

Herbstprognose

Zinsanstieg justiert Vermögenswerte neu: Chancen nutzen, Resilienz leben

Präambel

Das Jahr 2026 war bis hierhin (wieder einmal) von vielen unerwarteten Ereignissen, Wendungen und erneuten Kehrtwenden geprägt. Der Iran-Konflikt inklusive des Ölpreises als Seismograph steht dafür geradezu beispielhaft. Nach der Eskalation im März sprang der Ölpreis bis auf 124 US-Dollar pro Barrel und manche Analysten befürchteten gar über 200 US-Dollar. Im Sommer wirkte dann alles so, als ob man schnell wieder zu einer Einigung käme und die Rohölnotierungen beruhigten sich bis auf das Vorkrisen-Niveau von rund 70 US-Dollar pro Barrel. Doch der Schein trog und nach einigen weiteren Irrungen und Wirrungen stehen wir aktuell wieder bei einem Preis im dreistelligen Bereich. Ähnlich war es bei der Wahrnehmung von Kevin Warsh als neuen Chef der US-Notenbank. War er nach seiner ersten Pressekonferenz noch überzeugend und „Everybody's Darling“, enttäuschte er bei seiner zweiten Sitzung, nur um dann bei der dritten als Sinnbild der Notenbank-Unabhängigkeit zu stehen.

Aus dieser Beschreibung ergeben sich einige Ableitungen. So kann man mit einem glücklichen Händchen und einer engen Verfolgung des Marktes durchaus auf taktischer Ebene Chancen nutzen. Allerdings sollte dies nur mit professioneller Begleitung erfolgen, da mit größeren Chancen auch größere Risiken einhergehen. Deshalb empfiehlt es sich, selbst für erfahrene Anleger, mit ruhiger Hand auf eine ausgewogene, robuste Strategie zu setzen und sich nicht bei jeder Nachrichten-Überschrift verrückt zu machen. Zudem gilt es aus der Prognosesicht zwischen „Noise“ (kurzfristige Störsignale / Irrlichter) und Schlüsselereignissen sowie strukturellen Trends zu unterscheiden.

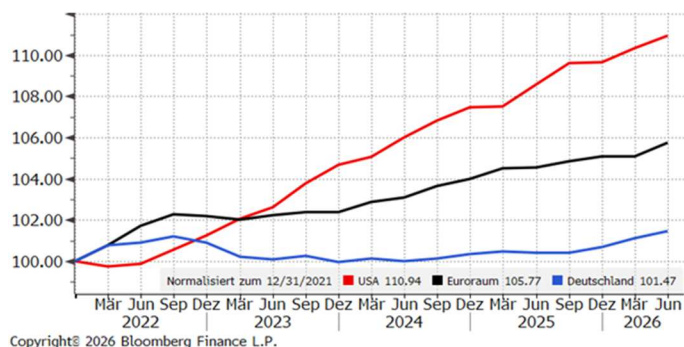
Aus unserer Sicht ist die wesentliche Erkenntnis folgende. KI ist weiterhin der zentrale Treiber am Kapitalmarkt, doch ist seine alleinige Dominanz etwas schwächer geworden. So hat sich die Makro-Seite mit kräftig gestiegenen Renditen lautstark zurückgemeldet. Diese sind dabei nicht nur durch die höhere Inflation aufgrund des Energiepreisschocks, sondern auch durch ein erstaunlich starkes Wachstum zu erklären. Insgesamt hat sich aus volkswirtschaftlicher Sicht die Lage überraschend verbessert und gleichzeitig sind die Risiken und die Fallhöhe gestiegen. Dies justiert die Vermögenswerte neu.

Konjunktur

Die globale Konjunktur zeigte sich angesichts des Nahost-Konflikts und des Energiepreisschocks bemerkenswert robust. Haben wir unsere Wachstumsprognosen im Frühjahr aufgrund der Eskalation deutlich heruntergenommen, gehen wir jetzt wieder weitgehend auf die Erwartung zurück, die wir vor einem Jahr hatten.

Die **deutsche Volkswirtschaft** kann erstmals seit langem wieder drei Quartale mit nennenswert positiven BIP-Veränderungen in Folge vermelden. Ein wesentlicher Teil davon kommt aus dem Staatsverbrauch. Durch die (nicht intendierte) Verschiebung von Investitionen hin zu Konsum kommt das Fiskalpaket von März 2025 schneller ins Laufen als gedacht. Aber auch die Exporte erholen sich wieder. Teilweise wirkt die Störung von Lieferketten hier sogar positiv für deutsche Produzenten, da sie den Weltmarkt beliefern können, während asiatische Konkurrenten stärker beeinträchtigt sind. Zuletzt konnten sich die Stimmungsindikatoren trotz diplomatischer Rückschritte im Iran-Konflikt halten und teilweise sogar verbessern. Zwar sind die Risikofaktoren gestiegen (möglicher Gas-Engpass im Winter, politische Unsicherheit, Ende des KI-Investitionsbooms, exogene Schocks, ...). Doch sollten diese nicht schlagend werden, gehen wir davon aus, dass die Staginationsphase hinter uns liegt. Unsere Wachstumsprognose für Deutschland liegt bei 1,1 Prozent in 2026 und 1,2 Prozent in 2027. Im Hinterkopf muss man dabei behalten, dass jeweils rund 0,3 Prozent durch einen positiven Kalendereffekt zu erklären sind.

BIP: Indexierte Entwicklung (Q1/2022 = 100)



Im **Euroraum** ist die Bundesrepublik damit nicht mehr Bremser. Das Wachstum der Staatengemeinschaft ist deutlich breiter verteilt. Fast alle Komponenten liegen gleichauf. Hier entwickelten

sich also neben dem Staatsverbrauch und dem Außenhandel auch der Privatkonsum und die Investitionen robust. Dabei ist Spanien einmal mehr das Zugpferd. Für den Euroraum sehen wir das Wachstum 2026 bei 1,1 und 2027 bei rund 1,0 Prozent.

In den USA gab es zwischenzeitlich durch den Haushalts-Shutdown und schwankungsintensive Außenhandelsdaten vergleichsweise schwache Konjunkturdaten. Der Blick auf den Arbeitsmarkt war ein stetiges Wechselbad der Gefühle und das Verbrauchervertrauen liegt am Boden. Weite Teile der Bevölkerung haben mit den hohen Energiepreisen und der generellen Bezahlbarkeit des Lebens zu kämpfen. Doch spiegelt sich die schlechte Stimmung nach wie vor nicht im Aggregat des Privatkonsums wider. Dieses zeigt sich weitgehend unauffällig. Wachstumstreiber sind einmal mehr die immensen Investitionen der KI-Unternehmen. Diese machen rund die Hälfte des BIP-Anstiegs aus. Daraus ergibt sich eine Wachstumsprognose von 2,3 Prozent für das laufende Jahr und 2,2 Prozent für das nächste Jahr.

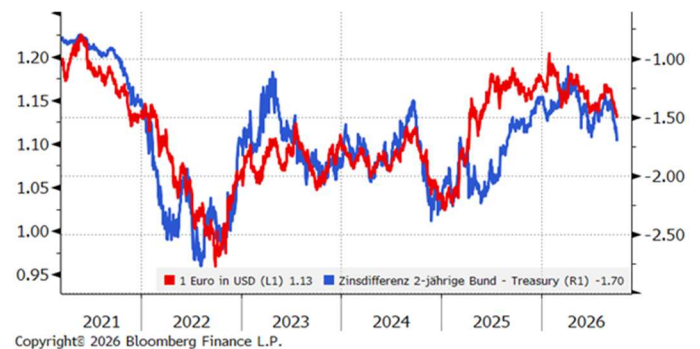
In China wurde das Wachstumsziel von „rund 5 Prozent“ nicht erneuert, sondern mehr auf den langfristigen Pfad abgestellt. So soll es gemäß 15. Fünfjahresplan ein qualitatives Wachstum geben (Bewältigung Überkapazitäten, Immobilienkrise, schwache Binnennachfrage), technologische Souveränität erreicht (Unabhängigkeit bei Halbleitern, KI, Robotik und Quantencomputing) und industrielle Automatisierung forciert werden. Zuletzt waren die BIP-Veränderungsraten schwächer als gewohnt. Zwar gilt Peking als (heimlicher) politischer und strategischer Gewinner des Iran-Konflikts, doch versucht es, den ökonomischen Schaden so gering wie möglich zu halten. So musste China seine Ölimporte drastisch reduzieren und seine Reserven anzapfen. Letztlich hat im Reich der Mitte die geopolitische Unabhängigkeit Vorrang vor kurzfristigen Wirtschaftsinteressen. Insofern könnte das BIP zwischenzeitlich gedämpft werden. Wir erwarten für dieses und nächstes Jahr jeweils ein Wachstum von rund 4,5 Prozent.

Wechselkurs

In den letzten Jahren ließ sich das Verhältnis zwischen Euro und US-Dollar recht gut am Renditeabstand 2-jähriger Bundesanleihen zu US-Staatsanleihen herleiten, da kurzfristige Papiere die Erwartungen an die Geldpolitik abbilden. Dieser Mechanismus wurde im letzten Jahr durch den „Liberation Day“ und politische Angriffe auf die Autonomie der Federal Reserve (Fed, US-Notenbank) verzerrt. Es entstand eine spürbare Diskrepanz: Trotz des steigenden Zinsvorteils der USA geriet der Greenback durch den massiven Vertrauensverlust unter Druck. Im laufenden Jahr hat sich diese Schere jedoch wieder weitgehend geschlossen. Getrieben durch den Iran-Konflikt flüchteten Investoren in die US-Währung, die damit unter Beweis stellte, dass sie nach wie vor global als krisensicherer Hafen gilt. Selbst die zwischenzeitliche Einigung über die Passage der Straße von Hormus löste kaum eine Gegenbewegung aus. Stärkend für den Greenback wirkte außerdem das Debüt des neuen Fed-Chefs Kevin Warsh. Mit seiner strikten Ausrichtung auf Preisstabilität gab er den Märkten das Vertrauen in

die politische Unabhängigkeit der Notenbank wieder und fachte Zinsanhebungserwartungen an. Nach einer zwischenzeitlichen Erholung der Gemeinschaftswährung auf 1,17 US-Dollar hat die jüngste Entwicklung die Dynamik wieder verschärft. Mit der Anhebung des Leitzinsbandes auf 3,75 - 4,00 Prozent ließ Kevin Warsh endlich seinen Worten Taten folgen. Unter diesem fundamentalen Druck sackte der Euro derzeit unter die Marke von 1,14 US-Dollar ab.

Euro-USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz



Der starke Greenback (zusammen mit den hohen Renditen) ist Ausdruck des vollsten Vertrauens in die Federal Reserve. Selbst die Interventionen des US-Finanzministeriums und die Aussage Trumps, „der Zinssatz in den USA sollte bei 1 Prozent liegen“, konnten dem offensichtlich keinen Abbruch tun. Der Markt geht inzwischen von einem „higher-for-longer“ Leitzins-Szenario aus. Die starke US-Konjunktur stützt den US-Dollar zusätzlich, während der schwächere Euro zwar die europäische Exportwirtschaft entlastet, aber die importierte Inflation anheizt.

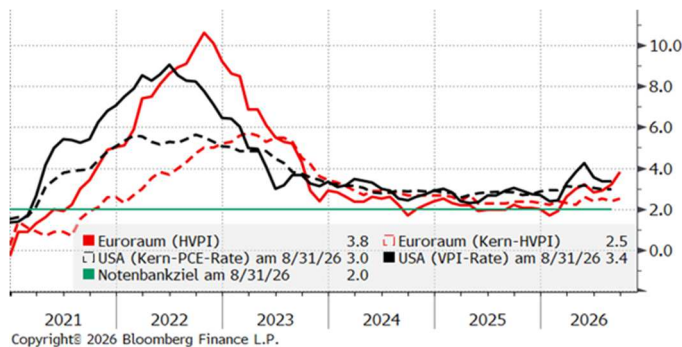
Die Terminmärkte implizieren jeweils 3 Zinsschritte von Fed und Europäischer Zentralbank (EZB). Wir sehen dagegen nur noch eine Anhebung seitens der EZB. Unter dieser Annahme sollte der Euro wieder etwas aufwerten. Im Ergebnis halten wir an unserem Prognoseband von 1,14 bis 1,21 und dem Kursziel von 1,17 US-Dollar pro Euro zum Jahresende fest. Im kommenden Jahr dürfte sich hieran - trotz des anhaltenden Trends der De-Dollarisierung - ohne neue Impulse wenig ändern. Allerdings scheint eine weitere Konfrontation zwischen Regierung und Notenbank vorprogrammiert, sollte die Fed an ihrem Kurs festhalten.

Inflation

Sowohl der Euroraum als auch die USA sehen sich mit stark gestiegenen Energiepreisen aufgrund des Iran-Konflikts sowie hartnäckigen Preissteigerungen im Dienstleistungssektor konfrontiert. Das inflationäre Gesamtbild ist in beiden Währungsräumen jedoch unterschiedlich nuanciert. Die entscheidende Frage hinsichtlich der kommenden Teuerungsraten bleibt die weitere Entwicklung der Energiepreise, die maßgeblich vom ungewissen Verlauf des Iran-Konflikts bestimmt wird. Je länger die Energiepreise erhöht bleiben, desto größer ist die Gefahr von Zweitrundeneffekten. Bislang sind diese weder im Euroraum noch in den USA erkennbar.

In beiden Währungsräumen hat sich in den Inflations-Pipelines weiterer Preisdruck aufgebaut, der noch nicht vollständig in den Teuerungsraten angekommen sein dürfte. Vor allem ist mit einem verzögerten Anstieg der Lebensmittelinflation zu rechnen. Verstärkend wirken Störungen in den Häfen am Schwarzen Meer, Extremwetter und Probleme in den Düngemittellieferketten. Auch die Erzeugerpreisindizes, die üblicherweise einen Vorlaufindikator für die Verbraucherpreisinflation darstellen, bleiben deutlich erhöht.

Inflationsraten Euroraum und USA (in %)



Im Euroraum wird das Inflationsbild weiterhin vornehmlich von den Energiepreisen bestimmt. Nach einer kurzen Phase sinkender Notierungen im Frühsommer fiel die Inflationsrate im Juni auf 2,8 Prozent. Mit dem erneuten Energiepreisanstieg erhöhte sie sich auf zuletzt 3,8 Prozent im August. Die Kernrate blieb dagegen stabil bei rund 2,5 Prozent. Die Teuerungsraten in Deutschland (3,3 %), Frankreich (3,0 %), Italien (4,2 %) und Spanien (4,9 %) lagen im September allesamt deutlich über den Markterwartungen. Die Unterschiede innerhalb des Euroraums sind strukturell bedingt und resultieren insbesondere aus dem jeweiligen Energiemix, unterschiedlich starkem Wirtschaftswachstum und nationalen Energiesubventionen.

Unter der Annahme, dass die Ölpreise leicht sinken und Zweitrundeneffekte nur gemäßigt auftreten, dürfte die Inflationsrate sich im Euroraum bis Februar 2027 um 3 Prozent bewegen. Anschließend sollten insbesondere Basiseffekte die Teuerungsraten im weiteren Jahresverlauf wieder nach unten drücken. Insgesamt erwarten wir für 2027 eine Gesamtinflationsrate von 2,3 Prozent und 2,4 Prozent bei der Kernrate.

In den USA ist das Inflationsbild strukturell vielschichtiger. Neben dem angebotsseitigen Energiepreisschock entsteht zusätzlicher Preisdruck durch stärkeres Wirtschaftswachstum, zollbedingte Preissteigerungen, den KI-Infrastrukturausbau - insbesondere angesichts gestiegener Chip- und Halbleiterpreise („Chipflation“) - sowie ein strukturelles Haushaltsdefizit von rund 6 % des BIP. Die anhand der privaten Konsumausgaben („Personal Consumption Expenditures“, PCE) berechnete Kern-PCE-Rate, das von der Fed präferierte Inflationsmaß, sank von 3,2 Prozent im Mai auf 3,0 Prozent im August. In diesen Werten sind die jährlichen Revisionen bereits berücksichtigt, durch die die vorangegangenen Raten rechnerisch nach unten korrigiert wurden. Die Teuerung im

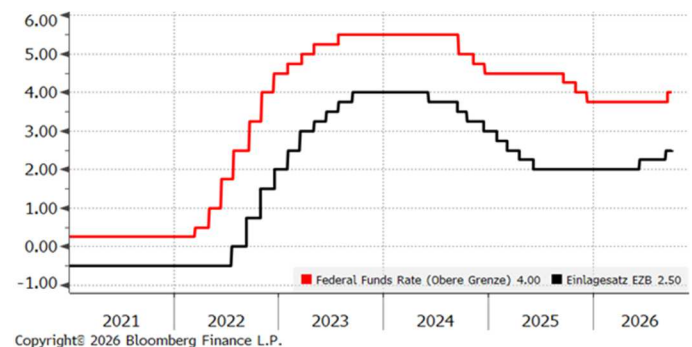
August im Vergleich zum Vormonatwert blieb insgesamt unverändert. Die anhand des Verbraucherpreisindex (VPI) berechneten Teuerungsraten lagen im selben Zeitraum aufgrund unterschiedlicher Gewichtungen oberhalb der PCE-Raten.

Auch 2026 reiht sich in die mittlerweile fünfjährige Verfehlung des US-Inflationsziels ein. Ohne einen erneuten, anhaltenden Energiepreisanstieg dürften ab März 2027 stärkere Basiseffekte die Inflationsraten nach unten drücken. Zudem sollten Zolleeffekte aus den Raten fallen und der Preisauftrieb bei den im VPI stark gewichteten Wohnkosten nachlassen. Für 2027 erwarten wir eine Gesamtjahresrate von 2,6 beim VPI und 2,5 Prozent bei der Kern-PCE-Rate.

Notenbanken

Die impliziten Leitzinserwartungen an den Terminmärkten deuten sowohl bei der Fed als auch bei der EZB auf einen ausgeprägten Zinserhöhungszyklus mit jeweils drei weiteren Anhebungen bis Mitte 2027 hin. Aus makroökonomischer Sicht halten wir diese Erwartungen, insbesondere mit Blick auf die Daten und die Kommunikation der Notenbanken, für überzogen. Die EZB hat im September den Leitzins (in Form des Einlagesatzes) um 0,25 Prozentpunkte auf 2,50 Prozent erhöht. Dies war der zweite Schritt seit Ausbruch des Iran-Konflikts. Zugleich passten die Währungshüter ihre Inflations- und Wachstumsprognosen leicht nach oben an.

Leitzinsen (in %) Fed und EZB



Die EZB steht vor der schwierigen Aufgabe, in einem heterogenen Währungsraum die Inflation zu bekämpfen, ohne die Konjunktur unnötig stark auszubremsen. Aufgrund deutlicher Unterschiede bei den nationalen Inflations- und Wachstumsraten ist die Hürde für weitere Zinsschritte relativ hoch. Für einige Länder dürfte das aktuelle Zinsniveau angemessen, für andere zu hoch oder zu niedrig sein. Dies erfordert einen Balanceakt und passt zur Aussage von Christine Lagarde, die EZB werde „maßvoll“ agieren. Hinzu kommt, dass Leitzinsen keinen direkten Einfluss auf Energiepreise haben. Gegen einen anhaltenden Zinserhöhungszyklus sprechen zudem fehlende Anzeichen für Zweitrundeneffekte und weiterhin fest verankerte langfristige Inflationserwartungen. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir lediglich eine weitere Leitzinserhöhung im Dezember, die zumindest teilweise als „Überbrückung“ bis zum Einsetzen von Basiseffekten im März 2027 dienen dürfte.

Auch die Fed erhöhte im September den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne von 3,75 bis 4,00 Prozent. Auf seiner dritten Sitzung als Fed-Präsident konnte Kevin Warsh mit einem einstimmigen Beschluss seinen Worten Taten folgen lassen. Zuvor hatten sich Marktteilnehmer zunehmend daran gestört, dass er seit seiner Amtseinführung zwar für eine harte Gangart bei der Inflationsbekämpfung geworben, diese jedoch im Fed-Gremium nicht durchgesetzt hatte. Die Fed begründete die Erhöhung damit, das Tempo auf dem Weg zum Inflationsziel beschleunigen zu wollen. Die teilweise über den Markterwartungen liegenden August-VPI-Raten dürften dabei das Zünglein an der Waage gewesen sein. Auch die US-Währungshüter erhöhten ihre Wachstums- und Inflationsprojektionen leicht. Zudem prognostiziert das Offenmarkt-gremium eine weitere Zinsanhebung im Jahr 2026.

Auch wenn ein einzelner Zinsschritt eher ungewöhnlich ist, erwarten wir derzeit keine weitere Erhöhung durch die Fed. Einerseits wirkt das Offenmarkt-gremium in seiner Einschätzung zur Inflationsbekämpfung gespalten. Andererseits sind die Inflationstreiber in den USA vor allem angebotsseitig geprägt: zollbedingte Preissteigerungen, hohe Energiepreise, inflationstreibende US-Defizite sowie eine scheinbar zinsunempfindliche Investitionsnachfrage und Anleiheemissionen großer KI-Unternehmen. Diese Faktoren lassen sich mit Leitzinserhöhungen kaum direkt adressieren. Wir sehen den Zinsschritt daher vor allem als beabsichtigten Signaleffekt, der die Glaubwürdigkeit von Warsh und der Fed gestärkt sowie Erwartungen zeitnaher Zinssenkungen gedämpft hat.

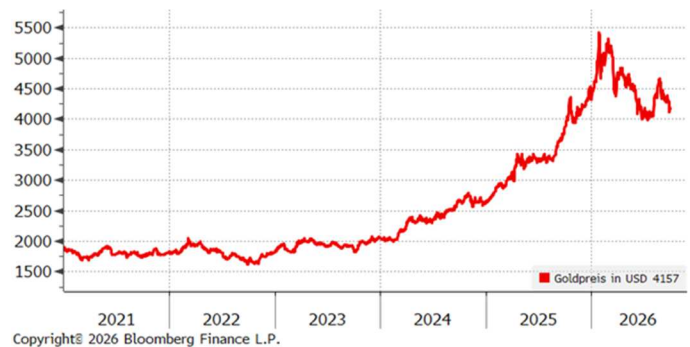
Gold

Mit einem Schlusskurs von 4.157 US-Dollar je Feinunze beendete Gold das dritte Quartal 2026 mit einem moderaten Kursgewinn von rund drei Prozent. Dahinter verbirgt sich jedoch eine äußerst volatile Preisentwicklung. Von Juni bis September bewegte sich der Preis in drei voneinander trennbaren Phasen. Einem starken Einbruch folgte die Verteidigung der 4.000-US-Dollar-Marke und anschließend eine Rallye über 600 US-Dollar, bevor das gelbe Metall bis Quartalsende den Großteil dieser Gewinne wieder verlor.

Die strukturelle Ausgangslage hat sich weiter verfestigt. Zentralbanken blieben auch im dritten Quartal die beständigste Nachfragequelle und federn weiterhin stärkere Preisrückgänge ab. Ziel der Käufe ist vor allem die Diversifikation der Reserven, das tieferliegende Motiv die De-Dollarisierung. Sanktionsrisiken und finanzielle Fragmentierung stärken die Attraktivität von Vermögenswerten außerhalb des traditionellen Währungssystems.

Gegenwind kam vor allem von der Zinspolitik der Notenbanken und den infolgedessen stark gestiegenen Realzinsen, die die Attraktivität des zinslosen Goldes minderten. Gleichzeitig profitierte Gold von der gestiegenen geopolitischen Unsicherheit und Sorgen um hohe Staatsschulden. Ein weiterer Faktor für die starken Preisschwankungen war die unbeständige Goldnachfrage seitens der ETF-Anleger.

Goldpreis (je Feinunze 31,1g) in US-Dollar

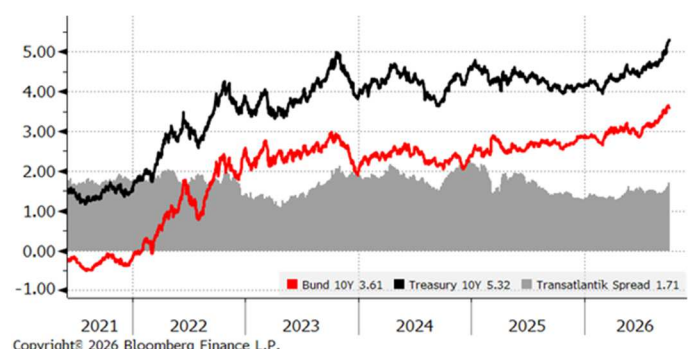


Wir erwarten, dass sich die preisbestimmenden Faktoren im weiteren Jahresverlauf weitgehend gegenseitig aufheben und sich der Goldpreis daher eher trendlos bewegen wird. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Jahresendprognose von 4.500 US-Dollar je Feinunze. Gold ist taktisch schwer zu greifen, was unsere relativ große Prognosespanne begründet. Strategisch bestätigen wir Gold in Form einer festen Quote - vor allem aus Diversifikationsgesichtspunkten - als elementaren Portfoliobaustein.

Anleihemarkt

Im 3. Quartal hat die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe deutlich angezogen und liegt derzeit mit Werten um 3,50 Prozent fast 90 Basispunkte oberhalb des Vorjahresniveaus. Sie folgt damit der Entwicklung an den US-Märkten. Für den Verkaufsdruck an den globalen Anleihemärkten gibt es verschiedene Ursachen. Ein Faktor ist die erneute Eskalation im Iran-Konflikt, die die kurzfristigen Inflationserwartungen befeuert hat. Sinkende Hoffnungen auf ein Ende der Blockade der Straße von Hormus haben in diesem Kontext dazu geführt, dass die Erwartungen an anhaltende Leitzinserhöhungen zugenommen haben.

Renditen 10-jährige Staatsanleihen Deutschland, USA (in %)



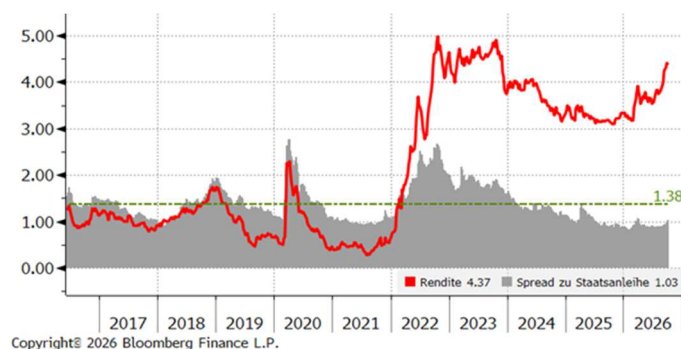
Wie beeinflusst der Anstieg der kurzfristigen Zinsen die Rendite längerlaufender Staatsanleihen? Vereinfacht dargestellt entspricht die Rendite einer langfristigen Anleihe der fortlaufenden Anlage zu Geldmarktsätzen zuzüglich einer Laufzeitprämie. Je nachdem wie die Märkte das zukünftige kurzfristige Zinsumfeld der kommenden Jahre bewerten, entwickelt sich als Restgröße die Laufzeitprämie. Standardmodelle zur Aufschlüsselung der Rendite in Laufzeit- und kürzere Komponente deuten darauf hin, dass

in Europa die Laufzeitprämie seit Mitte August rund ein Drittel zum Renditeanstieg beigetragen hat. In den USA war der Zinsanstieg demnach überwiegend auf die kurzfristige Komponente zurückzuführen.

Der Renditeanstieg bei den langfristigen Staatsanleihen in den USA, mittlerweile rentiert die zehnjährige Laufzeit dort bei knapp 5,30 Prozent, wirkt sich auch auf die Renditen in anderen Währungsräumen aus. Neben der von der Marktmehrheit erwarteten restriktiveren Notenbankpolitik treiben aber auch Zweifel an der Glaubwürdigkeit der US-Geld- und Fiskalpolitik die Renditen. Hier waren insbesondere die Maßnahmen des US-Schatzamtes wenig hilfreich. Gemeint ist zum einen der Verkauf von Euro gegen Yen, um den Yen zu stützen, zum anderen den ausgeweiteten Tausch von „Langläufern“ in kurze Laufzeiten bei US-Treasuries. Hinzu kommt die Schuldenproblematik: Sowohl in den USA als auch in Europa (insb. in Frankreich) sehen die Marktteilnehmer trotz steigender Finanzierungskosten wenig Bereitschaft der Politik, zu einer nachhaltigen Finanzpolitik zurückzukehren. Diese Entwicklung trifft auf eine Situation, in der die großen KI-Unternehmen relativ neu und zudem in großem Umfang (schon 15 % des US-Gesamtemissionsvolumens im Unternehmensanleihebereich in den ersten acht Monaten 2026) dazu übergegangen sind, Anleihen zu emittieren.

Wie sehen wir die weitere Entwicklung bei den Renditen? Sie bleibt eng verknüpft mit unserer Einschätzung auf der kurzfristigen Seite. Wir gehen - wie im Abschnitt über Inflation dargelegt - davon aus, dass die Inflationseffekte Energiepreis-induziert und damit vorübergehender Natur sind und Zweitrundeneffekte in Europa weitgehend ausbleiben dürften. Wir haben unsere Prognosen für das Jahresende 2026 deshalb nur moderat angepasst: Für die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe erwarten wir nun Werte um 3,35 Prozent, rechnen also mit einem leichten Rückgang, wenn die von uns als überzogen bewerteten Erwartungen von drei Leitzinserhöhungen der Fed und der EZB (bis Mitte 2027) in Teilen wieder zurückgenommen werden sollten. Bei der zehnjährigen US-Rendite prognostizieren wir nun einen Wert von 4,90 Prozent zum Jahresende 2026.

Euro-Unternehmensanleihen BBB (in %)



Bei den Unternehmensanleihen liegen die Renditeaufschläge (Spreads) im mittleren Laufzeitbereich (BBB zu Bund) derzeit mit 103 Basispunkten nach einem kleineren Anstieg in den

vergangenen Wochen in der Mitte zwischen dem Niveau zum Jahresanfang und dem turbulenten Ende des ersten Quartals (erster Kriegsmonat Iran). Mit Blick auf die soliden Konjunkturdaten und die überwiegend gute Gewinndynamik der Unternehmen rechnen wir hier kurzfristig mit wenig Veränderungen. Angesichts der deutlichen Spread-Ausweitungen bei französischen Staatsanleihen (OATs), deren Volatilität angesichts des politischen Zeitplanes (Präsidentenwahlen 1. Runde am 18.04.2027) bis weit in das Jahr 2027 hinein erhalten bleiben dürfte, werden Anleihen bonitätsstarker Unternehmen aus Frankreich gegenüber OATs von einigen Investoren als das bessere Risiko gesehen. Auch diese Entwicklung stützt aktuell das Investment-Grade-Corporate-Segment.

Bei Hochzinsanleihen bleiben wir dagegen vorsichtig. Auch hier kam es zuletzt zu einer leichten Spread-Ausweitung. Die absoluten Aufschläge spiegeln aber mit Blick auf historische Durchschnittswerte u. E. nicht das verbundene Risiko adäquat wider.

Fazit: Angesichts unserer Überzeugung, dass die Zinserhöhungserwartungen des Marktes übertrieben erscheinen, sehen wir attraktive Einstiegschancen bei länger laufenden europäischen Unternehmensanleihen höherer Qualität. Mit laufenden Renditen um vier Prozent stellen entsprechende Investmentfonds eine positive Realverzinsung und Kursgewinne in Aussicht, wenn sich die Leitzinserhöhungserwartungen entspannen.

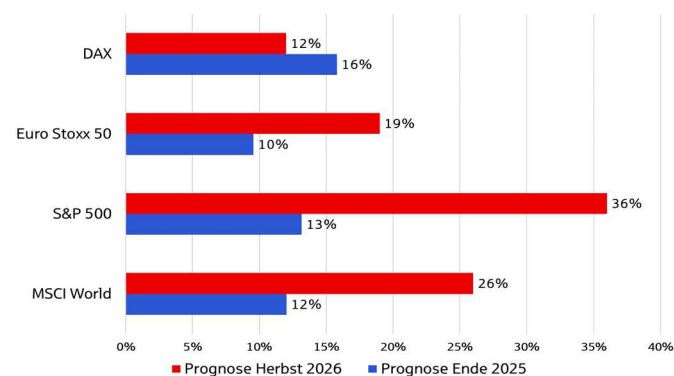
Aktienmarkt

Im Angesicht latenter Gegenwinde, vor allem auf der geo- und geldpolitischen Weltbühne, präsentierten sich die internationalen Aktienmärkte im traditionell schwächeren Sommerquartal erstaunlich resilient. Diese Robustheit inkludierte aber gleichzeitig größere Schwankungen unterhalb der Oberfläche. So mussten die „Highflyer“ des ersten Halbjahres in Gestalt prominenter Chiphersteller aus den USA und Asien (Taiwan, Südkorea) zumindest zwischenzeitlich spürbar Federn lassen. Unter dem Strich dominierte das imposante Ertragsmomentum vorrangig aus dem IT-Sektor aber erneut das Bild an den Kurstafeln. Dem ständig steigenden Renditeniveau am globalen Anleihemarkt zum Trotz stand im Zeitraum Juli bis September die US-amerikanische Börse in der Gunst weiter vor den europäischen Pendanten bzw. vor dem Deutschen Aktienindex (DAX). Die Rangfolge der Bevorzugung passt offensichtlich hervorragend zu dem unterschiedlich dynamischen Trend der Gewinnschätzungen.

Festzuhalten gilt also mit dem Blick in den Rückspiegel und in der Vorausschau: Der Anstieg der Unternehmensgewinne bleibt gerade bei einer Vielzahl von störenden Nebengeräuschen - die auch die im Fokus stehende KI-Welt in Form von lauter werdenden Sicherheitsbedenken betreffen - das unverzichtbare Lebenselixier auf dem Parkett. Die zurückliegende Q2-Saison kann getrost als Berichtsperiode der Superlative bezeichnet werden. Ohne eine vorangegangene Rezession sind derart Steigerungen historisch kaum beobachtbar. In den Vereinigten Staaten lieferten selbstredend die Konzerne im Dunstkreis des alles überstrahlenden

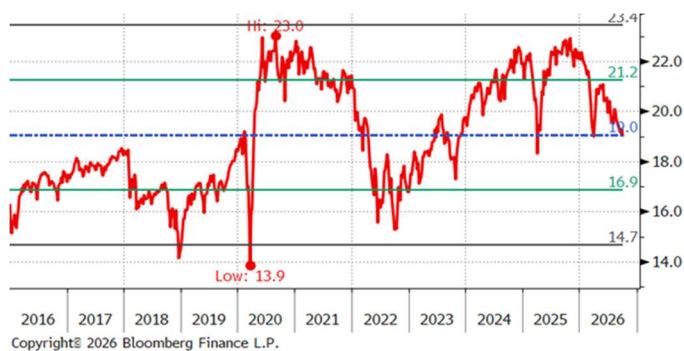
Trendthemas „Künstliche Intelligenz“ die wesentlichen Beiträge zu einem Gewinnwachstum merklich oberhalb von 30 Prozent im Jahresvergleich. Aber auch die größten Gesellschaften im Euro-Raum kamen nahezu in dieser Größenordnung voran. Verantwortlich zeichneten auf dem Alten Kontinent allerdings die Vertreter aus den Bereichen Finanzen und Energie. Der heimische Leitindex fällt in dieser Disziplin aufgrund seiner andersgearteten Komposition naturgemäß etwas ab. Für die vor der Tür stehende Q3-Berichterstattung rechnen wir mit anhaltend hohen Expansionsraten auf der Umsatz- und Ertragsseite.

Erwartetes Gewinnwachstum 2026



Die direkte Konsequenz der operativen Erfolge und der weiter anziehenden Gewinnschätzungen rund um den Globus ist eine augenscheinliche Bewertungskompression in den vergangenen Monaten, da die konsensweiten Überschussprognosen schneller gestiegen sind als die Kurse. Dieses sogenannte „de-rating“ stellt sich in New York auffälliger dar als hierzulande. Beispielhaft lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den marktbreiten S&P 500 im Januar noch oberhalb von 22 und ist inzwischen auf rund 19 abgesackt.

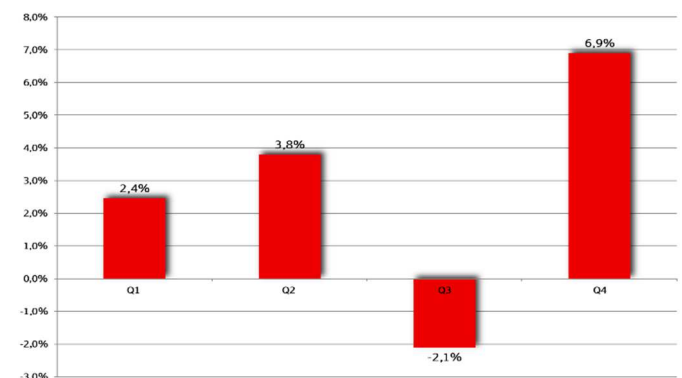
S&P KGV



Bei der Ermittlung der Kursziele sind die getroffenen Zinsannahmen in den Modellüberlegungen gewiss ein elementarer Teil. Denn, höhere Zinsen belasten potenziell über gestiegene Finanzierungskosten die Erträge der Unternehmen, senken als höherer Diskontierungsfaktor sehr mechanisch den Barwert der zukünftigen Überschüsse und verschärfen im Allgemeinen die Konkurrenzsituation für Aktien in der Vermögensaufteilung. Soweit die lehrbuchmäßige Logik. Dem Umstand tragen wir unter anderem

insofern Rechnung, als dass wir keine Ausweitung der zuletzt bereits gedrückten Bewertungsrelationen ansetzen. Damit kommt den Gewinnverbesserungen wiederholt eine Schlüsselrolle zu. Mit dem Vertrauen in die prosperierenden Überschüsse der potenten IT-Konzerne und Profiteure des KI-Investitionsbooms heben wir unser Kursziel für den tonangebenden S&P 500 auf 8.200 Punkte per Jahresende an. Gleichzeitig zurren wir mit etwas mehr Konjunkturoptimismus die Zielmarken für den DAX und den Euro Stoxx 50 bei 27.000 bzw. 6.800 Zählern fest. Als Gefahrenherde lokalisieren wir in erster Linie einen weiteren Renditeanstieg deutlich über unsere Prognosen hinaus sowie eine ernsthafte Verlangsamung des Wachstumstempos in der KI-Welt, welche auf die in diesem Umfeld dringend notwendigen Ertragsprünge drücken würde.

DAX-Saisonmuster: Durchschnittl. Quartalsrenditen (1988-2026)



Die Vorzeichen für einen saisontypischen Börsenaufschwung im vierten Quartal stehen auch in der Annahme einer erhöhten Volatilität rund um das politische Ereignis der Midterm-Wahlen in den USA Anfang November aus unserer Sicht nicht schlecht. Zu den taktischen Zutaten gehören keine weitere Eskalation im Iran-Konflikt, einmal mehr übertroffene Gewinnerwartungen, eine keineswegs euphorische Anlegerstimmung unweit der historischen Höchstkurse und intakte charttechnische Trends bei den großen Aktienbarometern. Kleiner Exkurs aus der Statistik-Abteilung: Wenn der Börsenmonat September beispielhaft für den DAX negativ ausfiel, endete der Schlussabschnitt mit einer Trefferquote von über 80 Prozent in den vergangenen Dekaden positiv.

Anlagestrategie

Unverändert werden die Kapitalmärkte durch die aus der Geopolitik resultierenden Herausforderungen in Schach gehalten. Da sich die Hoffnungen einer nachhaltigen Entspannung im Mittleren Osten bislang nicht realisierten, werden die gestiegenen Energiepreise von Öl und Gas zunehmend zu einem Problem für die Inflation. Auch wenn es sich hier in der ersten Ableitung um einen Angebotsschock handelt, reagieren die Notenbanken mit präventiven Zinserhöhungen, um mögliche Zweitrundeneffekte und einer nachhaltig aus dem Ruder laufenden Preissteigerungsrate entgegen zu wirken. In Kombination mit einem insgesamt hohen Angebot von Anleihen seitens der Staaten und der KI-Unternehmen stiegen die Renditen in allen Laufzeitenbereichen spürbar.

Diese führen systemisch in nahezu allen Bewertungsmodellen zu geringeren Marktwerten, da der Vergleichsmaßstab, der risikofreie Zins, gestiegen ist. Diese mechanische Herangehensweise führt im Rahmen der Vermögensstruktur zu einer Besserstellung der Anleihen, da die Differenz des erwarteten durchschnittlichen Mehrertrags, z. B. von Aktien, sich verringert hat. Die von vielen befürchtete Umschichtung - raus aus Aktien und rein in Anleihen - hat bislang nicht stattgefunden, da Aktien durch historisch hohe Gewinnzuwächse der Unternehmen (US-Aktien mit plus 36%) ihre Attraktivität deutlich erhöhen konnten und somit wettbewerbsfähig bleiben. Im Ergebnis schlägt das Pendel aber zu Gunsten von Anleihen aus, die wir verstärkt mit längeren Laufzeiten sowie guten Bonitäten als Quelle für laufende Erträge und zur Diversifikation einsetzen. Alles in allem - auch wenn sich die Welt derzeit gänzlich anders anfühlt - ist „viele“ günstiger/attraktiver geworden. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Anleihen und Aktien haben sich ermäßigt, Aktien sind kaum mehr überbewertet.

Die KI-Unternehmen mit ihren exorbitanten Umsatz- und Ertragssteigerungen spielen weiterhin in ihrer eigenen Liga, wohlwiegend, dass diese Phase nicht ewig anhalten dürfte, nutzen wir hier die Chancen, die uns das Umfeld derzeit mit breiten Technologie-Investments und hoher Bewertungsdisziplin bietet. Als Weckruf ist der Wunsch der KI-Giganten nach staatlicher Regulierung und Verlangsamung der Entwicklungsgeschwindigkeit zu verstehen. Abseits der KI-Profiteure bleibt die Situation für die meisten Unternehmen zumindest herausfordernd. Die gestiegenen Energie- und Logistikkosten sind in dem angespannten Wettbewerbsumfeld nicht einfach zu kompensieren. Ein Fünkchen Hoffnung könnte auf der anderen Seite aus den überraschend soliden Wachstumszahlen Deutschlands aber auch des Euroraums resultieren. Für einen Impuls in zyklische Unternehmen erscheint es aufgrund der andauernden Energie-Krise verfrüht.

Da heute nicht seriös zu prognostizieren ist, wie sich die Situation im Iran und damit die Verfügbarkeit von Öl und Gas entwickeln wird, bleibt der Faktor Resilienz zentral. Wir sind breit aufgestellt und nutzen Gold, Ergänzanlagen und unsere Spezialinvestments sowie Immobilien zur Streuung und Stabilisierung der Vermögensstruktur.

Kernbotschaften der Anlagestrategie

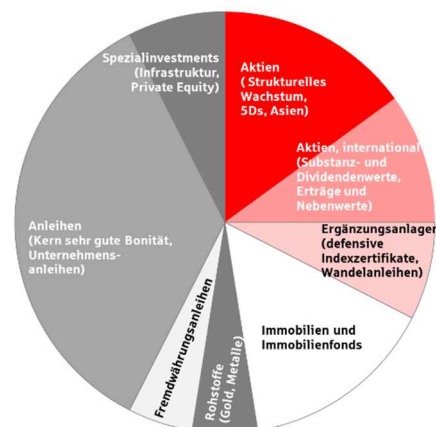
1. **Reallokation** auf der Ebene von Anlagenklassen in Erwägung ziehen, Anleihen durch Zinsanstieg zunehmend interessant gegenüber Aktien, Anteil Anleihen leicht erhöht.
- **Anleihen:** Spürbarer Anstieg der Renditen belastet Kurswerte, aber steigert Attraktivität. Gute Bonitäten, längere Laufzeiten mit auskömmlichem Kupon und positiver Realverzinsung bevorzugt.
- **Aktien** (Insbesondere USA) profitieren von historisch hohen Gewinnzuwächsen und recht günstigen Wachstumsperspektiven 2027, Bewertungsrelationen verbessert.
- **KI stellt sich selbst in Frage** und fordert Regulierung sowie mehr staatliche Kontrolle, dazu kommen enorme

Schwankungen innerhalb des KI-Sektors: Wir favorisieren breite Technologie-Investments mit hoher Bewertungsdisziplin.

- **Antizyklisches Investieren** bleibt mit Blick auf 2027 auf der Agenda: Das Digitalisierung/KI ist zu dominant, in andere Ds als Diversifikation investieren (Demografie/Medtech, Defence, Dekarbonisierung/Nachhaltigkeit in Teilen).
- **US-Dollar:** Profitiert kurzfristig von stabilen Wachstumserwartungen und zurückgekehrtem Vertrauen in die Notenbank, langfristig bleibt die De-Dollarisierung auch aufgrund hoher Staatsverschuldung.
- **Ergänzanlagen** nach (4) Premijahren am Aktienmarkt immer interessanter.
- **Gold** zwar mit Bodenbildung, aber aktuell ohne eindeutigen Trend, bleibt strategischer Bestandteil.
- **Immobilien:** Positive Stimmung ist mit Iran-Konflikt und Zinsanstieg verlorengegangen, Portfolios der Fonds sind sehr differenziert zu betrachten, passen sich sukzessive den zukünftig höheren Renditeerwartungen an.

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	25.199	22.500 - 28.000	27.000
Euro Stoxx 50 Index	6.269	5.600 - 7.100	6.800
S&P 500 Index	7.651	6.600 - 8.500	8.200
MSCI World Index	4.902	4.400 - 5.600	5.400
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	3,59%	3,10 - 3,60%	3,35%
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	5,28%	4,75 - 5,25%	4,90%
Euro in US-Dollar	1,13	1,14 - 1,21	1,17
Gold in US-Dollar je Feinunze	4.157	3.800 - 5.000	4.500

Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Stand 30.09.2026

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