

1 Der Markt

1.1 Rückblick

KI, Konjunktur und geopolitische Einflüsse prägen Performance

Im vierten Quartal legten die globalen Aktienmärkte weiter zu. Die Performance blieb allerdings hinter der in den ersten Quartalen des Jahres zurück. Grund war eine zunehmende Besorgnis hinsichtlich der Nachhaltigkeit des KI-Booms, die phasenweise vor allem die Technologiewerte als die bislang wichtigsten Treiber der Marktentwicklung belastete. Mit positiven Quartalsdaten von Nvidia beruhigte sich die Lage wieder. Angesichts sehr hoher Erwartungen an die durch KI erzielbaren Produktivitätsgewinne könnte das vierte Quartal 2025 aber ein Signal dafür gewesen sein, dass das Aufwärtspotenzial für Technologiewerte zunehmend ausgereizt ist. Die anhaltend robuste US-Konjunktur, wie sie sich erneut in starken Daten für die BIP-Entwicklung im dritten Quartal manifestierte, dürfte dagegen vorerst als Positivfaktor bestehen bleiben. Im vierten Quartal ist wegen des mehr als einen Monat andauernden Government Shutdowns zwar mit einer Wachstumsdelle zu rechnen, fiskalpolitische Impulse und weiterhin hohe KI-Investitionen dürften aber das Wachstum der US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2026 antreiben.

Japanische Aktien profitierten von der Ankündigung neuer fiskalpolitischer Stimuli, während chinesische Aktien infolge der anhaltenden wirtschaftlichen Schwäche des Landes spürbar korrigierten. Insgesamt waren die Aktien Japans und der Schwellenländer die Gewinner des Jahres 2025, während alle anderen großen Märkte dicht beieinander lagen. Die positive Aktienmarktentwicklung im Euroraum wurde allerdings in erster Linie im ersten Quartal erzielt – im weiteren Jahresverlauf machte sich Ernüchterung über ausbleibende Strukturreformen und tendenziell fortschreitende Nachteile europäischer Unternehmen im globalen Wettbewerb breit.

An den Rentenmärkten gab es insgesamt wenig Bewegung. In den USA gleichen sich die gegenläufigen Effekte relativ schwacher US-Arbeitsmarktdaten einerseits und der anhaltend hohen Verschuldung andererseits weitgehend aus. In Europa stiegen die Langfristzinsen im vierten Quartal um etwa 20 Basispunkte an, was vor allem die Sorgen vor der hohen Verschuldung vieler Euro-Länder und ungelöste Strukturprobleme widerspiegelte. Das absehbar sehr hohe Emissionsvolumen Deutschlands zur Finanzierung der angestrebten Infrastruktur- und Verteidigungsinvestitionen belastet die Märkte zusätzlich. Auf relativ hohem Niveau stabil blieben dagegen die Spreads für französische Staatsanleihen: Trotz der ungelösten Haushaltskrise sehen die Marktteilnehmer dies weiterhin als spezifisch französisches Problem an, was sich freilich im Jahr 2026 ändern könnte, sollte die Verabschiedung eines Haushalts weiterhin scheitern und es schließlich zu Neuwahlen zur Nationalversammlung kommen.

Der Goldpreis legte im vierten Quartal nochmals um mehr als 10% zu und verzeichnete 2025 insgesamt einen Anstieg um mehr als 60% (in USD). Die Ankündigung einer höheren Ölförderung durch Saudi-Arabien bei einer gleichzeitig fortgesetzten Nachfrageschwäche (vor allem infolge der schwachen Konjunktur in China) setzte der Ölpreis weiter unter Druck, der knapp 7% und im Jahr 2025 insgesamt um mehr als 18% nachgab.

Der Wechselkurs des USD zum Euro blieb im vierten Quartal stabil. Die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte zeigt, dass der von uns erwartete generelle Abwertungstrend des Dollar nicht linear, sondern eher in Schüben verläuft. Aktuell wird der Dollar durch mögliche Zweifel an weiteren Zinssenkungen der Fed gestützt, was sich auch im Jahr 2026 zunächst fortsetzen könnte. Der grundsätzliche Vertrauensverlust in die Berechenbarkeit und Zuverlässigkeit US-amerikanischer Politik dürfte allerdings anhalten. Insbesondere die Aushöhlung der Unabhängigkeit der Fed und zunehmende Tendenzen zu einer autokratischen Herrschaft könnten neue Abwertungsschübe des US-Dollar auslösen, auch wenn der US-Dollar bis auf weiteres seine dominante Stellung im globalen Finanzgefüge verteidigen

dürfte. Investoren mit einem global diversifizierten Portfolio müssen sich darauf einstellen, dass vom US-Dollar negative Performanceeffekte auf das Portfolio ausgehen.

1.2 Ausblick

Positive Konjunktur trifft auf Bewertungs- und Inflationsrisiken

Für das erste Halbjahr 2026 ist aufgrund der expansiven Fiskalpolitik in den USA – vor allem in Form von erhöhten Steuerrückerstattungen – mit einer anhaltend robusten Konjunktur zu rechnen. Auch die 2025 bereits erfolgten Zinssenkungen der Fed dürften einen stimulierenden Effekt auf die US-Wirtschaft ausüben. Dies gilt auch für den Bilanzabbau, den die Fed im Dezember gestoppt hat. Aus dieser Perspektive bleibt eine gute Börsenentwicklung in den nächsten Monaten plausibel. Trotz des insgesamt positiven Bildes gibt es mittelfristig auch wichtige Risikofaktoren zu beachten. Hierbei steht vor allem die Inflationsentwicklung im Mittelpunkt. Die letzten Inflationsdaten waren teilweise noch durch den Government Shutdown verzerrt, weil manche Preise geschätzt werden mussten. Möglicherweise könnte die nächste Veröffentlichung also ein anderes Bild von der Preisentwicklung in den USA zeichnen. Aufgrund der expansiven Fiskalpolitik und der Zinssenkungen der Fed ist ein Inflationsanstieg weiterhin plausibel. Ab Mitte Januar rückt zudem die Berichtssaison in den Vordergrund. Neben der Frage, ob die Unternehmen die Erwartungen an das Gewinnwachstum erfüllen können, stehen auch die Investitionsausgaben der großen Technologiefirmen im Bereich KI im Fokus. Sollten einige der Unternehmen möglicherweise ihre Investitionen reduzieren oder weniger erhöhen als erwartet, könnte dies die Sorgen um den Technologiesektor wieder befeuern, was angesichts des hohen Bewertungsniveaus die Märkte belasten könnte.

Der längerfristige Ausblick wird primär durch den Inflationsausblick und durch den KI-Boom determiniert. Die Konjunktur in den USA hat sich, auch dank der hohen KI-Investitionen, als überraschend robust erwiesen. Sollte sich diese Dynamik fortsetzen, ohne dass die Inflation deutlich ansteigt, ist eine weiterhin positive Entwicklung an den globalen Aktienmärkten auch 2026 ein wahrscheinliches Szenario. Dennoch darf das Risiko, das durch die hohen KI-Investitionen entsteht, nicht übersehen werden. Sollte die Profitabilität der KI-Anwendungen letztendlich die hohen Erwartungen der Investoren enttäuschen, dann würde aufgrund der angespannten Bewertungen vor allem an den US-Aktienmärkten ein signifikantes Abwärtspotenzial bestehen. Für Europa bleiben die erhöhten Staatsausgaben v.a. in Deutschland ein wichtiger Faktor, wobei nach wie vor klare Impulse für Strukturreformen fehlen. Positiv ist, dass die Bewertungen an den Aktienmärkten in Europa deutlich geringer sind als in den USA. Zuletzt ist langfristig auch die Thematik der globalen Staatsschulden entscheidend. Durch die ungünstige Demografie, die perspektivisch steigenden Militärausgaben sowie den Kampf gegen den Klimawandel könnten fiskalische Exzesse zu einer neuen Normalität werden, was die Märkte für Staatsanleihen nachhaltig belasten könnte.

1.3 Depotbericht

Wachstum im vierten Quartal 2025

Im vierten Quartal 2025 haben sich die vier Portfolios trotz bewegter Kapitalmärkte allesamt positiv entwickelt. Während das Portfolio Sicherheit im vierten Quartal einen Wertgewinn von 0,60% erzielte, erhöhte sich der Wert des Portfolios Stabilität um 1,14%. Das Portfolio Wachstum erzielte eine Performance von 2,04% und das Portfolio Chance von 2,87%.

Nach mehreren Quartalen der Stetigkeit hatten wir zur Jahresmitte 2024 größere Umschichtung vorgenommen. Allerdings waren dabei weniger die Themen auf der obersten Ebene der Allokation der Anlageklassen entscheidend. Vielmehr haben wir bei der Selektion der Zielfonds sowie der Allokation bestimmter Themen und Subsegmente einige Änderungen vorgenommen. Diese Umschichtung hat seine Wirkung im Jahr 2025 sehr gut entfalten können.

Zur Erinnerung: Auf der Aktienseite hatten wir dabei den Robeco BP Global Premium Equities D EUR und den Schroder International Selection Fund Emerging Markets Equity Alpha Accumulation USD aufgenommen. Die Quote japanischer Aktieninvestments wurde zudem erhöht. Dafür wurden die Themen Smart Energy und Medtech reduziert.

Auch auf der Rentenseite kam es damals zu einigen Umschichtungen. Hier wurden der T. Rowe Price Funds SICAV - Euro Corporate Bond Fund EUR und der Fidelity Funds - Euro Bond Fund EUR neu ins Portfolio aufgenommen. Reduziert wurden die kürzeren Laufzeiten, d.h. die Investments im DWS Deutsche Floating Rate Notes und im BRGF Euro Short Duration.

Letztendlich war es im vierten Quartal so, dass BRGF-Fixed Income Strategies A2 mit 0,85% Performance zu den besseren Zielfonds gehörte, während der CT (Lux)-Credit Opportunities 1E Eur Acc mit -0,18% eher schwächer lief.

Auf der Aktienseite verlief das vierte Quartal insgesamt sehr erfreulich. Die Performance wurde insbesondere durch den M&G (Lux) European Strategic Value A Acc mit einem Zuwachs von rund 8,27 % sowie den RobecoSAM Smart Energy D mit 8,14 % maßgeblich getragen. Der Ninety One GSF All China Equity Fund stellte hingegen eine negative Überraschung dar und verzeichnete einen Rückgang von -2,33 %, nachdem er im Vorquartal noch zu den stärksten Performancetreibern gezählt hatte.

Alle Portfolios waren im Berichtszeitraum breit und ausgewogen diversifiziert und setzten auf verschiedene Anlageklassen und Investment-Strategien. Durch die aktive Gewichtung risikotragender Investments können die vier Portfolios künftig weiterhin deutlich von steigenden Kursen profitieren und durch die Streuung über verschiedene Anlageklassen sowie der Beimischung marktneutraler Strategien stabilisiert werden.