

Wissen entscheidet.

Highlights

*aus dem Asset Management –
Märkte & Meinungen*

JAHRESAUSBLICK 2026

KULINARIK

Von einfach bis edel: Vielfalt garantiert!

SONDERTHEMEN

Deutschland als Anlageziel für Investoren:

Perspektiven und Leistungsfähigkeit im Vergleich

Datenzentren:

Boom mit Risiken und Nebenwirkungen

Inhalt

01

Seite 4

Märkte

Weltbild: Jahresausblick 2026	5
Makro-Szenarien Eurozone	6
Renten & FX	7
Credit	8
Aktien	9
Multi Asset	10
Immobilien	11
Infrastruktur	12
Fazit – Assetklassen	13

02

Seite 14

Meinungen

Deutschland als Anlageziel für Investoren: Perspektiven und Leistungsfähigkeit im Vergleich	14
Datenzentren: Boom mit Risiken und Nebenwirkungen	20





Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

das aktuelle Börsenjahr steuert seinem Finale entgegen. In Summe lässt sich festhalten, dass unser diesjähriges Basis-szenario „Durchs Dickicht“ bisher für die meisten Anlegerinnen und Anleger weitaus mehr Licht- als Schattenspiele aufbot: Die Zinskurven normalisierten sich weiter, die Risikoprämien an den Creditmärkten sanken, der Transaktionsmarkt für Infrastruktur steht vor einem Rekordjahr und die Aktienanlagen haussierten. Lediglich der schwache US-Dollar und die anhaltende Konsolidierung an den internationalen Immobilienmärkten trübten ein wenig die Performancefreude.

Wissen wollen Investorinnen und Investoren zum Jahreswechsel aber vor allem eins: Welche Ingredienzien werden dem Kapitalmarkt-Menü 2026 seinen Charakter geben? Wird es genauso wohlbekömmlich weitergehen? Sorgen der KI-Investitionsboom und die umfangreichen Fiskalstimuli sogar für eine aromatische Genussexplosion? Oder bringen politische Unwägbarkeiten, geopolitische Herausforderungen und Handelskonflikte große Schärfe und unappetitliche Bitterstoffe in die Speisen?

Unsere Chefs de Cuisine haben für unseren Jahresausblick alle wichtigen Zutaten herausgefiltert, die den Geschmack im kommenden Kapitalmarktjahr maßgeblich prägen dürfen. Als Menü schlagen sie zwar keine erlesene Sterneküche (unser Positivszenario), aber auch keinen Dosenfraß (unser Negativszenario) vor, sondern gut gemachte, leckere Hausmannskost, die satt macht. Ganz nach dem Motto: Oft sind es gerade die einfachen Zutaten und solides Handwerk, mit denen sich ein gutes Gericht zaubern lässt. Unser Fondsmanagement wird mithin auch im kommenden Jahr aus den vorhandenen Komponenten ein delikates Menü für Sie zusammenstellen – vielleicht nicht ganz so spektakulär wie in den beiden Vorjahren, aber doch ausgewogen und wohltemperiert angesichts der Rahmenbedingungen.

Was wird serviert?

Als Vorspeise werden unsere Kapitalmarktexperten zunächst die appetitanregenden Grundbausteine des volkswirtschaftlichen Datenkranzes präsentieren, bevor wir im Hauptgang die kulinarischen Highlights der einzelnen Assetklassen verköstigen. Zu einem bodenständigen Menü gehört selbstverständlich auch ein vorzügliches Dessert. So werden wir zur Abrundung unseres Kapitalmarktmenüs zunächst die Ausführungen von Dr. Jens Bies zur Rolle von „**Deutschland als Anlageziel für Investoren**“ genießen und damit letzte wertvolle Anregungen für die Anlagestrategie beisteuern. Anschließend wird Axel Drwenski als Digestif eine Analyse zu den Risiken und Nebenwirkungen des Booms rund um das Thema „**Datenzentren**“ servieren.

Wir hoffen, Ihnen damit zum Fest ein inspirierendes Lesevergnügen zu bereiten und wünschen Ihnen und Ihren Lieben ein genussvolles Weihnachtsfest sowie ein erfolgreiches Jahr 2026!

Ihr

Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer





01

Märkte

Unsere Einschätzungen zu
den Kapitalmärkten

*Einfach bis edel:
Vielfalt garantiert!*





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM
Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Kapitalmarktspeisekarte 2026: Von Hausmannskost über Dosenfraß bis Sterneküche.

Das Kapitalmarktjahr 2026 wird mehr vom Gleichen bereithalten: Unser Hauptszenario „Hausmannskost“ steht für ein Jahr mit einem robusten Wachstums- und Inflationsausblick, aber auch veränderten globalen makroökonomischen Rahmenbedingungen (Zölle, fiskalische Maßnahmen, Neuordnung von Lieferketten), welche geschicktes Navigieren und aktives Management erfordern. Wie eine gute Hausmannskost, die nahrhaft ist und satt macht, setzen wir weiterhin auf eine solide strategische Allokation, die in einem Umfeld ambitionierter Bewertungen konservierbar bleibt und ergänzt wird um relative Handelsideen. „Dosenfraß“ und „Sterneküche“ sind unser Negativ- und Positivszenario, welchen jeweils in diesem Jahr nur eine geringe Wahrscheinlichkeit zugeordnet wird.



KONJUNKTUR: Stabiles Wachstum in Europa trotz globaler Unsicherheiten

Europa steuert 2025 auf ein robustes BIP-Plus von real etwa 1,3 % zu. 2026 erwarten wir zunächst eine Schwächephase, vor allem wegen der Rückabwicklung von US-Zoll-Vorzieheffekten, bevor ein stärkerer fiskalischer Impuls folgt. Rückenwind geben ein stabiler Arbeitsmarkt und hohe Sparquoten, die mittelfristig für zusätzlichen Konsum sorgen könnten. Das Wachstum wird vermehrt von Deutschland getragen, das zuletzt noch Schlusslicht im Euroraum war. Südeuropa dürfte sich nach einer starken Wachstumsserie etwas abkühlen. Insgesamt ergibt sich in 2026 für die Eurozone wohl eine nur leicht niedrigere Wachstumsrate als in diesem Jahr. Die US-Ausnahmestellung bei KI bleibt ein Wachstumstreiber, auch wenn die Investitionserwartungen bereits hoch sind. Die volatile Handelspolitik der Trump-Administration bremst auch 2026. Für die USA erwarten wir daher in der ersten Jahreshälfte eine gewisse konjunkturelle Abkühlung. China bleibt weiter exportorientiert; das Wachstum dürfte trotz schwacher Binnennachfrage stabil bleiben.



NOTENBANKEN: EZB am Ziel, Fed weiterhin auf Lockerungskurs

In dem von uns skizzierten stabilen Wachstums- und Inflationsumfeld muss die EZB auf moderate Abweichungen vom Inflationsziel nicht reagieren. Wir erwarten den Einlagesatz zum Jahresende daher unverändert bei 2,0%. Die Fed wird ihren Zinssenkungszyklus fortsetzen und nach dem nächsten Zinsschritt im Dezember noch zwei weitere Senkungen in der ersten Jahreshälfte 2026 auf dann 3,25% (oberes Band) vornehmen. Als Begründung dürfte der schwächelnde US-Arbeitsmarkt herhalten, während die US-Notenbank durch den vorübergehenden Inflationsanstieg wohl eher hindurchschaut.



INFLATION: Euroraum am Ziel, USA weiter unter Kerninflationsdruck

Die Gesamteinflation im Euroraum hat sich im Jahresverlauf weiter dem Notenbankziel von gut 2% angenähert und fällt 2026 wohl leicht darunter. Geringeren Teuerungsraten im Bereich der Energie- und Kerngüter sowie einem aufwertenden Euro steht aber eine noch immer persistente Dienstleistungs-inflation gegenüber. Weiterhin steigende (Real-)Löhne und eine hohe Beschäftigung verlangsamen zudem den Rückgang. In den USA bleibt die Inflation durch die eingeführten Zölle vorübergehend klar erhöht. Erst ab Mitte 2026 rechnen wir wieder mit fallenden Inflationsraten jenseits des Atlantiks.



KAPITALMÄRKE: Das große Menü für Ihr Portfolio – So servieren Sie 2026 Rendite

Im Fixed Income-Segment sind Carry & Roll-Strategien angesichts hoher relativer Bewertungen das Salz in der Suppe. Aufgrund des stabilen Konjunkturmfelds erwarten wir bei Bundesanleihen sowohl in Bezug auf die Renditen als auch die Steilheit der Zinskurve einen ausgeprägten Seitwärtsmarkt. Der mittlere Laufzeitenbereich bleibt hierbei besonders attraktiv. Auch europäische Staatsanleihen entwickeln sich solide, wobei Frankreich das größte Risiko darstellt. Covered Bonds liefern weiterhin gute Erträge trotz niedriger Risikoprämien. US-Staatsanleihen profitieren von erwarteten Zinssenkungen, politische Risiken bleiben aber hoch. Der Euro dürfte zudem gegenüber dem US-Dollar weiter zulegen. Bei IG-Corporates lässt sich angesichts hoher Bewertungen zumindest der Carry verdienen. High Yield profitiert weiter von stabilem Wachstum, das Bewertungspotenzial ist aber begrenzt. Emerging Markets überzeugen mit starker Fundamentallage und profitieren vom schwachen US-Dollar, wodurch sie 2026 die attraktivsten Credit-Chancen bieten.

Das globale Aktienumfeld bleibt 2026 trotz Bewertungsrisiken und kurzfristiger Rücksetzer ebenfalls attraktiv, wobei besonders der KI-Boom und stabile Unternehmensgewinne für Rückenwind sorgen. Eine breit diversifizierte Strategie mit defensiven europäischen Aktien sowie thematischen und regionalen Beimischungen bietet Anlegern beste Chancen auf Outperformance. Im Multi Asset-Kontext setzen wir 2026 auf eine ausgewogene Mischung aus Aktien, internationalen Staatsanleihen und alternativen Investments. Aufgrund niedriger Risikoprämien untergewichten wir Unternehmensanleihen auf relativer Basis. Zentrales Element bleibt ein aktives Risikomanagement mit Overlays und Flexibilität, um auf zunehmende Marktvoltilität und extreme Bewegungen optimal zu reagieren.

Der Immobilienmarkt bietet im nächsten Jahr nach der Bodenbildung in 2024/25 bei einem noch fragilen Aufschwung Chancen vor allem in zentralen, ESG-konformen Büroimmobilien, Wohn- und ausgewählten Logistik- sowie Nischensegmenten, wie Gesundheits- und Datenimmobilien. Investoren sollten auf erfahrene Manager, eine aktive Analyse sowie spezialisierte Fondskonzepte setzen. Auch 2026 bleibt der Markt für Infrastrukturinvestments dynamisch und erhält durch Sonderprogramme zusätzliche Impulse, wobei die starke Nachfrage insbesondere auf Energieerzeugung und -netze sowie Datenzentren und -netze fokussiert ist. ■



Makro-Szenarien Eurozone: Kulinarische Highlights in 2026



HAUSMANNSKOST Genussroutine (60%)

Im Basisszenario bleibt die Konjunktur in der Eurozone 2026 solide, wenngleich die Rückabwicklung von Vorzieheffekten der US-Zölle und ein zunehmender Wettbewerb mit China dafür sorgen, dass der Außenbeitrag im Euroraum lediglich unterdurchschnittlich wächst und die Industrie zunächst weiter stagniert. Der fiskalische Impuls fällt zu Jahresbeginn schwächer aus als erwartet, gewinnt jedoch im weiteren Jahresverlauf an Stärke. Rückenwind kommt vor allem vom soliden Arbeitsmarkt und der weiterhin hohen Sparquote der privaten Haushalte, die den Konsum stützen. Unternehmen beurteilen die Wachstumsdelle als temporär, weshalb die Investitionstätigkeit nur kurzzeitig nachgibt und sich rasch wieder erholt. Die EZB signalisiert Handlungsbereitschaft, muss aber nicht eingreifen. Der Einlagensatz bleibt im Jahresverlauf unverändert bei 2,0%. Wachstumsseitig bewegt sich die Eurozone zu Jahresbeginn nahe der Nulllinie, beschleunigt aber im Verlauf moderat und läuft knapp unter Vorjahresniveau ein. 2026 wird also gegenüber 2025 „mehr vom Gleichen“ bieten – solide, aber wenig aufregende Wirtschaftsentwicklung, ganz im Sinne von Hausmannskost: verlässlich und nahrhaft, ohne kulinarische Höhenflüge.

DOSENFRASS Kochdesaster (25%)

Im Negativszenario rutscht die Eurozone in ein schwaches, wenig nahrhaftes Konjunkturmfeld. Überraschend starke Investitionskürzungen US-amerikanischer Tech-Konzerne, ausbleibende oder enttäuschende Wachstumsimpulse durch die Fiskalpolitik sowie die anhaltende Belastung durch US-Zölle führen weltweit zu einem konjunkturellen Abschwung, von dem auch der Euroraum erfasst wird. Die Folge: Der Arbeitsmarkt gerät stärker als erwartet unter Druck, die Stimmung bei Unternehmen und Haushalten kippt und es kommt zu einer technischen Rezession – mit nahezu Nullwachstum im Jahresverlauf. Die Inflation fällt



spürbar. Die EZB reagiert vorausschauend und senkt 2026 die Zinsen mehrfach. Dank der expansiven Geldpolitik sowie später wirksamer Fiskalmaßnahmen zeichnen sich zum Jahresende erste Erholungstendenzen ab. Insgesamt steht das Jahr 2026 im Zeichen von karger Kost: Die Wirtschaft kommt kaum vom Fleck und die Inflation bleibt unter dem Notenbankziel.

STERNEKÜCHE Geschmacksexplosion (15%)

Im Positivszenario profitiert der Euroraum 2026 von einem durch GenKI ausgelösten, dynamischen Investitionsboom, der von den USA zunehmend auf andere Regionen überschwwappt. Die ersten Produktivitätsgewinne werden sichtbar und sorgen für die richtige Würze – auch wenn der Arbeitsmarkt von zunehmenden Ungleichheiten geprägt ist. Der internationale Handel erhält frische Impulse durch rückabgewickelte US-Zölle, sodass die globale Konjunktur und Exporte spürbar anziehen. In diesem Umfeld herrscht in der Eurozone Aufbruchsstimmung: Konsum und Investitionen steigen, und die Industrie erlebt einen ausgeprägten zyklischen Aufschwung. Das deutsche Fiskalpaket verstärkt Nachfrage- und Preisdruck. Angesichts der zunehmenden Überhitzungsgefahr wird die EZB zum Jahresende vorsichtiger und leitet die erste Zinserhöhung ein. Weitere Straffungen folgen 2027. Insgesamt liegt das Wachstum 2026 über dem Potenzial, bevor ab Mitte 2027 eine allmähliche Trendrückkehr erfolgt. „Sterneküche“ steht damit für ein Szenario, in dem der Euroraum durch den Einsatz neuer Zutaten überraschend hohe Wachstums- und Inflationswerte erzielt. ■





Michael Merz
Gruppenleiter
Asset Management RentenFX

Bundesanleihen / Zinskurve: Carry & Roll als Gourmet-Zutat

10-jährige deutsche Bundesanleihen handeln seit Ende Juni dieses Jahres in einem stabilen Seitwärtstrend zwischen 2,60% und 2,80%. Schaut man auf unsere Prognose zum Jahresende 2026 in Höhe von 2,75%, wirkt das große kulinarische Fest zunächst sehr fern. Aber der Roll Down ist das Gewürz in der Suppe. Durch den Renditeanstieg am langen Ende im Jahr 2025 ist die Zinskurve merklich steiler geworden und liegt derzeit bei etwa 0,65%. Die Kurve dürfte weiter steil bleiben. Wir rechnen für Ende 2026 mit einer Kurvensteilheit von 0,75% für die Bundkurve (10J-2J). In einem stabilen Wachstums- und Inflationsumfeld erwarten wir im kommenden Jahr keine Änderung der Leitzinsen durch die Notenbank. Somit erscheint uns eine Carry & Roll-Strategie sehr vielversprechend, welche attraktive Zusatzerträge durch Roll-Down-Effekte ermöglicht. Im Laufzeitbereich zwischen 5 und 10 Jahren lässt sich unseres Erachtens das geschmackvollste Chance-Risiko-Verhältnis zwischen Carry & Roll-Potenzial und möglichen Zinsänderungsrisiken servieren.

Staaten Euroland: Bei Frankreich bleibt ein fader Beigeschmack

Europäische Staatsanleihen konnten im Jahr 2025 gegenüber ihren deutschen Pendants erneut eine Outperformance erzielen. Ehemalige Sorgenkinder wie Portugal, Spanien und Italien haben ihre Verschuldung abgebaut bzw. stabilisiert und überzeugen mit einer soliden Haushaltspolitik. Auch eine leichte Wachstumsabschwächung im südlichen Europa im kommenden Jahr sollte daran nichts Grundlegendes ändern. Im Gegensatz dazu dürften in Deutschland, bedingt durch das im abgelaufenen Kalenderjahr beschlossene Fiskalpaket, Defizit und Verschuldung ansteigen. Wie bereits im vergangenen Jahr bleibt Frankreich auch im Jahr 2026 das schwächste Glied in der Kette. Eine Konsolidierung der Staatsfinanzen zeichnet sich nach wie vor nicht ab. Politische Risiken dürften zudem für Volatilität und steigende Risikoprämien sorgen. Summa summarum erwarten wir in dem beschriebenen Umfeld trotz der ambitionierten Bewertungen der Euroland-Staatsanlei-

hen keinen signifikanten Anstieg der Risikoprämien. Steile Kurven und auskömmliche Break Even-Spreads bieten einen Puffer gegenüber einer moderaten Spreadausweitung.

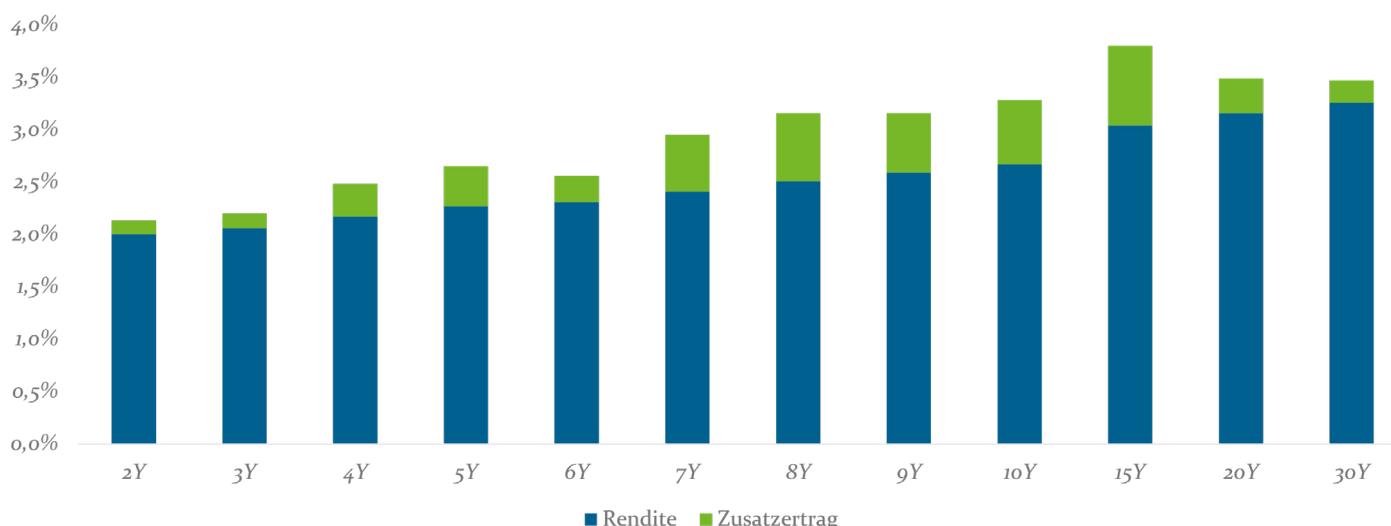
Covered Bonds: Das Brot und Butter der Rentenküche

Covered Bonds konnten nach der starken Performance im Jahr 2024 auch im zu Ende gehenden Kalenderjahr wieder mit einer guten Performance glänzen und schnitten im Vergleich zu Bundesanleihen und europäischen Staatsanleihen am besten ab. Die Risikoprämien gegenüber deutschen Bundesanleihen haben sich dabei auf mehrjährige Tiefststände zurückgebildet. Auch wenn wir auf diesen Niveaus eine neutrale Einschätzung zu Covered Bonds haben, sind sie weiterhin ein stabiler Baustein in jedem gut diversifizierten Rentenportfolio. Unterstützend wirkt dabei in 2026 das niedrige Nettoneuemissionsangebot. Ein möglicher Treiber einer leichten Spreadausweitung könnte in der Normalisierung des sehr engen Bund-/Swap-Spreads liegen. Aber auch bei Covered Bonds kompensiert die Carry für einen von uns erwarteten moderaten Anstieg der Risikoprämien..

USA: Solider Hauptgang mit pikanten Unsicherheiten

US-Staatsanleihen hatten vielen Unkenrufen zum Trotz ein gutes Jahr. Die Inflation erweist sich als hartnäckig, aber die US-Notenbank hat die sich langsam abkühlende US-Wirtschaft im Blick und 2025 einen neuen Zinssenkungszyklus gestartet. Bis zum Jahresende 2026 erwarten wir in den USA drei weitere Zinssenkungen. Dieses Umfeld sollte die US-Renditen unterstützen und zum Jahresende 2026 bei knapp über 4% verankern. Mittelfristige Risiken durch die ausufernde Staatsverschuldung und eine politische Einflussnahme auf die Fed bleiben bestehen und könnten für Volatilität sorgen. Der EUR sollte im Jahresverlauf gegenüber dem USD weiter zulegen. Ende 2026 erwarten wir EUR USD-Kurse von 1,26. ■

Abbildung: Gesamtertrag deutscher Bundesanleihen in 12M bei unveränderter Zinskurve



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung auf Sicht von 12 Monaten;
Stand: 28. November 2025





Thorsten Lang, CCRA
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

It Was a Good Day¹

Für Credit-Investoren war 2025 bislang ein ziemlich gutes Jahr – in Teilen deutlich besser als erwartet. Die Tabelle zeigt unsere Renditeerwartung für Creditmärkte im letzten Jahresausblick sowie das in den ersten zehn Monaten realisierte Ergebnis. Die Frage, welchen Nutzen Kapitalmarktprognosen über einen Zeitraum von zwölf Monaten haben können, führt an dieser Stelle zu weit und bietet Stoff für einen eigenen Artikel. Unabhängig davon fühlen wir uns mit unserer Prognose wohl: Richtung, Rangfolge und überwiegend auch die Größenordnung stimmen. Woher stammen die Abweichungen? Allen voran ist es der Tatsache geschuldet, dass Spreads und vor allem USD-Zinsen sich besser entwickelten als von uns erwartet, EUR-Zinsen leicht schlechter.

Marktsegmente	Währung	Erwartung Jahresbeginn (in %)	Performance YTD (in %)	Erwartung 2026 (in %)
Investment Grade Corporates	EUR	4,0	3,5	3,9
High Yield	EUR	4,2	4,8	5,1
EM Staatsanleihen (hedged)	USD	5,2	11,1	7,1
EM Corporates (hedged)	USD	4,6	6,1	5,6

Tabelle: Performance-Entwicklung und Erwartungen für die Credit-Segmente; Stand: 30.10.2025; Quellen: ICE, JP Morgan

Happy²

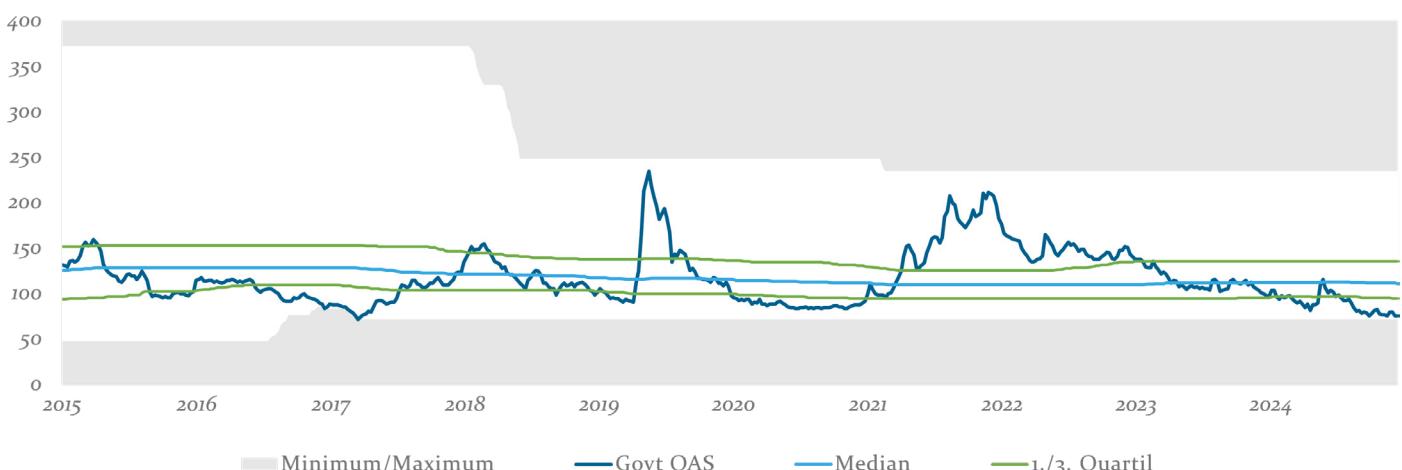
Hier schließt sich die Frage an, was wir für das kommende Jahr erwarten. Um es vorwegzunehmen: In etwa mehr vom Gleichen – grundsätzlich. Viele der Rahmenbedingungen sprechen für ein günstiges Credit-Umfeld. Moderates, aber doch stabiles Wachstum und eine Zentralbankpolitik, die nicht bremsend wirkt, sind für Carry-Assetklassen annähernd optimal. Vor allem Emerging Markets-Investments erscheinen attraktiv. Die fundamentale Situation ist so gut wie lange nicht, der schwache Dollar erhöht die Schuldentragfähigkeit der Länder. Im Basisszenario erwarten wir daher Spreads und Zinsen Ende nächsten Jahres in etwa auf dem aktuellen Niveau. Der Ertrag läge dann etwas oberhalb der aktuellen Einstandsrendite, weil der Roll-Down auf den steilen Kurven zum Gesamtergebnis beiträgt. Warum erwarten wir in diesem Umfeld keine weitere Einenung der Risikoprämien? Die Antwort liegt in der Bewertung. Das Umfeld ist in den Preisen voll verarbeitet.

Should I Stay or Should I Go³

Credit sieht teuer aus – so wie viele andere Assetklassen auch. Die Abbildung zeigt beispielhaft für EUR IG den Spreadverlauf und Lageparameter der jeweils zurückliegenden zehn Jahre. Es gibt gute Gründe für das aktuelle Niveau. Man findet auch Argumente, warum Risikoprämien künftig strukturell niedriger sein werden, allen voran die hohe und steigende Staatsverschuldung. Die Argumente für einen Strukturbruch teilen wir aber nicht. Unseres Erachtens werden Spreads nicht dauerhaft in der aktuellen Region bleiben. Aber „timing is a... challenge“. Einen konkreten Auslöser und genauen Zeitpunkt für eine Ausweitung vorherzusagen, ist seriös nicht möglich. Wir bleiben daher bei Euro-Credits vorsichtig positioniert und erzeugen ein asymmetrisches Risikoprofil, indem wir Carry über längere Laufzeiten zulasten schwächerer Bonitäten in die Portfolios kaufen. In Emerging Markets-Portfolios nehmen wir wegen der insgesamt höheren Ertragserwartungen etwas mehr Risiko. ■

Abbildung: Risikoprämien im historischen Kontext

Basispunkte



Quellen: ICE; Stand: 31. Oktober 2025

¹) Ice Cube. „It Was a Good Day“. *The Predator*, Priority Records, 1992.

²) Pharrell Williams. „Happy“. *G I R L*, Columbia Records, 2014.

³) The Clash. „Should I Stay or Should I Go“. *Combat Rock*, CBS Records, 1982.





Ralph Karel
Abteilungsleiter
Asset Management Aktien

Hausmannskost +: KI-Burger Deluxe mit Gourmet-Vorspeise

Trotz Zolleinschnitt am Liberation Day hat der US-amerikanische Aktienmarkt 2025 wieder eine beeindruckende Performance hingelegt bei der ein All Time High das nächste jagte. Stand Ultimo November zehrte die anhaltende Dollarschwäche allerdings von den bis dato 16% Jahresperformance nahezu Drei Viertel wieder auf, so dass in EUR dann nur ca. 4% ankamen. Nichtsdestotrotz sind wir auch für 2026 wieder optimistisch, da das Umfeld für Aktien weiter günstig erscheint: Kurzzeitige Schwächen, wie im November, werden sofort als „Buy the Dip“-Chancen genutzt. Das Gewinnmomentum der Unternehmen erweist sich nach dem überwundenen Drawdown weiterhin stabil mit Tendenz nach oben. Die Nettomargen zeigen, ebenso wie die Gewinnrevisionen, einen Aufwärtstrend und die überwiegende Mehrheit der Unternehmen konnte in der letzten Berichtssaison die EPS-Schätzungen übertreffen. Darüber hinaus gibt sich der KI-Boom keine Blöße, im Gegenteil: Wir erwarten unterstützende Zweitrundeneffekte von den reinen Chip- und Softwareherstellern bis hin zur Rechenzentren-Infrastruktur, wie Kabel, Kühlsysteme und Energie. Zudem wird das Gewinnwachstum der Unternehmen in der Breite zunehmen und damit die Bedeutung der Hyperscaler-Platzhirsche (Oracle, Alphabet, Nvidia, Microsoft) tendenziell etwas abnehmen. Die bereits realisierten und geschätzten Tech-Investitionen dieser Gruppe gehen in die Hunderte Milliarden und damit einhergehend nimmt der Free Cash Flow entsprechend ab. Dieser ROI muss erstmal wieder eingespielt werden. Hinzu kommt, dass die Multiples, wie etwa die Forward KGVs (vor allem im US IT-Sektor), mit Werten um die 23 bereits heiß gelaufen sind. Zum Vergleich: der 5 Jahres-Durchschnitt liegt bei 20, der 10-jährige bei 18. Growth wird in den USA zu Premiumpreisen gehandelt und der Markt bezahlt diese hohen Prämien für kurzfristige Gewinnerwartungen. Mögliche Risiken? Eine gesunde Tech-Korrektur, geopolitische Spannungen, zunehmende ESG-Schwäche, ein Wiederaufflammen der Zollthematik und US-Makrothemen (Arbeitsmarkt, Inflation) könnten als saure Sauce den Deluxe Burger schwer verdaulich machen.

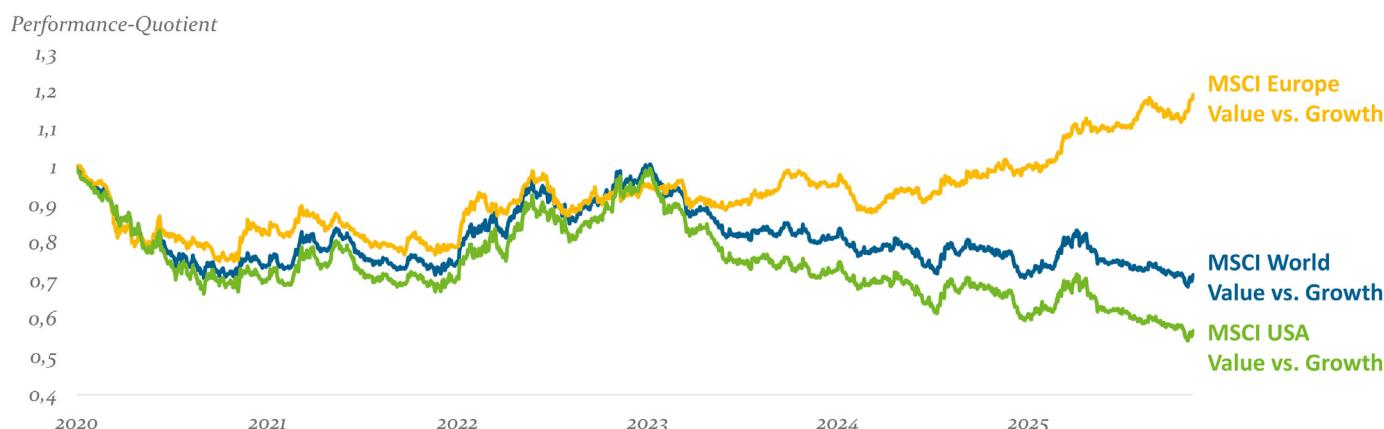
Europa braucht sich nicht zu verstecken: Defensive Stile mit starker Outperformance

Europa steht trotz weniger stark ausgeprägtem KI-Themen Trend ebenfalls gut da, mit einer 2025er Performance auf demselben Niveau wie die USA – allerdings ohne USD-Korrektur. Bei der Gewinnentwicklung gerät man allerdings nach der Gegenbewegung in Q1/25 gegenüber den USA ins Hintertreffen. Bei der Marktkonzentration ist Europa breiter aufgestellt. Die weiter attraktive Bewertung spricht zudem für Europa. Defensive Stile, wie Value, Dividenden und Quality, performen weiter bärenstark (siehe Abbildung), der EUR belastet beim Export. Eine gleichverteilte Allokation aus z.B. Dividenden und Low Risk sollte, wie schon 2025, auch 2026 den europäischen Markt outperformen. Internationale Diversifizierung halten wir deshalb für Aktienanleger weiter für bedeutsam: Die Heterogenität der Märkte nimmt zu, die Korrelation der Länderperformance zeigt sich aktuell deutlich niedriger als noch vor drei Jahren.

Globale Aktienstrategie 2026: Wie Anleger von ausgewählten Beimischungen profitieren

Eine internationale Aufstellung im Aktienportfolio ist auch für 2026 gesetzt: Mit einem 70% Core / 30% Satellite-Ansatz besteht die Möglichkeit, von speziellen Fokus Themen zu profitieren. Die Basis stellt mit 50% ein globales Aktienportfolio dar – je nach Risikoneigung „enhanced passiv“ oder als „Multifaktoransatz“. Den Core-Basket komplettiert ein 20% Multifaktoransatz Euro-land oder alternativ eine Kombination der rein defensiven Stile Low Risk und Dividenden. Wer darüber hinaus Risikoappetit vorweist, kann alternativ auch über jeweils eine 5% Allokation in Japan und den Emerging Markets nachdenken: Die Yen- bzw. Dollar-Schwäche befähigt den Export, eine attraktive Bewertung, positive Gewinnrevisionen, strukturelle Reformen sowie eine unterstützende Geld- und Fiskalpolitik (für Japan) sowie der Fed-Zinssenkungspfad (für EM) sind auf der Habenseite zu verzeichnen. Für weitere Satelliten-Beimischungen empfehlen sich die geballte KI-Power und deren Profiteure mit jeweils 5% Gewichtung: AI & Big Data, AI Infrastructure sowie US-Utilities. Den Basket der Opportunitäten komplettieren jeweils mit 2,5% die Themen-ETFs Seltene Erden und Cybersecurity. ■

Abbildung: Relative Performance Value vs Growth Welt, USA und Europa im Zeitverlauf



Quelle: MSCI, Bloomberg, eigene Berechnungen, Stand: 13. November 2025





Dr. Christian Schwarz
Abteilungsleiter
Asset Management Multi Asset & Overlay

Investiert bleiben, wenn die Tails breiter werden

Das vergangene Jahr war für unsere Multi Asset- und Overlay-Mandate außerordentlich erfolgreich. Wertentwicklung und aktive Allokationsentscheidungen haben überzeugt. Für 2026 bleiben wir konstruktiv gestimmt, wenngleich die Bäume nicht in den Himmel wachsen werden.

Die Speisekarte: Zwischen verschiedenen Welten

Im Basisszenario rechnen wir mit leichter Wachstumssteigerung bei unverändertem Inflations- und Geldmarktniveau. In diesem Umfeld liefern liquide Assetklassen verlässliche, wenn auch moderate Erträge. Aktien und klassische Staatsanleihen bleiben das Rückgrat der Portfolios. Die mittleren Laufzeiten bei Rentenpapieren bieten attraktive Carry-Erträge ohne übermäßiges Zinsänderungsrisiko. Der Fokus liegt hier auf geografischer Diversifikation, während Unternehmensanleihen bei engen Spreads weniger Mehrwert bieten. Im optimistischen Szenario mit Wachstum über Potenzial, anziehender Inflation und anhaltendem KI-Boom profitieren Aktien von robusten Gewinnerwartungen. Die Kombination aus Aktien und selektiven Rentenengagements in internationalen Märkten mit höheren Realzinsen sowie inflationsgeschützten Papieren kann überproportional profitieren. Alternative Investments wie Infrastruktur bieten einen Inflationsschutz. Sollte es hingegen anders kommen, sprich leichte Rezession mit fallender Inflation und vorausschauenden Zinssenkungen, werden längere Durationen bei Staatsanleihen zum Portfoliostabilisator, während bei Aktien defensive Sektoren und Qualitätswerte Schutz bieten. Hier zeigt sich der Wert aktiven Risikomanagements und diversifizierter Portfoliostrukturen, insbesondere von Risiko-Overlays und alternativen Investments, die durch langfristige Cashflows Stabilität erzeugen.

Die Zutaten: Assetklassen im Detail

Wir bevorzugen die Kombination aus Aktien und klassischen Rentenpapieren gegenüber Unternehmensanleihen, deren Risikoprämien mittlerweile gering geworden sind (siehe Abbildung). Bei Staatsanleihen erweitern wir bewusst den geografischen

Horizont: Internationale Rentenmärkte, wie beispielsweise UK und Australien, bieten ein attraktives Potenzial zur Diversifikation und Renditesteigerung durch unterschiedliche Zinszyklen und Korrelationsmuster. Alternative Investments, wie Infrastruktur und Immobilien, bleiben wichtige Portfoliobausteine für Diversifikation und Inflationsschutz, bilden aber nicht den Schwerpunkt unserer Allokation in Multi Asset-Mandaten.

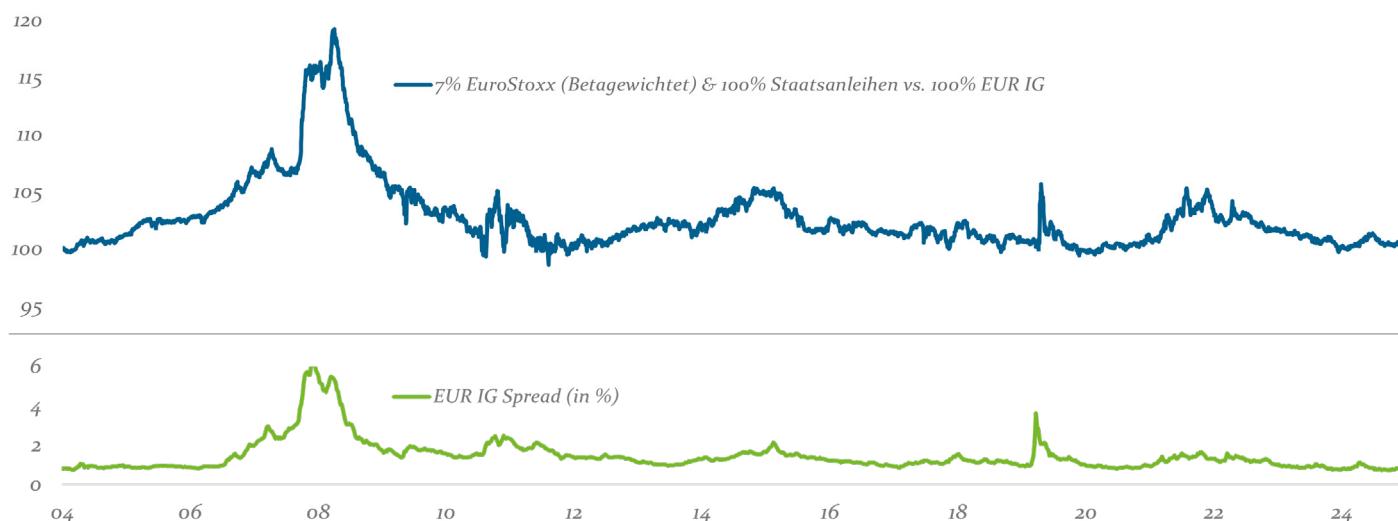
Das Rezept: Aktives (Risiko)-Management

Eine zentrale Beobachtung für das Jahr 2026 ist, dass die Tails im positiven wie im negativen Bereich der Renditeverteilung in unseren Augen zunehmen. Die Wahrscheinlichkeit extremer Marktbewegungen – sowohl nach oben als auch nach unten – dürfte steigen. Dies gilt es, systematisch zu berücksichtigen. Investiert zu bleiben ist entscheidend, doch ebenso wichtig sind Vorkehrungen für den Fall zu treffen, dass es anders kommt. Deshalb setzen wir konsequent auf aktives Risikomanagement durch Overlay-Strategien. Der Einsatz von Optionen spielt dabei eine wichtige Rolle, um gezielt Absicherungen aufzubauen oder Marktchancen zu nutzen. Doch Risiko-Overlay bedeutet mehr als den reinen Optionseinsatz: Es umfasst die dynamische Steuerung von Allokationen, Währungsrisiken und Durationen sowie die kontinuierliche Überwachung von Risikobudgets und Konzentrationen. Gerade in einem Umfeld mit breiteren Renditeverteilungen wird diese aktive Risikosteuerung zum entscheidenden Erfolgsfaktor.

Die Garnitur: Unser Fazit

Mit dieser ausgewogenen Mischung aus aktiver Allokation, diszipliniertem Risikomanagement und der nötigen Flexibilität sind wir gut aufgestellt – auch wenn die Portionen vielleicht etwas kleiner ausfallen als 2025. Die Kombination aus geografischer Diversifikation bei festverzinslichen Werten, selektiver Zurückhaltung bei Unternehmensanleihen und einem robusten Risiko-Overlay-Ansatz bildet das Fundament unserer Portfoliopositionierung. Insgesamt erwarten wir für 2026 auskömmliche Renditen, die jedoch nicht ganz an das außergewöhnlich starke Vorjahresniveau heranreichen dürften. ■

Abbildung: Mischung aus Aktien & Staatsanleihen vs. Unternehmensanleihen IG



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 21. November 2025





Ellen Heinrich

Senior Analyst

Transactions & Strategy Real Assets

Zwischen Optimismus und Zurückhaltung

Seit Jahresbeginn zeigen die Immobilienmärkte Erholungstendenzen und die Transaktionsvolumina ziehen wieder an. Diese Entwicklung bleibt jedoch hinter den Ende 2024 verbreiteten Erwartungen eines kräftigen Aufschwungs zurück. Der Handelskonflikt, schwache Konjunkturdaten und geopolitische Spannungen wirken verunsichernd. Nach den massiven Wertkorrekturen 2022/23 müssen zudem viele Investoren ihre Verluste verarbeiten und ihre Strategien, Risikobudgets und Allokationsquoten neu justieren. Passend dazu: Nach einer Umfrage des BAI aus den Monaten vor Oktober 2025 planten 91% der institutionellen Anleger aus der DACH-Region in den kommenden Monaten keine nennenswerte Erhöhung oder sogar eine Reduzierung der Immobilieninvestments. Das ist schade, denn durch die jüngsten Preiskorrekturen sind durchaus Investmentchancen in den Immobilienmärkten entstanden. In Europa milderten stabilisierende Bewertungen, beruhigte Finanzmärkte, sinkende Inflation sowie fiskalpolitische Programme die unsichere Situation zusätzlich ab. Europa profitierte deshalb in den vergangenen Monaten vom Image als „Safe Haven“ gegenüber den schwer einschätzbareren USA und den zollbelasteten Asienmärkten. Das Transaktionsvolumen in Europa zeigte dementsprechend deutlichere Zuwächse. Im jüngsten INREV-Konsensusindex September 2025 gaben zudem 41% der dort Befragten an, ihre Investitionen im kommenden Quartal erhöhen zu wollen. Passend dazu stieg der INREV-Konsensusindex zur Investitionsliquidität weiter an (siehe Abbildung). Auch wenn europäische institutionelle Investoren noch zögerlich sind, zeigt sich daran, dass sie sich zunehmend für die sich eröffnenden Opportunitäten positionieren.

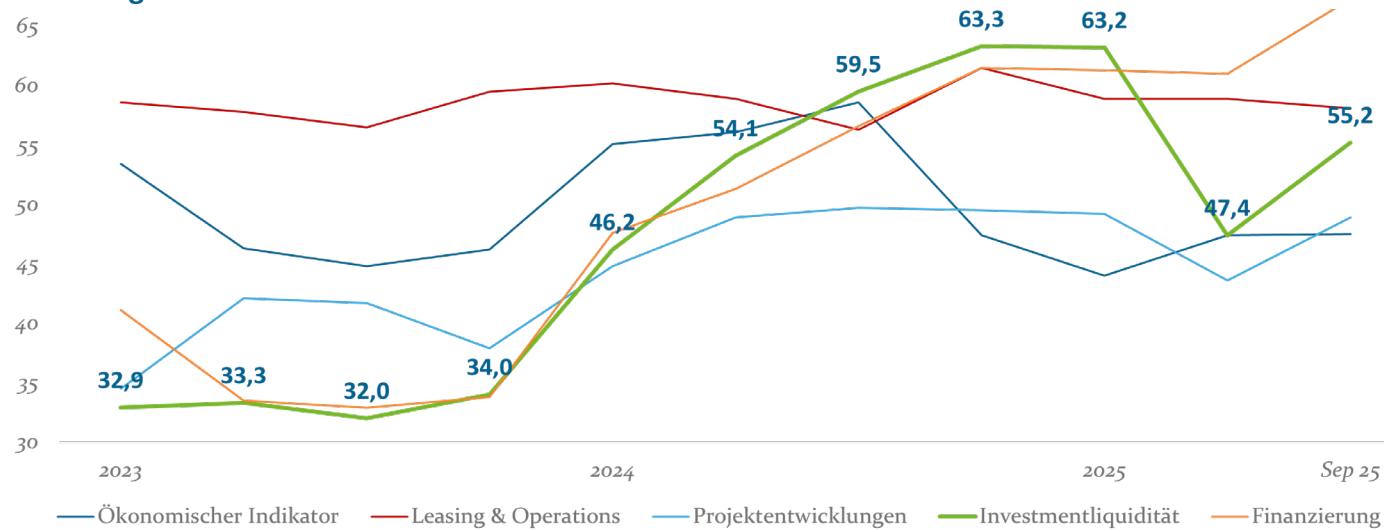
Status quo und Ausblick

Die Situation an den Immobilienmärkten ist komplex, die Märkte divergieren zunehmend, verglichen mit der Zeit vor den Polykrisen. Im Bürosegment finden aktuell hochwertige Core-Objekte in zentralen Toplagen mit moderner Ausstattung und ESG-konformer Performance Mieter und damit auch Käufer. Homeoffice, Flächenoptimierung der Nutzer, hohe CAPEX-Anforderungen (Energieeffizienz, Wellbeing) und die konjunkturelle Lage

belasten jedoch das restliche Büromarktsegment. Niedrige Vermietungsquoten sowie schwache Miet- und Kaufpreise sind dort die Folge. Hier zeigt sich eine zunehmende Marktspreizung. Der Wohninvestmentmarkt trifft weiterhin und unbeeindruckt von den Krisen auf hohes Investoreninteresse, das Transaktionsvolumen steigt merklich. Vor dem Hintergrund von Urbanisierung, Wohnraummangel und Krisenresilienz entstehen attraktive Einkommensmöglichkeiten. Allerdings machen die starke Marktregulierung, das Thema der Erschwinglichkeit der Wohnungsmieten und der hohe Capex-Bedarf bei manchen Bestandsimmobilien Erfahrung und Kompetenz bei Investitionen in diesem Segment unbedingt erforderlich. Im Logistiksektor führen Handelsstreit, De-Globalisierung und Transformations in produzierenden Branchen zu Mietnachfragerückgängen, während E-Commerce und Re- sowie Nearshoring positive Impulse setzen. In etablierten Verteiler-Hotspots und Metropolregionen dürfte die Mieter nachfrage stabil bleiben, andernorts sich eher abschwächen. Gleichzeitig diversifiziert der Logistikimmobilienmarkt zunehmend, da die Nutzeranforderungen spezialisierter werden. Auch hier ist hohe Marktkompetenz wichtig. Nischensegmente wie Bildungs- und Gesundheitsimmobilien oder Datenzentren stehen ebenfalls im Fokus der Investoren. Hier entstehen Chancen durch Demografie- und Digitalisierungstrends. Da diese Märkte oft weniger transparent und liquide sind als die etablierten Segmente, ist Expertenwissen und Track Record bei Investitionen hier besonders wichtig.

Immobilien werden ihre Bedeutung als Inflations- und Zinsvolatilitätsabsicherung sowie zur Portfoliostabilisierung auch in Zukunft behalten. Auf die komplexen Bedingungen in den Immobilienmärkten reagiert ein Endinvestor optimal mit einer gezielten Auswahl erfahrener Asset- bzw. Fondsmanager und passender Fondskonzepte. Die Märkte benötigen Akteure mit Erfahrung und Marktkenntnis. Bereits heute gibt es interessante Angebote qualifizierter Akteure am Markt. Wie in den letzten Zyklen zeigt sich, dass es dennoch eine Weile dauert, bis institutionelle Anleger wieder Vertrauen in den Markt gefunden haben – allerdings wird diese Phase nicht zu lange andauern, da das Fenster für Opportunitäten erfahrungsgemäß nicht ewig offenbleibt. ■

Abbildung: INREV Konsensusindex



Quelle: INREV Konsensusindex, Stand: September 2025

Der INREV-Konsensusindex entsteht durch quartärläre Befragung der INREV-Mitglieder. September 2025 lag die Teilnehmerquote bei 33 Unternehmen. Vier der fünf Subindikatoren zeigten im September eine positive Dynamik. Der Subindikator zur Investitionsliquidität verzeichnete mit 55,2 den stärksten Anstieg. Die Verbesserung wurde durch abnehmende Bedenken hinsichtlich der kurzfristigen Liquidität auf dem direkten europäischen Immobilienmarkt gestützt, zusammen mit 41 % der Befragten, die angaben, ihre Investitionen im kommenden Quartal erhöhen zu wollen.





Axel Drwenski
Head of Research
Transactions & Strategy – Real Assets

Mit großen Schritten in das neue Jahr

Der Bedarf an Modernisierung und Erweiterung der Infrastruktur ist immens, während die Möglichkeiten zur Bereitstellung öffentlicher Mittel durch hohe Staatsverschuldung stark eingeschränkt sind. Zur Schließung der wachsenden Finanzierungslücken werden daher zunehmend private Kapitalgeber benötigt. Besonders im Fokus stehen hierbei die Ertüchtigung der Verkehrsinfrastruktur, die Sicherung der Energieversorgung sowie die Umsetzung der Energiewende. Es rücken Projekte im Bereich erneuerbarer Energien sowie der Ausbau und die Modernisierung von Netzinfrastruktur, insbesondere im Energiebereich, immer stärker in das Interesse der Investoren. Auch die fortschreitende Digitalisierung – beispielsweise der stark wachsende Bedarf an Rechen- und Datenzentren sowie der Ausbau von Telekommunikationsnetzen – eröffnet zusätzliche attraktive Investitionsperspektiven. Diese Rahmenbedingungen führen zu einem grundsätzlich positiven Ausblick für den privaten Infrastrukturmarkt. Die EU und verschiedene europäische Regierungen fördern private Investitionen durch regulatorische Neuerungen und langfristige Investitionsprogramme, die Anlegern mehr Sicherheit bieten und die infrastrukturelle Entwicklung als Motor für Wirtschaftswachstum stützen. Beispielsweise trägt die Einführung und Überarbeitung des ELTIF (European Long Term Investment Fund) 2.0 dazu bei, dass private und institutionelle Anleger leichter Zugang zu Infrastrukturinvestments erhalten. Die zunehmende Professionalisierung des Marktes zeigt sich auch darin, dass Investoren verstärkt gezielt auf klar definerte Strategien setzen. Für Anleger bieten Investition in Core- und Core-Plus-Infrastrukturfonds kontinuierliche Erträge und einen gewissen Inflationsschutz.

Infrastrukturfonds werden größer und Anleger bauen ihre Allokation weiter aus

Das weltweite Fundraising-Volumen für neue Infrastrukturfonds hat sich im laufenden Jahr sehr dynamisch entwickelt und hat mit rund 151 Mrd. US-Dollar¹ bereits das bisherige Rekordjahr 2022 (rund 150 Mrd. USDollar) übertroffen (siehe Abbildung). Besonders multi-regionale Fonds sind aktuell bei Investoren sehr gefragt. Zudem stellen wir fest, dass die Fonds, die derzeit aktiv um Kapital werben, deutlich größer als noch vor wenigen Jahren sind und aktuell im Durchschnitt ein Volumen von rund 2,1 Mrd. USD aufweisen. Das ist 2,5-mal so viel wie noch vor zwei Jahren. Für das positive Momentum am Markt spricht auch die deutliche Verbesserung bei Geschwindigkeit und der Erreichung von Fundraising-Zielen.² Dies deutet sowohl auf eine gewisse Entspannung am Markt als auch auf die wachsende Bedeutung von Infrastrukturanlagen als Standard-Komponente in modernen Multi Asset-Portfolios hin.

Die nächsten Jahre rechnen wir mit einer anhaltenden dynamischen Nachfrage nach Infrastrukturfonds. Dass wir mit unserer Einschätzung nicht allein dastehen, zeigt eine aktuelle Umfrage: Demnach planen 92% der befragten Investoren, ihre Assetallokation im Infrastrukturbereich langfristig unverändert zu lassen bzw. weiter auszubauen. Im Vorjahr lag dieser Anteil noch bei 63%.³ Besonders die Felder Energieerzeugung, Netze, Datenzentren und -netze bleiben in den nächsten Jahren im Fokus von Investoren. Diese stehen allerdings vor der Herausforderung, den richtigen Partner in einem sich immer weiter spezialisierenden Markt zu finden. ■

Abbildung: Weltweit eingeworbenes Kapital für Infrastruktur (in Mrd. USD)



Quelle: Preqin; Stand: November 2025

*Januar bis Mitte November 2025. Prognose (F): Helaba Invest Research

¹) PREQIN (2025): Datenbankabfrage, November 2025.

²) INFRASTRUCTURE INVESTOR FUNDRAISING REPORT (2025): Q3 2025, November. Während im Jahr 2024 noch 45 % der Fonds ihre Zielvolumina verfehlten, sank dieser Anteil 2025 auf 31 % und die Zeit für das Fundraising verkürzte sich durchschnittlich von 29 Monaten im Jahr 2024 auf 23 Monate 2025.

³) BUNDESVERBAND ALTERNATIVE INVESTMENTS E.V. (2025): Oktober. Befragung von 107 europäischen Assetmanagern mit rund 2,23 BN Euro AUM.





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Fazit – Assetklassen

Liquide Assetklassen

Für 2026 empfiehlt es sich bei Zinstiteln, den Fokus auf Carry & Roll-Strategien zu legen – insbesondere im mittleren Laufzeitenbereich. Europäische Staatsanleihen und Covered Bonds präsentieren sich solide. US-Staatsanleihen werden trotz erwarteter Fed-Zinssenkungen voraussichtlich keine nennenswerte Outperformance mehr liefern. Im Credit-Bereich ist bei Investment-Grade-Anleihen angesichts hoher Bewertungen immer noch Carry zu verdienen. High-Yield-Papiere zeigen sich stabil, das Bewertungspotenzial bleibt jedoch begrenzt. Die attraktivsten Chancen sehen wir mittelfristig in Emerging Markets, warten für eine Übergewichtung jedoch noch eine Korrektur ab. Das Aktienumfeld bleibt trotz Bewertungsrisiken chancenreich – insbesondere mit breiter Diversifikation und Fokus auf defensive europäische Titel. Der Euro dürfte seine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar fortsetzen.

Strategisches Bild

	--	-	0	+	++
Renten					
Deutschland (10J Bund)					
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)					
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)					
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)					
Credit					
IG EUR (Index OAS)					
HY EUR (Index OAS)					
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)					
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)					
Aktien					
Welt (MSCI World)					
Euroland (EuroStoxx 50)					
USA (S&P 500)					
EM (MSCI EM)					
Währungen					
EUR vs. USD					

November 2025

Zielkorridor (Ende 2026)
2,70%
45 bp
32,5 bp
135 bp
90 bp
290 bp
210 bp
250 bp
4.250
5.500
6.600
1.325
1,15
2,60% bis 2,90%
45 bp - 55 bp
35 bp - 45 bp
115 bp - 145 bp
95 bp - 105 bp
300 bp - 330 bp
210 bp - 220 bp
240 bp - 260 bp
4.525 - 4.675
5.725 - 5.975
7.125 - 7.375
1.475 - 1.525
1,19 - 1,25

Quelle: Helaba Invest, Stand: 01. Dezember 2025

Illiquide Assetklassen

Die Immobilienmärkte sind noch weit von früheren Höchstständen entfernt und erholen sich nur langsam. Trotz eines zurückhaltenden Transaktionsmarkts bleiben Flächennachfrage und Mietpreise stabil. Für 2026 wird nur eine schrittweise und fragile Erholung erwartet, zugleich entstehen neue Chancen für Investoren. Wir sehen Büro-CBD- und Nischen-Immobilienmärkte strategisch als interessant an. Im Infrastrukturlagenmarkt schließt das Jahr mit einem Rekordtransaktionsvolumen ab. Hoher Investitionsbedarf bei Transport-, Energie- und digitaler Infrastruktur sowie staatliche Förderprogramme stützen das Wachstum und sorgen für anhaltende Dynamik. Wir blicken bei den Infrastrukturmärkten besonders positiv auf das Thema digitale Infrastruktur / Kommunikation.

Strategisches Bild

	--	-	0	+	++
Immobilien					
Büro CBD					
Büro non-CBD			■		
Logistik			■		
Wohnen			■		
Einzelhandel			■		
Nischen			■		

Infrastruktur

	--	-	0	+	++
Erneuerbare Energieerzeugung					
Konventionelle Energieerzeugung					
Energiespeicherung -transport					
Ver- Entsorgung					
Digitale Infrastruktur, Kommunikation					
Transport					

Quelle: Helaba Invest, Stand: 28. November 2025

Risiken für unser Weltbild

Für das Basiszenario „Hausmannskost“ wird der aktuelle Tech-Boom rund um generative KI als größtes Risiko eingeschätzt – insbesondere aufgrund hoher Unternehmensbewertungen, potenzieller Energieengpässe und möglicher Disruptionen am Arbeitsmarkt. An zweiter Stelle steht die weltweite Schuldenpolitik mit Blick auf die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen. Ebenso birgt die zunehmende globale Fragmentierung durch aktivistische Handels- und Industriepolitik erhebliche Unsicherheiten. Latent bleibt auch die Geopolitik mit bestehenden Spannungen und möglichen Eskalationen bei internationalen Konflikten ein relevanter Risikofaktor. ■





02

Meinungen

Sonderthemen

Zum Finale des Menüs:
Deutschland als Anlageziel &
Datenzentren im Fokus





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Deutschland als Anlageziel für Investoren: Perspektiven und Leistungsfähigkeit im Vergleich

Deutschland nimmt als größte Volkswirtschaft und industrieller Leistungsträger eine Schlüsselrolle innerhalb der Eurozone ein. Die wirtschaftliche Entwicklung wirkt sich nicht nur auf die Stabilität des europäischen Währungsraums aus, sondern prägt maßgeblich auch die Perspektiven der Nachbarstaaten. Angesichts multipler Herausforderungen, wie geopolitischer Unsicherheit, Strukturwandel in Schlüsselindustrien und Transformationsdruck hin zu nachhaltigem Wachstum, richten institutionelle Anleger ihr Augenmerk zunehmend auf die Bundesrepublik. Zugleich eröffnen EU-weite Initiativen sowie nationale Innovations- und Investitionsprogramme (u.a. das deutsche Fiskalpaket) neue Chancen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit. Dieser Artikel beleuchtet die aktuelle Leistungsfähigkeit Deutschlands im globalen Kontext, analysiert zentrale Wachstumsperspektiven und -notwendigkeiten, vergleicht relevante Indikatoren mit anderen Euro-Mitgliedsstaaten und beleuchtet die zukünftige Attraktivität Deutschlands aus Sicht von Investoren und institutionellen Anlegern.

Deutschlands Geschäftsmodell im Wandel

Historische Erfolgsfaktoren

Deutschlands Geschäftsmodell gilt seit Jahrzehnten als Synonym für industrielle Leistungsfähigkeit, Exportstärke und Innovationskraft. Zentrale Erfolgsfaktoren, wie eine hochentwickelte Industrie, ein hoher Automatisierungsgrad, exzellente Ingenieurskunst sowie der leistungsstarke und vielfach international agierende Mittelstand („industrielles Rückgrat“) haben die wirtschaftliche Resilienz und das Wachstum geprägt. Vor allem die Exportorientierung, angeführt durch die Automobil-, Maschinenbau- und Chemiebranchen, machte Deutschland über Jahre hinweg zu einem bevorzugten Partner für globale Handelsbeziehungen und einem Wachstumsmotor für die Eurozone bzw. EU.

Gegenwärtige Herausforderungen

In der jüngeren Vergangenheit steht dieses Geschäftsmodell jedoch massiv unter Druck. Der demografische Wandel hat in vielen Branchen einen gravierenden Fachkräftemangel zur Folge, der Wachstum und Innovation bremst. Gewerbliche Ausbildungsstellen bleiben vielfach unbesetzt, Hochqualifizierte werden international abgeworben und die Zuwanderung von Fachkräften (Stichwort Einwanderungsgesetz¹) in den Arbeitsmarkt stellt nach wie vor eine Herausforderung dar.² Ohne erfolgreiche Lösungsansätze drohen Wertschöpfungsketten in Schlüsselindustrien zu erodieren, was mittel- bis langfristig zu strukturellen Nachteilen im Wettbewerbsvergleich mit dynamischeren Volkswirtschaften führt.

Parallel dazu erhöhen die digitale und grüne Transformation den Handlungsdruck auf Unternehmen und Politik. Die Energiewende – mit dem Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien sukzessive zu steigern und fossile Energieträger zu ersetzen – bringt einerseits Chancen für technologische Innovationen und nachhaltige Geschäftsmodelle mit sich, impliziert andererseits

jedoch hohe Kosten für Unternehmen. Besonders die energieintensive Industrie leidet unter steigenden Energiekosten, die sowohl im EU-Vergleich als auch gegenüber den USA unverhältnismäßig hoch sind (siehe Tabelle 1)³, sowie unsicheren Rahmenbedingungen.

	Strom 2024 (€/MWh)	Gas 2024 (€/MWh)	Gesamt 2024 (€/MWh)	Gesamt 2022-2024 (%)
Deutschland	ca. 240	ca. 70	ca. 310	+ 13,9
EU-Schnitt	ca. 180	ca. 50	ca. 230	- 6,5
USA	ca. 100	ca. 23	ca. 123	- 16,5

Tabelle 1: Energiekosten für Unternehmen⁴

Gepaart mit dem teils lähmenden Bürokratieaufwand und einem sichtbaren Investitionsstau bei Infrastrukturprojekten (u.a. bei Schiene, Breitbandausbau oder Mobilitätswende) geraten deutsche Unternehmen zunehmend ins Hintertreffen. All diese Faktoren führen dazu, dass notwendige Investitionen in die Digitalisierung sowie die Dekarbonisierung häufig verzögert oder gar nicht getätigten werden.

Hinzu kommt, dass die Investitionsdynamik insgesamt schwächelt. Während andere Eurozonenländer gezielt Innovations- und Wachstumscluster fördern, zeigt sich in Deutschland eine gewisse Zurückhaltung bei privatwirtschaftlichen und öffentlichen Investitionen. Gründe hierfür reichen von politischer Unsicherheit bis hin zu regulatorischen Hürden und einer in Teilen stagnierenden Risikokultur. Die Innovationskraft vor allem im Bereich Zukunftstechnologien, wie z.B. Künstliche Intelligenz, Batterieforschung/Energiespeicher oder grüner Wasserstoff, wird zunehmend international herausgefordert und vielfach bereits übertroffen. Zudem führen langwierige Genehmigungsverfahren und die begrenzte Vernetzung zwischen Start-ups

¹) BERTELMANN STIFTUNG (2017): Deutschland braucht ein Einwanderungsgesetz, Policy Brief Migration, August.

²) OECD (2025): International Migration Outlook, o3. November.

³) Die hohen Strom- und Gaskosten in Deutschland resultieren vor allem aus hohen Netzentgelten (hoher Netzausbaubedarf durch dezentrale Energiewende) sowie Steuern, Abgaben und Umlagen zur Finanzierung energiepolitischer Maßnahmen.

⁴) Die tatsächlichen Kosten schwanken je nach Abnahmemenge, Branche und Jahr und werden z.B. durch Energiepreisbremsen oder Förderungen beeinflusst.

Quelle: Statista, Eurostat, US Energy Information Administration sowie eigene Berechnungen; Stand: 30. September 2025



(die Gründungsquote war jahrzehntelang rückläufig und schwankt seit 2018 auf niedrigen Niveaus)⁵ und Mittelstand dazu, dass viele Innovationen nicht schnell genug skaliert werden können.

Die Debatte „D-Zug vs. Bummelzug“

Die Debatte darüber, ob Deutschland sich bald wieder in einer Phase des Aufbruchs („D-Zug“) oder der Stagnation („Bummelzug“) befindet, ist brandaktuell. Einerseits zeigt die Wirtschaftspolitik erste Impulse, um den Strukturwandel aktiv zu begleiten, beispielsweise durch Programme zur Fachkräftegewinnung (Fachkräfteeinwanderungsgesetz), steuerlichen Forschungsförderung (Forschungszulagengesetz) und gezielten Investitionen in Infrastruktur und Digitalisierung (u.a. der Zukunftsfonds Wirtschaft oder in Teilen der Klimaschutz- und Transformationsfonds). Andererseits mehren sich Stimmen, auch von internationalen Investoren, die auf verpasste Reformchancen⁶, hochkomplexe Rahmenbedingungen und ein wachsendes Vertrauensdefizit gegenüber dem Standort Deutschland hinweisen.⁷

Für institutionelle Anleger sind diese Entwicklungen von zentraler Bedeutung: Die Frage, ob Deutschland als „D-Zug“ mittelfristig neue Wachstumsimpulse generieren und weiterhin als Stabilitätsanker der Eurozone agieren kann, oder sich zunehmend zum „Bummelzug“ mit schwindender Innovationskraft und sinkender Investitionsattraktivität entwickelt, ist mitentscheidend für die strategische Asset Allocation deutscher (Staats-)Anleihen und Aktien.

Deutschlands Leistungsfähigkeit im Kontext der Eurozone

Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich

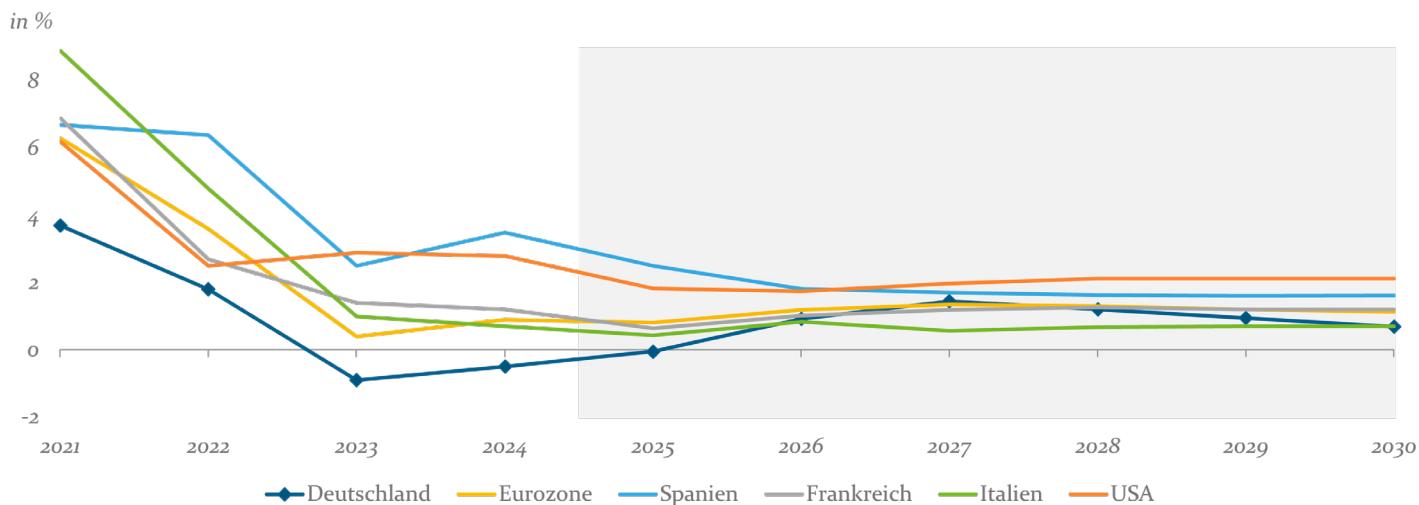
Deutschlands Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit im europäischen Kontext lässt sich mittels verschiedener Faktoren bewerten. Aus Sicht eines kapitalmarktorientierten Analysten stehen allen voran das reale BIP-Wachstum sowie einzelne Komponenten, wie Industrieproduktion, Exportnachfrage und Arbeitspro-

duktivität im Vordergrund. Anhand des Bruttoinlandsprodukts zeigt sich, dass die deutsche Wirtschaft seit 2021 im Vergleich zu den europäischen Nachbarn – speziell südeuropäischen Ländern, wie Italien oder Spanien – unterdurchschnittlich wächst (siehe Abbildung 1).

Dank des beschlossenen Fiskalpakets ist in Deutschland ab 2026 mit einem vorübergehenden Konjunkturimpuls zu rechnen, der das Wachstum wieder in die Nähe des Eurozonen-Mittels heben dürfte. Nichtsdestotrotz – bereits ab 2028 sollten die bislang unzureichend adressierten strukturellen Schwächen wieder vermehrt zu Tage treten, sodass das Wachstum in der Tendenz erneut schwächer zu erwarten ist. Die USA wachsen dagegen strukturell deutlich stärker als die Eurozone oder gar Deutschland.

Auch wenn die deutschen Bürger immer noch über ein hohes Pro-Kopf-Einkommen, das sich im oberen europäischen Drittel bewegt, und einen leistungsstarken Arbeitsmarkt verfügen, gibt es Alarmsignale, die den wirtschaftlichen Abstieg der letzten Jahre dokumentieren (siehe Abbildung 2). Bei den Schlüsselindikatoren Industrieproduktion, Nettoexporte und Arbeitsproduktivität, ist die Entwicklung sowohl im Eurozonen-Vergleich als auch gegenüber den USA in den letzten fünf Jahren (2024 vs. 2019) teilweise erheblich, rückläufig. Am Beispiel der Industrieproduktion, wo im Vergleichszeitraum ein Rückgang von gut 11% zu verzeichnen ist, werden die Standortnachteile besonders deutlich: Im europäischen und internationalen Vergleich sind die Energiepreise, Steuern, Abgaben und Lohnkosten in Deutschland zu hoch. Zudem fordern Investitionsstau, Planungsunsicherheit, Fachkräftemangel und Bürokratie ihren Tribut. Auch der Strukturwandel (Umstellung auf klimaneutrale Produktion, Digitalisierung und neue Technologien) erfordert Umstellungen. Der zweite Faktor Nettoexporte, der über viele Jahre ein Garant für solide Unternehmensgewinne und Haushaltsüberschüsse war, ist ebenfalls rückläufig. Von der zurückgehenden Nachfrage aus China (Chinas Regierung fördert gezielt die Unabhängigkeit und Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Industrie) und anderen Teilen der Welt sind besonders die

Abbildung 1: Wachstumsvergleich reales BIP Deutschland vs. Eurozone & USA seit 2021



Quelle: Statista; Stand: 30. September 2025

Zusätzlich führen ein kostenintensiver Erzeugungsmix (keine Kernkraft, wenig Wasserkraft) und weniger staatliche Preisregulierung verglichen mit anderen EU-Ländern zu einem höheren Preisniveau (siehe VWB-STUDIE: Internationaler Energiepreisvergleich für die Industrie, November 2025). Die USA haben vor allem wegen ihrer großen eigenen Gasvorräte sowie niedriger Steuern und Abgaben einen klaren Wettbewerbsvorteil.

⁵ KFW RESEARCH (2025): KfW-Gründungsmonitor 2025.

⁶ Hier sind allen voran die verpassten und seit vielen Jahren zwingend notwendigen Gesundheitssystem-, Steuer- und Rentenreformen zu nennen.

⁷ Siehe dazu u.a. EY (2025): Standort Deutschland - Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland und Europa, Mai oder EY (2024): Die Zukunft der deutschen Wirtschaft, Oktober.



Abbildung 2: Wettbewerbsfähigkeitsentwicklung Deutschland vs. Eurozone & USA



Quelle: OECD Oxford Economics; Stand: 30. Juni 2025

deutschen Schlüsselbranchen Auto, Maschinenbau und Chemie betroffen. Interessanterweise sind die Exporte der Eurozone insgesamt im gleichen Zeitraum weiter gestiegen, ebenso wie die der USA. Bei der Arbeitsproduktivität (Wertschöpfung pro geleisteter Arbeitsstunde) positioniert sich Deutschland zwar noch auf einem strukturell hohen Niveau, aber auch hier ist die Entwicklung negativ. Besonders stark kann hier die amerikanische Wirtschaft mit Produktivitätszuwachsen i.H.v. gut 7% aufwarten.

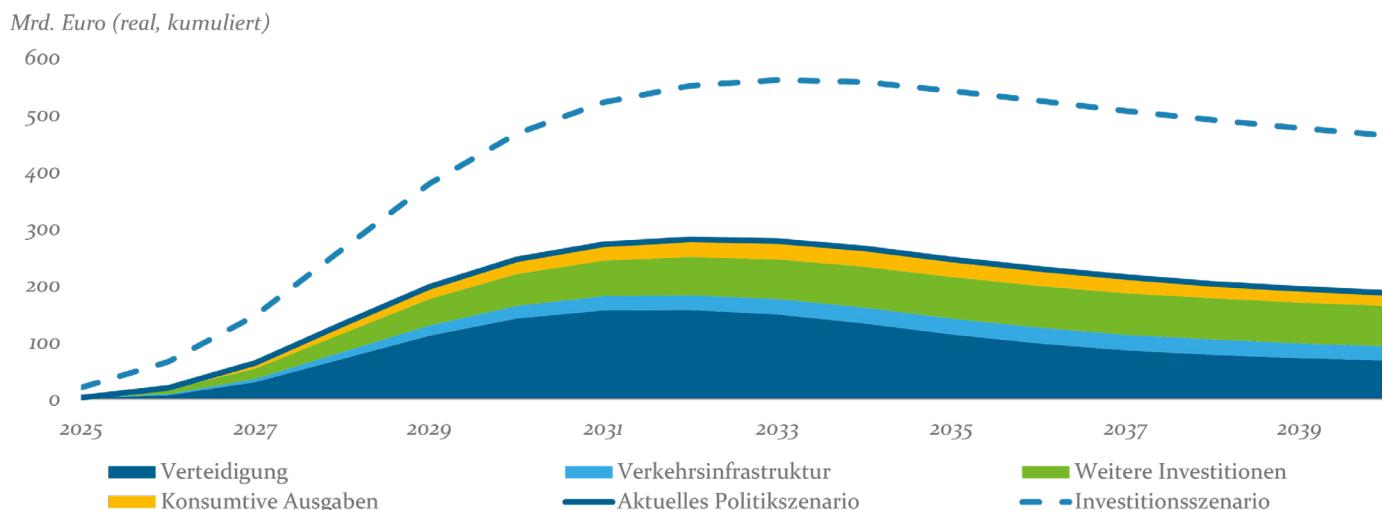
Auswirkungen des neuen Fiskalpakets

Das Fiskalpaket, das im März 2025 in Deutschland beschlossen wurde, sieht eine stärkere Fokussierung auf zukunftsorientierte Investitionen in Bereichen wie Klima, Digitalisierung und Infrastruktur vor, während gleichzeitig klare Vorgaben zur Begren-

zung neuer Schulden und zum Erhalt der Haushaltsdisziplin bestehen bleiben. Damit setzt Deutschland die EU-reformierten Fiskalregeln⁸ um und nutzt den erweiterten Spielraum, um Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit zu stärken – so zumindest in der Theorie.

Der Sachverständigenrat Wirtschaft hat kürzlich in seinem Jahresgutachten 2025/26 hinsichtlich des deutschen Fiskalpakets folgendes vorgestellt (siehe Abbildung 3): Im aktuellen Politik-szenario – also dem Szenario, welches höchstwahrscheinlich derzeit von Bund und Ländern verfolgt wird – wird ein großer Teil der Mittel aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität (SFIK) nicht vollständig für zusätzliche Investitionen genutzt, sondern ersetzt bereits geplante Haushaltsausgaben („Verschiebebahnhof“). Voraussichtlich werden die frei gewordenen Mittel eher für laufende, konsumtive Ausgaben

Abbildung 3: Zusätzliches deutsches BIP im aktuellen Politik- und Investitionsszenario*



Quelle: Ochsner & Zuber (2025): Sachverständigenrat Wirtschaft - Jahresgutachten 2025/26; Stand: 30. Juni 2025

* Investitionsszenario = Sondervermögen wird hauptsächlich für Investitionen genutzt; Aktuelles Politikszenario = Durchschnittliche Zusätzlichkeitsquote von 50%; weitere Annahme: Verteidigungsausgaben steigen bis 2029 auf 3,5% und werden später schrittweise wieder auf 2,0% des BIP zurückgefahren.

⁸ Die EU hat den Stabilitäts- und Wachstums paket (EUV) 2023/24 reformiert, um ihn investitions- und wachstumsfreundlicher zu machen, aber auch weiterhin Haushaltsdisziplin zu wahren. Die Neugestaltung zielt darauf ab, eine schulden- und wachstumsfreundlichere Fiskalpolitik in den Mitgliedsländern zu ermöglichen, ohne die langfristige Haushaltssouveränität zu gefährden. Ziel des Pakets ist es, Spielräume für öffentliche Investitionen etwa in Klima, Digitalisierung und Infrastruktur zu eröffnen. Diese neuen Leitplanken eröffnen Chancen, den Investitionsstau abzubauen und Reformen gezielter umzusetzen, setzen der Fiskalpolitik jedoch weiterhin enge Grenzen hinsichtlich Verschuldung (weiter 60%) und Budgetdefizitquote (weiter 3%).

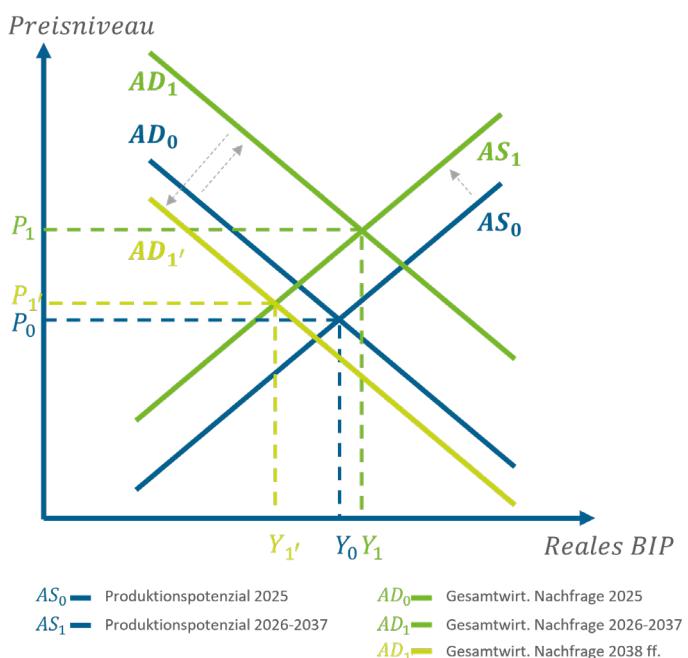


(u.a. Sozialausgaben) oder bereits geplante Ausgaben im Kernhaushalt genutzt. Es wird geschätzt, dass im Durchschnitt nur rund 50% der SVIK-Ausgaben wirklich zusätzlich sind. In der Folge bleiben die Wachstumswirkungen für die Wirtschaft gering, während die Staatsverschuldung ansteigt. Im hypothetischen Investitionsszenario werden die Mittel des SVIK dagegen überwiegend für zusätzliche Investitionen eingesetzt, z.B. in Infrastruktur- oder Klimaschutzprojekte, und ersetzen nicht die bestehenden Haushaltssmittel. Folglich entstehen in diesem Szenario deutlich stärkere positive Wachstumsimpulse, was wiederum hilft, den Anstieg der Schuldenstandsquote zu dämpfen. Die aktuelle Entwicklung ist also auch dahingehend problematisch, dass dadurch die Fähigkeit, fiskalische Spielräume strategisch auszunutzen, etwa durch gezielte staatliche Investitionen in Zukunftsbereiche, eingeschränkt wird. Eben diese Fähigkeit dürfte jedoch über die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland und die Kohäsion im Euro-Raum signifikant mitentscheiden.

Modellhaftes Fazit aus der Wettbewerbsanalyse

Die aggregierte Angebotskurve (AS) verknüpft sich ($AS_0 \rightarrow AS_1$), weil die genannten Strukturschwächen die Produktionskosten verteuern. Die Nachfrage bleibt aus Gründen einer andauernden Konsumzurückhaltung (kaum Reallohnzuwächse), sinkender privater Investitionsbereitschaft (Standortunsicherheit, hohe Kosten) und schmelzender Exportüberschüsse rückläufig. Höhere Staatsausgaben können zwar kurz- bis mittelfristig die Nachfrage stärken, aber ohne Angebotsverbesserung (Strukturreformen) wird der Gegenimpuls ($AD_0 \rightarrow AD_1$), der das Wachstum und die Inflation zunächst verbessert bzw. anheizt ($Y_0 \rightarrow Y_1$ bzw. $P_0 \rightarrow P_1$), langfristig kein nachhaltiges Wachstum ermöglichen. Das neue Gleichgewicht nach dem Fiskalpaket findet sich modellhaft bei niedrigerem Output ($Y_1' \rightarrow Y_1$) und moderat höherem Preisniveau ($P_1 \rightarrow P_1'$).

Abbildung 4: Leistungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft anhand eines AS-AD-Modells



Quelle: Eigene Abbildung; Stand: 05. Dezember 2025

Die Nachfrageimpulse aus dem Fiskalpaket dürften sogar schon einige Jahre früher abebben. Das Fiskalpaket verhindert somit nur, dass das Gleichgewicht noch weiter nach links/unten fällt, kann es aber langfristig nicht wieder auf das Anfangsniveau anheben. Im Ergebnis ist Deutschlands frühere Rolle als Wachstumsmotor der Eurozone nachhaltig gefährdet. Handlungsempfehlungen ergeben sich insbesondere aus der Notwendigkeit entschlossener politischer und wirtschaftlicher Weichenstellungen, die überfällig sind, aber an dieser Stelle nicht weiter erörtert werden.

Kapitalmarkt-Implikationen

Anleihen

Für den Kapitalmarkt bieten sich aufgrund der oben beschriebenen makroökonomischen Sachverhalte differenzierte Perspektiven. Die Attraktivität Deutschlands als Investitionsstandort bleibt zunächst erhalten, insbesondere angesichts der politischen und sozialen Stabilität, der (noch) starken industriellen Basis und der vergleichsweise soliden fiskalischen Grundausstattung. Daran ändert auch das Fiskalpaket nichts, das dazu führt, dass die Maastricht-Kriterien zu Budgetdefizit (siehe Abbildung 5) und Staatsverschuldung (siehe Abbildung 6) mittelfristig unter- bzw. überschritten werden.

Nichtsdestotrotz hat der Markt bereits vor geraumer Zeit damit begonnen, die strukturelle Schwäche Deutschlands am Anleiemarkt negativ zu bewerten. Am Beispiel der Risikoausfallschläge für europäische Staatsanleihen kann man deutlich erkennen, dass diese bis auf eine Ausnahme (Frankreich) in den letzten Jahren Bundesanleihen sukzessive outperformed haben (siehe Abbildung 7). Strukturell sieht man, dass die Peripherie seit vielen Jahren besser wächst als Deutschland, was von den Ratingagenturen mit einer positiven Rating-Dynamik und vom Markt mit niedrigeren Risikoprämien gegenüber Bundesanleihen quittiert wurde. Italien, Portugal und Griechenland wurden in diesem Jahr allesamt heraufgestuft. Auf fundamentaler Ebene ist die verbesserte Haushaltsslage in den meisten Peripherieländern ein wichtiger struktureller Treiber.

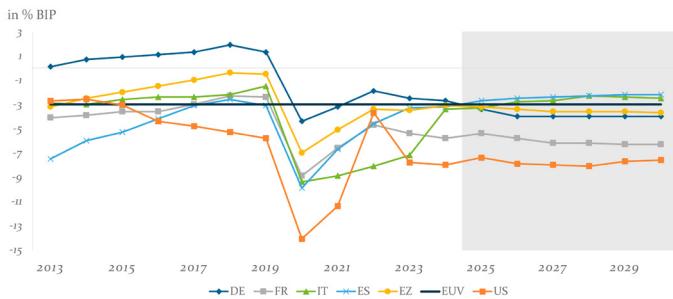
Selbst wenn man berücksichtigt, dass ein Halten von europäischen Staatsanleihen in den letzten Jahren durch die globale Risikostimmung unterstützt wurde, existieren doch erste Tendenzen, die, gegenüber Staaten, die Strukturreformen vorangebracht haben, eine relative Verschlechterung der Kreditwürdigkeit Deutschlands implizieren. Die Umsetzung der neuen Ausgabenpakete bzw. Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts werden von den Investoren genau beobachtet werden. Noch fungieren Bundesanleihen als sicherer Hafen auf globaler Ebene und genießen insbesondere in Krisenzeiten eine hohe Nachfrage, allerdings könnte sich das perspektivisch ändern, falls die strukturelle Wachstumsschwäche tatsächlich anhält.

Aktien

Der deutsche Aktienmarkt bleibt trotz der Konjunktursorgen – auch im europäischen Vergleich – ein attraktives Anlageziel. Besonders gut investierbar ist der DAX mit hoher Liquidität sowie global agierenden Unternehmen, die im Schnitt rund 80% ihrer Umsätze im Ausland erzielen. Seit 2021 konnte der Index rund 73% zulegen.



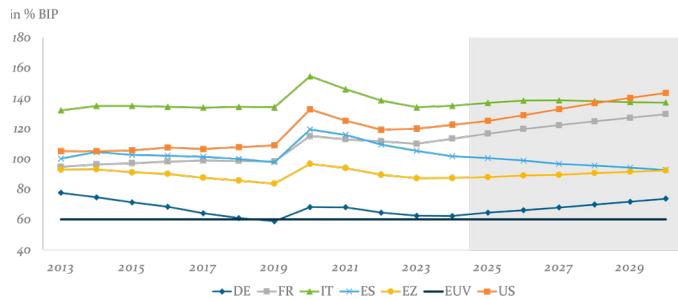
Abbildung 5: Budgetdefizit



Quelle: Eigene Abbildung, Stand: 30. September 2025

Ebenso stehen weiterhin Zukunftsbranchen wie Technologie, Green Finance oder Digitalisierung im Fokus der Investoren. Das in diesem Jahr verabschiedete Fiskalpaket bietet vor allem Unternehmen aus den Bereichen erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Elektromobilität und (digitaler) Infrastruktur neue Chancen. Staatliche Investitionsprogramme stärken zusätzlich etwa den Ausbau des Strom- oder Breitband-/5G-Netzes. Neben DAX-Konzernen profitieren auch viele mittelständische

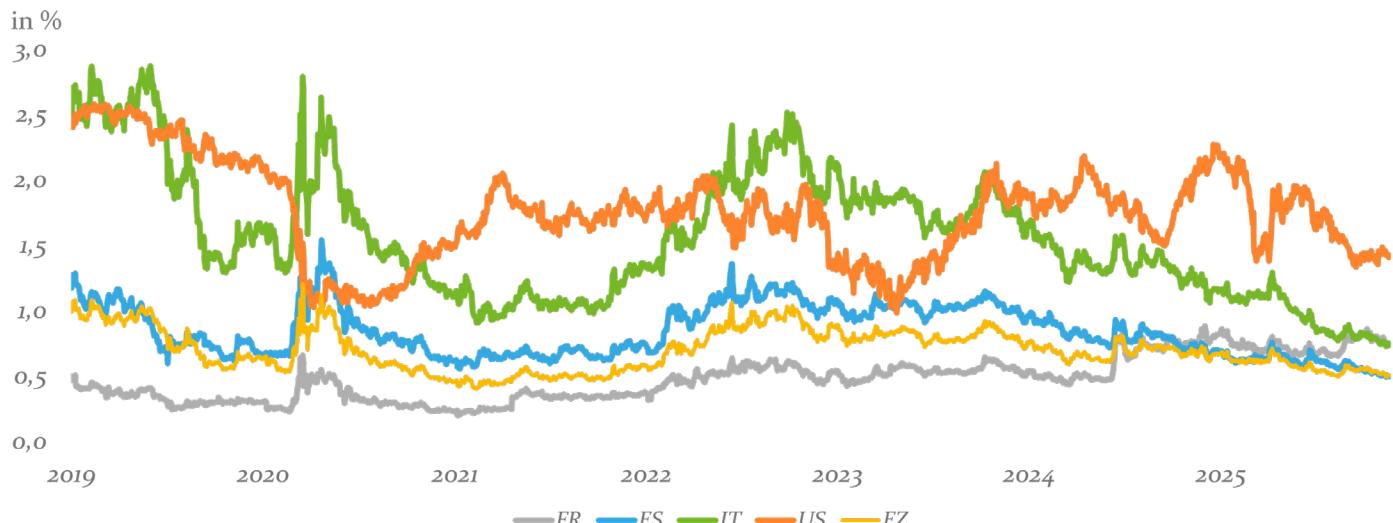
Abbildung 6: Staatsverschuldung



Quelle: Eigene Abbildung, Stand: 30. September 2025

Zulieferer und spezialisierte Dienstleister. Anleger sollten jedoch Risiken in Branchen mit Strukturwandel, wie Automobil oder Maschinenbau, sowie den Trend zu ESG-Investments beachten. Deutschland bleibt unter den europäischen Märkten ein bedeutender Standort mit hoher Sektorendiversifikation. Besonders Zukunftssektoren im DAX oder TecDAX erscheinen aussichtsreich, während kleinere und stärker binnennorientierte Unternehmen im MDAX vorsichtiger zu bewerten sind.

Abbildung 7: Risikoaufschläge von 10J Staatsanleihen (Eurozone & USA) zu Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg, Eigene Berechnungen; Stand: 19. November 2025

Fazit und Marktimplikationen

Trotz erheblicher struktureller Herausforderungen ist Deutschland noch immer ein bedeutender Wirtschaftsstandort und Stabilitätsanker für Europa. Doch getreu dem Motto „Denk ich an Deutschland, raubt mir die Sorge den Schlaf“ droht das Land ohne tiefgreifende Reformen und entschlossene Zukunftsinvestitionen seine führende Rolle in den kommenden Jahren zu verlieren. Der Wandel vom traditionellen Industriemodell hin zu einer technologie- und nachhaltigkeitsorientierten Wirtschaft ist längst überfällig. Kurzfristig könnten niedrigere Energiepreise die deutsche Industrie noch einmal entlasten und ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit stärken. Dennoch bleibt die umfassende Modernisierung des Geschäftsmodells notwendig. Das neue Fiskalpaket und gezielte Investitionen in Digitalisierung, Infrastruktur, Klimaschutz (und Bildung, was leider nicht explizit ausgewiesener Schwerpunkt ist) können wichtige Impulse setzen – vorausgesetzt, die Mittel werden konsequent zukunftsorientiert und weniger konsumtiv eingesetzt.

Für institutionelle Anleger bedeutet dies: Deutschland bleibt eine strategisch relevante Investmentdestination mit robustem Fundament, aber differenziert zu bewertenden Zukunftsperspektiven. Staatsanleihen sind aufgrund der hohen Neuemissionvolumina im Zuge des Fiskalpakets im europäischen Vergleich eher weniger interessant, bleiben aber als Stabilitätsanker aus Diversifikationsgesichtspunkten unverzichtbar. Ob die relative Schwäche weitergeht und/oder die Ratingagenturen den AAA-Status Deutschlands perspektivisch infrage stellen werden, hängt neben dem tatsächlichen Reformwillen der Bundesregierung auch vom Erfolg der geplanten Investitionen und privaten Folgeinvestitionen ab. Im Aktienmarkt bieten sich weiterhin attraktive Chancen, insbesondere in Zukunftsbranchen, bei international aufgestellten Unternehmen und solchen, die direkt oder indirekt vom Fiskalpaket profitieren. ■

⁹⁾ Frei paraphrasiert aus dem Gedicht von Heinrich Heine (1843): *Nachtgedanken*.





Axel Drwenski
Head of Research
Transactions & Strategy – Real Assets

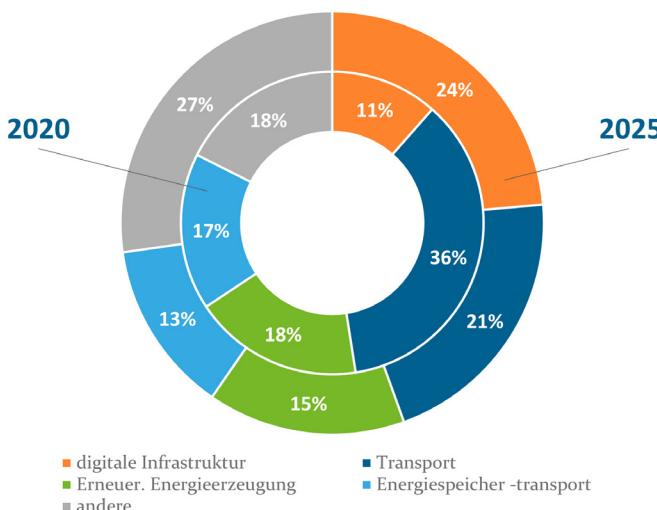
Datenzentren: Boom mit Risiken und Nebenwirkungen

Die Digitalisierung verändert Gesellschaft und Wirtschaft in rasantem Tempo – Rechenzentren stehen im Zentrum dieses Wandels. Ihre Anzahl, Größe und strategische Bedeutung nehmen weltweit kontinuierlich zu. Neue technologische Entwicklungen – allen voran der Durchbruch künstlicher Intelligenz – führen zu einer bisher nicht bekannten Nachfrage nach IT-Kapazitäten. Für Investoren weitet sich dadurch ein hochdynamisches Marktsegment mit erheblichem Renditepotenzial entlang der gesamten Wertschöpfungskette der Digitalisierung weiter aus.

Bereits über die letzten Jahre konnten wir ein zunehmendes Interesse an den für die Digitalisierung relevanten Assetklassen beobachten, das sich auch in einer deutlich Zunahme des Anteils am Transaktionsvolumen niederschlug (siehe Abbildung 1). Allerdings entstehen im Zuge dieses Booms auch neue Risiken und Herausforderungen – besonders angesichts der schnellen technologischen Entwicklung, Ressourcenknappheit und des steigenden öffentlichen Drucks in Richtung Nachhaltigkeit.

Rechenzentren sind weit mehr als nur Immobilien mit Strom- und Glasfaseranschluss. Sie sind eine Kombination aus Immobilie, Infrastruktur und Private Equity und stellen ein komplexes Investitionsobjekt mit hohen Anforderungen an Energieversorgung, Konnektivität, Technik und Sicherheit dar. Grob lässt sich festhalten, dass bei einem Investment der Anteil für Grundstück und Gebäude etwa ein Viertel beträgt. Der weitaus größere Anteil entfällt auf die technische Ausstattung, insbesondere auf Kühlung, Verkabelung, Stromversorgung und Notstrom sowie Racks. Racks sind standardisierte Gestelle, in denen Server und weitere IT-Komponenten, wie Netzwerkausrüstung, Speicherlösungen oder Stromverteilung, untergebracht werden. Die teuerste Komponente fehlt hierbei noch: die Informationstechnologie. Die Kosten für Chips und Speicherlösungen können das Vier- bis Sechsfache der Ausgaben für Gebäude und Grundausstattung erreichen.

Abbildung 1: Transaktionsvolumen nach Assetklassen 2020 vs. 2025



Quelle: Infralogic, November 2025

Je nach Ausstattungsniveau muss mit Investitionskosten von 7 bis 10 Mio. Euro pro Megawatt (MW) Leistung für ein „Shell & Core“-Rechenzentrum (Gebäude und Gebäudetechnik) bis zu 12 Mio. Euro pro MW für ein „Fully Fitted“-Rechenzentrum (betriebsbereite Ausstattung) gerechnet werden.

Es gibt eine ganze Reihe von Geschäftsmodellen für Betreiber von Rechenzentren. Zur Vereinfachung konzentrieren wir uns in diesem Artikel auf Hyperscaler und Co-Location-Rechenzentren. Während Hyperscaler meist große Betreiber und Eigentümer sind – allen voran die US-Technologiekonzerne Amazon, Google oder Microsoft – und regelmäßig Standorte mit einer Leistung von mehr als 100 MW betreiben, sind Co-Location-Rechenzentren mit bis zu 20 MW für mehrere, meist regionale Nutzer ausgelegt. Der Bau eines leistungsstarken Hyperscaler-Rechenzentrums mit einer Kapazität von 100 MW kann schnell zu Investitionssummen von einer Mrd. Euro führen.

Im vergangenen Jahrzehnt hat die Branche zahlreiche neue Wachstumspfade erschlossen. Vor allem Hyperscaler investieren verstärkt in den Aufbau riesiger Anlagen. Es entstehen nicht nur Einzelstandorte, sondern ganze Cluster und Rechenzentrum-Städte. Diese Entwicklung hat tiefgreifende Auswirkungen auf Immobilienmärkte, Energie- und Wasserversorgung sowie Flächenentwicklung. Besonders Nordamerika, Westeuropa und Ostasien treiben diesen globalen Trend voran. Mit Frankfurt, London, Amsterdam und Paris – den sogenannten FLAP-Märkten – als Zentren, entwickeln sich auch Skandinavien, Spanien und Osteuropa zu attraktiven Standorten. Nicht allein das Volumen, sondern auch die Art der Investitionen und die Rolle institutioneller Anleger ändern sich: Rechenzentren werden heute eher als Infrastruktur angesehen und weniger wie klassische Immobilien, wie dies noch vor wenigen Jahren der Fall war. Während Immobilieninvestoren traditionell auf Bodenwerte, Mieteinnahmen und Flächenentwicklung setzen, stehen bei Rechenzentren langfristig stabile, meist vertraglich gesicherte Cashflows im Vordergrund. Betreiber profitieren von mehrjährigen Verträgen mit IT-Unternehmen und Hyperscalern. Dennoch werden diese Vorteile zunehmend von Unsicherheiten relativiert, die typisch für diese Assetklasse sind.

Der Stromhunger und Ressourcenverbrauch setzen dem Wachstum Grenzen

Ein entscheidender Faktor für die Standortwahl, den Betrieb und die Bewertung von Rechenzentren bleibt die Energieversorgung.

^{v)} Zur engeren digitalen Infrastruktur zählen wir in diesem Zusammenhang neben Rechenzentren u. a. Glasfaser- und Breitbandkabelnetze, Unterseekabel und die kabellose Übertragung.



Der größte Anteil des Stromverbrauchs entfällt auf die Rechenleistung selbst, gefolgt von Speicher- und Netzwerktechnik sowie etwa einem Drittel auf Kühlung und allgemeine Stromversorgung. Rechenzentren zählen zu den stromintensivsten Infrastrukturprojekten. Die jährlichen Wachstumsraten des Verbrauchs sind enorm, in großen Anlagen übersteigt der Strombedarf heute bereits den gesamten Kleinstädte. Laut einer Analyse des Borderstep-Instituts im Auftrag des Bitkom entspricht der Strombedarf der Rechenzentren im Raum Frankfurt bereits dem von Hamburg – Tendenz steigend. Nach Prognosen des ICSC kann der Strombedarf für europäische Rechenzentren von 96 Terrawatt-Stunden (TWh) im Jahr 2024 auf 168 TWh im Jahr 2030 anwachsen – ein Plus von rund 75%. Weltweit wird mit einer Verdreifachung auf etwa 1.500 TWh gerechnet, was dem heutigen Bedarf Indiens entspräche (siehe Abbildung 2).²

Rechenzentren gehören sicherlich zu den größten Stromverbrauchern und würden bei einer rein fossilen Energieversorgung erhebliche Treibhausgasemissionen verursachen. Betreiber von Rechenzentren setzen daher auf erneuerbare Energien, um ihren CO₂-Ausstoß und die Energiekosten zu senken sowie regulatorische und kundenbezogene Anforderungen an Nachhaltigkeit zu erfüllen. Der Anteil erneuerbarer Energien an der Gesamtstromversorgung europäischer Rechenzentren ist mit 86% hoch und schwankt zwischen 36% in Polen und 100% in Griechenland und Finnland. In deutschen Rechenzentren beträgt der Anteil im Durchschnitt 89%.³

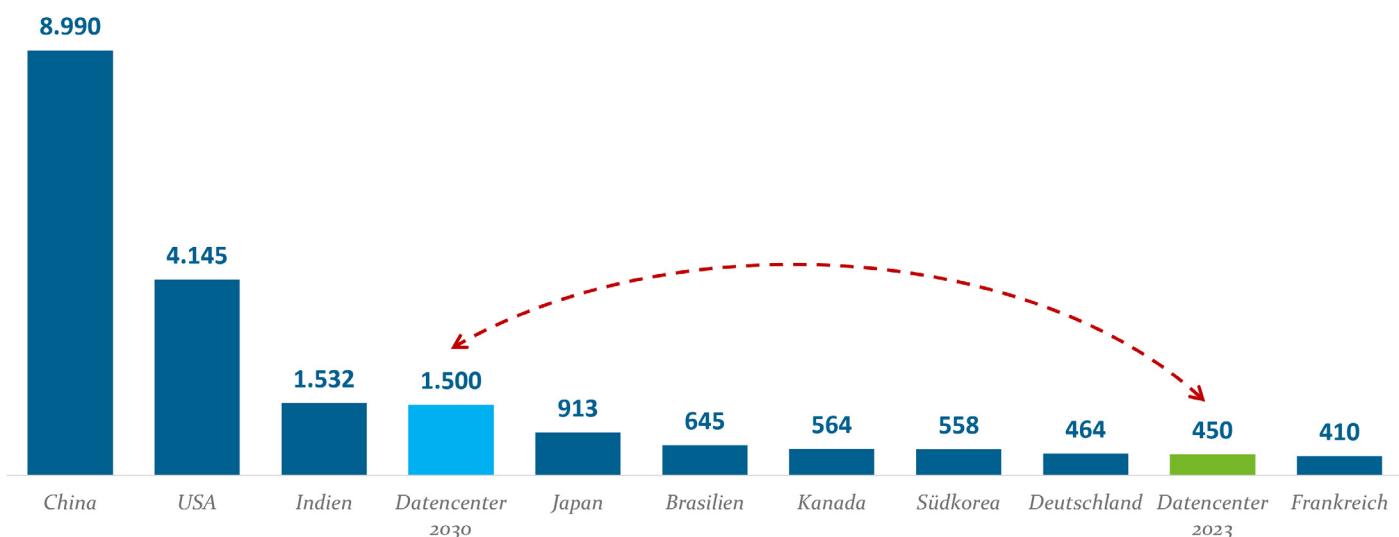
Bezüglich der Herkunft der genutzten erneuerbaren Energien stammt etwa zwei Drittel aus Herkunftsachweisen (GoO), knapp ein Drittel aus grünen Stromabnahmeverträgen (PPA) und nur ein sehr kleiner Anteil von weniger als einem Prozent aus Eigenerzeugung vor Ort. Guarantees of Origin (GoOs) und Power Purchase Agreements (PPAs) dienen beide dem Zugang zu erneuerbarer Energie, unterscheiden sich jedoch grundlegend: GoOs sind kurzfristig handelbare Nachweiszertifikate für die Herkunft von Strom, die unabhängig vom physischen Stromhandel erworben werden, während PPAs langfristige Lieferverträge (mindestens fünf Jahre) für physischen Strom darstellen. PPAs werden

häufig mit GoOs „gebündelt“, um sowohl physischen Strom als auch den Herkunftsachweis sicherzustellen – beispielsweise in Green PPAs für Wind- und Solarenergie. Rechenzentrumsbetreiber nutzen GoOs für eine einfache Deklaration („grüner“ Strom) mit geringem Aufwand, PPAs hingegen für stabile Kosten und Volumensicherheit bei hohem Verbrauch. GoOs allein reichen für Nachhaltigkeitsberichte, PPAs treiben jedoch den realen Ausbau erneuerbarer Kapazitäten voran und stellen für Investoren in erneuerbare Energien einen wichtigen Aspekt bei der Bewertung von Ankäufen bzw. Anlagen dar.

Eine hochwertige Netzanbindung, Energieversorgungssicherheit und gute Infrastruktur sind Grundvoraussetzungen für Betreiber. Geeignete Standorte werden jedoch zunehmend rar. In mehreren europäischen Ländern gibt es bereits Einschränkungen für Neubauten. So hat beispielsweise der irische Netzbetreiber EirGrid in Dublin aus Gründen der Versorgungssicherheit ein Moratorium für neue Rechenzentren verhängt – außerhalb Dublins werden Genehmigungen nur noch im Einzelfall und nach strengen Kriterien geprüft. Ähnliche Regelungen existieren in den Niederlanden und in Singapur.

Auch der Wasserverbrauch rückt zunehmend in den Fokus: Laut Studien der EU verbraucht ein großes Rechenzentrum durchschnittlich über 21.000 Kubikmeter Wasser pro Jahr. Hochgerechnet auf Tausende Standorte in Europa entspricht das mehreren Mrd. Kubikmetern jährlich – abhängig von Kühltechnologie und Klima. Der Wasserbedarf konzentriert sich meist auf wenige Clusterregionen und wird dort zu einem entscheidenden Umwelt- und ESG-Faktor. ESG-Kriterien gewinnen für institutionelle Investoren weiter an Relevanz. Sie helfen nicht nur, Risiken zu minimieren, sondern sichern auch langfristig stabile Renditen. Investoren legen Wert darauf, dass der hohe Stromverbrauch von Rechenzentren durch erneuerbare Energien gedeckt und effiziente Kühlungstechnologien genutzt werden. Da insbesondere der Wasserverbrauch für die Kühlung Risiken birgt, werden Projekte mit Wasserrückgewinnung und Trockenkühlung bevorzugt. Auch technische Innovationen spielen eine zunehmende Rolle – moderne Kühlssysteme

Abbildung 2: Stromverbrauch nach Ländern und für Datencenter in 2024 (in TWh)



Quelle: IMF (Strombedarf Datencenter), Stand: April 2025 & Enerdata (Stromverbrauch der Länder), Stand: Dezember 2024

² ZIMF BLOG (2025): AI Needs More Abundant Power Supplies to Keep Driving Economic Growth, abrufbar unter: <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2025/05/13/ai-needs-more-abundant-power-supplies-to-keep-driving-economic-growth>, 13.05.2025.



Datenzentren: Boom mit Risiken und Nebenwirkungen

führen beispielsweise Wärme gezielt ab, anstatt ganze Räume zu kühlen. Besonders interessant sind Projekte, bei denen die Abwärme von Rechenzentren etwa zum Heizen von Wohnungen oder Gewächshäusern eingesetzt wird. Allerdings sind diese Projekte selten und stellen eine Nische in der Nische dar. Zudem setzen verantwortungsvolle Anleger auf Transparenz in der gesamten Wertschöpfungskette, um Greenwashing zu vermeiden.

Langfristige Investitionen in einem sich schnell wandelnden Umfeld

Ein signifikantes Risiko entsteht durch die Komplexität und das hohe Innovationstempo der verbauten Informationstechnik, was für institutionelle Infrastruktur-Investoren oft schwer einzuschätzen ist. Während herkömmliche Server meist über fünf bis sieben Jahre genutzt werden, kommen inzwischen vermehrt hochspezialisierte Chips, z.B. für Künstliche Intelligenz, zum Einsatz, die einen deutlich kürzeren Lebenszyklus aufweisen und oft bereits nach drei bis vier Jahren abgeschrieben werden müssen. Fachleute schätzen, dass beispielsweise die neuesten Nvidia-Chips jährlich einen Wertverlust von drei bis fünf Mrd. US-Dollar verursachen.⁴ Das bedeutet, diese teure Hardware muss möglichst intensiv genutzt werden, um wirtschaftlich rentabel zu sein. Hier kommt noch das Risiko hinzu, dass bei einem Stillstand, etwa wegen Stromknappheit oder fehlender Software-Nachfrage, erhebliche Verluste entstehen können. Das hohe Tempo des Wertverfalls ist eine Herausforderung und unterscheidet Rechenzentren von klassischen Geschäftsmodellen. Eine frühzeitige Anpassung an künftige technologische Entwicklungen ist deshalb erfolgskritisch.

Der regulatorische Rahmen wird enger

Auch der regulatorische Rahmen verändert sich fortlaufend. Die EU verschärft Schritt für Schritt die Vorgaben bezüglich Energieeffizienz, Berichterstattung und Betrieb von Rechenzentren.

Die EU-Kommission hat Ende 2023 eine Verordnung zur Energieeffizienz von Rechenzentren vorgestellt, die ein gemeinsames EU-weites Bewertungssystem für Nachhaltigkeit einführt. Betrei-

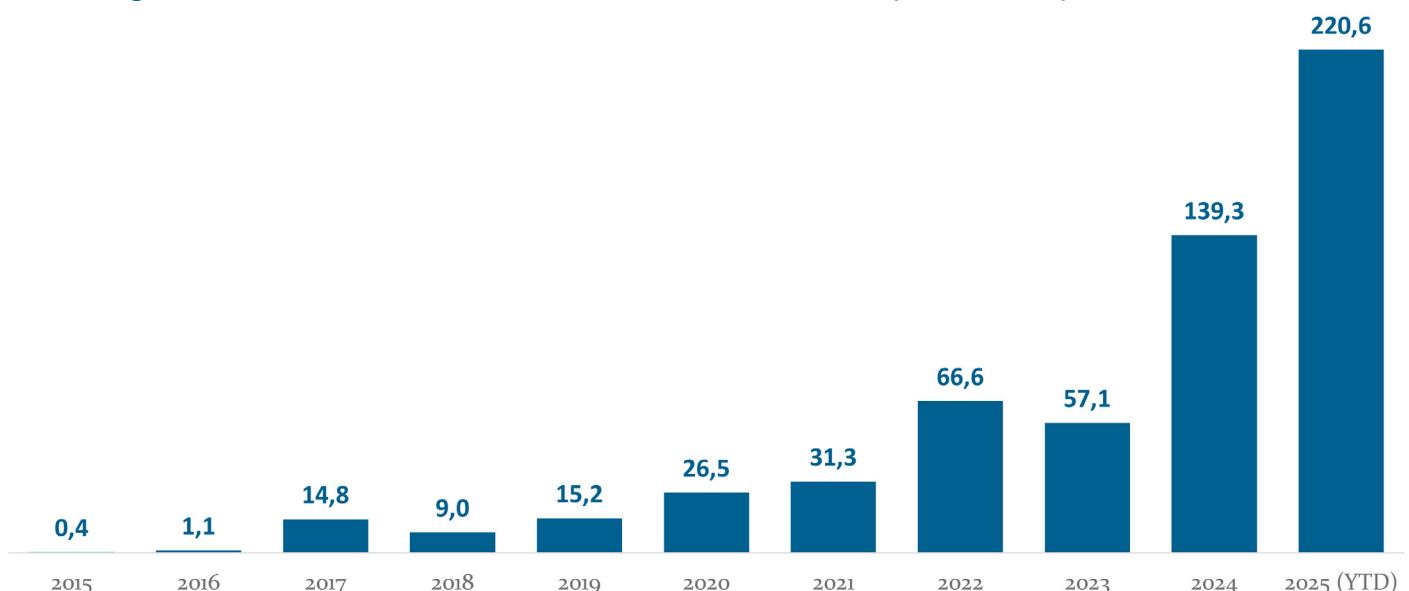
ber von Rechenzentren mit mehr als 0,5 MW Leistung müssen künftig umfassende Daten zu Energieverbrauch, Abwärmenutzung und Gebäudeinfrastruktur melden. Ziel ist es, die Effizienz zu steigern und eine Klimaneutralität bis 2030 zu erreichen. Parallel verpflichtet das deutsche Energieeffizienzgesetz ab 2024 Rechenzentren, erneuerbare Energien zu nutzen. Der Wasserverbrauch wird ebenfalls regulatorisch stärker beachtet, da Kühlung und Wassereinsatz Umweltbelastungen verursachen. Insgesamt führen diese Anpassungen zu umfassender Berichterstattung, strengerem Umweltauflagen und notwendigen technischen Maßnahmen zur Einsparung von Strom und Wasser – begleitend zum Ausbau erneuerbarer Energien für Versorgungssicherheit in Europa. In Asien setzen Initiativen, wie die Green Data Centre Roadmap in Singapur oder Chinas „East-to-West Computing Initiative“, ebenfalls verstärkt auf erneuerbare Energien in Bezug auf die Stromversorgung und -speicherung. In den USA, den mit Abstand größten Markt für Rechenzentren, ist hingegen derzeit eine Lockerung der ESG-Anforderungen zu beobachten. Eine präzise Analyse der jeweiligen gesetzlichen Rahmenbedingungen ist für Investoren daher essenziell.

Investitionen in Rechenzentren: Wo Chance und Risiko eng beieinander liegen

Trotz aller Herausforderungen bleibt der Reiz dieser Assetklasse groß. Die Ertragsströme gelten als stabil, konjunkturunabhängig und langfristig, da häufig über Jahre Verträge mit Großkunden oder Konsortien bestehen. Die Stabilität dieser Ertragsströme lässt sich auch durch die Zahlen aus den eigenen Portfolios bestätigen. Das Angebot an Rechenzentren ist begrenzt, die Nachfrage wächst jedoch stetig. Das Branchenwachstum erfolgt nicht nur durch Neubauten, sondern verstärkt auch durch Konsolidierung und strategische Partnerschaften, wie Joint Ventures von Hyper-scalern mit Infrastruktur-Investoren. Viele Übernahmen erfolgen über komplexe Beteiligungsstrukturen (Share Deals).

Um diesen komplexen Markt erfolgreich zu adressieren, ist die Zusammenarbeit mit erfahrenen Partnern aus unserer Sicht unerlässlich.

Abbildung 3: Weltweites Transaktionsvolumen der Rechenzentren (in Mrd. USD)



Quelle: Infracologic, November 2025

⁴ KUNZ, CHRISTIAN (2025): Platzt die KI-Blase? Pro und Contra, abrufbar unter <https://www.hardwarewaltung.com/platzt-die-ki-blase-pro-und-contra>, 20.11.2025.



Wer Veränderungen und Innovationen flexibel begegnet und bereit ist, klassische Denkmuster zu überdenken, kann von den Chancen in diesem komplexen und global wachstumsstarken Markt profitieren. Derzeit werden im Markt Angebote für Rechenzentren mit Renditen von rund 10% (vollvermietet

und laufender Betrieb) bis zu 20% (Co-Location, Greenfield) kommuniziert. Für gut vorbereitete Investoren mit entsprechendem Know-how oder starken Partnern eröffnen sich attraktive Ertragschancen.

Fazit

Der Boom bei Rechenzentren hat gerade erst begonnen, auch wenn die Transaktionsvolumina sich in diesem Jahr gegenüber 2024 nahezu verdoppelt haben. Schon jetzt zeigt sich: In kaum einer Branche liegen Chancen und Risiken so eng beieinander. Wer die Dynamik versteht und Risiken aktiv steuert, kann sich eine starke Position in der digitalen Infrastruktur der Zukunft sichern. Und auch wer sich nicht direkt engagieren möchte, hat durch Investitionen in Stromerzeugung und -verteilung oder in Kommunikationsinfrastruktur (Kabelnetze, Mobilfunk etc.) die Möglichkeit, am Boom teilzuhaben. ■



Ein guter Digestif ist das i-Tüpfelchen eines Menüs – er verführt mit edlen Aromen und sorgt für einen stilvollen Abschluss.



Ihre Ansprechpartner. Wir sind gerne für Sie da.

Olaf Tecklenburg



Mitglied der
Geschäftsführung

 Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de
 (+49) 69/29970-189

**Dr. Jens Bies,
CIIA, CFDS, CEIM**



Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch &
Asset Management RentenFX

 Jens.Bies@helaba-invest.de
 (+49) 69/29970-386

Copyright © 2025 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Dieses Dokument bildet insbesondere keine Offerte zum Kauf von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kaufauftrag entgegengenommen werden. Ferner stellen die in diesem Dokument gemachten Angaben keine Anlageberatung dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen.

Die Vervielfältigung, Weitergabe oder Veröffentlichung der Unterlage oder auch nur in Teilen ist ohne ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Helaba Invest nicht gestattet. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklären Sie sich mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.





Das Triple der institutionellen Kapitalanlage.

Als Full-Service-Manager und starker Partner an Ihrer Seite unterstützen wir Sie mit unserem Wissen entlang der gesamten Wertschöpfungskette: vom Asset Management über Alternative Investments bis zum Asset Servicing Ihrer gesamten Kapitalanlagen.

Nutzen Sie unser Wissen, um Ihre Ziele zu erreichen.

helaba-invest.de

Helaba Invest
Wissen entscheidet.