

Frühjahrsprognose

Chancen nutzen - Resilienz leben

Ein ungewisser Rahmen

Wohlwissend, dass die Iran-Krise weiter anhält und damit die Prognosesicht extrem einschränkt, ist bereits heute erkennbar, dass sich das konjunkturelle Bild im Vergleich zu unserem Jahresausblick spürbar verschlechtert hat. Neben den direkten Effekten wie gestiegene Energiepreise, Lieferkettenstörungen und daraus resultierende angezogene Inflationsraten wird vor allem die erhöhte Unsicherheit das Wirtschaftswachstum im Jahr 2026 belasten. Umso erstaunlicher, dass trotz der aufziehenden schwarzen Wolken an den Aktienmärkten bislang weiterhin Mikro vor Makro gilt und sich der Unternehmenssektor als wenig verwundbar gezeigt hat. Wir gehen davon aus, dass die Dauer und die Intensität des Iran-Konfliktes für die weitere Entwicklung entscheidend sein werden.

Konjunktur

Zu Jahresbeginn deuteten die Zeichen für die **deutsche Konjunktur** noch auf eine spürbare Erholung hin - insbesondere getragen vom Fiskalpaket. Bereits vor Ausbruch des Iran-Konflikts im März hatte die Wirtschaft jedoch Schwierigkeiten, an Fahrt zu gewinnen. So gab die Industrieproduktion im Januar nach und auch der Bau-sektor zeigte weiterhin deutliche Schwächen. Die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe sanken im Januar um 11 Prozent, erholten sich jedoch im Februar wieder leicht. Positiv hervorzuheben sind die Einzelhandelsdaten sowie der unerwartet kräftige Anstieg der Exporte im Februar. Insgesamt muss also konstatiert werden, dass die deutsche Wirtschaft nicht vor Stärke strotzend in den Iran-Konflikt gestartet ist. Dieser dürfte die bestehenden strukturellen Herausforderungen in Deutschlands exportorientierter Industriewirtschaft noch weiter verschärfen. Wenig überraschend gaben die Stimmungskennzahlen zuletzt deutlich nach.

ZEW Indikator



So stürzte der ZEW-Index für Konjunkturerwartungen im März um rund 58 Punkte und im April um weitere 17 Punkte ab und erreichte damit den niedrigsten Stand seit Dezember 2022. Der ifo Geschäftsklimaindex startete mit 87,6 Punkten schwächer als erwartet ins Jahr 2026, erholte sich im Februar jedoch deutlich und erreichte mit 88,6 Punkten den höchsten Stand seit August 2025. Der Iran-Konflikt versetzte auch dem ifo Geschäftsklimaindex einen erheblichen Schlag, so dass dieser sowohl im März als auch im April deutlich nachgab und den niedrigsten Stand seit der Corona-Pandemie erreichte. Insgesamt deuteten die jüngsten Stimmungskennzahlen darauf hin, dass der aufkeimende konjunkturelle Optimismus durch die negativen Folgen des Iran-Konflikts in weiten Teilen zum Erliegen gekommen ist.

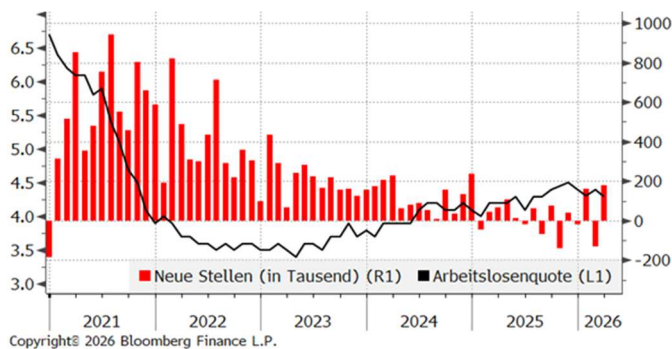
Eine besonders auffällige Entwicklung seit dem Ausbruch des Iran-Konflikts war bei den Einkaufsmanagerindizes (PMIs) zu beobachten. Während die PMIs für das verarbeitende Gewerbe in Deutschland, den USA und dem Euroraum stiegen, fielen die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor in den entsprechenden Regionen deutlich. Das verarbeitende Gewerbe profitierte von vorsorglichem Lageraufbau und Vorabkäufen. Ohne einen vergleichbaren kompensierenden Effekt im Dienstleistungssektor führten höhere Kosten und große Unsicherheit zu einem deutlichen Nachfragerückgang. Die aus den beiden jeweiligen Subindizes zusammengesetzten Composite-Barometer gaben durchweg nach. Insgesamt hielten sich die PMIs im März jedoch sowohl in Deutschland als auch im Euroraum noch oberhalb der Wachstumsschwelle. Für den Monat April brachen die Einkaufsmanagerindizes im Euroraum, vor allem aber in Deutschland, stärker ein und befinden sich nun im Kontraktionsbereich. Da die Anstiege im verarbeitenden Gewerbe vorwiegend auf Vorzieheffekten (Lageraufbau und vorgezogene Aufträge) beruhen, besteht eine erhöhte Gefahr, dass es in den kommenden Monaten zu einer Gegenbewegung kommen könnte.

Insgesamt hat sich die konjunkturelle Ausgangssituation im **Euro-raum** genauso verschlechtert wie in Deutschland. Die anderen Länder der Währungsunion stehen vor ähnlichen Problemen wie Deutschland. Erhoffte positive Ausstrahleffekte des deutschen Fiskalpakets auf den Euroraum dürften angesichts der verschlechterten konjunkturellen Lage in Deutschland deutlich geringer ausfallen oder vollständig ausbleiben.

Als Ölexporteur hat die **US-Wirtschaft** eine geringere ökonomische Exposition zum Iran-Konflikt als der Euroraum. Allerdings werden

die Ölpreise auf dem Weltmarkt bestimmt, sodass auch die US-Verbraucher die höheren Preise zahlen müssen. Da private Konsumausgaben rund zwei Drittel der gesamten Wirtschaftsleistung ausmachen, kommt dem Verhalten der Konsumenten eine entscheidende Rolle für das Wirtschaftswachstum zu. Für den Monat März zeichneten die beiden wichtigsten Frühindikatoren zur US-Verbraucherstimmung - der Conference Board Index und der University of Michigan Index - ein divergentes Bild. Das vom Forschungsinstitut Conference Board erhobene Verbrauchervertrauen zeigte trotz des Iran-Konflikts einen unerwarteten Anstieg und spiegelte ein Bild resilienter US-Konsumenten wider. Der Index der Universität Michigan gab jedoch deutlich nach. Diese abweichende Entwicklung ist vornehmlich auf eine unterschiedliche Gewichtung und Ausrichtung zurückzuführen. Während der Conference Board Index üblicherweise stärker auf Entwicklungen am Arbeitsmarkt reagiert, ist der Index der Universität Michigan abhängiger von Energie- und Lebensmittelpreisen. Im April brach letzterer weiter ein und erreichte den niedrigsten Wert seit der Erhebung. In den vergangenen Jahren haben sich die US-Konsumenten jedoch deutlich anders verhalten, als dies die Stimmungsindikatoren suggerierten, sodass die Aussagekraft der Umfragen mit Blick nach vorne uneindeutig bleibt.

US-Arbeitsmarkt



Die Dynamik am US-Arbeitsmarkt im bisherigen Jahresverlauf deutet weiter auf einen strukturellen Wandel hin: Es gibt wenige Neueinstellungen, aber auch wenige Entlassungen („low-hire, low-fire“). Im ersten Quartal kam es zu einem moderaten Beschäftigungswachstum. Dabei unterlag der Stellenaufbau aufgrund verschiedener Faktoren (insbesondere Streiks und schlechtes Wetter) einer extremen Schwankung. Die Arbeitslosenquote blieb stabil, während die Erwerbsbeteiligung rückläufig war und der Lohndruck nachließ. Die US-Notenbank (Fed), deren Doppelmandat sowohl Preisniveaustabilität als auch Vollbeschäftigung umfasst, kann sich daher mit Blick auf den insgesamt stabilen Arbeitsmarkt etwas stärker auf den ersten Teil ihres Mandats fokussieren.

Mit einem Wachstum von 5 Prozent im ersten Quartal übertraf das chinesische BIP die Markterwartung um 0,2 Prozentpunkte. Diese Wirtschaftsleistung wurde insbesondere durch starke Exporte und Investitionen angetrieben. Die Kreditdaten blieben jedoch durchweg hinter den Prognosen zurück, was die anhaltende Schwäche der Binnen- und Kreditnachfrage verdeutlicht. Die chinesischen Handelsdaten zeigten erste Auswirkungen der Störungen durch

den Iran-Konflikt. Insgesamt hat sich die konjunkturelle Ausgangslage auch in China merklich abgekühlt.

Angesichts der deutlichen Verschlechterung des konjunkturellen Ausblicks haben wir unsere Wachstumsprognosen für das Jahr 2026 angepasst. Für den Euroraum und Deutschland haben wir sie von jeweils einem Prozent auf 0,6 Prozent herabgesetzt. Die leichte Expansion in Deutschland sehen wir dabei nach wie vor vornehmlich durch das Fiskalpaket getragen. Die Steigerungsrate für das US-BIP haben wir mit 1,5 Prozent auf dem Niveau unserer relativ konservativen Erwartung zum Jahresstart belassen. Die sich aus dem Iran-Konflikt ergebenden schlechteren Wachstumsaussichten wurden durch optimistischere Konjunkturdaten im ersten Quartal relativiert. KI-Investitionen und Energieexporte dürften weiterhin expansiv wirken. Für das Wachstum entscheidend wird insbesondere auch das Verhalten der US-Konsumenten sein.

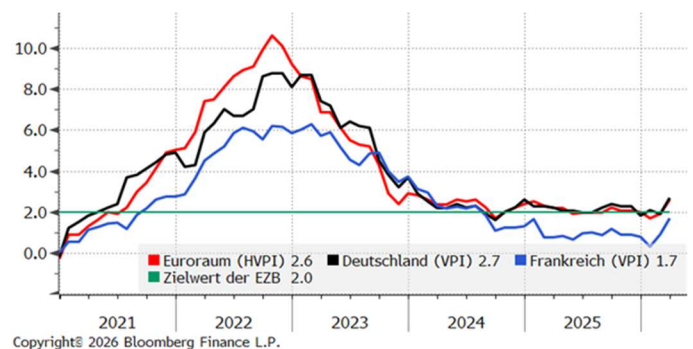
Abschließend ist festzustellen, dass eine zentrale Beobachtung aus unserem Jahresausblick weiterhin Gültigkeit besitzt: Mikro schlägt Makro. Denn trotz des dramatischen Einbruchs der globalen Wirtschaftsdaten und der steigenden Energiepreise bleiben die Finanzmärkte von den konjunkturellen Entwicklungen weitestgehend unbeeindruckt.

Inflation und Notenbanken

Nicht nur bei der Konjunktur, sondern auch bei den Themen Inflation und Notenbanken hat sich die Ausgangslage durch den Iran-Konflikt drastisch geändert. Da die Energiepreise ein direkter Bestandteil des zur Berechnung der Inflationsraten zugrunde liegenden Warenkorbs sind, ist es im März auf globaler Ebene zu einem deutlichen Anstieg der Teuerung gekommen.

Aufgrund der angezogenen Energiepreise sind die Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum im März wie erwartet deutlich angestiegen. Ersten vorläufigen Schätzungen zufolge lag die jährliche Inflationsrate in Deutschland im März bei 2,7 Prozent und damit 0,8 Prozentpunkte höher als im Februar. Gegenüber dem Vorjahresmonat stiegen die Energiepreise um 7,2 Prozent. Die Kerninflationsrate, die ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Lebensmittel berechnet wird, verharrte im März mit 2,5 Prozent auf dem gleichen Stand wie in den Monaten Januar und Februar dieses Jahres.

Euroraum Inflationsraten



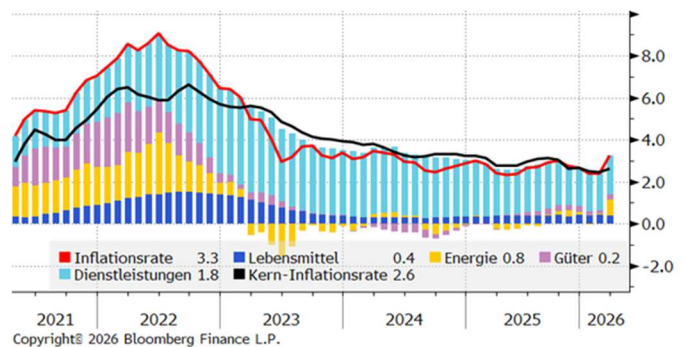
Während sich die Inflationsrate im Euroraum in den vergangenen Monaten weiterhin stabil um das von Zentralbanken üblicherweise verfolgte mittelfristige Inflationsziel von zwei Prozent bewegte, schnellte die jährliche Inflationsrate von 1,9 Prozent im Februar auf 2,6 Prozent im März hoch. Wenig überraschend zogen die am Markt gehandelten kürzerfristigen Inflationserwartungen seit Beginn der Angriffe auf den Iran stark an. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind jedoch nach wie vor nahe der 2-Prozent-Marke verankert. Dies dürfte die EZB zuversichtlich stimmen, denn Notenbanken orientieren sich bei der Ausrichtung ihrer Geldpolitik üblicherweise stark an den mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen.

Energiepreis-Schocks sind für Zentralbanken in der Regel äußerst ungünstig. Sie können weder Öl „drücken“ noch auf eine eigene strategische Ölreserve zurückgreifen, mit der sie direkt auf das Angebot Einfluss nehmen könnten. Überspitzt gesagt, bleibt den Zentralbanken bei der Bekämpfung von durch Energiepreise ausgelöster Inflation nur die Option, die Zinsen erheblich zu erhöhen, um die Konjunktur abzuwürgen und den (nachfrageseitigen) Inflationsdruck zu mildern. Gemäß Lehrbuch ist die beste Reaktion einer Zentralbank auf einen kurzfristigen Energiepreisanstieg, der relativ zeitnah in Form von fallenden Preisen wieder abklingt, zunächst nichts zu unternehmen und abzuwarten. Denn die Zinspolitik wirkt in der Regel erst zeitlich verzögert auf Inflationsraten, sodass die Episode höherer Energiepreis-Inflation schon abgeklungen sein kann, bevor die dämpfende Wirkung der Leitzinserhöhung wirksam wird. In der Praxis lässt sich jedoch nicht mit Gewissheit sagen, mit welcher Geschwindigkeit und in welchem Ausmaß sich die Öl- und Gaspreise verändern werden. Mit zunehmender Dauer der Energiepreisanstiege nimmt die Gefahr von sogenannten „Zweitrundeneffekten“ zu, die sich aus den reinen Preiserhöhungen ergeben und sich in einer Vielzahl von Ausprägungen zeigen können. Hervorzuheben sind hier insbesondere die Forderung nach höheren Löhnen (Lohn-Preis-Spirale) sowie das Weiterreichen von gestiegenen Kosten (z. B. für Energie und Transport) entlang der nachgelagerten Wertschöpfungskette.

Mit Blick auf das weitere geldpolitische Vorgehen der EZB erwarten wir gegenwärtig, dass die Notenbank an ihrem datengetriebenen Entscheidungsprozess festhalten wird. Dies gilt insbesondere, da die Dauer des Konflikts nach wie vor unbekannt ist, die längerfristigen Inflationserwartungen verankert sind und starke Ölpreisanstiege vornehmlich bei Terminkontrakten mit kürzeren Auslieferungszeitpunkten zu beobachten sind. Hinzu kommt, dass der Iran-Konflikt die ohnehin niedrigen Wachstumserwartungen für den Euroraum zusätzlich belastet hat. Die Hürde für Leitzinserhöhungen scheint uns derzeit hoch. Doch nachdem die EZB nach den Inflationsanstiegen infolge des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine gut ein Jahr gewartet hatte, bevor sie ihre Zinsen erhöhte, lastet durchaus ein hoher politischer Druck auf den europäischen Währungshütern. Daher könnte die „Schmerzgrenze“ der EZB mit Blick auf kommende Preisanstiege geringer sein als ökonomisch gerechtfertigt. **Entgegen der Markterwartung** gehen wir aktuell von keiner Leitzinserhöhung der EZB aus. Sollte sich die

Inflationsaussicht in den kommenden Wochen jedoch verschlechtern oder der politische Druck auf die Notenbank zu groß werden, sind Leitzinserhöhungen nicht auszuschließen. In diesem Fall bedürfte es jedoch mindestens einer Anhebung um 0,5 Prozentpunkte, damit diese Maßnahme wirksam wird. Unsere Inflationserwartungen für das Gesamtjahr 2026 haben wir im Euroraum auf 2,6 und in Deutschland auf 2,7 Prozent erhöht.

US-Inflationsrate mit Komponenten



Auch die US-Notenbank sieht sich aufgrund der gestiegenen Energiepreise einem erhöhten Inflationsdruck ausgesetzt. Im Gegensatz zur EZB startet die Fed mit Inflationsraten in den Iran-Konflikt, die seit Jahren persistent oberhalb des 2-Prozent-Inflationsziels der Fed liegen. Ein wichtiger Grund hierfür sind die nach wie vor preissteigernden Effekte der geänderten Zollpolitik der US-Administration. Das Ausschleichen dieser Zoll-Effekte aus den Inflationsraten geschieht laut der Notenbank langsamer als erwartet.

Die Veröffentlichung der Kernrate der Konsumausgaben (Core-PCE-Rate), das von der US-Notenbank (Fed) bevorzugte Inflationsmaß, welches ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Lebensmittel berechnet wird, liegt deutlich hinter der Referenzperiode. Die jüngsten Zahlen beziehen sich auf den Monat Februar, sodass sich die Folgen des Iran-Konflikts noch nicht in den Konsumausgaben widerspiegeln. Im Februar lag die Core-PCE-Rate mit 3,0 Prozent entsprechend den Markterwartungen um 0,1 Prozentpunkte tiefer als im Januar und bleibt somit weiterhin deutlich über dem Inflationsziel von 2 Prozent der Fed. Erste Einblicke in die Auswirkungen des Iran-Konflikts auf die US-Teuerungsrate gewährte der Verbraucherpreisindex (VPI) für den Monat März. Dieser stieg gegenüber dem Vormonat um 0,9 Prozent, der größte Anstieg seit 2022, und lag damit im März bei einer jährlichen Inflationsrate von 3,3 Prozent. Die VPI-Kernrate erhöhte sich leicht auf 2,6 Prozent. Weitere Einblicke in die Konjunktur und die Preisentwicklung lieferte das im April veröffentlichte „Beige Book“ der US-Notenbank. Demnach hat die Wirtschaftstätigkeit in den USA in den meisten Regionen weiterhin in einem leichten bis mäßigen Tempo zugenommen. Der Iran-Konflikt habe jedoch große Unsicherheit und höhere Energiekosten ausgelöst, was von Unternehmen als deutliche Belastung gesehen wird.

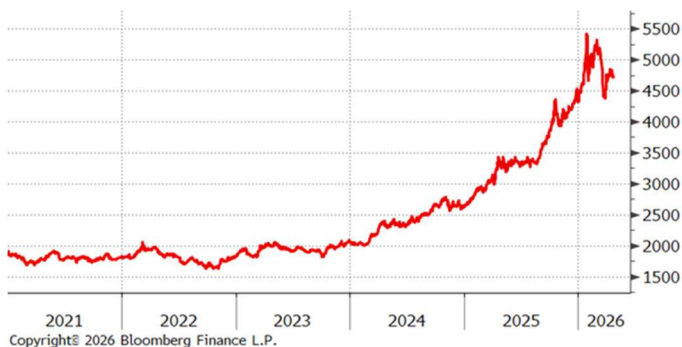
Nach der Corona-Pandemie und der weitreichenden Einführung von Zöllen sieht sich die US-Notenbank mit dem Iran-Konflikt dem dritten Schock in Folge ausgesetzt. In den ersten beiden Monaten des Jahres gingen die Terminmärkte noch von bis zu drei

Leitzinssenkungen der Fed aus. Der Iran-Konflikt hat jedoch dazu geführt, dass gegenwärtig keine weitere Senkung des Leitzinses durch die Fed im Jahr 2026 erwartet wird. In unserem Jahresausblick hatten wir eine Senkung in der späteren Jahreshälfte prognostiziert. Aufgrund des robusten US-Arbeitsmarkts und des inflationären Drucks durch gestiegene Energiepreise erwarten wir ebenso keine Leitzinsanpassung der US-Notenbank im Jahr 2026.

Gold

Seit Jahresanfang präsentiert sich Gold äußerst volatil. Im Januar erklomm das gelbe Metall mit 5.395 US-Dollar einen neuen Rekordstand. Zu Beginn des Iran-Konflikts erwies sich Gold jedoch weder als Diversifikator noch als sicherer Hafen, sodass der Preis fast auf den Wert zum Jahresbeginn zurückfiel. Doch jede Krise ist anders, sodass historische Korrelationen nicht immer gegeben sein können. Wir bestätigen Gold daher weiterhin als elementaren Portfoliobaustein. Trotz Gegenwind in Form steigender Zinsen sehen wir die in unserem Jahresausblick identifizierten preissteigernden Faktoren weitgehend intakt.

Goldpreis (Feinunze in USD)



Anleihemarkt

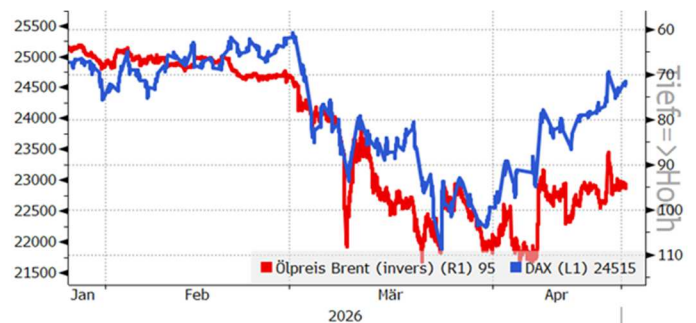
In den vergangenen Wochen ist die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe vorübergehend bis an den oberen Rand (3,15 Prozent) unseres Prognosebandes für 2026 gestiegen, hat dann aber wieder nachgegeben. Wir gehen davon aus, dass in einem Umfeld von verhaltenen wirtschaftlichen Wachstumsraten und perspektivisch wieder rückläufigen Inflationsraten unsere bisherige Jahresendprognose von 3,0 Prozent weiterhin eine solide Basis haben dürfte. Am kurzen Ende hat der Markt mit Renditen um 2,5 Prozent bei der zweijährigen Bundesanleihe zwei Zinsschritte der EZB nach oben vorweggenommen, für die wir - wie im vorherigen Abschnitt gezeigt - keine Notwendigkeit sehen. In einem Zurückbilden dieser Markterwartungen sehen wir hier die Chance auf Kursgewinne, die eine Anlage in Festverzinslichen Wertpapieren neben dem Stabilitätseffekt attraktiv machen. Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen (gemessen am Bloomberg Baa 3-5 Jahre-Index) sind seit Jahresanfang mit einem Wert von 92 Basispunkten kaum verändert und sind gemessen am prognostizierten Umfeld (schwaches Wachstum, aber keine Rezession, perspektivisch wieder abnehmende Inflationsraten, Aktienmärkte mit beschränktem Potenzial) attraktiv. Unternehmensanleihen mit guter

Bonität bilden deshalb unverändert eine wichtige Basisanlage im Anleihebereich. Sollte es am Gesamtmarkt noch größere Turbulenzen geben, könnten wir uns auch eine Aufstockung in riskanteren Segmenten des Anleihemarktes (Unternehmensanleihen mit schwächerer Bonität) vorstellen, bei denen uns die Risikoaufschläge derzeit vergleichsweise gering erscheinen.

Aktienmarkt

Ähnlich zu der regionalen Präferenz der Investoren im Vorjahr kamen die europäischen Aktienbarometer ebenso wie die asiatischen auch im Börsenjahr 2026 augenscheinlich besser als die US-amerikanischen Pendanten aus den Startlöchern. Übergeordnete Re-Allokationsüberlegungen zulasten der hochgewichteten US-Aktiengesellschaften im Weltindex dienten aus unserer Sicht als primäres Motiv für diese zumindest temporäre geographische Umorientierung. Insgesamt war in den ersten beiden Monaten lediglich ein moderater Wellengang zu beobachten, wobei die Schlagzeilen rund um Grönland, Venezuela und die offensichtlichen Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank Fed beileibe das Potenzial für ein deutliches Anschwellen der Risikoaversion gehabt hätten. Tatsächlich drehte der Wind auf dem Parkett erst mit dem Angriff der USA und Israel auf den Iran. Folglich war der März voll und ganz geprägt von den kriegerischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten und den kräftigen Energiepreisanstiegen, die automatisch in aufziehenden Inflations Sorgen mündeten. Unter erhöhter Unsicherheit wurden insbesondere Kapitalanlagen mit einem risikobehafteten Charakter abgestoßen. Beispielhaft sackte der Deutsche Aktienindex (DAX) in dem Zeitfenster um rund 8 Prozent ab, während an der Wall Street die Barometer etwas weniger Federn lassen mussten.

Ölpreis (Brent) vs. DAX



In einem Zwischenfazit gilt im Angesicht der im Mittelpunkt stehenden geopolitischen Turbulenzen festzuhalten, dass bis dato kein crashartiger Ausverkauf von Aktien ausgehend von der erhöhten Indexbewertung stattgefunden hat. Auch über die nach dem Osterwochenende vereinbarte Waffenruhe hinaus bestimmten die im Grundton konstruktiver werdenden Nachrichten in diesem dominierenden Kontext vorerst die Risikoneigung der Marktteilnehmer. Vor allem in New York fassten die Anleger bezugnehmend auf die prosperierenden Erträge der Technologieheroen zügig wieder Mut.

Keine Frage, die gewissenhafte Einordnung der Rahmenbedingungen ist per se eine schwierige Übung für die Analytensunft, in diesen Tagen wohl aber verständlicher Weise im Besonderen. Das momentane Bild ist zweifelsohne gekennzeichnet von einer Vielzahl an Unwägbarkeiten, die wiederum eng verknüpft mit der Dauer und Intensität der schwelenden geopolitischen Auseinandersetzungen sind. Fest steht wohl, dass bereits die bisherigen Einschnitte in einer aggregierten Form wachstumsmindernd und inflationsfördernd wirken - fraglich nur in welcher Ausprägung. Einen ersten Eindruck auf die Sicht der Firmenlenker vermittelt unter anderem der auf dem Rücken schwächerer Erwartungen spürbar gesunkene Ifo Geschäftsklimaindex. Zu den potenziellen Störfaktoren gehören für die befragten Unternehmer steigende Energiekosten, höhere Zinsen und etwaige Brüche in den Lieferketten. Aus diesem Blickwinkel kommt der bereits gestarteten Berichtssaison eine besondere Bedeutung zu. Im Zentrum der Aufmerksamkeit stehen ohne Wenn und Aber die Ausblicke der börsennotierten Konzerne. Auch wenn diese vor dem Hintergrund der nicht von der Hand zu weisenden Gefahrenherde vielfach kaum besonders gehaltvoll formuliert werden können, erhofft sich die Anlegerschaft doch zumindest ein paar Hinweise auf die Robustheit der jeweiligen Geschäftsmodelle. Oftmals werden Unternehmen in ihrer Flexibilität bzw. Anpassungsfähigkeit unterschätzt, auch wenn das Umfeld von außen noch so fragil erscheint.

Im nebeligen Status quo wurden die Gewinnschätzungen passend zu den Reaktionsmustern in der Vergangenheit in der Gesamtheit noch nicht angefasst. Mit Blick auf die im Jahresausblick 2026 getroffenen Annahmen zur Herleitung der Kursziele kommt uns der konservativ gewählte Ansatz bei den erwartbaren Ergebnissteigerungen insofern heute zugute, als dass wir auch unter Einbeziehung etwas adjustierter Vorzeichen nicht zwingend Anpassungen vornehmen müssen. Dabei spielt beispielsweise für den heimischen Leitindex eine wichtige Rolle, dass mit Sicht auf die aktuelle Indexkomposition die operativen Prognosen vieler Schwergewichte nicht besonders revisionsanfällig erscheinen. Die Erträge aus zyklischen Sektoren wie Automobile oder Chemie haben für die Bewertung des Index nicht mehr die Bedeutung früherer Tage. An der Wall Street profitieren die Überschüsse der Großkonzerne bekanntermaßen in weit größerem Ausmaß von strukturellen Trends (Fokus Digitalisierung). Mit dem Zutrauen in unsere Zinsannahmen und die „faire“ Zielbewertung bestätigen wir konsequenterweise unsere formulierten Kursziele. Entsprechend veranschlagen wir für den DAX einen Jahresendwert von 25.000 Punkten bzw. für den Euro Stoxx 50 von 6.000 Zählern. Mit dem Blick über den „Großen Teich“ ergibt sich für den S&P 500 unverändert ein Niveau von 7.300 Punkten und für den MSCI World in Höhe von 4.700 Zählern. Dabei ist uns bewusst, dass je mehr ein stagflationäres weltweites Umfeld Realität wird, diese Zielwerte auf kurze Sicht nicht erreichbar scheinen.

Anlagestrategie

In einer Momentaufnahme für das Jahr 2026 scheinen sich die Phänomene und Herausforderungen der letzten Jahre mehr oder weniger nahtlos fortzusetzen. Insbesondere die zahlreichen

„Initiativen“ des US-Präsidenten verlaufen zumindest aus der Sicht des Kapitalmarktes nach dem gleichen Muster: Es beginnt mit schweren verbalen Provokationen, denen Handlungen und Taten folgen und die so lange weiter betrieben werden, bis die an den unterschiedlichen Märkten (Aktien, Zinsen, Währungen, Rohstoffe) ablesbaren Kursturbulenzen für so große Verwerfungen sorgen, dass die schärfsten Maßnahmen wieder einkassiert werden. Am Kapitalmarkt steht hierfür das Akronym TACO, frei übersetzt: Immer, wenn es wirklich brenzlich wird, zieht sich Trump zurück. In einer Ableitung könnten sich zwei unterschiedliche Schlussfolgerungen ergeben:

1. Die Welt ist aus den Fugen und irgendwann kommt es zu einem Ereignis, das nicht mehr kontrollierbar ist und schwerste ökonomische Schäden verursacht. Somit verzichten wir auf Anlagen in den unterschiedlichsten Anlageklassen und setzen auf Liquidität.
2. Wir müssen Trump und insbesondere seine Eskapaden nicht mögen und unterstützen, am Ende ist er aber immer ein Mann der Wirtschaft und wird dies in seinem Handeln auch entsprechend berücksichtigen. Die Kapitalmärkte haben das verstanden und setzen mit Unterbrechungen ihren Höhenflug fort.

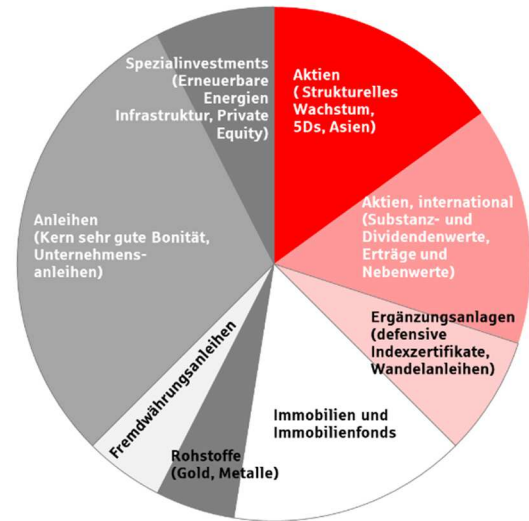
Natürlich können auch wir nicht belastbar argumentieren, welche der genannten Ableitungen sich durchsetzen werden, weil dies schlichtweg nicht kalkulierbar ist. Unsere (unveränderte) Strategie lautet: „Chancen nutzen, Resilienz leben“. Warum ist das so? Folgen wir **Punkt 1**, dürfte es kaum gelingen, das Vermögen gegen die jeweils herrschende Inflation zu schützen, geschweige denn weiter auszubauen. Zudem scheint es fast unmöglich zu sein, den richtigen Einstiegszeitpunkt in einem besseren Umfeld ideal auszuloten. Bei dem **Weg 2** müssen wir konstatieren, dass es leider keine Gewissheit geben kann, dass es auch zukünftig möglich ist, durch entsprechendes Beidrehen seitens Trump dauerhaften Schaden von der Ökonomie und dem Kapitalmarkt fernzuhalten. Nach unserer festen Überzeugung kann die Antwort auf die geopolitischen und strukturellen Herausforderungen nur in einem wirklich gut diversifizierten (gestreuten) Portfolio liegen. Und hier gilt es, die sich bietenden Chancen zu nutzen, aber auch konsequent darauf hinzuwirken, dass die Vermögenstruktur den individuellen Bedürfnissen angepasst wird. Konkret heißt dies unter anderem, regelmäßig einen Abgleich zwischen der tatsächlichen Aufteilung der Anlageklassen und der Soll-Struktur vorzunehmen. Angesichts der herausragenden Entwicklung der Aktien und in Teilen der Rohstoffe (Gold) der letzten drei Jahren kann sich Handlungsbedarf ergeben. Auch erscheint uns das Gewicht der US-Aktien in den internationalen Indizes von rund 70 Prozent sehr ambitioniert, wenngleich es im aktuellen Konflikt gut war, US-Aktien mit der Währungskomponente US-Dollar berücksichtigt zu haben.

Bezogen auf die aktuelle Eskalation zwischen dem Iran, Israel und den USA ist davon auszugehen, dass die zukünftige ökonomische Welt schlechter sein wird als vor der Krise. Selbst wenn wir unterstellen, dass sich die Situation entspannt, dürften der Ölpreis vorläufig erhöht bleiben, das Wachstum gedämpft werden, die Staatsverschuldung steigen, die Inflation vorübergehend

zunehmen und Zinssenkungen eine Absage erteilt werden. Möglicherweise ist sogar damit zu rechnen, dass die EZB die Leitzinsen erhöht, dies ist zumindest aus den Terminmärkten für kurzfristige Zinssätze ableitbar. Sollte sich die Krise noch einmal verschärfen und/oder länger anhalten, wären die Folgen entsprechend gravierender und die Reaktionen an den Kapitalmärkten wohl ausgeprägter und spürbar negativ. Aber selbst im moderaten Szenario haben wir es mit belastenden Faktoren für Aktien und Risikoanlagen zu tun. Einen weiteren Ausbau der Aktienquote empfehlen wir daher derzeit nicht, aber es gibt durchaus konstruktive Argumente für Aktien. Erstens können sich Unternehmen mit entsprechender Preissetzungsmacht in einem leicht inflationären Umfeld in der Regel gut behaupten. Zweitens hat die aktuelle Berichtssaison in den USA positive Akzente gesetzt und das sehr ambitionierte Bewertungsniveau ist in Erwartung anhaltend positiver Gewinnaufschläge etwas zurückgekommen und lässt Aktien attraktiver aussehen. In der positiven Annahme eines sich insgesamt wieder stabilisierenden Umfeldes sind wir im Bereich Aktien positiv für Emerging Markets und erkennen auch bei den US-Technologieunternehmen ein wieder günstigeres Verhältnis aus Bewertung und hohen operativen Margen. Die gestiegenen Renditen bei Festverzinslichen nutzen wir zur leichten Verlängerung der Laufzeiten, darüber hinaus ergeben sich bei Unternehmensanleihen durch die Ausweitung der Renditeabstände zu Staatsanleihen ebenfalls Chancen diesen Bereich zu verstärken.

An Attraktivität gewonnen hat auch das Segment zwischen Aktien und Anleihen: Ergänzungsanlagen (Wandelanleihen und defensive Strukturierte Produkte) profitieren von gestiegenen Zinsen und erhöhten Schwankungen bei Aktien. Alles in allem ist uns sehr bewusst, dass das Umfeld äußerst fragil ist und damit die Prognose einschränkt. Dennoch bestätigen wir weitgehend unseren Jahresausblick, nehmen entsprechende Revisionen im volkswirtschaftlichen Bereich vor, sind aber überzeugt, mit unserem Credo „Chancen nutzen, Resilienz leben“ sehr gut aufgestellt zu sein.

Hier handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allokation. Die individuelle Eignung muss im Beratungsgespräch überprüft werden.



Prognosen auf einen Blick:

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	24.155	21.000 - 26.500	25.000
Euro Stoxx 50 Index	5.895	5.100 - 6.300	6.000
S&P 500 Index	7.108	5.900 - 7.600	7.300
MSCI World Index	4.609	3.800 - 5.000	4.700
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	3,01	2,50 - 3,15	3,00
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,33	3,75 - 4,75	4,50
Euro in US-Dollar	1,17	1,14 - 1,25	1,20

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Stand 23.04.2026

Wichtige Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Hamburger Sparkasse AG nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der Hamburger Sparkasse AG zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. **Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.** Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung. Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die Hamburger Sparkasse AG vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



Bleiben Sie auf dem Laufenden.

Jederzeit bestens informiert: Mit unserem digitalen Angebot unter **haspa-kapitalmarkt.de** oder mit unserem Kapitalmarkt Podcast „Auf Kurs“.

[Hier klicken & lesen](#)