen in bestehenden Software-Ökosystemen – die Differenzierung und beschleunigen die Standardisierung des Marktes. Umsatzstrategien, ob über Commerce-Integration, Werbung oder Premium-Tarife, sind weitgehend undefiniert. Parallel sinken die Grenzkosten für Inferenz durch effizientere Hardware und Modelle. Das fördert die Verbreitung, könnte aber die Preissetzungsmacht langfristig unter Druck setzen.

3 Anwendungen Vom Versprechen zum Beweis

Mit zunehmendem Wettbewerb und schwindender Modell-Differenzierung dürfte sich die Wertschöpfung nach oben in die **Anwendungsebene** verlagern. Doch diese Entwicklung steckt noch in den Anfängen. Die Herausforderung besteht darin, den Sprung von Experimenten zu unverzichtbaren Anwendungen zu schaffen – und zu beweisen, dass KI über reine Effizienzgewinne hinaus stabile Umsatzströme generieren kann. Die oberste Schicht des KI-Stacks hängt davon ab, einen „Killer-Use-Case“ zu identifizieren, der Massenadoption auslöst und die gewaltigen Infrastrukturinvestitionen darunter rechtfertigt.

Szenario 1 – KI-Momentum gerät ins Stocken

Der KI-Investitionsboom: Ignorieren wir die Risiken?

Die kommerzielle Durchdringung bleibt bislang überschaubar: die meisten Anwendungen konzentrieren sich auf Produktivitätstools, Coding-Assistenten und Copilots – sie verbessern Arbeitsabläufe, liefern aber weder großflächige Monetarisierung noch einen transformativen ökonomischen Effekt. Sollte die Differenzierung der Modelle weiter schwinden und Anwendungen nicht in die Breite skalieren, könnte der Investitionsschwung hinter dem aktuellen Capex-Boom an Kraft verlieren. Die nächste Phase der KI-Geschichte hängt daher weniger vom Ausbau der Rechenkapazitäten ab, sondern davon, ob sich auf Anwendungsebene greifbarer wirtschaftlicher Mehrwert nachweisen lässt.

Wenn KI zum Risiko für die Märkte wird

KI ist längst nicht mehr nur ein Thema für Kapitalausgaben und die Herausforderungen von Monetarisierung und Massenadoption – sie ist zunehmend Teil der Marktarchitektur. Algorithmischer Handel könnte Herdenverhalten verstärken, wenn Modelle ähnlich auf Signale reagieren und dadurch Volatilität beschleunigen. In einem Markt, der sich auf wenige KI-getriebene Aktien konzentriert, erhöhen Querverflechtungen und exklusive Liefervereinbarungen die Korrelation – Stimmungsumschwünge wirken dadurch umso stärker. Während eine **Korrektur der Bewertungen KI-lastiger Titel ein zentrales Risiko** bleibt, würde systemischer Stress erst dann relevant, wenn der schuldenfinanzierte Ausbau zunimmt. Hohe Verschuldung könnte eine Wachstumsdelle in eine tiefere Marktverwerfung verwandeln. Vor diesem Hintergrund ist die Beobachtung von drei Indikatoren entscheidend: Kapitalallokation, Umsatzrealisierung und Investorenpositionierung – sie dienen als Frühwarnsignale für die Unternehmensgesundheit und potenzielle Fragilität.

KI-Investitionen schaffen die Grundlage für tiefgreifenden Wandel

Die Geschichte bietet Perspektive: In der Dotcom-Ära führten massive Investitionen in Glasfaser zunächst zu schmerzhaften Überkapazitäten, senkten aber langfristig die Breitbandkosten und befeuerten den E-Commerce. Ein ähnliches Muster könnte sich bei KI abzeichnen: Die heutigen hohen Ausgaben könnten die Kosten für Inferenz – derzeit noch hoch wegen GPU- und Rechenanforderungen – deutlich senken und damit die Nachfrage langfristig entfesseln. Selbst wenn es kurzfristig zu einer Korrektur kommt, würde günstigere Inferenz die Verbreitung beschleunigen und neue Anwendungen ermöglichen. Doch der Vergleich hat Grenzen. Anders als die weitgehend spekulative Nachfrage der Dotcom-Jahre spiegelt der aktuelle KI-Ausbau einen echten und rasant wachsenden Bedarf an Rechenkapazität wider.

Die eigentliche Herausforderung liegt nicht mangelnder Nachfrage, sondern darin, ob **Monetarisierung und Produktivitätsgewinne** schnell genug skalieren, um Tempo und Umfang der Investitionen zu rechtfertigen. Ein weiteres – wenn auch deutlich schwächeres – historisches Beispiel ist der britische Eisenbahnboom der 1840er-Jahre: Das Parlament winkte Pläne für 15.000 Kilometer neuer Strecken durch. Ein Drittel dieser Linien wurde nie gebaut, und Investoren zahlten einen hohen Preis, als die Blase platze. Dennoch bilden viele der damals verlegten Gleise bis heute das Rückgrat des britischen Schienennetzes – ein Hinweis darauf, wie Überinvestitionen eine dauerhafte (und möglicherweise positive) Spur hinterlassen können.

Wie die Geschichte zeigt, tun sich Märkte schwer, Technologien mit exponentiellem Potenzial und hohem Vorabkapital richtig zu bewerten. Die Risiken konzentrieren sich meist in der Infrastrukturebene – mit Überkapazitäten und möglicherweise steigender Verschuldung als Kernprobleme. Zwar kann die Anpassungsphase volatil sein, doch vergangene Investitionsbooms haben die zugrunde liegende Technologie fast immer gestützt – selbst bei anfänglicher Überinvestition.

Unser Basisszenario bleibt daher konstruktiv: KI dürfte Geschäftsmodelle neugestalten und innovationsgetriebenes Wachstum freisetzen. Die aktuellen Bewertungen spiegeln Erwartungen an nachhaltige Produktivitätsgewinne wider, während groß angelegte Infrastrukturinvestitionen langfristig tragfähige Renditen liefern könnten. Historisch haben transformative Technologien **tiefgreifende Wirkung** entfaltet – und wir erwarten, dass KI diesem Muster folgt. Kurzfristig dürfte die Dynamik am Aktienmarkt anhalten, wenn auch mit gedämpfter Euphorie, höherem Risikobewusstsein und einer allmählichen Verbreiterung über die heutigen konzentrierten Marktführer hinaus.



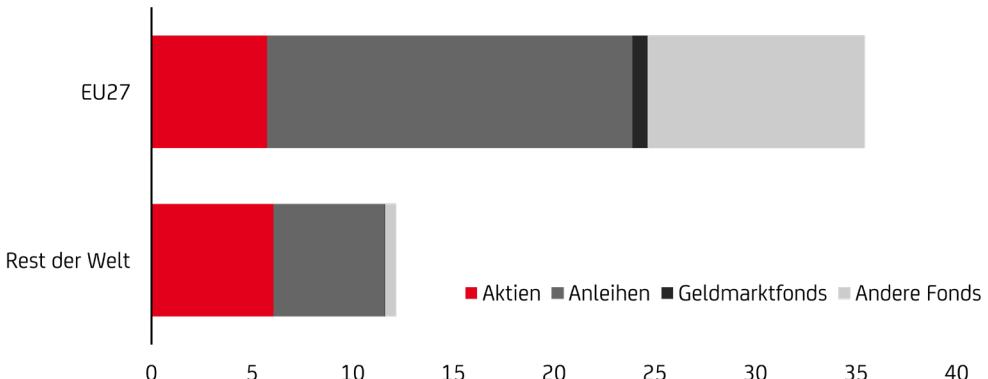
Szenario 2 – Europa rückt ins Rampenlicht

Könnte Europa die USA als Referenzmarkt ablösen?

Aus historischer Perspektive galt Europa selten als idealer Investitionsstandort. Nicht nur neigen Investoren außerhalb Europas dazu, die USA und Schwellenländer zu bevorzugen – auch europäische Anleger richten ihren Blick auf der Suche nach attraktiveren Renditen oft auf andere Märkte. Dies gilt besonders für die Aktienmärkte, wo die langjährige Präferenz für Anlagen in den USA und Schwellenländern auf der Wahrnehmung höherer Wachstumsperspektiven, attraktiver Renditen, größerer Innovationskraft sowie geringerer politischer Fragmentierung und Regulierung beruht.

GRAFIK 4.3: WIE EUROPÄER IHR VERMÖGEN ANLEGEN

BIO. EUR



Während europäische Anleger bevorzugt **festverzinsliche Wertpapiere** und **Fonds** kaufen, die in der EU emittiert und vertrieben werden, sind ihre **Aktienportfolios** nahezu gleichmäßig zwischen der EU27 und dem Rest der Welt (vor allem den USA) aufgeteilt. US-TIC-Daten bestätigen, dass europäische Investoren seit 2023 wieder verstärkt US-Aktien kaufen.

Quelle: EZB, The Investment Institute by UniCredit

Während einige argumentieren, dass die US-Ausnahmestellung in Stein gemeißelt ist, sind andere der Ansicht, dass die politischen und wirtschaftlichen Maßnahmen der Trump-Regierung zu einer **Schwächung der US-Institutionen** und zu einem Verlust der geopolitischen Vormachtstellung führen könnten. Es ist zwar unwahrscheinlich, dass die USA ihren Status vollständig verlieren, doch bewegen wir uns offenbar auf eine Welt zu, in der es nicht nur einen, sondern mehrere Referenzmärkte gibt.

Die zentrale Frage lautet daher:

Wie kann Europa zu einem Referenzmarkt werden – möglicherweise sogar die USA in dieser Rolle ablösen?

In manchen Fällen geht es lediglich darum, die Wahrnehmung des Kontinents zu verändern. In anderen Fällen ist es eher eine Frage, Ressourcen möglichst produktiv umzulenken. Einige Maßnahmen lassen sich rasch umsetzen, andere erfordern Geduld.



Szenario 2 – Europa rückt ins Rampenlicht

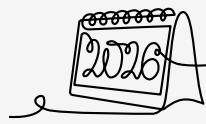
Könnte Europa die USA als Referenzmarkt ablösen?

Wir sehen fünf miteinander verknüpfte Bereiche, in denen Fortschritte greifbar sind und die Europa im Verlauf unseres Prognosehorizonts helfen können, sich neu zu positionieren:

1. Effektive **Industriepolitik**
2. Entwicklung eines **liquiden „Safe-Haven“-Assets**
3. Vollendung des **Binnenmarkts**
4. Einführung des **digitalen Euro**
5. Breiter Einsatz **fortschrittlicher Technologien**

Natürlich erfordert dies politischen Einsatz, der über den „Stückwerk-Ansatz“ hinausgeht, den wir für das kommende Jahr erwarten.

(vgl. Top Story [“Europa vor dem Realitätscheck”, S.22](#))



1

Industriepolitik

Effektive Industriepolitik kann Aktienrenditen steigern

Seit der Corona-Pandemie hinkt Europa beim Wirtschaftswachstum den USA hinterher – teilweise aufgrund unzureichender Industriepolitik. Die Einführung des Next Generation EU (NGEU)-Programms nach der Pandemie und die **Ankündigung der „Fiskal-Bazooka“** in Deutschland im März markieren zwei Wendepunkte. Ersteres hat den Weg für gemeinsame Finanzierung geöffnet, letzteres die Wahrnehmung der Fiskalpolitik in Europa verändert. In jüngster Zeit haben europäische Länder ihre Absicht bekundet, die Investitionen in Verteidigung, Infrastruktur und innovationsgetriebene Sektoren zu erhöhen. Dies sollte das Wirtschaftswachstum stützen, die Attraktivität europäischer Unternehmen für Investoren fördern und nationale Interessen in Schlüsselbereichen sichern. Beispielsweise umfasst der Clean Industrial Deal Maßnahmen zur Reindustrialisierung Europas durch Förderung der Clean-Tech-Produktion und Senkung der Inputkosten für die Industrie. Im Rahmen dessen hat die EU-Kommission den Affordable Energy Action Plan vorgestellt, der konkrete Schritte zur Senkung der Energiepreise beinhaltet. Weitere Initiativen wie der Critical Raw Materials Act und der Chips Act zielen darauf ab, die Versorgung mit kritischen Rohstoffen für die europäische Wirtschaft zu sichern. Die jüngsten Schritte sind substanzell und adressieren zentrale Schwächen, mit denen Europa lange zu kämpfen hatte. Bis 2026 könnten diese Bemühungen erste Früchte tragen – und damit die finanzielle Attraktivität des Kontinents für Investoren deutlich erhöhen.

2

Liquides Safe-Haven-Asset

Bunds könnten sich als neuer globaler Sicherheitsanker etablieren

Bunds sind heute eine deutlich attraktivere Alternative zu US-Treasuries als in der Vergangenheit – und wir erwarten, dass sich dieser Trend im kommenden Jahr fortsetzt. **1.** Mit Beginn von Trumps zweiter Amtszeit sind Investoren vorsichtiger geworden, was die Stabilität und mögliche Politisierung US-amerikanischer Institutionen betrifft, insbesondere der Fed. Im Gegensatz dazu ist die Governance-Struktur der EZB weniger anfällig für politische Einflussnahme. **2.** Die Einführung der „Fiskal-Bazooka“ wird das Angebot an Bunds strukturell erhöhen und den Markt für deutsche Staatsanleihen vertiefen. **3.** Die Eurozone leidet nicht mehr unter hartnäckig niedriger Inflation, was den Spielraum der EZB für eine Wiederaufnahme von QE oder andere außergewöhnliche Maßnahmen – die Bunds in der Vergangenheit verknappten – einschränkt. Das rasche Wachstum des EU-Anleihemarkts stellt kurzfristig keine echte Bedrohung für Bunds dar, da dieser voraussichtlich weniger liquide bleibt. Im Gegenteil: Die Ausweitung gemeinsamer Finanzierung und die Stärkung europäischer Institutionen sind zusätzliche Anreize für Investoren, in Vermögenswerte der Eurozone zu investieren. Langfristig könnten EU-Anleihen Bunds als Safe-Haven-Asset der Eurozone ablösen – vorausgesetzt, die Mitgliedstaaten setzen stärker auf gemeinsame Finanzierung statt auf nationale Haushalte.



3 Binnenmarkt

Vollendeter Binnenmarkt könnte Europas Potenzial freisetzen

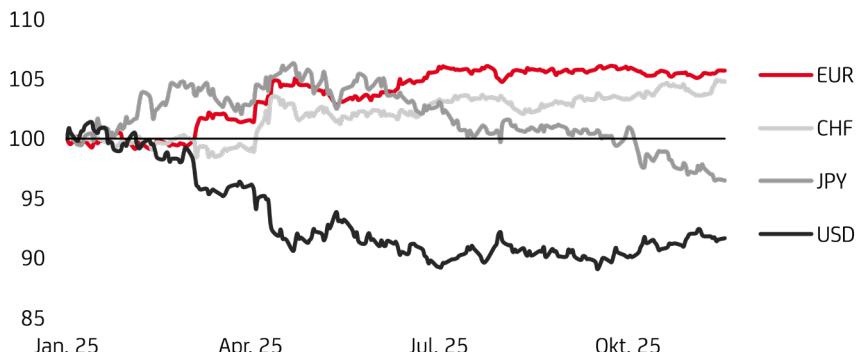
Eine weitere wichtige politische Initiative ist die mögliche **Vollendung des EU-Binnenmarkts bis 2028**, da sie Regeln vereinfacht und Fragmentierung reduziert. Konkret umfassen die Maßnahmen den Abbau von Hürden für die Schaffung eines Dienstleistungsbinnenmarkts, eines gemeinsamen Energiemarkts sowie harmonisierter Telekommunikations- und Digitalnetze, die EU-weite Skalierung ermöglichen. Bereits Anfang 2026 plant die Europäische Kommission, Gesetzesvorschläge für ein harmonisiertes Regelwerk (das sogenannte „28. Regime“) vorzulegen, das Unternehmen die grenzüberschreitende Tätigkeit erleichtert. Firmen könnten dann freiwillig unter dem 28. Regime operieren oder bis 2028 weiterhin nach nationalem Recht handeln. Die Vollendung des Binnenmarkts (zumindest die Schließung zentraler Lücken) bis 2028 würde die Kapitalnutzung in Europa deutlich verbessern, Anlegererträge stärken und wirtschaftliche Chancen für Unternehmen erweitern. Zudem würde sie den Austausch von Ideen und Technologien auf dem Kontinent fördern. Europäische Unternehmen sind im Durchschnitt kleiner als ihre US-Pendants – eine Folge vorsichtiger Kreditvergabe und ineffizienter Ressourcenallokation. Die geringere Größe hemmt Investitionen und F&E-Ausgaben und belastet das Wachstumspotenzial, wodurch europäische Small- und Mid-Caps deutlich günstiger sind als sowohl Large-Caps als auch ihre historischen Durchschnittswerte. Die EU-Kommission schätzt, dass der Binnenmarkt das EU-BIP bereits um 3-4 % erhöht hat. Eine vollständige Vollendung könnte diese Gewinne langfristig nahezu verdoppeln.

4 Digitaler Euro

Abkehr vom US-Dollar dürfte dem Euro zugutekommen

Da Investoren zunehmende Abneigung gegenüber dem US-Dollar zeigen, hat sich der Euro als klarer Gewinner positioniert und lässt andere Safe-Haven-Währungen hinter sich. Eine weitere **Abkehr vom US-Dollar** könnte dazu beitragen, die bestehende Lücke zum US-Dollar zu verringern. Rechnungsstellung und Zahlungssysteme sind zwei Bereiche, in denen der Euro in den kommenden Jahren an Bedeutung gewinnen dürfte. Die Eurozone hinkt bei der **Einführung einer digitalen Währung** noch hinter anderen Rechtsräumen her – vor allem aufgrund der Komplexität der Gesetzgebung. Transaktionen mit dem digitalen Euro werden nicht vor 2029 erwartet. Die langsame Einführung begrenzt kurzfristige Fortschritte, unterstreicht jedoch die Notwendigkeit ergänzender Maßnahmen wie Handelsabkommen und einer vertieften Integration der Kapitalmärkte. Eine beschleunigte Einführung des digitalen Euro würde die Chancen erhöhen, mehr Einfluss auf Kosten des US-Dollar zu gewinnen.

GRAFIK 4.4: EURO ENTWICKELT SICH BESSER ALS ANDERE SAFE-HAVEN-WÄHRUNGEN
HANDELSGEWICHTETE INDIZES (1. JANUAR 2025 = 100)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit



5 Fortschrittliche Technologien

Technologische Lücke schließen

Das KI-Rennen wird derzeit von China und den USA dominiert. Europas bekannte strukturelle Schwächen bremsen die Aufholjagd und erschweren den Aufbau eigener KI-Giganten. Kurzfristig dürfte Europa keine bahnbrechenden Innovationen anführen – langfristig aber kann es das Rennen gewinnen – indem es die **breite Diffusion von KI-Technologien** in der gesamten Wirtschaft fördert. Die breite Einführung digitaler Technologien erfordert andere Ansätze als die Entwicklung der nächsten KI-Generation. Statt Fördermittel ausschließlich in Spitzenforschung an Elite-Labors und Universitäten zu lenken, sollten europäische Regierungen die Kompetenzbasis verbreitern – mit Fokus auf branchenspezifische Anwendungen statt rein allgemeiner Kenntnisse. Parallel dazu gilt es, geeignete digitale Infrastrukturen aufzubauen, rechtliche und ethische Rahmenbedingungen anzupassen, um KI-Fortschritte zu steuern und zu fördern, sowie Brücken zwischen Ingenieuren und Wissenschaftlern zu schlagen. Von den fünf hier analysierten Bereichen scheint die technologische Lücke zweifellos die größte Herausforderung darzustellen.

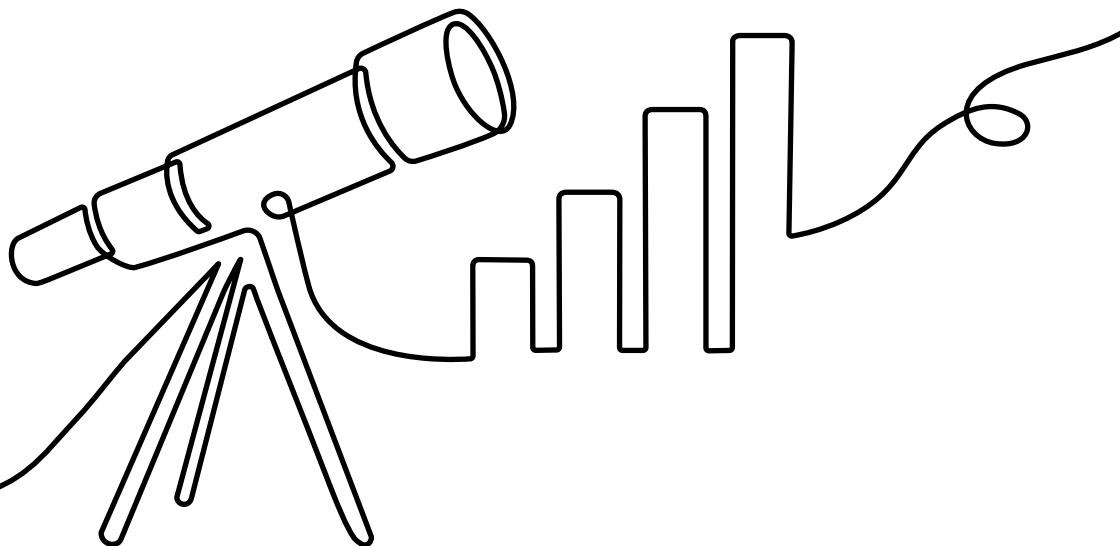
Europas wachsende Bedeutung in der Asset-Allokation

Europa hätte das Potenzial, die USA als Referenzmarkt abzulösen. Dies erfordert jedoch politische Anstrengungen, die über konkurrierende nationale Interessen hinausgehen und einen echten europäischen Ansatz verfolgen. Schließlich sind in zentralen Bereichen spürbare Fortschritte in Reichweite. Dafür braucht es den entscheidenden letzten Schritt und eine integrierte Perspektive, die Industrie und Finanzmärkte verbindet. Für Aktienanleger könnten eine tiefere Integration und höhere Infrastrukturinvestitionen Sektoren wie Industrie, Clean Tech und Verteidigung stärken – und damit Europas Rolle als **strategischer Anker in der globalen Asset-Allokation** festigen. Die wachsende Abneigung gegenüber US-Treasuries könnte die Nachfrage nach Bunds und EU-Anleihen außerhalb der Eurozone zusätzlich erhöhen. Im Devisenbereich stützt die zunehmende Attraktivität euro-denominierter Anlagen – getragen vom Trend zur Abkehr vom US-Dollar und von Kapitalzuflüssen – eine selektive Euro-Positionierung. Dies macht euro-gesicherte Strategien für globale Portfolios besonders interessant.





Anlagestrategie



Autoren

Alessandro Caviglia
(CIO, Italien)

Philip Gisdakis
(CIO, Deutschland)

Fabio Petti
(Co-Vorsitzender von
The Investment Institute)

Oliver Prinz
(CIO, Österreich)

Chancen nutzen, Balance wahren

Da die makroökonomischen Rahmenbedingungen auf Stabilisierung hindeuten, sollte die Asset-Allokation sowohl Widerstandskraft als auch gezielte Auswahl widerspiegeln. Anpassungen bieten sich dort an, wo Fundamentaldaten und Bewertungen im Einklang stehen.

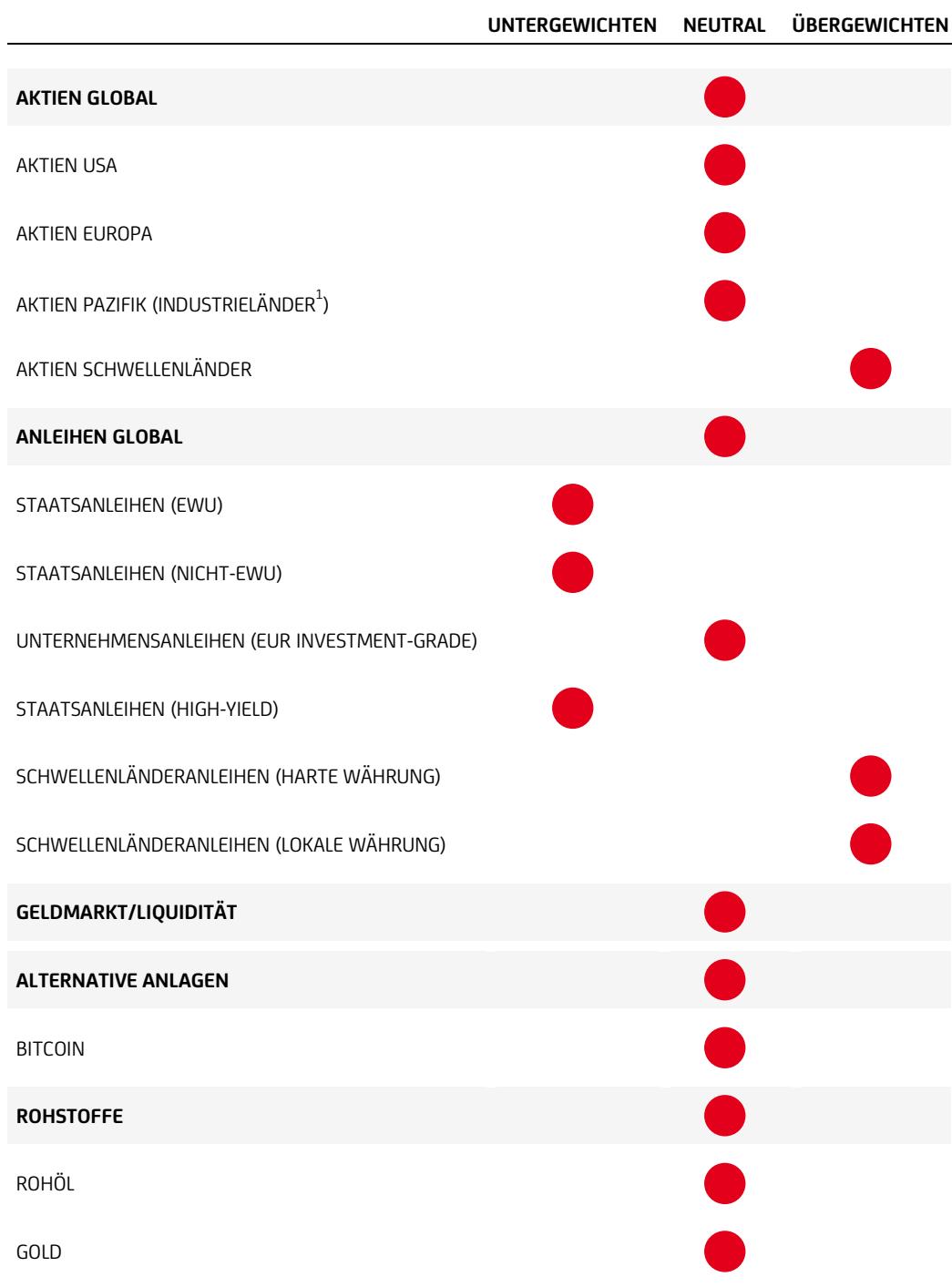
Die bedeutendste Änderung betrifft **Aktien aus Schwellenländern**: Wir heben unsere Einschätzung von neutral auf übergewichtet an. Damit wollen wir die Diversifikation im Technologiesektor erhöhen und die Positionierung in asiatischen Währungen ausbauen, während wir unsere neutrale Sicht auf globale Aktien beibehalten. Attraktive Bewertungen, vergleichsweise robustes Wachstum und Gewinnperspektiven sowie unterstützende Liquiditätstrends können Anlegern einen günstigen Einstiegszeitpunkt bieten. Strukturelle Rückenwinde in Asien und ausgewählten EM-Regionen verstärken diese Einschätzung.

Im **Rentenbereich** bleiben wir bei einer neutralen Positionierung für globale Anleihen, halten aber an unserer Übergewichtung von EM-Anleihen fest. Trotz anhaltender Volatilität bieten Schwellenländeranleihen weiterhin attraktive Renditen und Diversifikationsvorteile, gestützt durch solide Fundamentaldaten und eine nachlassende Inflation in einer Reihe von Volkswirtschaften. Unsere vorsichtige Haltung gegenüber US-Treasuries und europäischen Staatsanleihen bleibt bestehen, da entwickelte Anleihemärkte am langen Ende der Kurven aufgrund fiskalischer Expansion ein ungünstiges Risiko-Rendite-Profil aufweisen.

Insgesamt sprechen wir uns nicht für umfassende Portfolio-Umschichtungen aus. Stattdessen setzen wir auf Bereiche, die kurzfristiges Erholungspotenzial mit langfristigen Wachstumstreibern verbinden – EM-Aktien und EM-Anleihen – und wahren gleichzeitig die Diversifikationsdisziplin über andere Anlageklassen hinweg. Wichtig bleibt unser **Qualitätsfokus**: Wir bevorzugen Unternehmen und Emittenten mit soliden Bilanzen, robusten Cashflows und hohen Governance-Standards. Dieser Ansatz gewährleistet umsichtiges Risikomanagement in einer Zeit, in der politische Überraschungen oder geoökonomische Spannungen die Märkte weiterhin verunsichern könnten. Darüber hinaus behalten wir auch unsere vorsichtige Haltung in Bezug auf den US-Dollar gegenüber dem Euro bei.

Asset Allokation

UNSERE POSITIONIERUNG

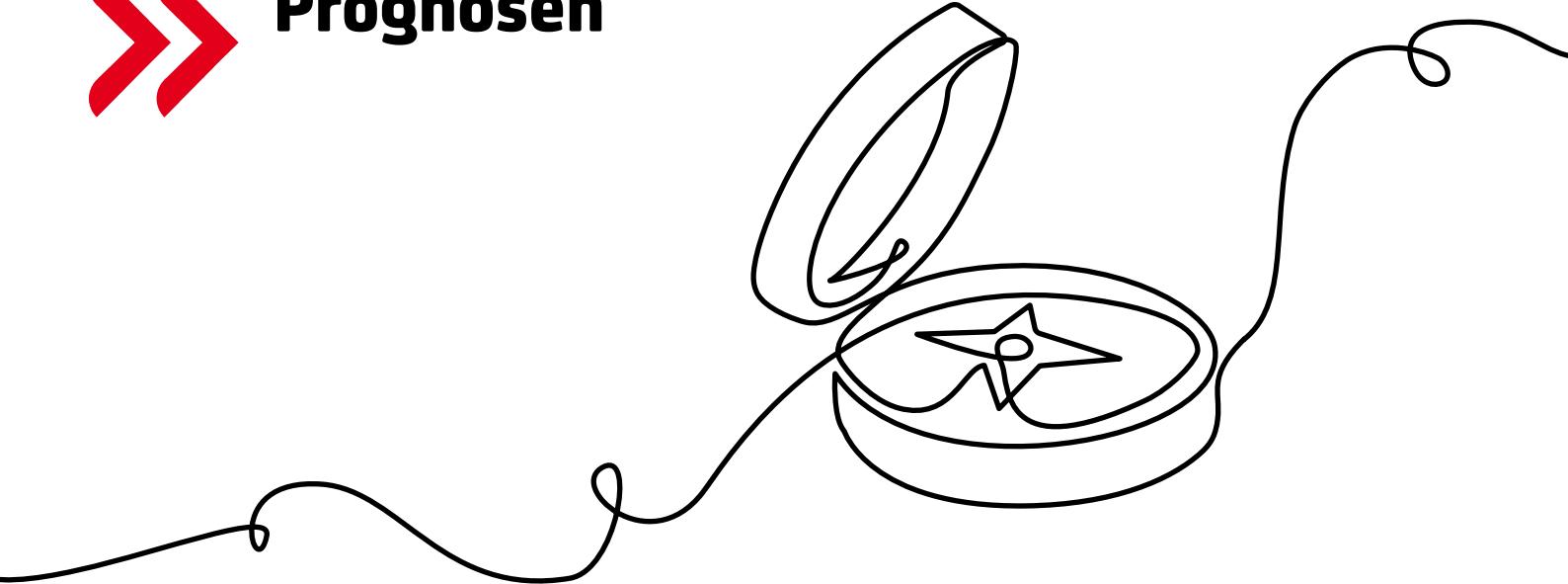


1. Industrieländer: Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur





Prognosen



UniCredit Prognosen

BIP, VERBRAUCHERPREISE UND STAATSHAUSHALTE

	Reales BIP (in % ggü. Vj.)			Verbraucherpreise (in % ggü. Vj.)			Staatshaushalt (in % des BIP)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Global	3,2	3,1	3,2	-	-	-	-	-	-
US	1,9	2,1	2,0	2,7	2,9	2,6	-7,4	-7,9	-8,0
Eurozone	1,4	1,0	1,4	2,1	1,8	1,9	-3,4	-3,7	-3,6
Deutschland	0,2*	1,2*	1,9*	2,2	1,9	2,0	-3,0	-4,3	-4,3
Frankreich	0,8	0,9	1,1	1,0	1,3	1,4	-5,4	-5,0	-4,6
Italien	0,5	0,6	0,8	1,5	1,4	1,6	-3,1	-2,9	-2,7
Spanien	2,9	2,1	1,8	2,7	2,1	2,0	-2,5	-2,1	-2,2
Vereinigtes Königreich	1,4	1,0	1,2	3,4	2,4	2,0	-4,5	-3,8	-3,5
China	5,0	4,1	3,8	-0,3	0,5	1,0	-8,5	-8,0	-8,0
Japan	1,0	0,8	0,8	3,0	2,1	2,0	-3,1	-4,0	-3,8
Indien	6,6	6,2	6,4	2,8	4,0	4,0	-7,1	-7,2	-7,1

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

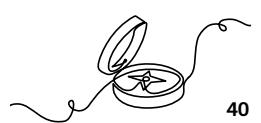
*Nicht arbeitsfähig bereinigte Zahlen; bereinigt um Arbeitstage: 0,3% (2025), 0,9% (2026) und 1,8% (2027)

ZENTRALBANKEN

	Aktuell	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Fed	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
EZB	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
BOE	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
BoJ	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
Riksbank	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00
Norges Bank	4,00	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Zahlen beziehen sich auf das Ende des Berichtszeitraums



ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

	25.11.25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Eurozone					
Depo-Satz	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,07	2,00	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,02	2,10	2,10	2,10	2,10
10Y Bundesanleihe	2,67	2,75	2,80	2,85	2,90
2 Jahre EUR-Swap	2,16	2,25	2,25	2,25	2,25
10 Jahre EUR-Swap	2,73	2,80	2,85	2,90	2,95
10 Jahre Bund-Swap-Spread	5	5	5	5	5
2 Jahre BTP	2,19	2,30	2,30	2,30	2,30
10 Jahre BTP	3,40	3,45	3,50	3,55	3,60
10Y BTP-Bundesanleihe Spread	73	70	70	70	70
USA					
Leitzins der Fed	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
3M OIS SOFR	3,80	3,68	3,60	3,42	3,35
2 Jahre UST	3,46	3,70	3,70	3,65	3,65
10 Jahre UST	4,00	4,25	4,25	4,25	4,30
10-jähriger Spread Bund-UST	132	150	145	140	140

WECHSELKURSPROGNOSEN

	25.11.25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
EUR-USD	1,16	1,14	1,16	1,17	1,18
USD-JPY	157	154	150	148	145
EUR-JPY	181	176	174	173	171
GBP-USD	1,32	1,29	1,29	1,28	1,27
EUR-GBP	0,88	0,88	0,90	0,91	0,93
USD-CNY	7,08	7,10	7,09	7,08	7,07
EUR-CNY	8,18	8,09	8,22	8,28	8,34

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE ANLAGEN

	25.11.25	Mid-2026	End-2026
Öl			
Brent USD/bbl	62,5	62,5	62,5
Aktien			
Euro STOXX 50	5.574	5.900	6.200
STOXX Europe 600	568	600	630
DAX	23.465	25.500	27.000
MSCI Italy	112	118	123
S&P 500	6.766	7.200	7.600
Nasdaq 100	25.018	27.000	28.000
Unternehmensanleihen			
iBoxx Non-Financials Senior	77	95	90
iBoxx Banks Senior	75	95	87
iBoxx High Yield NFI	281	325	300

Quelle: Bloomberg, S&P Global, The Investment Institute by UniCredit

Für detaillierte Prognosetabellen klicken Sie auf die folgenden Links:

[Wirtschaft >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Risikoreiche Vermögenswerte >](#)



Entwicklung ausgewählter Finanzmarktindizes

von
bis

	25.11.20	25.11.21	25.11.22	25.11.23	25.11.24	25.11.20	01.01.25
	25.11.21	25.11.22	25.11.23	25.11.24	25.11.25	25.11.25	25.11.25

BÖRSENINDIZES (GESAMTRENDITE, IN %)

MSCI World (in USD)	26,0	-13,8	13,9	27,8	16,7	84,7	18,8
MSCI Emerging Markets (in USD)	5,5	-22,4	6,9	14,6	27,4	27,5	29,1
MSCI US (in USD)	30,8	-14,8	15,4	33,9	14,1	96,7	16,3
MSCI Europe (in EUR)	26,1	-4,4	8,1	14,0	15,1	70,9	15,3
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	5,3	-19,3	7,3	16,7	22,8	31,0	24,0
STOXX Europe 600 (in EUR)	26,2	-5,6	7,8	14,3	15,4	69,3	15,5
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	19,8	-8,7	10,3	21,1	20,9	76,5	17,9
MSCI Italien (in EUR)	24,0	-3,4	25,4	21,1	35,1	147,5	32,2
ATX (Österreich, in EUR)	50,8	-10,0	5,0	14,5	46,2	138,8	41,4
SMI (Schweiz, in CHF)	22,1	-7,7	0,6	10,8	12,9	41,6	13,6
S&P 500 (USA, in USD)	31,4	-13,0	15,1	33,2	14,5	100,4	16,4
Nikkei (Japan, in JPY)	14,0	-2,0	21,0	17,4	27,9	104,9	24,2
CSI 300 (China, in Yuan)	1,5	-21,2	-3,4	12,1	19,9	2,0	17,1

INDIZES AN DEN ANLEIHEMÄRKTNEN (GESAMTRENDITE, IN %)

US-Staatsanleihen 10Y (in USD)	-4,3	-15,0	-2,7	5,9	6,9	-10,1	8,8
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	-2,6	-17,2	-3,8	6,3	-1,0	-17,5	0,1
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	-2,6	-15,4	-3,2	7,3	0,8	-12,9	1,2
EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	-0,9	-12,9	2,1	8,6	3,2	-0,7	3,2

ANLEIHERENDITEN (VERÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN = 0,01 PROZENTPUNKTE)

US-Staatsanleihen 10Y (in USD)	75	208	79	-23	-28	311	-58
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	33	222	77	-41	43	320	27
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	35	227	88	-54	33	316	22
EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	33	321	47	-102	10	298	3

WECHSELKURSE IN EURO (VERÄNDERUNG IN %)

US-Dollar (EUR-USD)	-5,6	-7,6	4,8	-3,9	10,1	-2,6	11,2
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-5,4	1,9	1,0	-3,9	5,3	-1,3	6,0
Schweizer Franken (EUR-SFR)	-3,3	-6,1	-1,8	-3,3	0,2	-13,7	-0,7
Japanischer Yen (EUR-JPY)	4,2	11,8	13,5	-1,0	11,6	45,4	10,7

ROHSTOFFE (VERÄNDERUNG, IN %)

Rohstoffindex (GSCI, in USD)	-2,1	-2,0	14,2	29,8	56,4	121,3	55,8
Industriemetalle (GSCI, in USD)	32,8	-12,5	-5,9	11,0	10,1	34,3	14,0
Gold (in USD pro Feinunze)	-1,3	-2,2	13,8	31,7	57,0	128,8	57,4
Rohöl (Brent, in USD pro Barrel)	69,1	2,1	-5,8	-8,9	-14,4	30,6	-16,3

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 25. November 2025)

Hinweis: Werte und Prognosen aus der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht gekauft werden und enthalten daher keine Kosten. Bei der Anlage in Wertpapiere fallen Kosten an, die die Performance mindern. Auch die Rendite von Anlagen in Fremdwährungen kann aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Sogenannte synthetische Anleihen werden so berechnet, dass sie die Wertentwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich widerspiegeln. Als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "geeignetste" reale Bundesanleihe herangezogen. Die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit wird unter folgenden Bedingungen dargestellt: Bedienung der Zinszahlungen und Tilgung gemäß den Bedingungen und Halten bis zur Endfälligkeit. Insofern ist es eine Ertragschance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikobewertungen der Anleger für die jeweiligen Produkte bzw. Länder wider (höhere Renditechance = höhere Risikobewertung). Die synthetischen Anleihen können nicht gekauft werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind die anfallenden Anschaffungs- und/oder Verwaltungskosten nicht enthalten.





UniCredit S.p.A.
The Investment Institute
by UniCredit



Address
Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Milano



Email
the-investment-institute@unicredit.eu

Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu

INSTITUTSLEITUNG

Manuela D'Onofrio, Chair

Fabio Petti, Co-Chair

Edoardo Campanella,
Director and Chief Editor

IDEEN

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italy

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Germany

Tobias Keller

Stefan Kolek

Giovanni Mazzariello

Roberto Mialich

Oliver Prinz,
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Head of Macroeconomic Analysis

Daniel Richard Vernazza

MANAGING EDITORS VON THE COMPASS 2026

Tullia Bucco

Francesco Maria Di Bella

Tobias Keller

Andreas Rees

Chiara Silvestre

PRODUKTION

Ingo Heimić

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingmitteilung

Diese Veröffentlichung stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank GmbH (im Folgenden gemeinsam als „UniCredit Group“ bezeichnet) dar, richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursänderungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Informationen auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt, und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen.

DE 25/1

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten werden mit Stand vom 25. November 2025 aktualisiert.