

## KI schlägt Makro: Chancen nutzen, Resilienz leben

### Präambel

Das erste Halbjahr 2026 hat die unberechenbare Dynamik der Kapitalmärkte eindrucksvoll demonstriert. Wir erleben eine Marktphase, in der technologische Megatrends die klassischen makroökonomischen Kräfte in den Schatten stellen. Die generative Künstliche Intelligenz (KI) ist eine neue Basistechnologie, die das Potenzial hat, branchenübergreifend in fast alle Wirtschafts- und Lebensbereiche vorzudringen und tiefgreifende Veränderungen mit sich zu bringen. Sie überstrahlt derzeit klassische konjunkturelle Indikatoren, wirtschaftspolitische Entscheidungen und zuletzt sogar die Geopolitik.

So folgten auf den Beginn der militärischen Auseinandersetzungen in der Golfregion zunächst die etablierten Muster. Der Ölpreis stieg im Zuge der Schließung der Straße von Hormus, Risikoassets (z. B. Aktien) wurden verkauft und der US-Dollar als Sicherer Hafen nachgefragt. Doch schon mit dem Ausblick auf die Berichtssaison setzte sich die zuletzt häufig gefahrene Strategie von „buy the dip“ (die Korrektur zum Einstieg nutzen) durch. Damit existierten zwei sehr gegensätzliche Phänomene gleichzeitig. Einerseits warnte die Internationale Energiebehörde vor einem rekordschnellen Abbau der Ölreserven und einem drohenden physischen Engpass bei Rohöl. Andererseits lieferten die US-Unternehmen im ersten Quartal mit einem Gewinnwachstum von 29 Prozent einen der besten Werte seit Jahren. Im zweiten Quartal legte der S&P 500 um starke 15 Prozent zu. Zuletzt gab es ein noch größeres Plus während der rasanten Erholungsrallye nach dem ersten Corona-Crash. Abseits dieses krisenbedingten Sondereffekts muss man historisch bis in die Zeit der Dotcom-Blase Ende der 1990er Jahre zurückgehen.

Während der Sperre der Straße von Hormus hielten wir das Konjunktur- und Rezessionsrisiko angesichts vergleichsweise geringer Risikoprämien für unterschätzt. Neben dem Energiepreisschock drohten auch weitere Lieferketten gravierend beeinträchtigt zu werden. Die Europäische Zentralbank fügte neben dem Adversen Szenario sogar noch ein Schwerwiegendes Szenario mit einer Inflationsrate von bis zu 5,4 Prozent hinzu. Die Risiken haben sich mit dem Rahmenabkommen dann aber fast über Nacht scheinbar in Luft aufgelöst - können genauso schnell aber wieder präsent sein. Solche abrupten Wendungen führen uns schmerzhaft vor Augen, dass es nahezu unmöglich ist, exogene Schocks und geopolitische Wendepunkte vorherzusagen.

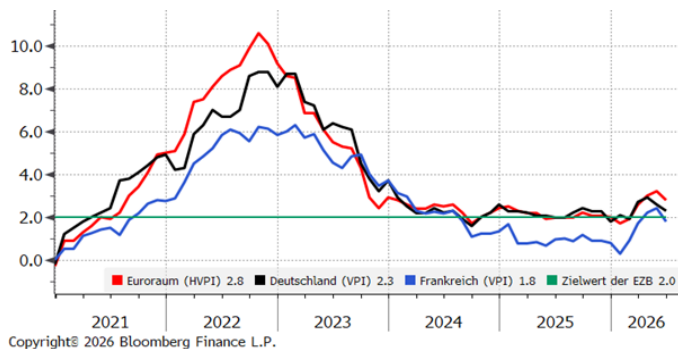
In diesem Umfeld stellt sich manch Anleger vielleicht die Frage: Was soll das mit der „Resilienz leben“? Wozu braucht es überhaupt defensive Anlageklassen, wenn Aktien in den letzten Jahren scheinbar konkurrenzlos gut liefen und sich selbst bei Korrekturen immer wieder schnell erholt haben? Zum einen zeigt der Blick in die weitere Vergangenheit, dass es durchaus auch lange Phasen ohne nennenswerte Kursgewinne gab (z. B. 2000 bis 2013 oder 1968 bis 1982). Zum anderen ist ein breit diversifiziertes Portfolio nicht als Renditebremser zu sehen, sondern als Komposition unterschiedlicher Bausteine gegen das Unvorhersehbare. Wenn die Liquidität schwindet oder exogene Schocks den Markt treffen, transformiert sich Resilienz zu einem Stabilitätsanker. Insofern gilt es, abhängig von der individuellen Risikotoleranz die passende Balance zwischen Chancen und Resilienz zu finden.

## Inflation

Das inflationäre Umfeld im Euroraum wurde im bisherigen Jahresverlauf vornehmlich von einem einzigen Schock geprägt: Dem Ausbruch des Iran-Konflikts Ende Februar, der zu einem starken Anstieg der Energiekosten führte und die von uns zu Jahresbeginn erwartete anhaltende Stabilisierung der Inflationsrate um das 2-Prozent-Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) unterbrochen hat.

Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die Energiekosten in Deutschland im März um 7,2 Prozent. Im April erreichten diese mit einem Zuwachs von 10,2 Prozent einen Höchststand, bevor sie im Mai (6,6 %) und Juni (3,2 %) deutlich langsamer zulegten. Im Euroraum war das inflationäre Bild leicht anders nuanciert, im Wesentlichen jedoch identisch. Während die Inflationsraten im Jahresvergleich im Euroraum zwischen Februar und Mai sukzessive auf 3,2 Prozent zunahmen, gab die Inflationsrate in Deutschland bereits im Mai, vornehmlich aufgrund des „Tankrabatts“, von 2,9 auf 2,6 Prozent wieder etwas nach. In den Inflationsraten für Juni spiegelten sich daraufhin bereits die Preisrückgänge für Energie im Zuge des Abkommens zwischen den USA und dem Iran wider. Dank der gesunkenen Öl- und Gaspreise und lediglich geringer Preisanstiege bei Nahrungsmitteln lag die Kerninflationsrate mit 2,5 Prozent erstmals seit Ausbruch des Konflikts 0,2 Prozentpunkte oberhalb der Inflationsrate. Nachdem der Inflationsanstieg im Euroraum im Mai seinen vorläufigen Höhepunkt erreicht hatte, gab die Inflationsrate im Juni deutlich auf 2,8 Prozent nach.

### Inflationsraten Euroraum (in %)



Während die Inflationsraten stabil ins Jahr starteten, sah es bei den Kerninflationsraten, bei denen die schwankungsanfälligen Preise für Lebensmittel und Energie herausgerechnet werden, anders aus. Denn diese liegen nach wie vor über dem Inflationsziel der EZB. So verharrte die Rate in Deutschland, mit Ausnahme eines vorwiegend auf einen Kalendereffekt zurückzuführenden Rückgangs im April, in jedem Monat des Jahres 2026 bei 2,5 Prozent. Im Euroraum schwankte die entsprechende Rate zwischen 2,2 und 2,6 Prozent. Ein wesentlicher Grund für die erhöhten Kerninflationsraten im Euroraum und in Deutschland ist der Dienstleistungssektor, was vor allem Ausdruck von höheren Löhnen ist.

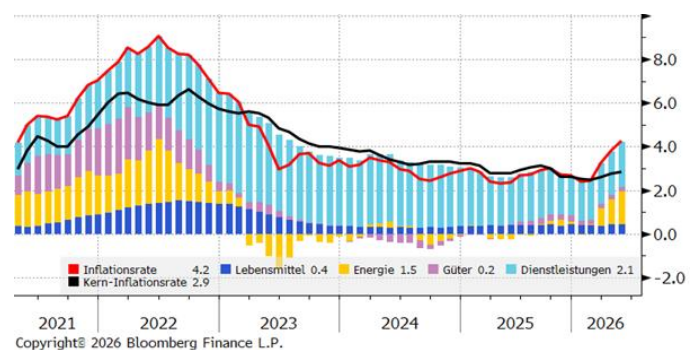
Selbst wenn sich die Energiepreise auf ihrem aktuellen Niveau einpendeln sollten, besteht für die Notenbanken kein Grund zur

Entwarnung. Aufgrund der relativ langen Dauer der erhöhten Energiepreise dürfte es bereits zu Zweitrundeneffekten, also einer Übertragung auf die Preise anderer Güter und Dienstleistungen, gekommen sein. Unter der Voraussetzung einer nachhaltigen Entspannung im Iran-Konflikt erwarten wir jedoch eine schwächere Ausprägung, da die Weitergabe höherer Energiepreise im Vergleich zum Energiepreisschock mit dem folgenden Inflationsausbruch im Jahr 2022 deutlich geringer ausfallen dürfte. Die Konjunktur ist bereits gebremst und die Geldpolitik neutral. Auch die Gefahr einer Preis-Lohn-Preis-Spirale dürfte diesmal kleiner sein. Denn der Arbeitsmarkt zeigt sich insgesamt schwächer, wodurch die Verhandlungsmacht für Gehalts- und Lohnerhöhungen heute geringer ist. Zudem blieben die marktimplizierten längerfristigen Inflationserwartungen im bisherigen Verlauf des Iran-Konflikts fest verankert und die kürzerfristigen Erwartungen steuerten nach den starken Anstiegen in den ersten Wochen des Konflikts Anfang Juli wieder auf das Zentralbankziel zu.

Wir erwarten für Deutschland eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,7 Prozent für das Gesamtjahr 2026 und für den Euroraum von 2,8 Prozent. Sollten die Energiepreise jedoch wieder deutlich ansteigen, dürfte in beiden Fällen eine 3 vor dem Komma stehen.

Die Inflationsrate in den USA verfehlte im Jahr 2025 zum fünften Mal in Folge das Inflationsziel von 2 Prozent der US-Notenbank (Fed). Verantwortlich für diese negative Serie war insbesondere eine Reihe von Angebotschocks, die zeitlich eng aneinander lagen (Corona, Energiepreisschock 2022, Zölle), anhaltend hohe Preissteigerungen für Wohnraum sowie ein starkes Wirtschaftswachstum. Mit Blick auf die erste Jahreshälfte 2026 wird das Inflationsziel voraussichtlich erneut deutlich verfehlt werden, was vor allem auf den Iran-Konflikt zurückzuführen ist. So stieg die jährliche Inflationsrate, gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI), sukzessive von 2,4 Prozent im Februar auf 4,2 Prozent im Mai (Kernrate von 2,5 auf 2,9 Prozent). Im selben Zeitraum stieg die Kernrate der persönlichen Konsumausgaben (Core PCE), das von der Fed präferierte Inflationsmaß, von 3,0 auf 3,4 Prozent.

### US-Inflationsraten (in %) mit VPI-Komponenten



Anders als im Euroraum ist der zugrundeliegende Inflationsdruck in den USA deutlich breiter verteilt. Wie im Euroraum ist jedoch auch hier der Dienstleistungssektor einer der Haupttreiber für die erhöhten Inflationsraten. Ein weiterer wichtiger Grund sind

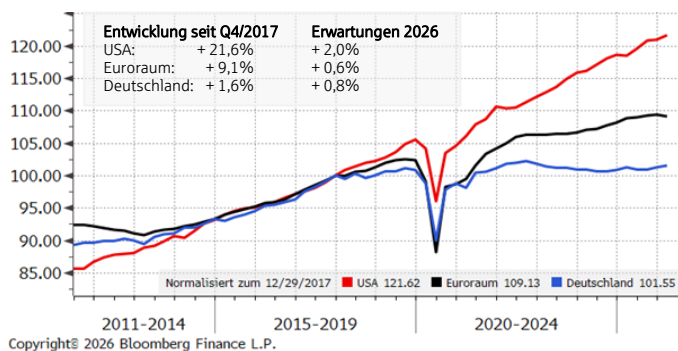
Zolleffekte, die sich durch eine verzögerte Weitergabe an die Verbraucher hartnäckig in den Teuerungsraten halten. Der Preisdruck durch die Importzölle dürfte jedoch sein Maximum überschritten haben und im weiteren Jahresverlauf nachlassen. Den mit Abstand größten Posten in der VPI-Inflationsrate machen die Kosten für Wohnraum aus (ca. 36 %). Nachdem der Preisdruck in diesem Bereich im Verlauf des Jahres 2025 spürbar nachgelassen hatte, beschleunigte sich die Teuerungsrates seit Dezember wieder deutlich. Im Jahresvergleich stieg sie von 2,8 auf zuletzt 3,4 Prozent. Hervorzuheben sind hierfür vor allem eine strukturelle Verknappung des Wohnungsangebots, hohe Hypothekenzinsen sowie gestiegene Baukosten und Materialpreise (insbesondere durch Zölle und Energiepreise), die den desinflationären Trend aus dem Jahr 2025 unterbrochen haben. Mit einer nachhaltigen Entspannung im Iran-Konflikt dürfte der Preisdruck in diesem Bereich wieder abnehmen.

Das inflationäre Umfeld in den USA war schon vor den Energiepreisanstiegen in der ersten Jahreshälfte spürbar erhöht und wir hatten in unserer Jahresprognose ein deutliches Verfehlen des Inflationsziels erwartet. Aufgrund des Iran-Konflikts haben wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr 2026 in den USA bei der Inflationsrate auf 3,3 Prozent und bei der Kern-PCE-Rate auf 3,2 Prozent erhöht.

## Konjunktur

Mitte der 2010er Jahre bewegte sich das Wirtschaftswachstum in den USA, im Euroraum und in Deutschland weitgehend im Gleichschritt. Von 2014 bis 2018 lag der Zuwachs jeweils bei durchschnittlich rund 2 Prozent. Inzwischen sieht die Situation gänzlich anders aus. Vergangenes Jahr konnte die US-Wirtschaft um 2,1 Prozent zulegen, während das Wachstum im Euroraum bei 1,4 Prozent lag und Deutschland mit 0,2 Prozent deutlich abgeschlagen war. Auch wenn sich der Abstand künftig etwas reduzieren dürfte, ist mit einer baldigen Abkehr von diesem strukturellen Trend nicht zu rechnen.

### BIP: Indexierte Entwicklung (Q4/2017 = 100)



Das **US-Wachstum** wird inzwischen zunehmend von KI-Investitionen getragen. Alleine die Ausgaben für IT-Hardware betragen vergangenes Jahr 627 Mrd. US-Dollar. Hinzu kommen rund 755 Mrd. US-Dollar an Investitionen in Softwareentwicklung. Diese beiden Komponenten machten 2025 damit 4,5 Prozent des gesamten BIP

i. H. v. 30.762 Mrd. US-Dollar aus. Der Anteil ist dabei zuletzt dramatisch gestiegen. Im dritten Quartal 2023 lag er noch bei 3,9 Prozent, während er im ersten Quartal 2026 auf 4,9 Prozent des BIP gestiegen ist. Die Ausgaben für IT-Hardware sind in diesem Zeitraum real(!) um fast 55 Prozent nach oben geschneit (nominal sogar um 66 Prozent). Insgesamt sind die Investitionen in IT-Hardware und Software für rund die Hälfte des BIP-Wachstums verantwortlich. Ohne diese Komponenten läge das Wachstum auf einem ähnlichen Niveau wie im Euroraum.

Für das laufende Jahr erwarten wir für die USA ein Wachstum von 2,0 Prozent - ebenso für 2027. Der US-Präsident scheint es trotz der unkonventionellen Wirtschaftspolitik (flächendeckende Importzölle, Gefährdung der Unabhängigkeit der Zentralbank, Wettbewerbsverzerrung durch strukturelle Bevorzugung bzw. Benachteiligung einzelner Unternehmen, weitgehender Einwanderungsstopp, enorme Ausweitung der Staatsverschuldung, etc.), die von der Mehrheit der Ökonomen kritisch gesehen wird, nicht zu schaffen, das US-Wachstum spürbar abzubremsen. Gerichte haben viele dieser Entscheidungen gestoppt. Noch wichtiger ist aber, dass der Megatrend KI als Querschnittstechnologie (general purpose technology) schlicht die anderen Effekte überlagert.

Die **deutsche** Volkswirtschaft ist seit 2018 kaum mehr gewachsen. Abgesehen vom konjunkturellen Corona-Einbruch und der anschließenden Erholung lag das strukturelle Wachstum nahe Null. Der reale BIP-Anstieg von lediglich 1,6 Prozent über einen Zeitraum von acht Jahren ist durch das abgelaufene Geschäftsmodell der heimischen Wirtschaft, verursacht insbesondere durch den China-Schock 2.0, erklärbar. Massive Subventionen und eine künstlich unterbewertete Währung sorgen in China für massive Überkapazitäten. Die schwache Binnennachfrage und die US-Zölle bringen nicht erst seit letztem Jahr eine Warenschwemme nach Europa. Bescherten die hohen Ausfuhren Deutschland zuvor den Titel als Exportweltmeister, ist der Außenbeitrag seither für rund 6 Prozent Rückgang der Wirtschaftsleistung verantwortlich. Ohne diesen Umkehreffekt wäre das heimische Wachstum immerhin in Schlagdistanz zum europäischen.

Den BIP-Zuwachs sehen wir hierzulande im laufenden Jahr bei etwa 0,8 Prozent (kalenderbereinigt 0,5 Prozent). Die vergleichsweise hohen Wachstumsraten der letzten beiden Quartale und ein günstiger Kalendereffekt ermöglichen dies, ohne allzu große weitere Impulse im weiteren Jahresverlauf zu erwarten. Für 2027 prognostizieren wir ein Wachstum von 1,2 Prozent (kalenderbereinigt 0,8 Prozent). Zwar ist der demografische Wandel mit einem abnehmenden Arbeitskräftepotenzial zunehmend spürbar, doch sind auch positive Effekte aus dem Fiskalpaket zu erwarten. Zudem könnte es in den nächsten Jahren durch die Anwendung von KI zu Produktivitätsgewinnen kommen. Zuletzt wird aber auch der Kalendereffekt wieder eine große Rolle spielen: Viele Feiertage fallen auf das Wochenende, was zwar ungünstig für die Freizeitgestaltung Arbeitnehmer, aber gut für die Volkswirtschaft ist, da mehr gearbeitet wird.

Im **Euroraum** lag das strukturelle Wachstum seit 2018 zwischen dem der USA und dem Deutschlands. Es gibt nicht die Sonderkonjunktur durch KI-Investitionen wie jenseits des Atlantiks. Die Bundesrepublik als größte Volkswirtschaft innerhalb des Euroblocks zieht nach unten und der Gegenwind aus dem Außenhandel ist, wenn auch in etwas geringerem Maße, spürbar. Positiv machen sich dagegen die Reformen der Troika (EU-Kommission, EZB, IWF) während der Eurokrise in den Peripherieländern bemerkbar. Dadurch liegen die Wachstumsraten in den zuvor viel gescholtenen PIIGS-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland, Spanien) inzwischen höher als in Kerneuropa. Die positive Nachricht ist also: Strukturreformen funktionieren!

Im laufenden Jahr rechnen wir mit einem Wachstum von 0,6 Prozent. Die vergleichsweise niedrige Zahl ist auf das schwache erste Quartal (-0,2 %) und dieses wiederum auf Sondereffekte in Irland zurückzuführen. Ohne diese Verzerrungen hätte das Wachstum im Euroraum im ersten Quartal bei +0,2 Prozent gelegen und die Prognose für das laufende Jahr läge bei 1,0 Prozent. Für 2027 prognostizieren wir ein Wachstum von 1,0 Prozent.

**China** als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt ist in seinen 15ten Fünfjahresplan (2026 - 2030) gestartet. Durch den Fokus auf internationale Unabhängigkeit und die angestrebte Führungsrolle in Zukunftstechnologien (u. a. KI, Quantencomputer, grüne Energietechnik) untermauert das Reich der Mitte seinen geopolitischen Machtanspruch. Ein quantitatives Wachstumsziel gibt es nicht mehr. Bis 2035 wird aber ein BIP pro Kopf von 20.000 US-Dollar angestrebt, was bedeutet, dass das Wachstum nicht unter 4 Prozent fallen darf. Gleichzeitig sind aber auch die Herausforderungen enorm. Die niedrige Geburtenrate führt zu einem schrumpfenden Arbeitskräftepotenzial. Es gibt erhebliche Überkapazitäten in der Industrie, aber vor allem auch im Immobiliensektor, weshalb der Preisverfall kein Ende findet. Dadurch ist das Verbrauchervertrauen gering und der Binnenkonsum schwach. Letztlich kann das exportgestützte Wachstum nicht ewig fortgeführt werden. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem BIP-Zuwachs von offiziell 4,5 Prozent, im nächsten Jahr dürften es gut 4,0 Prozent sein.

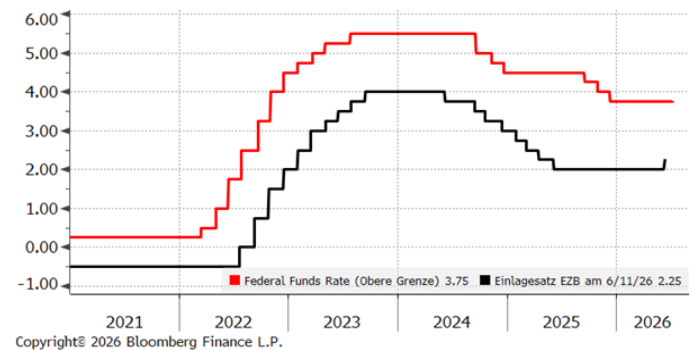
## Notenbanken

Nachdem die Energiepreise im Juni wieder ähnliche Niveaus wie vor dem Iran-Konflikt erreicht haben, stellt sich für die Notenbanken mit Blick auf die weitere Zinspolitik die entscheidende Frage, wie stark, wie lange und in welcher Form Zweitrundeneffekte auftreten werden und inwieweit man sich an dem fragilen Abkommen zwischen den USA und dem Iran orientieren möchte.

Die EZB hat auf ihrer Sitzung im Juni ihre Inflationserwartungen erhöht und sich relativ eindeutig dahingehend positioniert, dass sie mit spürbaren Zweitrundeneffekten rechnen und den Schock daher nicht ignorieren könne. In ihren Augen war hierzu eine Erhöhung des Leitzinses (Einlagesatz) um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25 Prozent erforderlich. Es ist jedoch wichtig, im Hinterkopf zu

behalten, dass die Sitzung vor der zwischenzeitlichen Öffnung der Straße von Hormus stattfand.

### Leitzinsen (in %) Fed und EZB



Angesichts der aktuellen Datenlage wäre eine weitere zeitnahe Leitzinsanhebung zur Eindämmung möglicher Zweitrundeneffekte eher als vorausschauend und nicht unbedingt als datengetrieben zu deuten. Weitere Zinserhöhungen dürften die ohnehin relativ schwache konjunkturelle Lage im Euroraum deutlich belasten. Zugegebenermaßen ist dies der einzige Weg, der einer Zentralbank bei der Bekämpfung eines „angebotsseitigen“ Energiepreisschocks (auf den die EZB keinen direkten Einfluss hat) bleibt. Der „nachfrageseitige“ Inflationsdruck kann hingegen durch eine Drosselung der Konjunktur gesenkt werden. Diesen sehen wir aktuell jedoch als relativ gering an. Ein geringeres Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig rückläufigen Inflationsraten (mit vermutlich negativen Basiseffekten im Jahr 2027) könnte daraufhin zeitnah wieder Zinssenkungen erforderlich machen. Schnelle Korrekturen der Leitzinsen werden üblicherweise äußerst ungerne vorgenommen, da ein mittel- bis langfristiges Inflationsziel verfolgt wird. Hinzu kommt, dass die EZB-Präsidentin jüngst betonte, dass die Gefahren für Wachstum und Inflation mittlerweile wieder etwas ausgeglichener sind. Darüber hinaus sind die längerfristigen Inflationserwartungen verankert. Ferner darf nicht vergessen werden, dass die Auswirkungen von Leitzinserhöhungen auf die Inflationsraten üblicherweise mit einer Verzögerung eintreten und die Effekte des Energiepreisschocks bis dahin schon weiter abgeklungen sein könnten.

Gegenwärtig scheint die Kommunikation der EZB derzeit eher auf Abwarten ausgerichtet zu sein, wobei die Möglichkeit einer weiteren Erhöhung im Jahresverlauf offengehalten wird. Vor dem Hintergrund dieser Ausführungen erwarten wir in diesem Jahr keine weitere Leitzinserhöhung durch die EZB. Allerdings bleibt das Risiko nach oben hin eindeutig bestehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn es zu einer weiteren nachhaltigen Eskalation im Iran-Konflikt mit steigenden Energiepreisen kommt, die US-Notenbank entgegen unserer Erwartung mehrere Leitzinserhöhungen vornimmt oder Zweitrundeneffekte deutlich stärker ausfallen.

### US-Notenbank (Fed)

Auf ihrer Sitzung im Juni hat die US-Notenbank ihren Leitzins in einer Spanne zwischen 3,50 und 3,75 Prozent unverändert

belassen. Das Gremium tagte im Juni erstmals unter dem neuen Notenbankpräsidenten Kevin Warsh, der fundamentale Änderungen in der Art und Weise, wie die US-Notenbank künftig Geldpolitik betreiben wird, in Aussicht gestellt hat. Um seinen Visionen eine Basis zu geben, sollen Arbeitsgruppen ins Leben gerufen werden, die sich mit den Themenfeldern Kommunikation, Abbau der Fed-Bilanz, zielgerichtete Konjunkturdaten, der Wirkung von Produktivität - vor allem durch KI - auf Arbeitsplätze sowie dem Inflationskonzept („inflation framework“) auseinandersetzen sollen.

Auf der Pressekonferenz präsentierte sich Warsh als geldpolitischer Falke und erklärte die Inflationsbekämpfung zu einem seiner Hauptziele. Die marktimplizierten Leitzinserwartungen zogen daraufhin deutlich an und sahen zwischenzeitlich fast 2 Erhöhungen im weiteren Jahresverlauf. Zudem ist es Warsh zumindest vorerst gelungen, Sorgen bezüglich seiner möglichen Loyalität und Befangenheit gegenüber Donald Trump zu zerstreuen.

Die Wahl von Kevin Warsh war sicherlich ein wichtiger Schritt für die Wahrung der Unabhängigkeit der Fed. Bei all den Spekulationen um die Personalie Warsh darf jedoch nicht vergessen werden, dass die US-Notenbank letztlich eine gesetzlich geregelte Institution ist, die auf Ausschüssen basiert. Der Vorsitz bietet zwar einige strukturelle Vorteile: Kontrolle über die Tagesordnung, Kommunikation, Ernennung von Ausschüssen und Bildung von Arbeitsgruppen. Dies sind genau die Dinge, die Warsh bereits umgesetzt hat und auch weiterhin verfolgen dürfte. Bei den wichtigsten Entscheidungen - Zinssätze, Bilanz und Regulierungspolitik - hat jedoch jeder Gouverneur eine gleichberechtigte Stimme. Als staatliche Einrichtung würden größere strukturelle Änderungen (z. B. bezüglich des Mandats der Notenbank) zudem die Zustimmung des US-Kongresses erfordern. Es bleibt daher abzuwarten, inwieweit und wie schnell Kevin Warsh seine Visionen zur künftigen Ausrichtung der US-Geldpolitik umsetzen kann bzw. wird. Hierbei dürfte es entscheidend sein, wie erfolgreich es ihm gelingt, seine Autorität, die primär auf „sanfter Macht“ (soft power) beruht, einzusetzen. Überzeugungs- bzw. Überredungskunst und die Fähigkeit, Mehrheiten im Offenmarktgremium (FOMC) herzustellen, dürften bei der Verfolgung seiner Ziele wichtiger sein als die formalen Befugnisse, die mit der Präsidentschaft einhergehen.

Obwohl sich der neue Fed-Präsident sehr stark für den Kampf gegen die Inflation ausgesprochen hat, ist das FOMC-Gremium personell weitgehend unverändert (Stephen Miran, der als „Strohmann“ Trumps galt, musste seinen Posten im Offenmarktausschuss für Warsh aufgeben, sodass nun noch mehr „Erwachsene im Raum sind“). Gemäß Dot-Plots sieht das FOMC lediglich eine Erhöhung im Jahr 2026 vor.

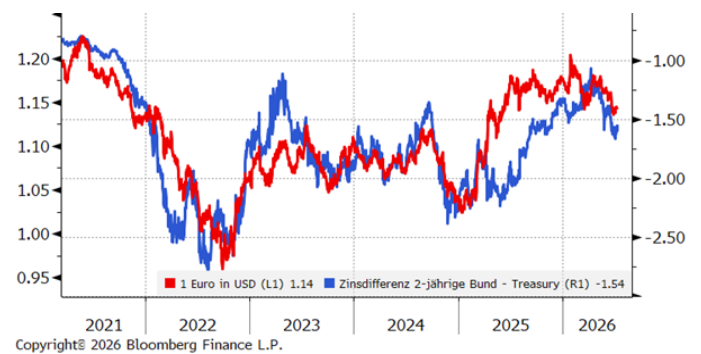
In unseren Augen wird die US-Notenbank die Situation weiter beobachten und bei einem Ausbleiben größerer Zweitrundeneffekte keine Erhöhung vornehmen. Denn das Zinsniveau ist bereits restriktiv und der Arbeitsmarkt (Vollbeschäftigung ist Teilmandat der Fed) stabil. Ohne weitere Schocks dürften vor allem Basiseffekte die Inflationsraten im nächsten Jahr drücken. Eine erneute

Eskalation im Iran-Konflikt oder starke Zweitrundeneffekte dürften jedoch zeitnahe Leitzinserhöhungen mit sich bringen.

## Währungen

Der Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar war in den letzten Jahren gut durch die Zinsdifferenz 2-jähriger Bundesanleihen zu US-Treasuries erklärbar. Kurzfristige Staatsanleihen spiegeln grundsätzlich die Markterwartungen an die Zentralbankpolitik gut wider. Im letzten Jahr tat sich im Zuge des „Liberation Day“ und der Angriffe des US-Präsidenten auf die Unabhängigkeit der Notenbank jedoch eine Schere auf. Durch diesen Vertrauensverlust verlor der Greenback an Wert, obwohl das Zinsniveau in den USA relativ zu Europa stieg.

### Euro-USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz



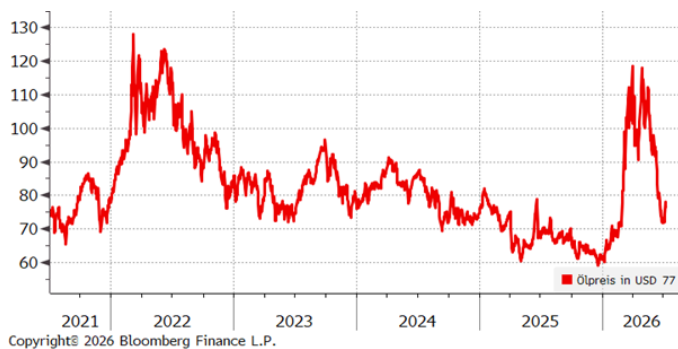
In diesem Jahr schloss sich diese Lücke aber wieder weitgehend. Der Iran-Konflikt führt zu einer Flucht in Sichere Häfen, zu denen der US-Dollar trotz allem weiterhin zählt. Selbst nach Abschluss der Rahmenvereinbarung zur Öffnung der Straße von Hormus fiel die Gegenbewegung nur sehr moderat aus. Im Juni gab der neue Fed-Präsident Kevin Warsh sein Debüt bei der ersten Pressekonferenz zum Zinsentscheid. Dies brachte das Vertrauen in den US-Dollar wieder zurück. Der klare Fokus des neuen Zentralbankchefs auf Preisstabilität schürte zudem die Erwartung an Leitzinsanhebungen, weshalb die Zinsdifferenz 2-jähriger Staatsanleihen den Euro auch aus fundamentaler Sicht belastete. Die Gemeinschaftswährung wertete temporär sogar auf unter 1,14 US-Dollar pro Euro ab, dem unteren Ende unseres Prognosebandes.

Wir gehen davon aus, dass weder die EZB noch die Fed ihre Zinsen in der zweiten Jahreshälfte anheben werden. Trotzdem haben sich die Rahmenbedingungen geändert. Im Ergebnis halten wir an unserem Prognoseband von 1,14 - 1,21 US-Dollar pro Euro fest, würden zum Jahresende den Wechselkurs aber nicht mehr am oberen, sondern eher am mittleren bis unteren Ende bei 1,17 US-Dollar pro Euro sehen. Auch wenn der souveräne Auftritt Warshs einen Großteil des Vertrauens wiederhergestellt hat, sehen wir das Restrisiko durch die US-Politik nicht gleich null. Sollte der Fed-Chef bei seinem Kurs bleiben, wäre eine Konfrontation mit Donald Trump vorprogrammiert und erneute Angriffe auf die Unabhängigkeit der Zentralbank nicht auszuschließen. Insgesamt dürfte sich der langfristige Trend der De-Dollarisierung fortsetzen.

## Öl

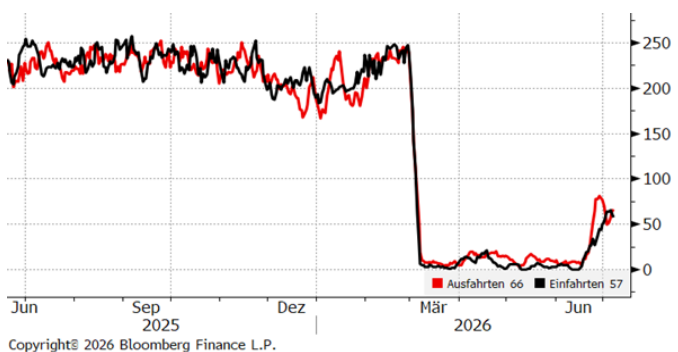
Der Ölpreis lieferte zuletzt durch seinen rapiden Rückgang auf rund 70 US-Dollar pro Barrel (Brent) zum Ende des ersten Halbjahrs die größte Überraschung. Im Zuge des Angriffs auf den Iran und der gegenseitigen Blockade der Straße von Hormus schnellte die Notierung auf bis zu 120 US-Dollar pro Barrel hoch. Aber schon dieser Anstieg war geringer als von vielen Experten vorab erwartet. Unter der Annahme, dass dem Weltmarkt rund 20 Prozent des Angebots abhanden kommen würden, kursierten Prognosen von teilweise über 200 US-Dollar pro Barrel von seriösen Analysten. Doch warum kam es nicht so und woher kommt der zügige Rückgang auf das Vorkriegsniveau?

### Ölpreis (Brent)



Angesichts der Größenordnung des Angebotsausfalls und der Warnungen der IEA überrascht es, wie schnell der Ölpreis wieder auf sein Vorkriegsniveau gefallen ist. Wir waren davon ausgegangen, dass selbst bei einer Öffnung der Straße von Hormus Preise von unter 80 US-Dollar pro Barrel genutzt werden würden, um die Reserven wieder zügig aufzufüllen. Als Erklärung für den nicht ganz so extremen Preisanstieg im ersten Schritt dienen Erkenntnisse darüber, dass China seine Ölimporte wohl massiv senkte. Demnach soll dies rund drei Viertel des Nachfragerückgangs erklären. Vor dem Ölpreisschock soll das Reich der Mitte im großen Stil als marginaler Nachfrager auf dem Spotmarkt aufgetreten sein. Das heißt, immer wenn die Preise kurzfristig sehr niedrig waren, wurde die Gelegenheit zum Reserveaufbau genutzt. Diese Nachfrage lässt sich problemlos pausieren und ins Gegenteil drehen - Reserven werden also abgebaut.

### Straße von Hormus: Anzahl Tankerdurchfahrten (Anzahl der letzten 7 Tage)



Durch die Wiedereröffnung der Meerenge hat sich der Markt zudem wieder zurück in eine Situation des strukturellen Überangebots gedreht. Durch den Wandel hin zu Erneuerbaren Energien stagnierte die Nachfrage nach fossilen Energieträgern. Im Vergleich zur Vorkriegssituation hat sich die Lage sogar noch verschärft. Nicht betroffene Länder hatten ihre Produktion ausgeweitet und fahren diese nicht so schnell wieder herunter. Und die betroffenen Golfstaaten werden wohl die ausgefallenen Staatseinnahmen kompensieren wollen. So gibt es bereits Forderungen des Iraks für höhere Förderquoten der OPEC. Ein weiterer Angebotsüberhang ist also zu erwarten. Gleichzeitig müssen die strategischen Reserven aber auch wieder aufgefüllt werden, was bis zum Jahreswechsel dauern dürfte. Insofern haben wir unsere Schätzung für die Preisuntergrenze, ab der ein Reserveaufbau stattfindet, auf 70 US-Dollar pro Barrel reduziert. Gleichzeitig besteht aufgrund der äußerst fragilen Waffenruhe aber weiterhin das Risiko für eine erneute Eskalation. Insofern liegt unsere Prognose für das Jahresende bei 75 US-Dollar pro Barrel (Brent). Ende 2027 könnte der Ölpreis dann auf 60 US-Dollar sinken, sofern es keine (erneuten) geopolitischen Spannungen gibt.

## Gold

Der Goldpreis zeigte sich in diesem Jahr bislang äußerst volatil und bewegte sich an einigen Tagen eher wie ein Hoch-Risiko-Vermögenswert. Das gelbe Metall startete mit einem Preis von 4.300 US-Dollar je Feinunze in das Jahr und stieg im Januar insbesondere aufgrund großer Sorgen um die Unabhängigkeit der Fed und den Wert des US-Dollars auf über 5.400 US-Dollar an. Als sich die Lage entspannte, fiel der Preis Anfang Februar deutlich auf 4.600 US-Dollar zurück. Dann kletterte er sukzessive bis zum Ausbruch des Iran-Konflikts - vorwiegend aufgrund seiner Rolle als Sicherer Hafen - auf über 5.300 US-Dollar. Anfang März folgten eine starke Korrektur und ein sich daran anschließender Abwärtstrend, bei dem der Preis Ende Juni kurzfristig unter die Marke von 4.000 US-Dollar fiel.

### Goldpreis (je Feinunze 31,1g)



Gegenwärtig belastet vor allem die reale Rendite in den USA den Goldpreis spürbar. Das gelbe Metall wirft bekanntlich keine Zinsen ab, sodass es in einem Umfeld steigender Renditen weniger attraktiv ist als zinstragende Anlagen. Die Opportunitätskosten des Goldhaltens haben somit deutlich zugenommen.

Da die Märkte gegenwärtig davon ausgehen, dass sich die Fed stärker auf die Inflationsbekämpfung konzentriert und entsprechend die Zinsen erhöht, dürfte dies auch mit Blick auf die nähere Zukunft Gegenwind für den Goldpreis bedeuten. Die am Markt erwartete Aussicht auf eine strengere Geldpolitik der Fed im Zusammenspiel mit dem gewachsenen Vertrauen in die Unabhängigkeit der Notenbank kommt derzeit auch dem Wert des US-Dollars zugute. Da der Goldpreis in US-Dollar fakturiert wird, wirkt sich ein stärkerer US-Dollar belastend auf den Goldpreis aus. Entgegen der Konsenserwartung am Markt erwarten wir derzeit keine Leitzinserhöhungen bei der US-Notenbank, sodass wir mit Blick nach vorne mit einem etwas nachlassenden Gegenwind von der Zinsseite rechnen. Darüber hinaus prognostizieren wir im weiteren Jahresverlauf einen tendenziell schwächer werdenden US-Dollar, was sich ebenfalls positiv auf den Goldpreis auswirken würde.

Der Kursverlauf zwischen Aktien und Gold war zuletzt entgegengesetzt (negative Korrelation), was die Rolle von Gold als Diversifikator im Gesamtportfoliokontext unterstreicht. Darüber hinaus sehen wir die aufgrund des Iran-Konflikts stattgefundenen Liquidationsverkäufe von Gold nicht zwangsläufig als fundamentale Schwächung der Funktion des gelben Metalls als Sicherer Hafen, sondern vielmehr als Bestätigung seiner Rolle als liquide Reserve in Stressphasen.

Alles in allem betrachten wir die strukturellen Treiber (insbesondere Zentralbankkäufe) für den Goldpreis als weitgehend intakt. Die psychologische Marke von 4.000 US-Dollar scheint zumindest vorerst gehalten zu haben und wurde vermehrt als Kaufgelegenheit genutzt. Basierend auf unseren Prognosen erwarten wir, dass der Gegenwind der letzten Monate für Gold wieder etwas nachlassen wird. Abseits externer Schocks sehen wir noch Aufwärtspotenzial und erwarten zum Jahresende einen Preis von 4.500 US-Dollar je Feinunze. Dies jedoch unter stark erhöhter Prognoseunsicherheit. Im Gesamtportfoliokontext setzen wir weiterhin auf Gold. Dies erfolgt jedoch weniger aus Rendite-, sondern vielmehr aus Diversifikationsgesichtspunkten. Daher bestätigen wir Gold als elementaren Portfoliobaustein in einer dem individuellen Risikoprofil entsprechenden Quote.

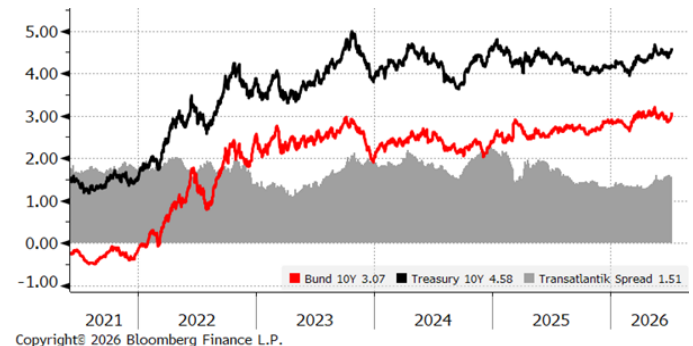
## Anleihemarkt

Auch an den Anleihemärkten ist der Iran-Konflikt der prägende Faktor. Zu Beginn führten vor allem steigende Inflationserwartungen und die damit einhergehende Wahrscheinlichkeit von Leitzinserhöhungen zu einem deutlichen Renditesprung. Dabei stiegen die kürzerfristigen Renditen schneller und stärker als die längerfristigen, sodass die Renditekurve sowohl in Deutschland als auch in den USA flacher wurde (gemessen an der Größe der Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährigen Anleihen).

Im weiteren Verlauf des Konflikts bewegten sich die Renditen im Bereich kürzerer und längerer Laufzeiten daraufhin mal stärker in die eine, mal in die andere Richtung. Ausschlaggebend waren dabei vor allem Änderungen der Inflationserwartungen -

insbesondere vor dem Hintergrund der Geldpolitik - sowie des konjunkturellen Ausblicks, insbesondere in Bezug auf das Wirtschaftswachstum.

## Transatlantik Spread



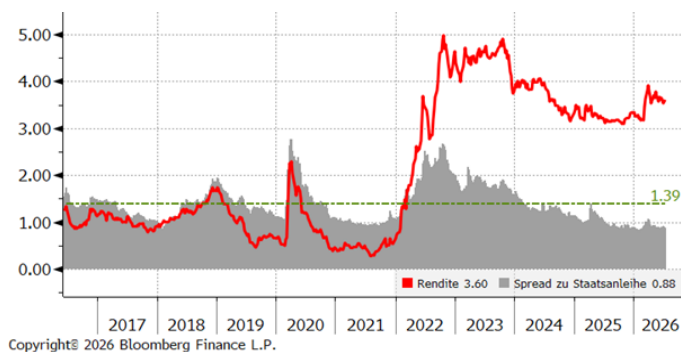
Wir gehen davon aus, dass die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe im weiteren Jahresverlauf innerhalb unserer Prognosespanne von 2,75 bis 3,25 Prozent pendeln wird. Unser Jahresziel von 3,0 Prozent bleibt dabei trotz des Iran-Konflikts unverändert. Zwar sind die Inflationsprämien gegenwärtig höher als zu Jahresbeginn, jedoch sind die längerfristigen Inflationserwartungen fest verankert und die schwächere Konjunktur dürfte einen dämpfenden Effekt auf die Renditen ausüben. Insgesamt gilt es festzuhalten, dass auch bei Anleihen der höchsten Bonität eine positive Realverzinsung möglich ist. Der Hauptertrag für Inhaber dieser Anleihen dürfte in der zweiten Jahreshälfte vornehmlich aus der laufenden Verzinsung stammen. Wir sehen sowohl die mittel- als auch die längerfristigen Renditen derzeit auf einem stabilen und lukrativen Niveau und bevorzugen daher diese Laufzeitenbereiche.

In den USA bleiben die Sorgen um die hohen strukturellen Defizite, die hohen Militärausgaben und die Nachhaltigkeit der US-Schulden renditetreibend. Gegenwärtig wirkt die Aussicht auf eine weiterhin unabhängige Fed, die ihren Fokus zudem auf die Inflationsbekämpfung legt, dämpfend auf die längerfristigen Renditen. Mit Blick auf Letzteres drückt die Erwartung einer strengeren Geldpolitik der Fed im Zusammenspiel mit den stark gefallen Energiepreisen die Inflationsprämien. Wir halten an unserer Prognose von 4,50 Prozent für die Rendite zehnjähriger US-Treasuries zum Jahresende fest. Allerdings erwarten wir eine äußerst volatile zweite Jahreshälfte, in der bei akuten Fiskal-Sorgen und möglichen Leitzinserhöhungen durchaus auch zwischenzeitlich die 5-Prozent-Marke erreicht werden könnte. Entsprechend hatten wir unser Prognoseband bereits auf 4,25 bis 5,00 Prozent angehoben. Sollte die Fed die Zinsen doch erhöhen, dürften die damit einhergehenden sinkenden Inflationsprämien einer stärkeren Übertragung auf längerfristige Renditen entgegenstehen.

Mit dem Ausbruch des Iran-Konflikts war an den Märkten für Unternehmensanleihen sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks zunächst eine vergleichsweise geringe Spread-Ausweitung zu beobachten. Diese war jedoch nur von kurzer Dauer. So sind die

Aufschläge für Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Qualität in den USA und im Euroraum mittlerweile geringer als vor Ausbruch des Konflikts. Die Gründe für die schnellen Spread-Rückgänge waren vor allem in der Hoffnung auf eine baldige De-Eskalation und der Öffnung der Straße von Hormus zu finden. Dies führte zu einer generell höheren Risikobereitschaft an den Finanzmärkten. Zudem wiesen die Unternehmen insgesamt starke Fundamentaldaten und solide Bilanzen auf. Eine anhaltende Ausweitung von Risikoprämien (z. B. Kreditrisiken) war hierbei nicht erkennbar. Die Renditen von Unternehmensanleihen sind jedoch seit Ausbruch des Iran-Konflikts deutlich angestiegen. Dabei ist zu betonen, dass dies vor allem auf ein höheres allgemeines Zinsniveau zurückzuführen ist.

### Unternehmensanleihen



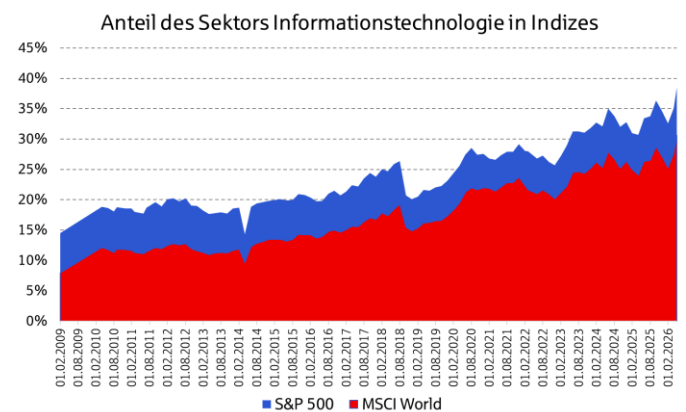
Unternehmensanleihen mit guter Bonität stellen nach wie vor eine wichtige Basisanlage im Anleihemarkt dar. Sollten die Risikoaufschläge wieder steigen, können wir uns eine Aufstockung in riskanteren Segmenten des Anleihemarktes, also in den Bereichen mit schwächerer Bonität, vorstellen. Bei diesen erscheinen uns die Risikoaufschläge derzeit allerdings vergleichsweise gering und unattraktiv. Insgesamt sollten am Rentenmarkt aktuell eher „bessere“ Bonitäten gewählt und höhere Risiken erst bei entsprechend höheren Prämien eingegangen werden. Wie auch bei Staatsanleihen dürfte in der zweiten Jahreshälfte der laufende Ertrag und nicht die Hoffnung auf Kursgewinne im Vordergrund stehen.

### Aktienmarkt

Nach drei Premium-Jahrgängen in Folge konnten die internationalen Aktienbarometer ihre Flughöhe in den ersten Wochen des neuen Börsenjahres vorerst konservieren. Das Geschehen war eingangs gekennzeichnet von einer Reihe von geopolitischen Paukenschlägen rund um Grönland und Venezuela. Die Schlagzeilen sorgten auf dem Parkett allerdings höchstens temporär für Nervosität. Und auch das latente Thema Zölle sowie die offensichtlichen Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank Fed seitens des amerikanischen Präsidenten wurden sehr unaufgeregt wahrgenommen. Der März stand sodann ganz im Zeichen der kriegerischen Handlungen im Nahen Osten und der kräftigen Energiepreisanstiege. Hoffnungsstimmende und destruktive Nachrichten wechselten sich in hoher Frequenz ab und hielten die Marktteilnehmer ständig in Atem, wobei grundsätzlich Molltöne

dominierten. Folgerichtig wurden Kapitalanlagen mit einem risikobehafteten Charakter vorübergehend abgestoßen. Im zweiten Quartal bewegten sich die Aktienmärkte grds. weiterhin in einem Spannungsfeld zwischen scheinbar wenig verbindlichen Aussagen sowie Handlungen auf der geopolitischen Bühne einerseits und dem Gefühl „nichts verpassen zu wollen“ mit Blick auf die technologischen Vorreiter andererseits. Unter dem Strich erklommen sowohl die Indizes in New York als auch in Tokio neue historische Höchststände in dem Zeitfenster, während der Deutsche Aktienindex (DAX) erst Anfang Juli gänzlich neues Terrain betrat. Als Zugpferde der Rallye fungierten nach wie vor schwergewichtige Technologiekonzerne, die eine inhaltliche Nähe entlang der Wertschöpfungskette zum Thema „Künstliche Intelligenz“ aufweisen und an dem strukturellen Trend offensichtlich operativ partizipieren. Zugleich zeigten in diesem Kontext prominente Chiphersteller aus den Vereinigten Staaten und Asien (Südkorea, Taiwan) die größten Kurssprünge. Die eh schon erhöhte Marktkonzentration mit den Technologieriesen im Fokus spitzte sich weiter zu.

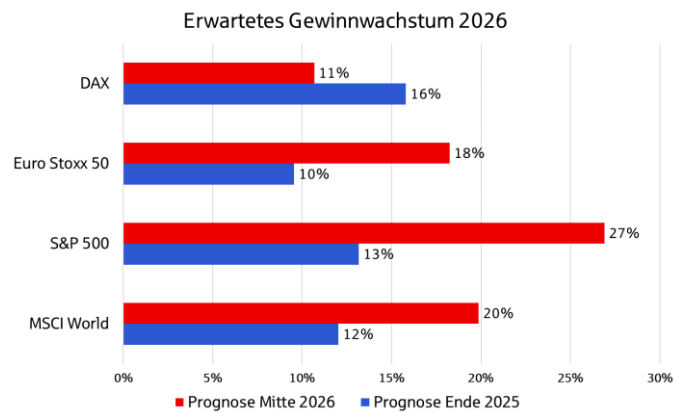
### IT-Sektor dominiert Indizes



Quelle: Lipper

Der Übergang in das zweite Halbjahr wird begleitet von einer Reihe an Unsicherheitsfaktoren wie dem weiteren geldpolitischen Kurs der wichtigsten Notenbanken und den immer noch fragilen Verhandlungen im Nahen Osten. Im Status quo scheint bei Letzterem zumindest die Gefahr einer ausgeprägteren Eskalation von den Entscheidungsträgern nicht gewünscht. Mit den wieder markant zurückgekommenen Energiepreisen ist ein nahendes stagflationäres Szenario unterdessen weniger wahrscheinlich geworden. Gleichzeitig dürfte sich die immer wieder aufflammende Skepsis der Marktteilnehmer in Bezug auf die nachhaltige Rentierlichkeit der Investitionsexzesse der schwergewichtigen Technologiegiganten kaum in Luft auflösen. Die Beweisführung der arg spendablen Konzerne liegt noch in der Zukunft, wobei an deren grundsätzlicher Potenz keine Zweifel bestehen.

## Extrem positive Gewinnrevisionen in den USA

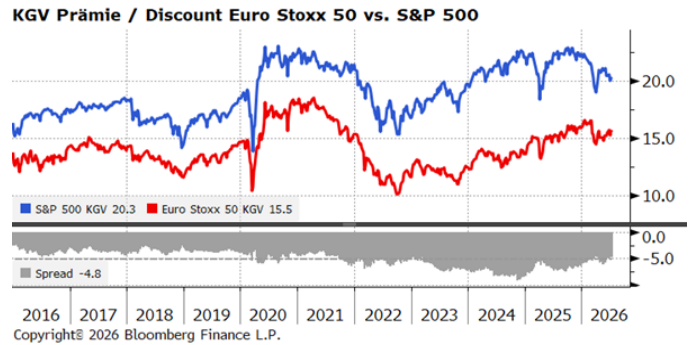


Quelle: Bloomberg

Mit Blick auf die operative Verfassung der börsennotierten Gesellschaften gilt unter diesen keineswegs einfachen Rahmenbedingungen zu konstatieren, dass die Mehrzahl eine beeindruckende Resilienz an den Tag legt. Angetrieben von den Geschäftserfolgen der Unternehmen aus dem Dunstkreis des strukturellen Megatrends „Künstliche Intelligenz“ mussten die aggregierten Gewinnsschätzungen der kommenden zwölf Monate - die von uns präferierte Überschussgröße für unsere Bewertungsmodelle - mit teils signifikanten regionalen Unterschieden nach oben angepasst werden. Aus dem lokalen Blickwinkel wirken die Ertragsperspektiven in den Vereinigten Staaten mit den prosperierenden Technologiehelden an vorderster Front unverändert günstiger. Das Ausmaß der positiven Gewinnrevisionen für die Gesamtheit der S&P 500-Mitglieder bleibt in dem Wissen der aktuell sehr hohen Ungleichgewichte in dem Leitindex historisch fast einmalig. Beispielhaft für den ungewöhnlichen Aufwärtsdruck spiegelte die Konsensmeinung zum Jahresstart einen Gewinnanstieg von rund 13 Prozent für das laufende Geschäftsjahr wider. Inzwischen liegt genau diese Erwartung für die Amerikaner bei imposanten 27 Prozent. Auch in Europa ist dieser sektorale Rückenwind inzwischen zu spüren, im Gegensatz zu den Prognosen für den DAX.

Bei der Überprüfung der Kursziele kommt - gerade auch basierend auf den Eindrücken aus den vergangenen Monaten - der Einschätzung der zukünftigen Ertragsaussichten weiterhin eine Schlüsselrolle zu. Denn etwaige Kurspotenziale hängen aus unserer Sicht am Nabel der operativen Stärke und nicht an einer spürbaren Ausweitung der Bewertungsrelationen. Schließlich spricht lehrbuchmäßig der geldpolitische Wetterumschwung gegen eine Multiplikatorenexpansion. Gegenwärtig liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des tonangebenden S&P 500 mit 20,3 auf dem Durchschnitt des Technologie-Regimes der vergangenen Jahre. In Europa ist das Bewertungslevel vor allem in den Premium-Jahren 2023-2025 deutlich angeschwollen, während die inzwischen eingetragene Flughöhe nunmehr als angemessen erscheint.

## Unauffällige Marktbewertung



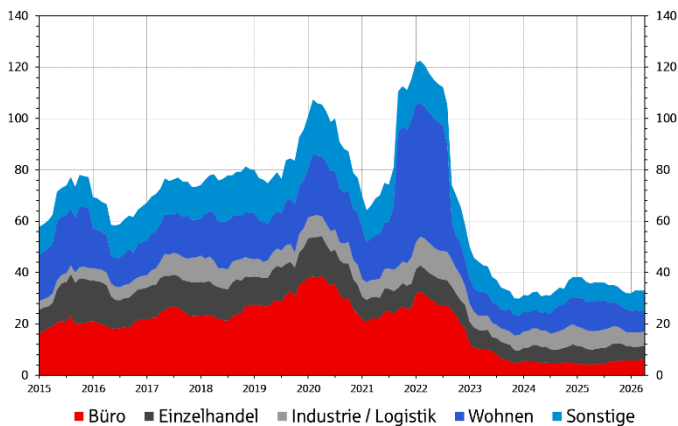
Unter Anwendung der bewährten Methodik veranschlagen wir das Kursziel für den DAX im Angesicht leicht steigender Gewinnschätzungen in Richtung eines vermeintlich verbesserten konjunkturellen Umfeldes in 2027 bei 26.000 Punkten per Jahresende 2026. Diese Zielmarke findet auch Bestätigung in einer ergänzenden quantitativen Analysetechnik. In Übersee ergibt sich für den S&P 500 unter der gleichen Verfahrensweise bei einer höheren Ertragsdynamik ein Kursziel von 7.800 Zählern, für den MSCI World von 5.100 Punkten.

Innerhalb des Aktiensegments gehen wir davon aus, dass die KI-Geschichte trotz der augenscheinlich großzügig verteilten Vorschusslorbeeren noch nicht zu Ende erzählt ist. Das erwartbare Wechselbad zwischen euphorischen Zügen und gesteigerter Skepsis bezogen auf das omnipräsente Fokusthema sollte in einer eher holprigen Wegstrecke in den sommerlichen Monaten bzw. erhöhten Volatilität mit Blick auf die Leitbarometer münden. Aus der taktischen Brille gilt es dann, eben diese Kursrücksetzer wie in den vergangenen Jahren im Sinne der fest verwurzelten „buy the dip“-Mentalität als Chance zu verstehen.

## Immobilien

Das Flämmchen guter Hoffnung, das im Herbst vergangenen Jahres unter Immobilieninvestoren aufgeflackert war, ist wieder spürbar kleiner geworden: Insbesondere der Ende Februar von den USA und Israel losgetretene Iran-Konflikt hat dem europäischen Investmentmarkt sein Momentum geraubt. Infolge der erhöhten Inflationserwartungen sind die Swap-Sätze und Umlaufrenditen von Staatsanleihen an den Kredit- und Anleihenmärkten deutlich gestiegen. Der Schwenk weg von stabilen Zinsen hin zu weiteren, drohenden Zinserhöhungen im Euroraum sorgte bei den notorisch zinsensitiven Immobilieninvestoren zwangsläufig für den nächsten Stimmungseinbruch. Das Transaktionsvolumen am europäischen Gewerbeimmobilienmarkt hat sich aufgrund der wieder entfachten Zinssorgen vom Schlussquartal 2025 zum ersten Quartal 2026 nahezu halbiert (47,3 Mrd. Euro vs. 90,0 Mrd. Euro).

### Transaktionsvolumen Deutschland (12 Monate rollierend in Mrd. EUR)



Quelle: Savills (2026)

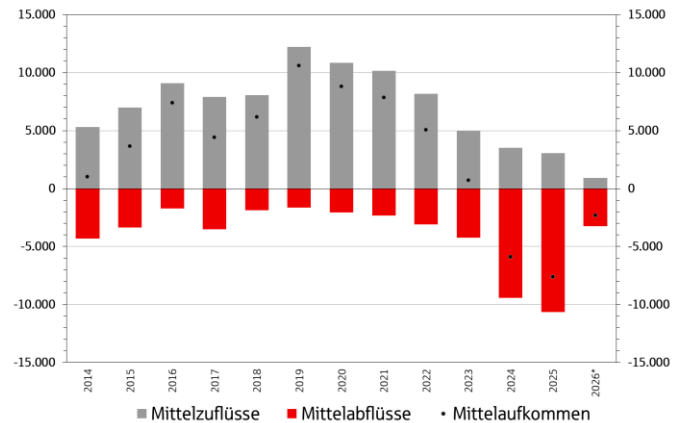
Den Transaktionsmarkt dürfte die allgemeine Unsicherheit, die sich neben den Zinserwartungen aus einem schwachen Wirtschaftswachstum und den geopolitischen Krisen speist, auf absehbare Zeit weiter lähmen. Hinzu kommen strukturelle Herausforderungen, insbesondere in den Nutzungsarten Büro und Einzelhandel. Damit wiederholt sich ein Muster: Verwöhnt durch die überlange Phase der Stabilität zwischen Finanzkrise und Corona-Pandemie hat die Immobilienwirtschaft einen Großteil der letzten vier Jahre damit verbracht, auf ein klareres und nachhaltiges makroökonomisches Umfeld zu warten, in dem sie sich erholen kann. Bisher bleibt diese Ereignisfolge jedoch ohne das vielfach beschworene Happy End.

Die Marktteilnehmer richten ihre Planungen daher zunehmend auf einen längeren Anpassungsprozess aus. Die erwartete Bodenbildung ist dabei nicht mit einer zyklischen Erholung gleichzusetzen, sondern beschreibt vielmehr eine Stabilisierung auf niedrigem Aktivitätsniveau, ohne bereits neues Wachstumsvertrauen zu implizieren. Ganz im Gegenteil: Es ist nicht mehr auszuschließen, dass es auch in der Breite des Marktes nochmals eine Absenkung des Preisniveaus geben wird. Zwischenzeitlich erodierte beispielsweise die Risikoprämie für Büroimmobilieninvestments als Vergleich der Spitzennettoanfangsrendite gegenüber 10-jährigen Bundesanleihen um mehr als 50 Basispunkte auf gerade einmal 146 Basispunkte. Zwar verzögern oder verhindern spezifische Marktmechanismen eine zeitnahe Anpassung des Renditeniveaus, dennoch ist aufgrund der erhöhten Unsicherheit im weiteren Jahresverlauf eine Verschiebung der Risiko-Rendite-Relation wahrscheinlich. Für Investoren wäre dies von erheblicher Bedeutung und ein wichtiges Signal, da insbesondere viele Core-Investoren wie Versicherungen, Banken und Pensionskassen ihren Hunger auf Immobilieninvestitionen weitestgehend verloren haben.

Investitions- und Transaktionsentscheidungen werden entsprechend selektiv getroffen, während Bestandmanagement, Restrukturierung und Refinanzierung im Fokus des Asset Managements

stehen. Eine Ausnahme bilden lediglich Family Offices mit langfristiger Perspektive und opportunistisch eingestellte Investoren, die mit Eigenkapital antizyklisch einkaufen können und im jetzigen Marktumfeld nach passenden Chancen suchen.

### Mittelbewegungen OIFs (in Mio. EUR)



Quelle: Deutsche Bundesbank (2026); \*Stand: 30.04.2026

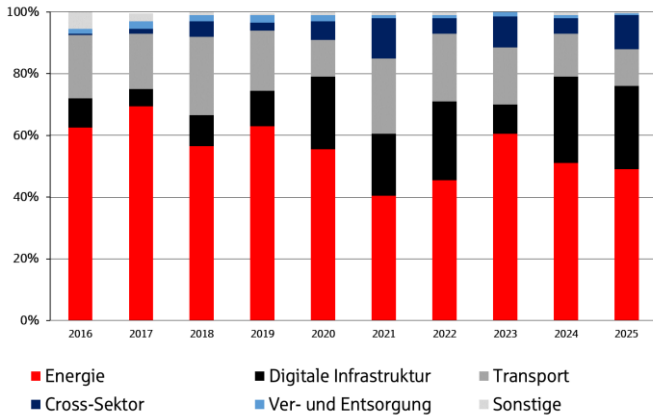
Auf der Verkäuferseite finden sich hingegen weiterhin viele offene Immobilienpublikumsfonds (OIFs), die nach wie vor mit Verkäufen von Privatanlegern zu kämpfen haben: Alleine in den ersten vier Monaten des Jahres verloren OIFs nach Zahlen der Deutschen Bundesbank netto mehr als 2,2 Mrd. Euro. Während der Niedrigzinsphase ist in offene Immobilienfonds viel Geld von zinssensiblen Privatanlegern hineingeflossen, das jetzt wieder abgezogen wird. Um diese Rückgaben bedienen zu können, müssen die Kapitalanlagegesellschaften jedoch Objekte veräußern. Im aktuellen Marktumfeld ist dies zumeist mit signifikanten Abschlägen und Wertkorrekturen verbunden, was sich wiederum negativ auf die Wertentwicklung der Fonds auswirkt. Nichtsdestotrotz präsentieren sich die Portfolios in Summe stabil, mit hohen Vermietungsniveaus, steigenden Mieteinnahmen sowie soliden Liquiditätsreserven. Für langfristig orientierte Anleger können offene Immobilienpublikumsfonds daher weiterhin als eine gute Möglichkeit zur Risikodiversifizierung funktionieren. Seit Kurzem dürfen OIFs sogar bis zu 15 Prozent ihres Vermögens in Erneuerbare-Energien-Anlagen investieren. Dies könnte die Diversifikation verbessern, zusätzliche Erträge generieren und gleichzeitig den Immobilienbestand nachhaltiger machen.

### Infrastruktur

Infrastruktur ist naturgemäß den weltweiten Megatrends ausgesetzt - wenn sich die Welt verändert, muss sich auch die Infrastruktur entsprechend verändern. Der weltweite Infrastrukturbedarf stellt sich gegenwärtig dringlicher dar als je zuvor und erfordert nach aktuellen Schätzungen des Global Infrastructure Hubs bis zum Jahr 2040 kumulierte Investitionen in Höhe von 106 Billionen US-Dollar. Der Investitionsbedarf beschränkt sich dabei nicht nur auf klassische Infrastrukturanlagen wie Straßen, Häfen, Brücken oder Stromnetze, sondern umfasst zunehmend auch neuere

infrastrukturelle Ausprägungen sowie systemübergreifende Schnittstellen zwischen verschiedenen Sektoren. Hierzu zählen insbesondere Rechenzentren, Ladeinfrastruktur, Glasfasernetze und weitere digitale beziehungsweise energiewendebezogene Infrastrukturbereiche.

### Verteilung der globalen Infrastruktur-Transaktionen nach Sektor



Quelle: McKinsey (2026)

In den vergangenen zwei Dekaden hat sich Infrastruktur zu einer der wichtigsten Anlageklassen innerhalb der Privatmärkte entwickelt. Im Jahr 2025 erreichte das globale Fundraising im Infrastrukturbereich mit nahezu 200 Mrd. US-Dollar einen neuen Höchststand und übertraf damit den bisherigen Rekordwert von 180 Mrd. US-Dollar aus dem Jahr 2022. Laut einer Studie von McKinsey benennen institutionelle Investoren Infrastruktur weiterhin als jene Anlageklasse, in der sie ihre Allokationen am stärksten ausbauen möchten. Diese Präferenz wird nicht mehr ausschließlich mit Diversifikationserwägungen begründet, sondern zunehmend auch mit renditeorientierten Zielsetzungen. Daraus resultiert eine wachsende Bereitschaft, innerhalb des Infrastrukturspektrums höhere Risiko-Exponierungen einzugehen und damit weiter entlang der Risiko-Rendite-Kurve zu investieren. Die Asset Manager reagieren auf diese veränderten Allokationspräferenzen mit größeren und komplexeren Transaktionen. Dabei gewinnen insbesondere großvolumige Fonds mit zugesagtem Kapital von mehr als 5 Mrd. US-Dollar an Bedeutung, was zugleich auf eine fortschreitende institutionelle Reife des Infrastrukturmärktes hinweist.

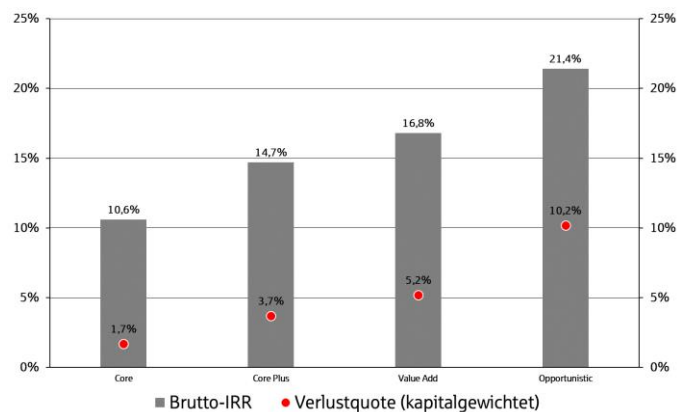
Die Wertentwicklung privater Infrastrukturinvestitionen war in den vergangenen Jahren vor allem durch eine hohe Ertragsstetigkeit gekennzeichnet. Nach Angaben von Hamilton Lane wies in den vergangenen 20 Jahren kein einziges Infrastruktursegment eine negative Jahresrendite aus. Der zentrale Befund liegt aber weniger in außergewöhnlich hohen Einzeljahresrenditen, sondern in der vergleichsweise kontinuierlichen Ertragsgenerierung über unterschiedliche Marktphasen hinweg. Diese Stabilität lässt sich unter anderem durch langfristige Vertragsstrukturen, regulierte Erlösmodelle, inflationsbezogene Anpassungsmechanismen und

eine häufig konjunkturreisistentere Nachfrage nach kritischen Infrastrukturdienstleistungen erklären.

Gleichwohl darf daraus keine Risikofreiheit abgeleitet werden. Höhere Finanzierungskosten, regulatorische Eingriffe, Bau- und Betriebsrisiken sowie Bewertungsanpassungen können die Renditen erheblich beeinflussen. Die maßgeblichen Renditetreiber verschieben sich zunehmend: Nicht mehr die Ausweitung von Bewertungsmultiplikatoren oder finanzielle Strukturierung stehen im Vordergrund, sondern operative Leistungsfähigkeit und ein effizienter Kapitaleinsatz. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich Kapitalbindungsdauern verlängern und Veräußerungen selektiver erfolgen.

Investitionen in Infrastruktur sind daher nie auf kurze Fristen angelegt. Sie stehen vielmehr für eine bewusste Entscheidung zugunsten langfristiger, über Marktzyklen hinweg tragfähiger Erträge - und somit gegen die jederzeitige Verfügbarkeit des eingesetzten Kapitals. Da institutionelle Investoren im Infrastrukturbereich höhere Ertragsersparungen formulieren, gewinnt damit auch die Qualität des Managements deutlich an Bedeutung.

### Renditen und Verlustquoten nach Risikoklasse



Quelle: Hamilton Lane (2025)

Die Kauf- und Verkaufsaktivität im Infrastrukturmärkte dürfte im weiteren Jahresverlauf vor allem von Anlagen getragen werden, die eng mit langfristigen Strukturrends verbunden sind. Hierzu zählen insbesondere die Elektrifizierung, die Verringerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen und der Ausbau digitaler Infrastruktur. In Europa kommt als zusätzlicher Treiber das politische Ziel hinzu, wirtschaftlich und sicherheitspolitisch unabhängiger zu werden. An der Schnittstelle dieser Entwicklungen dürften vor allem Rechenzentren sowie die dafür erforderliche Energieinfrastruktur weiterhin einen erheblichen Teil des investierten Kapitals auf sich ziehen.

### Fokusthema: Künstliche Intelligenz

Seit Veröffentlichung von ChatGPT im November 2022 dominierte kein Thema den Kapitalmarkt so sehr wie KI. In den vergangenen Monaten stach es zudem die letzten verbliebenen Trendthemen,

wie Gold und Defence/Verteidigung, aus. Selbst die Irankonflikt-Korrektur wurde durch die KI-Gewinne schnell überschrieben. KI dominiert die Märkte: KI schlägt Mikro(-Ökonomie). Zudem machen sich die immensen KI-Investitionen inzwischen auch direkt in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bemerkbar und prägen das US-Wachstum maßgeblich: Mikro schlägt Makro (Gesamtwirtschaft). Doch wie geht es weiter? Hierzu muss man etwas ausholen.

Angesichts der zuletzt extrem starken Kursentwicklung des Technologie-Sektors kommt man schnell in die Versuchung, Parallelen zur Dotcom-Blase zu ziehen. An deren Ende verlor die Nasdaq über drei Viertel ihres Wertes und auch der marktbreite S&P 500 büßte fast die Hälfte ein. Wiederholt sich die Geschichte? Anders als vor 26 Jahren handelt es sich diesmal nicht um eine Bewertungsblase. Die jüngsten Kursanstiege sind klar durch die Gewinnentwicklung unterstützt. Gerade im laufenden Jahr sind die Gewinnerwartungen sogar stärker gestiegen als die Kurse, wodurch sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis sogar reduziert hat. Es liegt nur noch leicht über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Ursache dafür sind die extrem hohen Investitionsausgaben der Hyperscaler, die die direkte Erklärung für das Umsatz- und Gewinnwachstum der Halbleiter-Unternehmen sind. Insofern stellt sich diesmal nicht die Frage nach einer Bewertungsblase, sondern vielmehr danach, ob es sich um einen Investitionsboom oder um eine Investitionsblase handelt. Ob also - trotz aller erwarteter Produktivitätssteigerungen - zu schnell zu viel in KI-Infrastruktur investiert wird.

Allgemein lässt sich KI als Allzwecktechnologie bezeichnen, die vor allem kognitive Tätigkeiten automatisiert. Für sich alleine gesehen bringt sie, ähnlich wie die Dampfmaschine, die Elektrizität oder das Internet, noch kaum einen volkswirtschaftlichen Mehrwert. Vielmehr ist sie Mittel zum Zweck für Produktivitätsfortschritt in anderen Branchen. Dabei sollten die Anbieter der KI-Infrastruktur (dauerhaft) einen gewissen Anteil der Produktivitätsgewinne bekommen. Dieser Anteil geht aber nur an den bzw. die Gewinner des KI-Rennens. Es könnte sich eine Situation ergeben ähnlich wie heute beim Suchmaschinen-Markt, dass sich aufgrund von Netzwerkeffekten am Ende also nur wenige Anbieter durchsetzen werden.

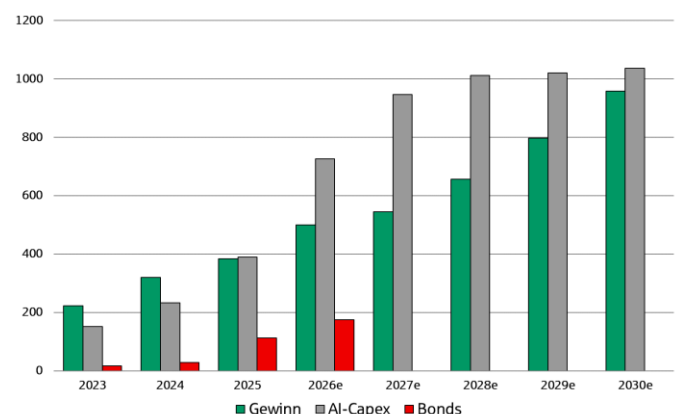
Grundsätzlich lässt sich die KI-Revolution in zwei Phasen einteilen. Phase 1 ist der kurzfristige KI-Investitionsboom, Phase 2 dann der langfristige KI-Anwendungsboom. Die erste Phase ist vom Aufbau der KI-Infrastruktur geprägt, wie wir ihn aktuell erleben. Diese Infrastruktur erhöht nicht direkt die Produktivität, sondern stellt zunächst lediglich den Aufbau des Kapitalstocks dar. Die Investitionen sind aber unmittelbar in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sichtbar und haben damit einen direkten Effekt auf das BIP-Wachstum. Dies ist jedoch nur ein temporäres Phänomen, solange es einen Netto-Aufbau gibt. Zudem hat die erste Phase einen inflationären Effekt und bringt neue Jobs.

In der zweiten Phase wird KI dann in der Breite der Unternehmen über alle Branchen hinweg im laufenden Betrieb angewendet.

Dies geschieht aber nur, wenn es sich in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung (GuV) der Unternehmen positiv auswirkt. Die Kostensparnisse bzw. Gewinnsteigerungen müssen also über den Ausgaben für KI liegen. Aus Sicht der KI-Infrastrukturanbieter kann wiederum KI im großen Stil nur angeboten werden, wenn die Betriebskosten unter dem angebotenen Preis liegen. Es muss also eine positive Kapitalrendite (ROI) geben. Dies scheint aktuell nur möglich, wenn die Preise für Halbleiter und Energie deutlich heruntermommen (so wie bei der IT-Revolution für Computer, Software und Rechenleistung) und/oder die Preise für KI-Anwender steigen. In der zweiten Phase ist das BIP-Wachstum durch Produktivitätssteigerungen (Totale Faktorproduktivität) geprägt. Zudem gibt es durch Kostenreduktionen einen disinflationären Effekt und einen Job-Umbau - manche Arbeitsplätze fallen weg, aber es gibt auch neue Rollen.

Wieso könnte es in einer solchen Situation überhaupt zu einer Investitionsblase kommen? Aus der Spieltheorie, einem Teilgebiet der Volkswirtschaftslehre, lassen sich ein paar Konzepte zur Erklärung heranziehen. Das sogenannte „Rat Race“ beschreibt eine Situation, in der sich Konkurrenten so sehr im Statuswettbewerb verausgaben, dass sich die Effekte gegenseitig aufheben und am Ende keiner gewinnt. Beim „Rent-Seeking“ konkurrieren Firmen um ein Privileg (z. B. ein Regierungsauftrag oder eine Monopolstellung) und investieren *zusammen* mehr Ressourcen als der Gewinn letztendlich wert ist. Steht am Ende aber ein „Winner-Take-Most Szenario“, also z. B. eine Oligopol-Position, kann sich diese Überinvestition aber *individuell* lohnen. So sprechen die CEOs großer KI-Unternehmen auch davon, dass sie das Risiko für Unterinvestitionen als größer einschätzen als das Risiko einer Überinvestition. So erklärt sich dann auch, warum die Hyperscaler-Unternehmen nicht auf günstigere Chip-Preise warten, sondern im aktuell laufenden „Rat Race“ nicht zurückfallen wollen.

#### Hyperscaler: Gewinn, KI-Investitionen und KI-Bonds (in Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg

Die Investitionsausgaben der vier großen (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft machen rund 90 Prozent aus) und zwei kleineren (Oracle, CoreWeave machen etwa 10 Prozent aus) Hyperscaler sind in den letzten Jahren stark gestiegen. Im Jahr 2023 wurden 152 Mrd. US-Dollar investiert, im Folgejahr waren es mit 233 Mrd.

US-Dollar schon über 50 Prozent mehr. 2025 legte der Wert um weitere zwei Drittel auf 389 Mrd. US-Dollar zu. Für das laufende Jahr geht der Konsens mit einem Plus von 87 Prozent vom größten relativen Anstieg aus. Die Investitionen würden in diesem Falle 726 Mrd. US-Dollar betragen. Für die Jahre 2027 - 2030 erwarten Analysten ein Investitionsvolumen von jeweils rund 1 Billion US-Dollar. Dies wäre rund ein Drittel mehr als im laufenden Jahr. Wenn die Prognosen so eintreten, würde das bedeuten, dass sechs Unternehmen über einen Zeitraum von sechs Jahren fünf Billionen US-Dollar in KI-Infrastruktur investieren. Zur Orientierung: dies entspricht ziemlich genau dem aktuellen BIP Deutschlands.

In ihren jeweiligen Domänen (Suchmaschinen, Online-Einzelhandel, Soziale Netzwerke, Betriebssysteme) sind die Anbieter annähernd Monopolisten und konnten daher enorme Gewinne realisieren. Im vergangenen Jahr konnten die Hyperscaler die Investitionen daher komplett aus den Gewinnen ihrer etablierten Geschäftsmodelle finanzieren. Doch schon im laufenden Jahr übersteigt der Investitionsbetrag die Summe der Gewinne. Zwar hätten diese Unternehmen genügend Eigenmittel zur Finanzierung, doch sind sie inzwischen zunehmend dazu übergegangen, auch Fremdkapital aufzunehmen. So wurden 2026 bereits 175 Mrd. US-Dollar an sogenannten KI-Bonds ausgegeben - Trend weiter steigend. Im nächsten Jahr dürfte die Lücke zwischen Gewinnen und Investitionen gemäß Analystenschätzungen mit gut 400 Mrd. US-Dollar ihr Maximum erreichen. Danach gehen die Prognosen von steigenden Gewinnen bei tendenziell konstant bleibenden Investitionen aus, sodass sich die Lücke bis 2030 annähernd schließen würde.

Doch was bedeuten diese unfassbar hohen Zahlen überhaupt? Letztlich gehen die Hyperscaler derzeit in Vorleistung, um die KI-Infrastruktur zu stellen. Die monetären Erträge von den Endkunden fließen aber zunächst nur spärlich. Es könnte sich um das oben beschriebene „Rat Race“ handeln - mit der Erwartung, dass am Ende der Sieger eine Quasi-Monopolstellung oder immerhin Oligopolstellung einnimmt. Für den *individuellen* Gewinner würden sich die Investitionen demnach lohnen, *aggregiert* könnten sie aber über dem letztendlichen Ertrag liegen.

Profiteure dieses „Rat Race“ sind derzeit die Halbleiter-Hersteller. Zu Beginn war es noch primär Nvidia als Entwickler von Grafikprozessoren / Rechenkernen (GPUs). Inzwischen hat sich das Feld aber ausgeweitet. Zunächst um die Anbieter von Hauptprozessoren (CPUs). Zuletzt profitierten vor allem die Hersteller von hochleistungsfähigen Speicherchips (HBM-RAM), da diese den größten Flaschenhals darstellten. Entsprechend schossen die Preise in die Höhe: für DDR5 16Gb Speicherchips verachteten sich die Preise zwischen September 2025 und Juni 2026.

„Schweinezyklen“ beschreiben periodische Schwankungen von Angebot und Preis auf Märkten, bei denen das Angebot durch Zeitverzögerungen nicht sofort auf Preisänderungen reagiert. Gerade Halbleiter sind für diese Zyklichkeit berüchtigt, da die Bauzeit für Chipfabriken bei 3 bis 5 Jahren liegt und nach Engpässen fast alle

Anbieter zeitgleich ihr Angebot ausweiten. In der aktuellen Situation ist daher zwar absehbar, dass die Preise irgendwann wieder näher an die tatsächlichen Produktionskosten heranrücken. Doch kann man nur darüber spekulieren, wann dem so sein wird.

Derzeit sind in der Phase 1 der KI-Revolution, dem Investitionsboom, demnach die Ausgaben der einen (Hyperscaler) die Einnahmen der anderen (Hardwareanbieter). Entsprechend werden die Kursentwicklungen und das generelle Bild innerhalb der KI-Domäne zunehmend differenzierter. Entscheidend wird auch sein, wie lange die Halbwertszeit bzw. die tatsächliche Abschreibungsdauer der jeweiligen Chips sein wird. Bleiben diese länger „state of the art“ müssen die Hyperscaler weniger ausgeben und die Hardware-Hersteller haben weniger Einnahmen - und umgekehrt. Die Interessen der einzelnen Akteure innerhalb des KI-Bereichs werden also auseinandergehen. Insgesamt spricht viel dafür, dass KI auch in Zukunft das prägende Thema an den Kapitalmärkten sein wird, auch wenn die Richtung nicht eindeutig vorbestimmt ist.

Gleichzeitig dominierte KI zuletzt auch das Wirtschaftswachstum in den USA. Rechnet man die schwankungsintensiven Einflüsse des Außenhandels heraus, lag der BIP-Zuwachs im Durchschnitt der letzten fünf Quartale bei rund 1,8 Prozent. Die Ausgaben für IT-Hardware und Software lieferten dabei einen Wachstumsbeitrag von 0,9 Prozent. Mit 389 Mrd. US-Dollar dürften die Hyperscaler dabei für fast zwei Drittel der Hardware-Investitionen innerhalb der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung verantwortlich gewesen sein. Sollte dieser Kapitalaufwand bis 2028 tatsächlich, wie von Analysten prognostiziert, auf 1.000 Mrd. US-Dollar steigen, würden alleine die Hardware-Ausgaben rund 1 Prozent Wachstum bringen. Hinzu kämen die Investitionen in Software.

Die Kausalität aus früheren Zeiten, in denen das Wirtschaftswachstum die Richtung am Aktienmarkt vorgab, scheint momentan nicht zu gelten. Dies gilt auch für einen weiteren Aspekt: den sogenannten „wealth effect“ (Vermögenseffekt). Demnach konsumieren Verbraucher mehr, wenn der Wert ihrer Vermögenswerte (Aktien, Immobilien, etc.) steigt, da dies ein Gefühl von Wohlstand erzeugt und sie sich finanziell sicherer fühlen. Machen Vermögenseinkommen einen großen Teil aus, was bei reichen Menschen der Fall ist, gilt dieser Zusammenhang sogar unmittelbar. Entsprechend dürfte der solide Privatkonsum innerhalb des US-BIP auch an der guten Aktienmarktentwicklung hängen. Letztlich gilt also: KI schlägt Makro.

Doch wie geht es weiter? In der langen Frist müssen Unternehmensgewinne durch Produktivitätsfortschritte gerechtfertigt werden. Es stellt sich unweigerlich die Frage danach, ob bzw. wann sich die hohen Investitionen für die Hyperscaler amortisieren. Die KI-Welle muss ertragswirksame Ergebnisse in der Breite liefern. Der Blick richtet sich auf Phase 2, dem KI-Anwendungsboom. Die Schätzungen gehen dabei weit auseinander. Am unteren Ende steht ein kumulierter BIP-Effekt von 1 Prozent. Am anderen Ende stehen Beratungsunternehmen, die niedrige zweistellige Werte prognostizieren. Wir halten KI für eine neue Schlüsseltechnologie

und orientieren uns daher an Erfahrungswerten von der Dampfmaschine, Elektrizität oder IT-Revolution. Die Produktivitätszuwächse (Totale Faktorproduktivität) wird auf 0,3 bis 0,6 Prozentpunkte pro Jahr geschätzt, was einem kumulierten BIP-Effekt von gut 3 bis 6 Prozent über die nächsten 10 Jahre bedeutet. Dies entspricht etwa den Prognosen der EZB und dem IWF Basisszenario. Die wirklich spannende Entwicklung dürfte aber wohl erst danach folgen, da erst nach 10 Jahren der Zinseszineffekt eine relevante Größe erreicht.

Wann rechnen sich nun also die hohen Investitionsausgaben? Sollte der Kapitalaufwand nach 2030 auf dem Niveau von rund 1 Bio. US-Dollar pro Jahr verharren, um die Abschreibungen am Kapitalstock zu kompensieren, würde der volkswirtschaftliche Breakeven zwischen 2031 (bei 0,6 Prozentpunkten Produktivitätsgewinn) und 2040 (bei 0,3 Prozentpunkten) erreicht werden. Die Vergangenheit zeigt, dass Technologieanbieter rund 20 Prozent des geschaffenen BIP-Mehrwerts einbehalten können. Unter dieser Annahme würden sich die Investitionen auf betriebswirtschaftlicher Ebene erst weit nach 2050 (0,6-%-Szenario) bzw. überhaupt nicht (0,3-%-Szenario) lohnen. Sollte sich dagegen am Ende nur ein Anbieter durchsetzen, hätte dieser zuvor nur einen Anteil der Kosten tragen müssen, würde aber den gesamten Gewinn abschöpfen und könnte obendrein Monopolistenpreise durchsetzen. Unter diesen Voraussetzungen würde der Breakeven bereits 2030 (0,6-%-Szenario) bzw. 2040 (0,3-%-Szenario) erreicht werden und danach immense Nettogewinne winken. Die Situation wäre wohl mit der bisherigen Stellung der Tech-Riesen in ihren jeweiligen Domänen vergleichbar.

Man sieht, wie viele Annahmen in dieser Berechnung stecken. Heute kann noch niemand voraussehen, welche Produktivitätszuwächse letztlich tatsächlich realisiert werden, wie hoch die Investitionen nach 2030 sein werden oder wie viele Anbieter sich am Ende am Markt halten werden. Was sich aber abzeichnet ist, dass es sich in Summe um Überinvestitionen handeln könnte, die sich für den bzw. die Gewinner des KI-Rennens aber auszahlen könnten und somit aus individueller Sicht gerechtfertigt wären.

Aus heutiger Sicht ist nicht komplett auszuschließen, dass neue Technologieansätze diese hohen Investitionen in Frage stellen (Deep Seek Moment).

## Anlagestrategie

Einmal mehr standen auch im ersten Halbjahr 2026 die Aktienmärkte im Fokus des Kapitalmarktes. Ob das laufende Jahr zu einem weiteren Premiumjahrgang avanciert, bleibt zwar noch offen, die Basis ist zumindest gelegt. Und wieder kam der Antrieb nicht aus der allgemeinen Volkswirtschaft, sondern von den Unternehmen, die direkt oder über Umwege von dem Hype um KI profitieren. Auch der Konflikt im Mittleren Osten, der den Ölpreis zwischenzeitlich über 120 US-Dollar das Barrel trieb und die Notenbanken angesichts steigender Inflationsraten auf den Plan rief, versetzte die Märkte nur kurzfristig unter Schock. Welche

Schlussfolgerungen und möglichen Veränderungen in der Ausgestaltung der Anlagestrategie ziehen wir nun aus den Erkenntnissen der ersten sechs Monate in 2026?

Die Rolle der KI aus dem grundlegenden Trend der Digitalisierung ist überragend, nicht zu vernachlässigen und wohl auch nicht abwählbar. Insofern gilt heute einmal mehr: KI schlägt Makro und Chancen, die sich aus der KI ergeben, sind (dosiert) zu nutzen. Wir wissen aber auch, dass sich Trends nicht ewig fortschreiben lassen und die hohen Investitionen in die KI nur dann zu rechtfertigen sind, wenn sie gesamtwirtschaftlich zu einer höheren Produktivität und mehr Wachstum führen. Vor diesem Hintergrund gilt die Annahme, dass die aktuellen Profiteure gerade nicht zwangsläufig die Favoriten von Morgen sein müssen. Insofern bestätigen wir unser Credo einer breiten Aufstellung, um bei einer Rotation - wie ja auch im ersten Halbjahr geschehen von Soft- zu Hardware-Unternehmen - nicht im Regen zu stehen. Auf der positiven Seite zu erwähnen ist dabei, dass die starken Kursgewinne im Technologiesektor nicht zu einer Bewertungsausweitung geführt haben, sondern die Anstiege der Unternehmensgewinne das in Teilen sogar überkompensiert haben, sodass sicherlich aus dieser Perspektive nicht von einer Blase zu sprechen ist.

Für den ersten Halbsatz unserer Strategie, **Chancen nutzen**, bleiben wir bei unseren Favoriten (KI-Infrastruktur, Asien-Pazifik und Technologie), weisen aber aufgrund der überdurchschnittlichen Wertzuwächse darauf hin, die Anteile nicht zu groß werden zu lassen und empfehlen gegebenenfalls eine Reallokation. Einen zusätzlichen Impuls auf der Chancenseite möchten wir mit der Begrifflichkeit antizyklisches Investieren setzen. Möglicherweise ist der derzeit im Zentrum stehende Trend der Digitalisierung etwas zu stark und einseitig vertreten. Vor diesem Hintergrund sehen wir Chancen bei Unternehmen der Medizintechnik (Demografie), die derzeit, nach unserer Ansicht zu Unrecht, eher als die Schmutzkinder der Börse angesehen werden. Aber auch der im letzten Jahr noch zu den Favoriten zählende Trend Defence hat leider nicht an Aktualität eingebüßt, die Kurswerte der Unternehmen aber schon. Zuversichtlich sind wir auch (wieder) für die Themen Nachhaltigkeit/Dekarbonisierung. Gestützt wird dies durch die nicht neue Erkenntnis, aber noch einmal präserter durch den jüngsten Ölpreisanstieg, die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu verringern und dies eben nicht nur aufgrund der Klima-Aspekte. Bei den asiatischen Aktien hat sich eine breitere Aufstellung unter Einbindung von China, den einschlägigen Schwellenländern, aber auch Japan als erfolgreich erwiesen. Wir bestätigen dieses Vorgehen und würden konzentrierte Investments in die ASEAN-Staaten eher zurückstellen. Dies gilt angesichts der furiosen Wertentwicklung durch den Höhenflug im Halbleitersektor derzeit auch für ein reines Emerging Markets-Engagement.

Was aber zahlt in dieser KI-Erfolgswelt auf den zweiten Teil unserer Strategie, **Resilienz leben**, ein? Bei einer rein quantitativen Betrachtung der Aktienentwicklung in den letzten 3,5 Jahren wenig. Die Wertbeiträge von den großen insbesondere technologieorientierten Indizes und in Teilen von Gold waren überragend. Dies gilt

aber auch für die zwischenzeitlichen Schwankungen, zum Beispiel beim US-Zolldrama oder eben auch im Zuge des Konfliktes im Mittleren Osten in diesem Jahr. Zudem ist die mittlerweile überragende Dominanz der TOP-KI-Werte in den großen Indizes zumindest einseitig, vielleicht sogar bedenklich. Im positiven Fall wird sich keiner beschweren, wenn der Indexanstieg nur von wenigen Titeln getragen wird. Sollte dieser Trend aber einen Abbruch erfahren, wird man die mangelnde Streuung schmerzlich vermissen. Unser Anliegen ist es, in schwierigen Zeiten oder auch in derzeit kaum zu prognostizierenden Trendbrüchen das Portfolio zu stabilisieren und resilient zu gestalten. Auch wenn eine vollständige Immunisierung weder möglich noch gewünscht ist, dürften diese möglichen Börsenphasen dann weitaus ruhiger auf das gesamte Portfolio abstrahlen.

Unter dem Gesichtspunkt einer ausgewogenen Depotstruktur empfehlen wir daher eine Reallokation auf zwei Ebenen:

1. Angleichung der Ist-Portfoliostruktur auf die Soll-Allokation bezogen auf Assetklassen
2. Mögliche Übergewichte innerhalb der Aktien ausgleichen, zum Beispiel durch Aufnahme von zurückgebliebenen Trendthemen/Sektoren

Die Berücksichtigung von **Ergänzungsanlagen** steht unverändert im Fokus, um das Depotergebnis zu glätten. Die von der Allokation kommend in der Regel den Aktien zuzurechnenden Anlagen verkörpern im Idealfall das Beste aus der Welt der Anleihen und der Aktien. Der Preis für die erwartete größere Stabilität der Ergänzungsanlagen ist in guten Zeiten für Aktien eine geringere Wertentwicklung. Favorisiert bleiben Investmentfonds mit Wandelanleihen, defensive Indexstrukturen und Kapitalschutzanleihen.

Ein Baustein, der noch vor Kurzem regelmäßig auf der Siegertreppe stand, sind **Rohstoffe/Edelmetalle** und besonders Gold. Auch wenn der Höhenflug beim Gold möglicherweise etwas zu weit gelaufen ist, bleiben die Argumente für eine Berücksichtigung in der Vermögensstruktur intakt. In Zeiten der geopolitischen Neuausrichtung erscheint eine Alternative zum Zentralbankgeld durchaus gerechtfertigt, obwohl das Vertrauen zumindest auf kurze Sicht in den US-Dollar durch den neuen Chef der US-Notenbank wieder gestärkt wurde. Auf mittlere und längere Sicht bleibt die Thematik der De-Dollarisierung strukturell bestehen. Insofern sollten die bekannten Käufer - Notenbanken, Private und Institutionelle - auch dem gelben Metall weiter die Treue halten.

Auch unsere mittelfristig eher leicht pessimistische Sicht zum US-Dollar macht aus unserer Heimatwährung, den Euro, nicht automatisch eine Hartwährung. Obgleich die EZB derzeit viel dafür tut, eine stabilitätsorientierte Politik zu verankern und zu kommunizieren, dass die Experimente der Vergangenheit mit negativen Zinsen nicht wiederholt werden sollen. Daher ist unser „Kuchensstück“ **Fremdwährungsanleihen** leicht geschrumpft, hat aber weiterhin auch aufgrund der zum Euro erwarteten höheren Renditen seine volle Berechtigung. Den Schwerpunkt der Fremdwährungen

würden wir außerhalb des US-Dollar sehen, da der Einfluss der US-Valuta durch die Dominanz der amerikanischen Aktien in den großen Indizes bereits mehr als deutlich ist.

Die wohl - je nach dem persönlichen Risiko - größte Relevanz haben neben Aktien die **Anleihen**. Aktuell erscheinen uns drei Faktoren besonders wichtig. Der wohl wichtigste: Mit bonitätsstarken Festverzinslichen ist das Erzielen einer positiven realen Rendite möglich. Ob die jüngste Leitzinserhöhung der EZB nun unbedingt nötig war, oder auch nicht, die Zentralbank hat unmissverständlich klar gemacht, wie wichtig ihr die Stabilität des Preisniveaus ist. Dies spiegelt sich in den allgemeinen Inflationserwartungen wider und ist für uns der vielleicht wichtigste Punkt, grundsätzlich positiv auf die Anlageklasse zu blicken. Da wir eher von konstanten kurzfristigen Zinsen ausgehen und die langfristigen Renditen ihr Niveau in etwa behaupten sollten, bleiben wir bei der Empfehlung, mittlere bis längere Laufzeiten zu favorisieren. Die Renditevorteile bei Unternehmensanleihen sind weiterhin ausgesprochen stabil, allerdings eher niedrig. Hier bevorzugen wir unverändert höhere Qualität, da uns die Abstände (Risikoprämien) für schlechtere Bonitäten nicht auskömmlich genug erscheinen.

Die beiden Blöcke der weniger liquiden Anlagen bleiben in ihren Anteilen unverändert. Gerade die **Spezialinvestments** mit ihren Beteiligungen in Infrastruktur und Private Equity passen angesichts der unbestritten großen Herausforderungen in die Modernisierung und Ertüchtigung der privaten und gemeinwirtschaftlichen Strukturen sehr gut in unser Anforderungsprofil und Produktspektrum. Eher zögerlich erweist sich die erwartete Erholung bei den **Immobilien**. Die kriegerischen Auseinandersetzungen im Mittleren Osten und die Angst vor stärker steigenden Zinsen verunsicherte die Investoren. Mittlerweile sind die Portfolios der Investmentfonds aber deutlich günstiger bewertet, was wiederum zu höheren Renditeerwartungen führt.

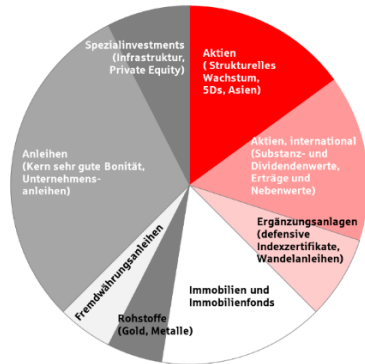
## Kernbotschaften der Anlagestrategie

- **KI schlägt Makro:** KI prägt weiterhin den Aktienmarkt, Chancen sollten (dosiert) genutzt werden, Spielraum wird kleiner
- Angesicht teilweiser **Übertreibungen bei Halbleiteraktien** und hoher Schwankung bleibt resiliente Allokation wichtig
- **Reallokation** von Anlagen mit weit überdurchschnittlicher Wertentwicklung (Technologie, KI-Infrastruktur, Asien-Pazifik) dieser Tage einmal mehr von Bedeutung
- **Antizyklisches Investieren:** Das D Digitalisierung/KI ist etwas zu stark, in andere Ds als Diversifikation investieren (**Demografie/Medtech, Defence, Dekarbonisierung/Nachhaltigkeit in Teilen**), Deglobalisierung hat eher höhere KI-Abhängigkeit
- **US-Dollar:** Vertrauensverlust (Liberation Day, Angriffe auf Fed) ist egalisiert, langfristig bleibt die De-Dollarisierung
- **Anleihen:** Geringe Risikoprämien, höchste Überzeugung in guten Bonitäten mit auskömmlichem Kupon und **positiver Realverzinsung**
- **Ergänzungsanlagen** nach 3,5 Premiumjahren **relevant**
- **Gold** scheint einen Boden gefunden zu haben

- **Immobilien:** Positive Stimmung ist mit Iran-Konflikt verlorengegangen, Portfolios der Fonds deutlich günstiger bewertet, zukünftig höhere Renditeerwartung

## Vermögensstruktur

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	24.995	22.000 - 27.500	<b>26.000</b>
Euro Stoxx 50 Index	6.328	5.500 - 7.000	<b>6.500</b>
S&P 500 Index	7.499	6.400 - 8.300	<b>7.800</b>
MSCI World Index	4.825	4.300 - 5.500	<b>5.100</b>
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,86%	2,75 - 3,25%	<b>3,00%</b>
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	4,47%	4,25 - 5,00%	<b>4,50%</b>
Euro in US-Dollar	1,14	1,14 - 1,21	<b>1,17</b>
Gold in US-Dollar je Feinunze	4.026	3.800 - 5.000	<b>4.500</b>

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Stand 30.06.2026

## 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](https://haspa-kapitalmarkt.de) oder mit unserem Kapitalmarkt Podcast „Auf Kurs“.

Hier klicken & lesen