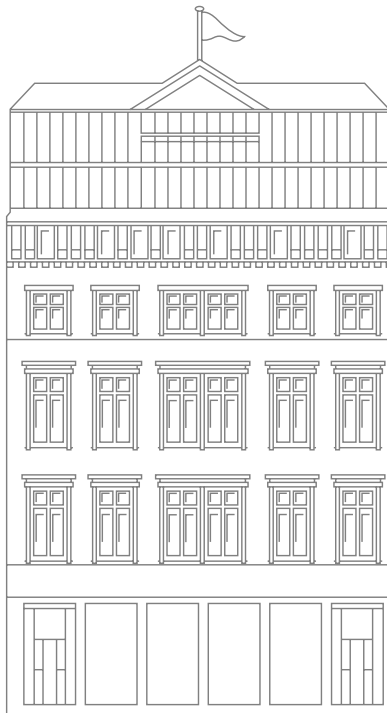


---

# MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

---



DIE FAMILY OFFICE BANK

**Marktausblick für das zweite Halbjahr 2026**

**Öl: Der nächste Schock**



## VORWORT

In unserem Halbjahresausblick stellen wir uns die Frage, was seit der Veröffentlichung unseres Jahresausblicks passiert ist und welchen Einfluss diese Ereignisse auf unsere Empfehlungen haben. In geopolitischer Hinsicht überraschte im ersten Halbjahr 2026 vor allem die stärkere **außenpolitische Orientierung der USA**. Während der ersten Amtszeit von Donald Trump war die Außenpolitik vor allem vom internationalen Rückzug der USA, beispielsweise aus Afghanistan, geprägt. Mit der Entführung des venezolanischen Präsidenten Maduro am 3. Januar und dem Beginn des Irankriegs am 28. Februar demonstrierten die USA, dass sie während der zweiten Amtszeit Trumps auch zu neuen militärischen Auslandseinsätzen bereit sind.

Der **Irakrieg** führte zu einem starken Anstieg der Ölpreise und erhöhte die Inflationsgefahren in den ölimportierenden Ländern. Die Hoffnungen auf eine geldpolitische Lockerung in diesem Jahr, die wir in unserem Jahresausblick vor allem für die USA hegten, erhielten daraufhin einen Dämpfer. Für den Euroraum werden inzwischen sogar Leitzinserhöhungen erwartet. Das **veränderte Zinsumfeld** führte im März zu parallelen Verlusten bei Aktien und Anleihen. Selbst der Goldpreis geriet mit in den Abwärtsstrudel, weil Anleger Gewinne realisierten und Liquidität suchten.

Doch schon im April wendete sich das Blatt. Der US-Aktienmarkt erreichte nach seinem Zwischentief in nur 16 Tagen ein neues Allzeithoch. Die Einstellung der Luftangriffe auf den Iran und ein leichter Rückgang des Ölpreises reichten aus, um die Finanzmärkte wieder zu beruhigen. Der **Optimismus der Aktienmärkte** scheint zwar etwas übertrieben, findet aber seine Berechtigung in den Unternehmensergebnissen. Wieder einmal konnte die Mehrheit der großen Unternehmen die Erwartungen der Analysten hinsichtlich Umsätzen und Gewinnen im ersten Quartal übertreffen. Bei stetig steigenden Gewinnen führt jede Kurskorrektur an den Aktienmärkten zu einer Verbesserung der Bewertungskennziffern und lockt so immer wieder Käufer in den Markt.

Dabei war die **Künstliche Intelligenz**, die in den letzten Jahren die Fantasien der Aktienanleger beflügelt hatte, noch Anfang des Jahres zu einem Schreckgespenst für Softwareunternehmen geworden. KI-generierter Computer-Code, so die Sorge, könnte die Geschäftsmodelle vieler Unternehmen in Frage stellen. Schon seit längerem suchen Anleger daher nach Unternehmen, die weitgehend

unbedroht von KI sind, und werden dabei in Sektoren fündig, die lange Zeit eher unbeliebt waren. Unternehmen mit hoher Kapitalintensität, die in den Sektoren Telekommunikation, Energie und Versorger überwiegen, zeigen daher eine überdurchschnittliche Wertentwicklung.



**Während Volkswirte ihre Wachstumsprognosen senken und ihre Inflationsprognosen erhöhen, bleiben Aktienanleger optimistisch.** Angesichts der sehr guten Unternehmensdaten können wir diesem Optimismus grundsätzlich zustimmen, sehen aber aktuell höhere Risiken als zu Jahresbeginn.

Im zweiten Halbjahr dürften die **Zwischenwahlen in den USA** im Mittelpunkt stehen. Im Repräsentantenhaus werden alle 435 Sitze neu vergeben, im Senat 35 von 100. Die Umfragewerte für Donald Trump haben neue Tiefstände erreicht. Die Wettmärkte sehen derzeit eine Wahrscheinlichkeit von 84 Prozent, dass die Demokraten die Mehrheit im Repräsentantenhaus erreichen. Selbst im Senat könnte ihnen das gelingen. Ein Verlust des Repräsentantenhauses würde die Regierung Trump zwar schwächen, aber vermutlich keinen Kurswechsel auslösen. Schon jetzt – wie auch in seiner ersten Amtszeit – regiert Donald Trump weitgehend am Kongress vorbei.

Für Anleger sollte die Devise gelten, dass **politische und geopolitische Ereignisse keinen dauerhaften Einfluss** auf die Anlagestrategie haben sollten. Das fällt nicht immer leicht. Die Entwicklung in diesem Jahr zeigt jedoch, dass die Aktienmärkte vor allem von der Gewinnentwicklung der Unternehmen getrieben werden – vor allem in der längeren Frist. Da sich die Gewinne im Durchschnitt weiterhin positiv entwickeln, gibt es keinen Grund, Aktien dauerhaft unterzugewichten.

Wer Risiken reduzieren möchte, sollte daher nicht unbedingt Aktien verkaufen, sondern auf eine **gute Diversifikation** achten. **Gold** gehört deshalb weiterhin in ein breit gestreutes Portfolio, auch wenn es in diesem Jahr seiner Rolle als sicherer Hafen bislang nicht gerecht wurde.

*Thomas R. Fischer*

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes  
Hamburg, Juni 2026



---

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>Vorwort</b>	<b>1</b>
<b>Öl: Der nächste Schock</b>	<b>4</b>
Einführung	4
Das Fundament des Ölmarkts	4
Preisbildung auf dem Ölmarkt	5
Ölmarkt im Wandel	6
<b>Konjunktur</b>	<b>7</b>
Die Weltwirtschaft trotz der Unruhe	7
In den USA bleibt die Wirtschaft trotz Gegenwind robust	7
Der Anstieg der Energiepreise belastet den Euroraum	8
Die japanische Regierung versucht, die Energiepreise zu stabilisieren	8
Die chinesischen Exporte wachsen weiterhin	9
<b>Devisen</b>	<b>10</b>
Temporäre Dollarstärke und erneute Yen-Enttäuschung	10
<b>Aktien</b>	<b>11</b>
US-Aktienmarkt	11
Europa	11
Japan	12
Schwellenländer	12
<b>Renten</b>	<b>13</b>
Der Irankrieg zwingt die Zentralbanken zur Kurskorrektur	13
Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating bleiben attraktiv	13
<b>Rohstoffe</b>	<b>14</b>
Weiterhin positive Rahmenbedingungen für Gold	14
Erhöhte Ölpreise bis zum Jahresende	14
<b>Hedgefonds</b>	<b>15</b>
Rückblick	15
Ausblick	15
<b>Immobilien</b>	<b>16</b>
Der Markt in Deutschland tritt auf der Stelle	16
Europa ist mehrere Schritte voraus	17
<b>Beteiligungen</b>	<b>19</b>
Aktuelle Entwicklungen	19
Evergreens	20
<b>Taktische Allokationsempfehlung</b>	<b>23</b>
<b>Impressum</b>	<b>24</b>

## ÖL: DER NÄCHSTE SCHOCK

### Einführung

Nach der Pandemie und dem Krieg in der Ukraine ist der Irankrieg in dieser Dekade der dritte substanzielle Energieschock. **Laut der internationalen Energieagentur IEA ist es die größte Angebotsunterbrechung in der Geschichte des globalen Ölmarkts.** Was diesen Energieschock von früheren Krisen unterscheidet, ist das Ausmaß der Marktstörung. Der aktuelle Schock unterbricht die Produktion, blockiert Exporte und beschädigt die Infrastruktur in mehreren Förderstaaten gleichzeitig. Bis dato liefen rund 20 Prozent der globalen Ölexporte über den Seeweg durch die Straße von Hormus. Zwar leiteten Golfproduzenten Teilvolumina über Pipelines um, dennoch sank das globale Rohölangebot allein im März um rund zehn Prozent. Die US-Blockade iranischer Häfen entzog dem Markt weitere drei Prozent Öl-Angebot, was einen kombinierten Ausfall von 13 Prozent ergibt, der damit fast doppelt so hoch ist wie 1979 nach der Revolution im Iran. Um die wirtschaftlichen und finanziellen Folgen des aktuellen Schocks einschätzen zu können, lohnt es sich, zunächst die Mechanismen, Akteure und Abhängigkeiten des globalen Ölmarkts zu betrachten.

### Das Fundament des Ölmarkts

**Die größten nachgewiesenen Vorkommen befinden sich in Venezuela, Saudi-Arabien und dem Iran, die zusammen rund 45 Prozent der weltweiten Reserven auf sich vereinen.** Als Ressourcen gelten die geologisch vorhandenen Vorkommen. Reserven hingegen sind der Anteil der Ressourcen, der zu aktuellen Preisen mit heutiger Technologie wirtschaftlich förderbar ist. Diese können sich durch Preisbewegungen und technologischen Fortschritt verschieben.

**Reserven, Produktion und Verbrauch sind global ungleichmäßig verteilt.** Die größten Produzenten sind die USA, Saudi-Arabien und Russland. Auf die Vereinigten Staaten entfallen inzwischen rund ein Fünftel der weltweiten Förderung, obwohl ihre Reserven mit etwa drei Prozent im globalen Vergleich gering sind. Saudi-Arabien und die meisten Golfstaaten sind Mitglieder der OPEC (Organisation der erdölexportierenden Länder), einem 1960 gegründeten Kartell, dessen erklärtes Ziel die Koordination der Förderpolitik seiner Mitglieder und die Stabilisierung

der Ölmärkte ist. Die OPEC-Staaten vereinen heute rund 37 Prozent der globalen Rohölförderung auf sich, verfügen jedoch über mehr als 70 Prozent der weltweiten nachgewiesenen Reserven. Auf der Nachfrageseite dominieren die USA mit knapp 20 Prozent des weltweiten Verbrauchs, gefolgt von China mit rund 16 Prozent. Diese geografische Trennung von Förder- und Verbrauchszentren macht Öl zu einem der am stärksten international gehandelten Güter. Rund die Hälfte der globalen Rohölproduktion und etwa ein Viertel der raffinierten Produkte werden grenzüberschreitend gehandelt. Vor der aktuellen Krise wurden 48 Prozent der gesamten Rohölproduktion exportiert, davon wiederum 96 Prozent per Tanker über den Seeweg. Ergänzt wird dieser Transport durch Pipelines im kontinentalen Verkehr und Tanklasten auf der letzten Meile der Distribution. In Phasen der Knappheit offenbart dieses System jedoch seine Kehrseite. Im globalen Wettbewerb um knappe Frachten zählen eingespielte Handelsbeziehungen und Verlässlichkeit immer weniger – es gewinnt, wer am meisten zahlt. Bieterwettbewerbe um Tanker, deren Ladung sich noch auf hoher See befindet, sind inzwischen keine Ausnahme mehr.

Globaler Ölmarkt 2024:  
Reserven, Förderung und Verbrauch im Ländervergleich

Rang	Reserven (Mrd. Barrel)	Produktion (Mio. Barrel/Tag)	Verbrauch (Mio. Barrel/Tag)
1	Venezuela (~ 303)	USA (~ 13)	USA (~ 19)
2	Saudi-Arabien (~ 267)	Saudi-Arabien (~ 9)	China (~ 16)
3	Iran (~ 209)	Russland (~ 9)	Indien (~ 6)
4	Kanada (~ 163)	Kanada (~ 6)	Saudi-Arabien (~ 4)
5	Irak (~ 145)	Irak (~ 4)	Russland (~ 4)

Quelle: OPEC/IEA

Hinzu kommt, dass nicht jedes Barrel die gleiche Qualität besitzt. Leichte, schwefelarme Sorten lassen sich einfach zu hochwertigen Kraftstoffen wie Benzin, Diesel oder Kerosin verarbeiten und erzielen entsprechend höhere Preise. **Dabei ist die Wertschöpfungskette – von der Förderung über den Transport bis zur Raffination – ein System mit vielen potenziellen Engpässen.** Da viele Raffinerien auf bestimmte Rohölqualitäten ausgelegt sind, lassen sich Sorten nur begrenzt substituieren. In geopolitischen Krisen reagieren deshalb nicht nur die Rohölpreise, sondern auch die Märkte für raffinierte Produkte häufig besonders empfindlich.

## Preisbildung auf dem Ölmarkt

Da es unterschiedliche Sorten von Erdöl gibt, existiert auch kein einheitlicher Ölpreis. Rohöl wird auf einem globalen Spotmarkt gehandelt, auf dem die Preise für eine sofortige Lieferung festgelegt werden. Dabei beziehen sich die Preise in der Regel auf standardisierte Referenzsorten: Brent ist die wichtigste internationale Benchmark für rund zwei Drittel des globalen Ölhandels und West Texas Intermediate (WTI) die US-amerikanische Referenzsorte für leichtes, schwefelarmes Rohöl. **Obwohl die Preise der vielen weltweit produzierten Rohölsorten eng miteinander korrelieren, bestehen persistente Preisabschläge für schwere, schwefelreiche Sorten gegenüber leichten, schwefelarmen Qualitäten.**

Der Ölpreis ergibt sich aus dem Spannungsverhältnis zwischen Angebot, Nachfrage und den Erwartungen hinsichtlich künftiger Entwicklungen. Auf der Angebotsseite spielen geopolitische Risiken eine zentrale Rolle. Antizipierte Lieferengpässe durch Konflikte, Sanktionen oder Produktionsausfälle können Preise abrupt steigen lassen – oft bevor die Unterbrechungen überhaupt eintreten. Ergänzend wirkt die Angebotssteuerung durch die OPEC und die OPEC+, indem sie die Fördermengen koordiniert begrenzt oder ausweitet. Daneben haben große Nicht-OPEC-Produzenten – allen voran die USA – durch den Schieferölboom die Fähigkeit entwickelt, vergleichsweise flexibel auf Preissignale zu reagieren. Damit können sie als Swing Producer kurzfristig ausgleichend wirken. Ein weiteres Instrument zur Angebotssteuerung sind strategische Ölreserven: staatlich gehaltene Rohölbestände, die im Falle plötzlicher Versorgungsunterbrechungen rasch freigegeben werden können. **Die größten strategischen Reserven halten China mit rund 1,4 Milliarden Barrel, die USA mit aktuell rund 365 Millionen Barrel und Japan mit rund 263 Millionen Barrel.** Auf der Nachfrageseite ist die weltwirtschaftliche Dynamik der entscheidende Treiber: Wachstumsphasen erhöhen den Energieverbrauch spürbar, während Rezessionen die Nachfrage dämpfen. Der auf Finanzmarktteilnehmer entfallende Handel mit Öl-Derivaten kann diese Bewegungen zusätzlich verstärken und Preisausschläge über das fundamental gerechtfertigte Maß hinaustreiben.

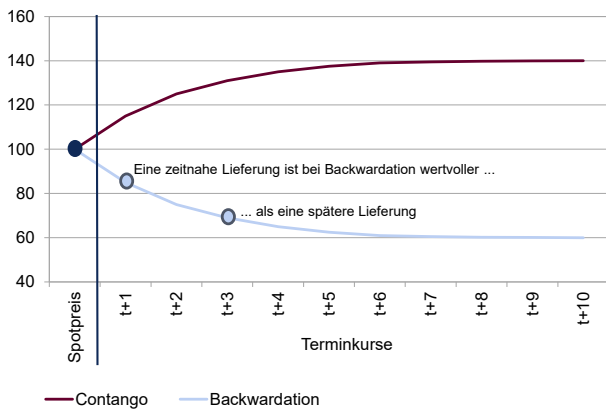
**Ein strukturelles Merkmal des Ölmarkts ist der sogenannte „Schweinezyklus“:** Auf einen Preisschock reagiert das Angebot zunächst kaum, da sich die Produktionskapazitäten

nicht kurzfristig erhöhen lassen. Erst mit erheblicher Verzögerung erfolgen Investitionen, die dann wiederum zu einem Überangebot führen können, wenn der ursprüngliche Schock längst abgeklungen ist. In der aktuellen Krise zeigt sich dieses Muster erneut. Trotz gestiegener Gewinne haben US-Ölkonzerne wie Exxon und Chevron angekündigt, ihre Förderung nicht wesentlich über das vor dem Krieg geplante Niveau auszuweiten. Der Grund ist strukturell: Unternehmen entwickeln keine langfristigen Produktionskapazitäten auf Basis kurzfristiger Preisausschläge. Solange unklar bleibt, ob und wann die verlorenen Förder- und Exportmengen zurückkehren, bleibt das Angebot unelastisch.

**Für Privatanleger, die von der Preisentwicklung des Spotmarkts profitieren möchten, ist der direkte Kauf von physischem Öl aus logistischen und regulatorischen Gründen nicht möglich.** Der gängigste Weg sind börsengehandelte Rohstoffprodukte, sogenannte ETCs (Exchange Traded Commodities), die allerdings nicht den Spotpreis direkt abbilden. Im Gegensatz zu Gold-ETCs, die häufig physisch durch das Edelmetall selbst gedeckt sind, bilden Öl-ETCs den Preis synthetisch ab. Als Basiswert dienen standardisierte, börsengehandelte Terminkontrakte, sogenannte Futures. Da diese Kontrakte regelmäßig erneuert werden müssen, entstehen neben der Verwaltungskostenpauschale zusätzliche Rollkosten. Da die Terminkurse in der Regel von den Spotpreisen abweichen, kann es im Vergleich zum Spotpreis zudem zu einer abweichenden Wertentwicklung kommen. Einen indirekteren Zugang zum Ölmarkt bieten Aktien von Energieunternehmen. In der Regel schlagen sich steigende Ölpreise in höheren Gewinnen und Dividenden der großen vertikal integrierten Ölkonzerne nieder, wenngleich unternehmensspezifische Faktoren die Korrelation zum reinen Ölpreis dämpfen können.

Während auf dem Spotmarkt Öl zur sofortigen Lieferung gehandelt wird, dienen Terminmärkte primär zwei Zwecken: der Absicherung gegen Preisschwankungen und der Preisfindung für künftige Lieferzeitpunkte. **Ein börsengehandelter Öl-Terminkontrakt verpflichtet Käufer und Verkäufer, eine festgelegte Menge Öl zu einem heute vereinbarten Preis an einem bestimmten zukünftigen Datum zu handeln.** Produzenten nutzen Futures, um ihre künftigen Erlöse abzusichern und um Investitionsentscheidungen auf einer verlässlicheren Kalkulationsbasis treffen zu können. Abnehmer wiederum sichern sich damit gegen plötzliche Preissteigerungen ab.

Futureskurve im Contango und Backwardation  
(t=Basisperiode, Preis in US-Dollar)



**Ein zentrales Analysewerkzeug am börslichen Terminmarkt ist die Futureskurve.** Sie stellt die Terminpreise über verschiedene Laufzeiten hinweg dar. Ihre Form gibt Auskunft über die aktuelle Marktstruktur. Steigt die Kurve mit zunehmender Laufzeit an, spricht man von „Contango“. Fällt die Kurve hingegen, liegt „Backwardation“ vor. Hier notieren die Terminpreise unter dem Spotpreis, was auf eine akute Knappheit im physischen Markt oder eine starke Nachfrage nach sofortiger Lieferung bzw. terminlicher Absicherung hindeutet. Die aktuelle Backwardation spiegelt die Erwartung, dass die Krise nur temporär ist. Allerdings sollte die Futureskurve nicht als Prognose missverstanden werden. Terminpreise spiegeln wider, was Käufer und Verkäufer heute bereit sind, für eine künftige Lieferung zu vereinbaren und nicht, was sie für den dann tatsächlich herrschenden Preis erwarten.

### Ölmarkt im Wandel

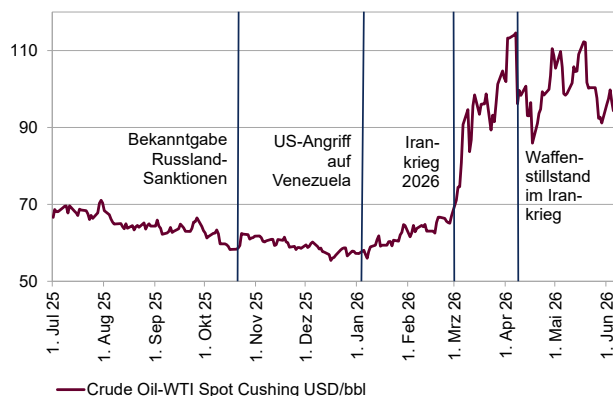
**Unabhängig davon, wie schnell eine diplomatische Lösung im Konflikt um die Straße von Hormus gefunden wird, werden die Auswirkungen auf die globalen Energiemärkte noch weit über das laufende Jahr hinausreichen.** Durch die eingeleitete Waffenruhe zwischen den Kriegsparteien dürfte sich kurzfristig eine schrittweise Normalisierung des Preisniveaus abzeichnen. Zwar steht das Wiederauffüllen der strategischen Ölreserven noch aus, was eine zusätzliche Nachfrage erzeugt und den Preisverfall voraussichtlich abfedern wird. Gleichzeitig ist jedoch damit zu rechnen, dass die Förderstaaten außerhalb des Golfs diesen Entspannungstrend durch den schrittweisen Ausbau ihrer Produktionskapazitäten unterstützen werden. Auch wenn dieser Prozess langsam voranschreitet, trägt er

im zweiten Halbjahr zusammen mit der Marktöffnung am Golf tendenziell zu einer Entlastung der Angebotsseite bei. **Die Preisrisiken nach oben haben sich damit spürbar abgeschwächt – solange die Verhandlungen stabil bleiben und eine erneute Eskalation der Kampfhandlungen ausbleibt.**

**Mittelfristig zeichnet sich eine tiefgreifende Neuausrichtung der globalen Energiepolitik ab.** Regierungen weltweit priorisieren zunehmend die heimische Förderung, den Ausbau nationaler Reservekapazitäten und die Abkehr von labilen internationalen Lieferketten. Diese Entwicklung macht auch vor den traditionellen Institutionen des Ölmarktes nicht halt. So schwächt der Austritt der Vereinigten Arabischen Emirate aus der OPEC die Fähigkeit des Kartells, das globale Angebot durch koordinierte Förderquoten zu steuern. Dies ist besonders bedeutsam, da die Emirate zu den wenigen Produzenten mit nennenswerten freien Förderkapazitäten gehören. Die Bereitschaft wichtiger Förderstaaten, nationale Interessen über die kollektive Marktsteuerung zu stellen, nimmt zu. Dadurch könnte die OPEC langfristig an Einfluss verlieren und der Ölmarkt könnte noch störungsanfälliger werden.

Ölpreise von über hundert Dollar können die Dekarbonisierung beschleunigen. Dabei steht weniger der Klimaschutz im Vordergrund, sondern vor allem die geopolitische Notwendigkeit. Regierungen, die bisher gezögert haben, erkennen in einer heimischen Infrastruktur für erneuerbare Energien eine Versicherung gegen staatliche Erpressung durch feindliche Akteure. **Andererseits erzwingt die akute Knappheit kurzfristig genau das Gegenteil.** Der Druck, Versorgungslücken sofort zu schließen, treibt einige Länder zu stillgelegten Kohle- und Kernkraftwerken zurück und erhöht die Bevorratung fossiler Energien.

WTI-Preisentwicklung und Schlüsselereignisse  
(Seit 1.7.2025, US-Dollar/Barrell)



## KONJUNKTUR

### Die Weltwirtschaft trotz der Unruhe

Die Voraussetzungen für eine Belebung des globalen Wachstums im Jahr 2026 waren gut. Das Weltwirtschaftswachstum im vierten Quartal 2025 betrug laut OECD solide 3,1 Prozent annualisiert. Hinzu kam, dass der Oberste Gerichtshof der USA einen Großteil der Zölle unter Trump für nichtig erklärte, wodurch sich die Zollbelastungen effektiv reduzierten. Dies führte zwar zu einer Entlastung, sorgte aber auch für erneute Planungsunsicherheit bei Unternehmen und US-Handelspartnern. **Ab März änderte sich die Situation allerdings schlagartig, als die Blockade der Straße von Hormus zu einem kräftigen Anstieg der Energiepreise führte.** Somit hat sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld seit unserem Jahresausblick deutlich verschlechtert.

Da der Krieg noch immer nicht beendet ist, ist die Dauer des Konflikts beziehungsweise die Dauer der Blockade der Straße von Hormus der größte Unsicherheitsfaktor für das Wirtschaftswachstum. In den meisten Prognosen wird davon ausgegangen, dass sich die Belastungen durch den Konflikt in der zweiten Jahreshälfte sukzessive entspannen. Je länger der Stillstand bei den Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran jedoch anhält, desto größer ist auch die Belastung für die Weltwirtschaft. Unsere Erwartungen basieren auf der Annahme, dass sich die Situation in der zweiten Jahreshälfte entspannt, die Auswirkungen aber darüber hinaus andauern werden.

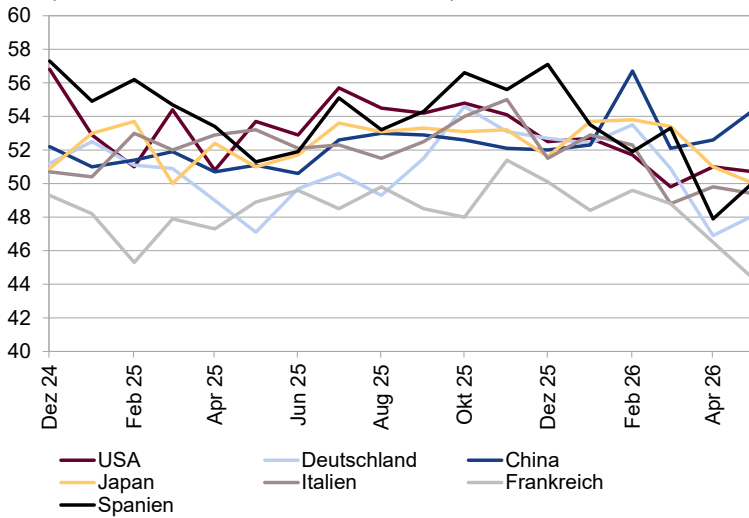
Getragen wird die Weltwirtschaft von den drei großen Volkswirtschaften USA, China und Indien. Während die USA durch den „One Big Beautiful Bill Act“ (OBABA) Rückenwind bekommen und das Wachstum Chinas durch den starken Export getragen wird, leidet Indien kurzfristig am stärksten unter den Auswirkungen des Irankriegs. Im Fall von Indien bleibt unsere Wachstumsprognose unverändert, da die indische Wirtschaft das Jahr 2025 dynamisch beendet hat und diese Dynamik Anfang 2026 beibehalten konnte. Der gute Start ins Jahr 2026 stützt somit das Gesamtjahreswachstum. **Das Wachstum dieser drei Volkswirtschaften sorgt dafür, dass wir für die Weltwirtschaft trotz der widrigen Umstände weiterhin ein Wachstum von 2,6 Prozent erwarten,** obwohl wir gleichzeitig mit Wachstumseinbußen in Europa und Japan rechnen.

### In den USA bleibt die Wirtschaft trotz Gegenwind robust

In unserem Jahresausblick gingen wir davon aus, dass Donald Trump wegen der im November stattfindenden Zwischenwahlen zum US-Kongress wirtschaftsfreundlich agieren würde. Mit dem von ihm befohlenen Angriff auf den Iran ist dieses Szenario jedoch überholt. **Die gestiegenen Weltmarktpreise für Energierohstoffe haben auch in den USA die Inflation erhöht und die ohnehin schwache Stimmung der Konsumenten zusätzlich verschlechtert.** Auch bei den Unternehmen hat sich die Verunsicherung erneut erhöht, obwohl die Einkaufsmanagerindizes überraschend robust geblieben sind. Zum Gegenwind hat auch ein schwaches BIP-Wachstum im vierten Quartal 2025 beigetragen, das insbesondere durch den Government Shutdown von Oktober bis Mitte November bedingt war. Zusätzliche Shutdowns in den ersten Monaten des Jahres 2026 sorgten für einen chaotischen Eindruck, der durch das Urteil des Obersten Gerichtshofs der Vereinigten Staaten zu den im Rahmen des International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) erlassenen US-Zöllen verstärkt wurde. Da diese Zölle für nichtig erklärt wurden, musste die US-Regierung damit beginnen, die Zolleinnahmen zurückzuzahlen. Die erneute Verunsicherung über die Zollhöhe erschwert US-Handelspartnern und Unternehmen die Planung.

Gleichzeitig hat sich der Arbeitsmarkt zuletzt jedoch stabilisiert, was sich in einem soliden Stellenaufbau und einer weiterhin niedrigen Arbeitslosenquote zeigt. Investitionen in den Bereichen Künstliche Intelligenz und Datenzentren liefern nach wie vor einen starken Impuls für das Wirtschaftswachstum. Obwohl sich die Stimmung der Konsumenten aufgrund der erhöhten Inflation erneut verschlechtert hat, dürften die Steuersenkungen im Zuge von OBABA den Konsum unterstützen und den negativen Effekt abfedern. **Letztlich werden sich diese positiven Effekte und die negativen Belastungen wahrscheinlich die Waage halten, sodass wir unsere Wachstumsprognose für die USA mit 2,0 Prozent unverändert belassen.**

Einkaufsmanagerindizes für Dienstleister  
(laut S&P Global, 50 = Wachstumsschwelle)



### Der Anstieg der Energiepreise belastet den Euroraum

Für die Wirtschaft im Euroraum hatte das Jahr 2026 eigentlich vielversprechend begonnen. Zwar fiel das BIP-Wachstum im ersten Quartal um 0,2 Prozent im Vergleich zum Vorquartal, was jedoch an den sehr volatilen Wachstumsszahlen in Irland lag. Die Entwicklung in den größten Volkswirtschaften machte hingegen Mut. In Deutschland, dem Sorgenkind, stieg das BIP um 0,3 Prozent, was die Hoffnung nährte, dass Deutschland endlich wieder eine tragende Säule für das Wachstum im Euroraum werden könnte. Da die Wachstumsraten in Italien und Spanien robust blieben, konnte das negative Wachstum in Frankreich verschmerzt werden. Doch mittlerweile hat der Irankrieg das Bild deutlich verändert. **Insbesondere in Deutschland belastet der Anstieg der Energiepreise die Stimmung von Konsumenten und Unternehmen, nachdem zu Beginn des Jahres leise Hoffnung aufgekommen war.** Getragen von den höheren Staatsausgaben konnte man bei den Einkaufsmanagerindizes einen positiven Trend erkennen. Während der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor robust im

Wachstumsbereich blieb, stieg der Index für das Verarbeitende Gewerbe im Februar erstmals seit 2022 in den Wachstumsbereich. Zuletzt hat jedoch ein Abwärtstrend eingesetzt, der sich auch im ifo-Geschäftsklimaindex abzeichnet.

Auch in den anderen Ländern des Euro-raums hat sich die Stimmung insbesondere bei den Konsumenten aufgrund erhöhter Inflationserwartungen eingetrübt. Diese Verunsicherung hat sich vor allem auf die Stimmung im Dienstleistungssektor ausgewirkt und sorgt dafür, dass die Geschäftserwartungen für den Rest des Jahres geringer ausfallen. Der Ausblick des Verarbeitenden Gewerbes hat sich zwar ebenfalls abgeschwächt, jedoch nicht so stark wie befürchtet. Obwohl sich die Frühindikatoren stärker eingetrübt haben und das Konsumentenvertrauen auf niedrigem Niveau ist, gibt es weiterhin positive Lohneffekte, die den Konsum trotzdem unterstützen. Unter anderem aus diesem Grund ist nicht von einem dramatischen Rückgang des Wachstums im Euroraum auszugehen. **Wir verringern unsere Wachstumsprognose für den Euroraum von einem Prozent leicht auf 0,9 Prozent.** In Deutschland liefern die Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben nach wie vor einen starken Impuls, während staatsferne Sektoren Gegenwind spüren. Dadurch gibt es zwar eine deutliche Beschleunigung des Wachstums im Vergleich zum Vorjahr, allerdings fällt diese weniger stark aus als noch im Jahresausblick erwartet. **Wir revidieren daher unsere Wachstumsprognose für Deutschland von 0,9 auf 0,6 Prozent.**

### Die japanische Regierung versucht, die Energiepreise zu stabilisieren

Auch für die japanische Wirtschaft hatte das Jahr 2026 vielversprechend begonnen. Nachdem Sanae Takaichi im Oktober 2025 zur Premierministerin ernannt worden war, konnte sie ihre Beliebtheit deutlich steigern.

*Der Anstieg der Energiepreise belastet den Euroraum*

Sie setzte eine Neuwahl des Unterhauses für Februar 2026 an, die sie überraschend mit einer Zweidrittelmehrheit der Sitze gewann. Durch dieses Rekord-Wahlergebnis ihrer Liberal-Demokratischen Partei erhielt sie ein deutliches Mandat. Die Euphorie um ihre Person erreichte zunächst den Aktienmarkt und schließlich die Wirtschaft insgesamt. Das Wachstum im ersten Quartal wurde durch starke Konsum- und Investitionsausgaben getragen. Doch weil Japan einer der größten Abnehmer von Energierohstoffen aus dem Nahen Osten ist, lastete die Blockade der Straße von Hormus deutlich auf der Stimmung im Land. Obwohl die Regierung schnell Maßnahmen wie Subventionen auf Energiepreise, die Senkung der Benzinsteuer und die Freigabe von strategischen Ölreserven ergriff, kam es auch in Japan zu einem Einbruch des Verbrauchervertrauens und der Einkaufsmanagerindizes. Die Regierungsmaßnahmen und staatlichen Investitionen sollten jedoch dafür sorgen, dass sich das Wirtschaftswachstum in Japan trotz der Widrigkeiten nur leicht abschwächt. **Wir passen unsere Wachstumsprognose für Japan von 0,7 auf 0,6 Prozent an.**

### Die chinesischen Exporte wachsen weiterhin

Wie bereits im Jahresausblick erwähnt, ist es China gelungen, seine Exportwirtschaft breiter aufzustellen und ausbleibende Exporte in die USA in andere Länder umzuleiten. Dieser Trend setzte sich auch in den

ersten Monaten des Jahres 2026 fort. Einerseits sorgte das Urteil des US Supreme Courts dafür, dass der effektive Zollsatz beim Export in die USA sank. Andererseits liefen die Exporte in neue Absatzmärkte weiterhin gut. Aufgrund des Irankriegs gibt es auch in China Gegenwind, doch fällt dieser schwächer aus als in anderen Volkswirtschaften. Zwar bezieht China einen Großteil seiner Energieimporte aus dem Nahen Osten, doch konnte man zunächst weiterhin Öl aus dem Iran importieren, zu dem man gute Beziehungen pflegt. Seitdem hat China seine Ölimporte reduziert, mutmaßlich von eigenen Reserven gezehrt und gleichzeitig seine Exporte von raffinierten Produkten eingeschränkt. Dadurch blieb der Anstieg der Inflation in den letzten Monaten verhaltener als in anderen Regionen. China kann sich ohnehin einen stärkeren Anstieg der Inflation erlauben, nachdem diese in den vergangenen Jahren sehr niedrig ausfiel. Die negativen Auswirkungen auf den inländischen Konsum werden dadurch abgefedert, wobei das Wirtschaftswachstum ohnehin durch den Export getragen wird. Dieser könnte durch den Irankrieg sogar einen positiven Impuls erhalten, wenn dadurch weltweit die Nachfrage nach erneuerbaren Energien wächst – ein Markt, auf dem China als Exporteur gefragt ist. **Aufgrund der abgemilderten Auswirkungen des Irankriegs und der weiterhin boomenden Exportwirtschaft erhöhen wir unsere Wachstumsprognose für China leicht von 4,4 auf 4,5 Prozent.**

*Chinas Exporte tragen die Wirtschaft*

Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

Marcard, Stein & Co	Dezember 2025	Juni 2026	Differenz zur alten Prognose	Aktueller Konsens	Differenz zum Konsens
Welt	2,6	2,6	0,0	2,9	-0,3
USA	2,0	2,0	0,0	2,1	-0,1
Japan	0,7	0,6	-0,1	0,7	-0,1
Euroraum	1,0	0,9	-0,1	0,8	0,1
Deutschland	0,9	0,6	-0,3	0,6	0,0
Großbritannien	1,0	0,8	-0,2	0,8	0,0
Russland	1,0	0,4	-0,6	0,9	-0,5
China	4,4	4,5	0,1	4,6	-0,1
Indien	6,5	6,5	0,0	6,4	0,1
Brasilien	1,7	1,9	0,2	1,8	0,1

## DEVISEN

### Temporäre Dollarstärke und erneute Yen-Enttäuschung

Die ersten Monate des Jahres 2026 boten an den Devisenmärkten einige Überraschungen. Während der **US-Dollar** wieder Erwarten **zu alter Stärke** zurückfand, setzte sich die **Talfahrt des Japanischen Yen** weiter fort. Die Stärke des Dollar ist vor allem auf die Eskalation im Nahen Osten zurückzuführen. In Phasen hoher Unsicherheit gilt der Dollar nach wie vor als sicherer Hafen, sodass Anleger über strukturelle Probleme hinwegsehen. Auch in Japan sind die Auswirkungen des Nahost-Konflikts zu spüren. Die stark gestiegenen Energiepreise belasten die Leistungsbilanz Japans als Energieimporteur und setzen den Yen unter Druck. Zudem agiert die Bank of Japan (BoJ) weiterhin sehr zögerlich, was Zinserhöhungen angeht. Die Möglichkeit einer temporären Dollarstärke hatten wir bereits in unserem Jahresausblick erwähnt, sie beeinflusst unsere Dollar-Prognose jedoch nur marginal. Die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Yen-Erhholung schwindet hingegen zunehmend, weshalb wir unsere Yen-Prognose deutlich revidieren müssen.

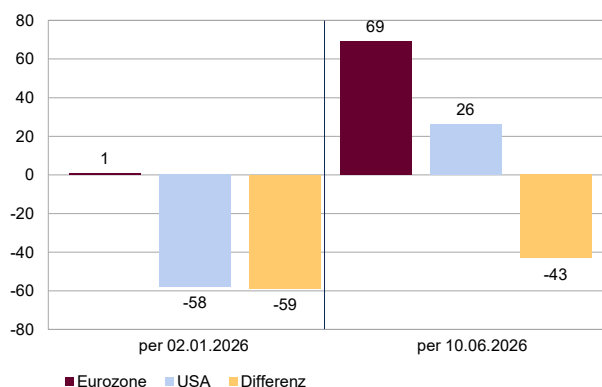
#### Die Argumente für einen schwächeren US-Dollar gelten weiterhin

**Die aktuelle Stärke des Dollar hängt eng mit der Unsicherheit im Nahen Osten zusammen.** Sobald sich die Lage stabilisiert oder ein dauerhafter Waffenstillstand wahrscheinlicher wird, neigen die Märkte dazu, ihre Safe-Haven-Positionen aufzulösen. Dieses Muster hat sich bereits in früheren De-Eskalationsphasen gezeigt.

**Fundamental bleibt der Dollar hoch bewertet.** Die Überbewertung hat sich seit Jahresbeginn sogar noch ausgeweitet: einerseits durch die jüngste Dollarstärke, andererseits durch einen Anstieg des fairen Werts nach Kaufkraftparität, der bei etwa 1,40 liegt.

Auch die Zinsentwicklung spricht weiterhin für einen schwächeren Dollar, wengleich sich die Voraussetzungen seit Jahresbeginn geändert haben. Während zu Jahresbeginn noch mit Zinssenkungen in den USA und stabilen Zinsen in Europa gerechnet wurde, werden nun bis zu drei Zinserhöhungen in Europa und eine in den USA erwartet. Der Effekt bleibt derselbe: **Die Zinsdifferenz sollte sich zugunsten des Euro verschieben.**

Zinsänderungserwartungen  
(implizit, in Basispunkten)



**Schließlich sind auch die politischen und fiskalischen Risiken in den USA nach wie vor vorhanden.** Das hohe Haushaltsdefizit, die politische Volatilität unter der Trump-Regierung sowie eine mögliche Erosion des Vertrauens in die Unabhängigkeit der Fed sollten den Dollar schwächen. Ein anhaltender Nahost-Konflikt könnte den US-Dollar zwar weiter stützen, das weitere Aufwertungspotenzial ist aufgrund der genannten Argumente jedoch begrenzt. **Gemäß unserem Basisszenario einer mittelfristigen Entspannung im Nahen Osten sollten diese Argumente wieder in den Vordergrund rücken und der Dollar schwächer werden.**

#### Signifikante Yen-Erhholung unwahrscheinlich

Während der Druck auf den Yen im Zuge teurerer Energieimporte zeitlich begrenzt sein dürfte, wirkt sich der Vertrauensverlust in die Geldpolitik der japanischen Notenbank, der durch ihr zögerliches Handeln und das Fehlen klarer Signale verursacht wurde, nachhaltiger aus. Dies ist auch dem politischen Druck geschuldet, die Konjunktur nicht zu gefährden und das Tempo sowie den Umfang von Zinserhöhungen zu begrenzen. Zwar hat die BoJ die heimische Währung zuletzt mit Interventionen am Devisenmarkt gestützt, doch solche Maßnahmen wirken erfahrungsgemäß nur kurzfristig und ersetzen keine dauerhafte geldpolitische Straffung. **Ein Abbau der fundamentalen Unterbewertung des Yen ist daher erst in Sicht, wenn die BoJ bereit ist, ihr Zögern abzulegen und einen glaubwürdigen Zinserhöhungspfad zu formulieren.**

Revision der Jahresprognosen:  
 EUR/USD: 1,20 (vorher 1,22)  
 EUR/JPY: 186,00 (vorher 167,00)

## AKTIEN

In unserem Jahresausblick zeichneten wir ein insgesamt positives Bild für den Aktienmarkt und empfahlen ein leichtes Übergewicht von Aktien in der taktischen Asset Allokation. Die Gründe dafür waren die anhaltend positiven Impulse durch Künstliche Intelligenz (KI), die robusten Unternehmensgewinne sowie die Disinflation, die Leitzinssenkungen ermöglichen sollte.

Durch den Irankrieg sind die Inflationsgefahren gestiegen, was eine restriktivere Geldpolitik zur Folge hat. KI wird zunehmend als Gefährdung der Geschäftsmodelle von Software-Unternehmen gesehen, was sich negativ auf deren Aktienkurse auswirkt. In der Breite sind die Unternehmensgewinne jedoch weiterhin robust und unterstützen den Aktienmarkt.

Insgesamt haben sich die Aussichten für den Aktienmarkt seit Jahresbeginn also etwas verschlechtert, sodass wir nun eine **neutrale Allokation** empfehlen.

### US-Aktienmarkt

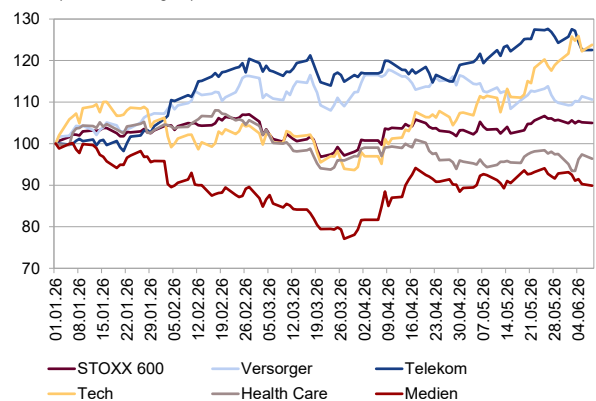
**Die US-Aktienmärkte preisen ein optimistisches Makro-Bild ein.** Die Rezessions- oder Stagflationsrisiken werden als nur sehr gering eingeschätzt. Diese positive Stimmung spricht für Momentum-, Wachstums- und Technologiewerte. Als Absicherung gegen eine Verschlechterung des Makro-Umfelds empfiehlt sich der Energiesektor. Die Gewinnrevisionen im Energiesektor haben eine deutliche Trendwende vollzogen und liegen nun auf Drei-Monats-Basis bei über 40 Prozent, während sich die Bewertungen seit Jahresbeginn auf etwa das 14,5-fache verringert haben.

Die **Kurs-Gewinn-Verhältnisse des S&P 500** haben sich erholt, angeführt vom Tech-Sektor, liegen aber immer noch unter den früheren Höchstständen, die von größerem Wachstumsoptimismus geprägt waren. Die Korrektur, die im September 2025 begann, drückte die Bewertungen von Tech- gegenüber Nicht-Tech-Werten auf Neun-Jahres-Tiefs. Selbst nach der Erholung liegen die relativen Bewertungen weiterhin deutlich unter dem Durchschnitt für den Zeitraum 2020 bis 2025. Da sich das Exposure zum Tech-Sektor praktisch nur über US-Aktien aufbauen lässt, empfehlen wir weiterhin ein **Übergewicht des US-Markts**.

### Europa

Der Irankrieg dämpft die konjunkturellen Aussichten für Europa. **Die Erwartungen für die Gewinne europäischer Unternehmen werden im Durchschnitt dennoch nicht nach unten, sondern sogar nach oben revidiert.** Ähnlich wie im Jahr nach dem Energiepreisschock im Jahr 2022 steigen die Gewinn-Schätzungen insgesamt, angetrieben von den Rohstoffsektoren, die einen großen Anteil am Gesamtgewinnen haben. Im Gegensatz dazu sind die Sektoren zyklische Konsumgüter und Basiskonsumgüter kleiner und die Gewinnkorrekturen nach unten fallen geringer aus. Darüber hinaus entwickeln sich die Gewinne in Sektoren wie Banken, Telekommunikation, Versorger oder Technologie in Europa seitwärts oder steigen leicht.

Entwicklung europäischer Sektoren  
(seit Jahresbeginn)



**Die makroökonomischen Daten haben sich in Europa merklich verschlechtert und liegen deutlich unter den Erwartungen.** Das Gespenst der Stagflation bleibt bestehen und verschärft sich, je länger die Straße von Hormus blockiert bleibt. Stagflation übt einen doppelten Druck auf Aktien aus, indem sie zum einen die Fundamentaldaten durch Margendruck belastet und zum anderen die Bewertungen durch höhere Zinsen und unsicherere Gewinnaussichten drückt.

Dennoch notieren die Aktienkurse in der Nähe ihrer Allzeithochs. Im Vergleich zu früheren Konjunkturabschwüngen scheint der Markt negative wirtschaftliche Entwicklungen nur in relativ geringem Maße einzupreisen. Die starke Performance der zyklischen Werte ist teilweise darauf zurückzuführen, dass diese Krise zwar alle Sektoren betrifft, aber

Konsumgüterunternehmen wahrscheinlich dem größten Abwärtsrisiko ausgesetzt sind angesichts der Störungen in der Lieferkette und des Rückgangs im Reiseverkehr.

Der **Bewertungsabschlag kapitalintensiver Aktien** ist weitgehend verschwunden, da Investoren die Knappheit und den strategischen Wert von physischem Kapital wieder zu schätzen wissen. Aus diesem Grund funktioniert auch die Aktienselektion nach Qualitätskriterien nicht mehr so wie früher. Viele Unternehmen, die als Quality-Titel eingestuft werden, haben eine geringe Kapitalintensität und – bis vor kurzem – eine geringe Volatilität bei Margen, Umsätzen und Gewinnerwartungen. Dies führte lange Zeit zu einem Bewertungsaufschlag. Da die Wettbewerbsvorteile vieler dieser Unternehmen nun in Frage gestellt werden, verhalten sie sich nicht mehr wie typische Wachstumswerte oder defensive Aktien. Vor diesem Hintergrund **bleiben wir bei europäischen Aktien neutral gewichtet**, während wir für deutsche Aktien ein leichtes Untergewicht empfehlen.

## Japan

Der japanische Aktienmarkt hat, gemessen am Nikkei 225, in diesem Jahr eine sehr erfreuliche Wertentwicklung. Ein Teil der positiven Performance ist jedoch der besonderen Indexkonstruktion geschuldet. Betrachtet man hingegen den TOPIX, fällt die Performance des japanischen Aktienmarkts deutlich verhaltener aus. Die Diskrepanz zwischen beiden Indizes ist vor allem auf die höhere Gewichtung des IT-Sektors im Nikkei 225 zurückzuführen. Die Sektor-Gewichtung ist jedoch nicht der einzige Grund für die Out-performance des Nikkei. Es sind vor allem einige wenige Einzeltitel, die den Index tragen. Ähnlich wie in den USA sind dies Unternehmen, die eine große Rolle in den KI-Lieferketten spielen. **Um sich für eine Korrektur bei den heißgelaufenen KI-Werten zu wappnen, empfiehlt sich daher ein breiteres Investment in den japanischen Aktienmarkt.**

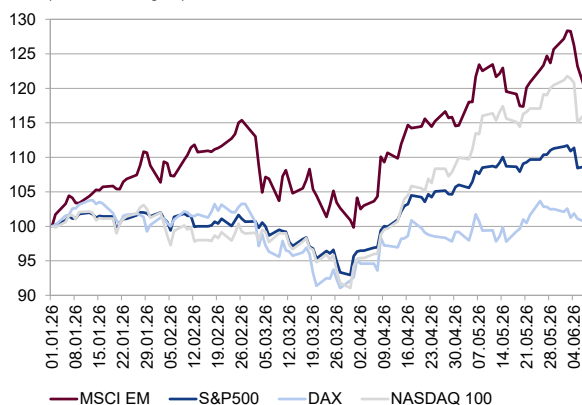
## Schwellenländer

Der MSCI Emerging Markets Index hat seine Verluste vom März mehr als wettgemacht, was fast ausschließlich auf die Stärke in Korea und Taiwan zurückzuführen ist. TSMC, SK Hynix und Samsung haben seit Jahresbeginn eine (gewichtete) Rendite von rund 55 Prozent erzielt, gegenüber fünf Prozent für die übrigen 1.200 Aktien im Index. Alle zwölf Unternehmen, die seit Jahresbeginn am stärksten zur Rendite des MSCI EM beigetragen haben, stammen aus Korea und

Taiwan. Die Konzentration im Index ist also enorm hoch. **Die Kluft zwischen den wenigen Gewinnern und dem Rest des Markts ist in den Schwellenländern noch deutlich ausgeprägter als in den USA.** Der MSCI Emerging Markets wird von den vier asiatischen Märkten Taiwan, China, Südkorea und Indien dominiert, die zusammen fast 80 Prozent des gesamten Index ausmachen und alle Nettoölimporteur sind. Innerhalb der Schwellenländer gibt es jedoch mit Ländern wie Brasilien und Mexiko aber auch Staaten, die als Nettoölexporteur vom Anstieg der Öl- und Gaspreise profitieren.

Da die Wertentwicklung von Aktien aus den Schwellenländern nicht nur vom fundamentalen Umfeld getrieben wird, sondern vor allem auch durch die Zu- und Abflüsse ausländischer Investorengelder, dürften die Kurse volatil bleiben. **Wir empfehlen für Aktien aus den Schwellenländern eine neutrale Gewichtung.**

Entwicklung verschiedener Aktienmärkte (seit Jahresbeginn)



### Revision der Jahresprognosen:

Wir senken unsere Prognose für den DAX zum Jahresende 2026 von 25.550 auf 25.250. Für den S&P 500 erhöhen wir die Prognose von 7.600 auf 7.700.

### Maßnahmen:

Aufgrund der gestiegenen Unsicherheiten empfehlen wir eine neutrale Gewichtung von Aktien. Für deutsche Aktien sind wir etwas skeptischer geworden und empfehlen ein leichtes Untergewicht. Der fiskalische Impuls zeigt bislang wenig Wirkung und wird durch den Ölpreisschock konterkariert. In den USA bleiben wir leicht übergewichtet. Für die Schwellenländer sehen wir seit langem wieder Chancen und empfehlen eine neutrale Gewichtung.

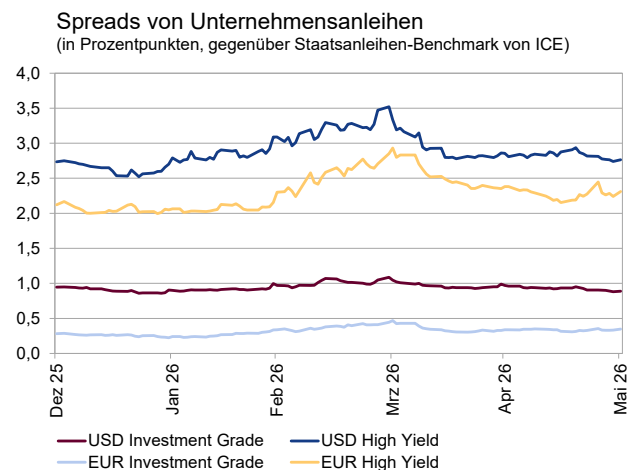
## RENTEN

### Der Irankrieg zwingt die Zentralbanken zur Kurskorrektur

Zum Jahreswechsel 2025/2026 befand sich die EZB in einer komfortablen Lage. Die Inflation im Euroraum lag nah an ihrem Inflationsziel von zwei Prozent und fiel kurz darauf knapp unter diese Zielmarke. Doch die Auswirkungen des Irankriegs haben diese komfortable Lage zunichte gemacht, da der Inflationsdruck gestiegen ist. Inzwischen wird erwartet, dass die EZB ihre Geldpolitik leicht straffen wird, um ein Ausufern der Inflation zu begrenzen. Der Markt geht derzeit von zwei bis drei Zinserhöhungen bis zum Jahresende aus. Auch die Anleiherenditen haben auf das neue Umfeld reagiert. Bei zehnjährigen Bundesanleihen haben sie sich seit Jahresanfang um rund 15 Basispunkte erhöht, was die kurzfristigen Zinserhöhungserwartungen widerspiegelt. Mitte Mai, als die Unsicherheit im Irankrieg besonders hoch war, fiel der Anstieg der Renditen noch deutlich höher aus, da ein Umfeld mit noch größerem Inflationsdruck erwartet wurde. Wir erwarten, dass sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in einem Szenario mit kurzfristigem Inflationsschub und einer entsprechenden Reaktion der EZB leicht erhöht. **Entsprechend passen wir unsere Erwartungen zum Jahresende von drei Prozent auf 3,1 Prozent an.**

Zum Jahresanfang wurden von der Fed noch zwei bis drei Zinssenkungen bis Ende 2026 erwartet. Doch auch hier sorgte der Irankrieg dafür, dass sich die Erwartungen deutlich geändert haben. Mittlerweile geht der Markt eher von einer Zinserhöhung bis zum Jahresende aus. Und das, obwohl es US-Präsident Donald Trump inzwischen gelungen ist, seinen Wunschnachfolger für Jerome Powell als Leiter der Fed durchzusetzen. Vom neuen Fed-Chef Kevin Warsh wurde erwartet, dass er die Leitzinsen senken wird, was wohl auch der Grund für seine Nominierung gewesen sein dürfte. Vor seiner Wahl hatte Warsh angekündigt, dass Effizienzgewinne durch Künstliche Intelligenz Leitzinssenkungen ermöglichen würden. Doch im Augenblick dürfte es für ihn schwieriger sein, mit dieser Argumentation eine Mehrheit im Offenmarktausschuss der Fed zu finden, da der Arbeitsmarkt deutlich robuster wirkt und die Inflationsraten weit über dem Ziel liegen. Für dieses Jahr liegt der Spannungsbogen für die Rendite von US-Staatsanleihen somit zwischen einem inflationären Schock durch den Irankrieg und einer zukünftig vergleichsweise lockereren Geldpolitik unter der Führung von Warsh. **Vor diesem Hintergrund**

**erwarten wir, dass sich die Rendite zum Jahresende bei 4,5 Prozent befinden wird. Damit halten wir an unserer Prognose aus dem Jahresausblick fest.**



### Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating bleiben attraktiv

Obwohl der Irankrieg für Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung gesorgt hat, kam es weder bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen noch bei High-Yield-Papieren in Euro oder US-Dollar zu einer dramatischen Ausweitung der Spreads. Es gab eine leichte Outperformance von Investment-Grade-Titeln, was vor allem daran lag, dass die Spreads im unteren Bereich des High-Yield-Segments unter Druck gerieten. Als der Markt allerdings weniger optimistisch in die Zukunft blickte, kam es auch zu größeren Ausweitungen der Spreads. Sollten die Auswirkungen des Kriegs länger anhalten und die Wirtschaft zusätzlich belasten, ist mit solchen Szenarien erneut zu rechnen. **Aus diesem Grund sind Investment-Grade-Anleihen denen aus dem High-Yield-Segment vorzuziehen, was wir bereits in unserem Jahresausblick empfohlen haben. Auch im Vergleich zu nach wie vor volatilen Staatsanleihen sind Investment-Grade-Unternehmensanleihen attraktiv.**

#### Revision der Jahresprognosen:

Zehnjährige Bundesanleihen: 3,1 Prozent statt drei Prozent.

Zehnjährige US-Staatsanleihen: Unverändert bei 4,5 Prozent.

## ROHSTOFFE

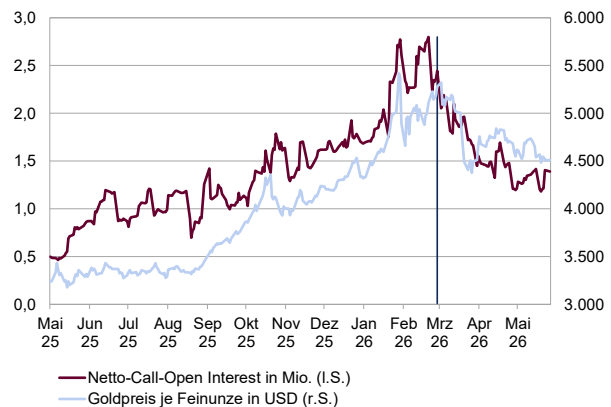
### Weiterhin positive Rahmenbedingungen für Gold

**In diesem Jahr wurde der Status von Gold als Krisenwährung infrage gestellt.** So verlor der Goldpreis von seinem Allzeithoch Ende Januar 2026 bis Ende Mai 2026 rund 13 Prozent in US-Dollar. Vor allem im März, nach dem Ausbruch des Irankriegs, gab der Goldpreis deutlich nach. Ausschlaggebend hierfür waren einerseits die Erwartung möglicher Zinssenkungen der Fed und andererseits die Normalisierung der offensiven Positionierung der Spekulanten an den Optionsmärkten, gemessen an den Netto-Call-Kontrakten (Call- minus Put-Kontrakte). Hinzu kam die wieder erstarkte negative Korrelation zu US-Dollar und Realverzinsung.

Trotz des veränderten Zinsumfelds gehen wir bis zum Jahresende von weiterhin positiven Rahmenbedingungen für den Goldpreis aus. **Gründe hierfür finden sich nach wie vor in den anhaltenden Zentralbankkäufen, der robusten Investitionsnachfrage und einem schwächeren US-Dollar.** Laut dem World Gold Council kauften Zentralbanken im ersten Quartal 2026 insgesamt 244 Tonnen Gold. Dies entspricht einer Steigerung von drei Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal. Eine anhaltende Nachfrage signalisiert auch eine Umfrage der Analysten von Goldman Sachs auf der „Goldman Sachs Central Bank Conference“, nach der 70 Prozent der Befragten von einer steigenden Goldreserve der Notenbanken ausgehen. Zudem ist die Nachfrage nach physischem Gold zu Investitionszwecken weiterhin hoch und wird vor allem von chinesischen Investoren getrieben. Laut Daten des World Gold Council stieg die **Nachfrage chinesischer Investoren im Vergleich zum Vorjahresquartal um etwa 66 Prozent auf 211 Tonnen.** Auch die ETF-Bestände konnten sich seit dem massiven Verkauf amerikanischer ETFs zuletzt stabilisieren und verzeichnen seit Jahresbeginn wieder Zuflüsse.

**Auch der US-Dollar dürfte dem Goldpreis bis Ende des Jahres weiterhin Rückenwind verleihen.** Mit einem Ende des Konflikts im Nahen Osten dürften die geopolitischen Spannungen nachlassen und die Nachfrage nach dem US-Dollar als Krisenwährung abnehmen. Ebenso dürften die US-Staatsverschuldung wie auch die Unabhängigkeit der Federal Reserve wieder in den Fokus der Investoren rücken. Die begonnenen Rückzahlungen der Zolleinnahmen, aber auch die anhaltenden Haushaltsdefizite dürften die US-Staatsverschuldung und in der Folge den US-Dollar weiter belasten.

Gold: Offene Netto-Call-Kontrakte



### Erhöhte Ölpreise bis zum Jahresende

Bis Ende Mai 2026 stieg der Preis für ein Barrel WTI um etwa 59 Prozent (in US-Dollar). **Bereits seit Jahresbeginn sorgten geopolitische Spannungen zwischen dem Iran und den USA für einen Anstieg des Ölpreises.** Zusätzlich trugen Produktionsausfälle in Kasachstan zur erhöhten Nachfrage nach dem schwarzen Gold bei. Mit dem Ausbruch des Irankriegs Ende Februar und der Schließung der Straße von Hormus stieg der Preis der Sorte WTI Anfang April auf über 114 US-Dollar je Barrel. Mit Beginn der Waffenruhe und den Verhandlungen über die Öffnung der Straße von Hormus sank der Preis wieder auf unter 100 US-Dollar je Barrel und lag Ende Mai bei rund 91 US-Dollar.

Ausgehend von den aktuellen Niveaus erwarten wir bis zum Jahresende einen weiter sinkenden Ölpreis. Durch die Öffnung der Straße von Hormus dürfte sich die Angebotsituation auf den globalen Ölmärkten schrittweise normalisieren. **Die Internationale Energieagentur (IEA) rechnet bereits im zweiten Halbjahr mit einem Überangebot auf dem Ölmarkt, was den Ölpreis belasten dürfte.** Ein überversorgter Markt entspricht der im Jahresausblick getroffenen Annahme. Dennoch dürfte der Ölpreis nur langsam fallen. Ein temporär erhöhter Bedarf zum Wiederauffüllen der Lagerbestände sowie die nur schrittweise verlaufende Normalisierung werden den Ölpreis im Vergleich zum Jahresbeginn auf einem erhöhten Niveau halten.

#### Revision der Jahresprognosen:

Goldpreis: 5.000 US-Dollar je Feinunze (vorher 4.500)  
 Ölpreis (WTI): 82 US-Dollar je Barrel (vorher 54)

## HEDGEFONDS

### Rückblick

In den ersten Monaten des Jahres 2026 konnten die meisten Hedgefonds-Strategien solide Gewinne erzielen. Makro-Fonds und CTAs (Trendfolger) verzeichneten die besten Ergebnisse und profitierten von Trends auf den Märkten für Aktien, Währungen, Edelmetalle und Rohstoffe. Dank erfolgreicher Titelauswahl erzielten auch Long/Short-Manager eine attraktive Performance. **Insbesondere auf Asien fokussierte Fonds gehörten dabei zu den stärksten Performern.**

Die Eskalation im Nahen Osten führte zu einer globalen Risikoaversion und machte den März zum bislang schwierigsten Monat für Hedgefonds seit Beginn der Pandemie im Jahr 2020. Hedgefonds konnten sich der breiten Korrektur an den Aktien- und Anleihemärkten nicht entziehen. Die meisten Strategien verzeichneten im März Verluste, wobei Long/Short-Aktien-, Makro- und Multi-Strategy-Fonds die größten Rückgänge hinnehmen mussten. CTAs erwiesen sich hingegen aufgrund ihrer Energiepositionen und eines disziplinierten Risikomanagements als vergleichsweise widerstandsfähig. **Im April begann eine starke Erholung.** Nachlassende geopolitische Spannungen und die wieder auflebende Begeisterung für KI-bezogene Technologie- und Halbleiterwerte führten zu einer deutlichen Erholung der globalen Aktienmärkte.

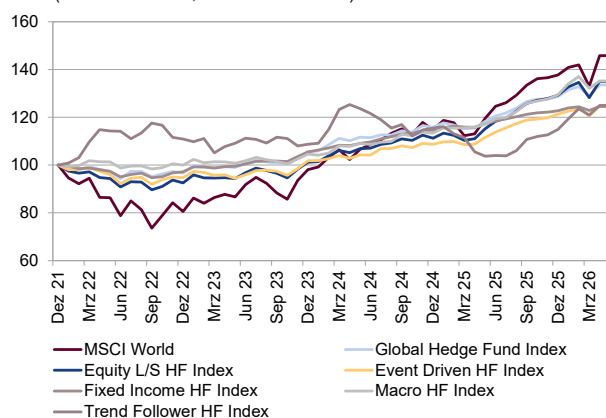
### Ausblick

Trotz der Wirren im Nahen Osten und gestiegener Energiekosten hält die globale Wirtschaft Kurs. Dies erzeugt zusätzlichen nachfrageseitigen Inflationsdruck, was zur Erwartung höherer Zinsen führt. Parallel dazu bleibt der KI-Boom das dominierende Thema an den Aktienmärkten und treibt insbesondere Technologie-, Infrastruktur- und Halbleiterwerte deutlich nach oben. **KI wirkt dabei sowohl als Wachstumsmotor durch steigende Investitionen und Produktivitätsgewinne als auch als Disruptor bestehender Geschäftsmodelle und Margen.**

Credit- und Fixed-Income-Hedgefonds erzielten im März solide, wenn auch moderate Renditen und erwiesen sich damit als widerstandsfähiger als viele andere Strategien. Event-Driven-Strategien entwickelten sich gut, wurden jedoch von trendstärkeren Hedgefonds-Strategien übertroffen. **Makro-Strategien sind weiterhin gut positioniert,**

**um von Unsicherheiten bezüglich Inflation, Zinsen und geopolitischer Entwicklungen zu profitieren.** CTAs dürften auch im weiteren Jahresverlauf von Trends in Rohstoffen, Währungen und Zinsen profitieren – insbesondere, wenn geopolitische Risiken und divergierende Geldpolitiken für eine hohe Marktvolatilität sorgen.

Performance Hedgefonds  
(31.12.2021 = 100, Total Return in USD)



Wir haben die Gewichtung der Hedgefonds-Hauptstrategie „Equity Long Short“ auf „stark übergewichten“ heraufgestuft. **Ein Umfeld mit hoher Dispersion bietet Hedgefonds attraktive Alpha-Chancen, insbesondere für Long-/Short- und marktneutrale Strategien, die von Bewertungsunterschieden zwischen Einzeltiteln profitieren.** Aktien-Long/Short-Manager verzeichneten trotz der Korrektur im März ein starkes Jahr, getragen von erfolgreicher Titelselektion und positiven Entwicklungen in Asien, Europa und den Schwellenländern. Die Erholung seit April wird nicht nur von KI- und Halbleiterwerten getragen, sondern auch von anderen Sektorspezialisten, zum Beispiel aus den Bereichen Energietransformation und Banken. Wir erwarten zwar keinen geradlinigen Trend, sehen aber derzeit kein Abflauen der Dispersion.

**Revision der Jahresprognosen:**  
Keine.

#### Maßnahmen:

Eine leichte Übergewichtung der Assetklasse Hedgefonds mit dem größten Schwerpunkt in Equity Long/Short und weiterem Fokus auf Event Driven und Fixed Income.

## IMMOBILIEN

### Der Markt in Deutschland tritt auf der Stelle

Auf dem deutschen Immobilienmarkt zeichnete sich bis zum dritten Quartal 2025 eine vorsichtige Erholung ab. Insgesamt schloss das Jahr beim Transaktionsvolumen jedoch vier Prozent unter dem Wert des Vorjahrs. Gegenüber dem Krisenjahr 2023 erhöhte sich das Transaktionsvolumen damit um weniger als zehn Prozent. Ähnlich die aktuelle Situation: Zwar legte das erste Quartal 2026 gegenüber dem Vorjahreswert um 12 Prozent zu, doch das zweite Quartal wird sehr viel schwächer ausfallen.

Die Gründe für das **Ausbleiben eines eindeutigen Erholungstrends** liegen zum einen in dem **Anstieg der Zinsen**, der vor allem geopolitisch durch den Irankrieg bedingten ist. Dieser zieht bei gleichbleibenden Immobilienrenditen ein weiteres Absinken der Risikoprämie nach sich. Insofern zeigte der Kapitalmarkt entgegen unserer Erwartung im Jahresausblick doch einen stärkeren Einfluss auf den

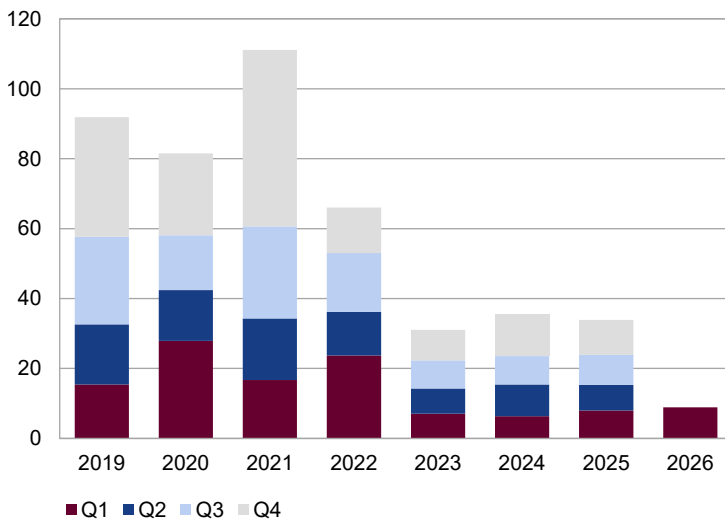
*Die Erholung des deutschen Immobilienmarkts stagniert*

Immobilienmarkt, allerdings mit negativer Tendenz.

Zum anderen führt die Sorge um eine **längerfristige wirtschaftliche Schwäche Deutschlands** zu einer Anpassung der Mietprognose nach unten. Die hohen Erwartungen an konjunkturelle Stimuli durch das Sondervermögen für Infrastruktur sowie an die Überwindung struktureller Defizite durch den angekündigten Herbst der Reformen sind einer Ernüchterung gewichen und sorgen für größere Zurückhaltung auf der Käuferseite.

So zeigt das Segment **Mietwohnen** in Deutschland laut der aktuellen Prognose von Greenstreet zwar weiterhin mit jährlich +3,5 Prozent für den Zeitraum 2026 bis 2030 die höchste Dynamik. Gegenüber der Vorjahresprognose (in der Abbildung jeweils gestrichelt dargestellt) mit jährlich noch +4,0 Prozent, wurde dieser Wert allerdings sehr deutlich um 50 Basispunkte zurückgenommen. Genauso deutlich mit ebenfalls 50 Basispunkten fiel die **Rücknahme der jährlichen Prognosen** für die Logistikmieten aus. Hier beträgt die jährlich erwartete Mietsteigerung nunmehr 2,1 Prozent.

Transaktionsvolumen in Deutschland (in Mrd. EUR)

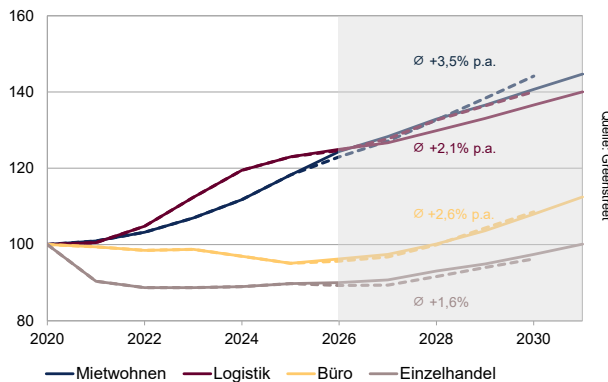


Quelle: IIT

Die grundsätzlich hohe Dynamik der Wohnungsmieten ist das Ergebnis von Angebot und Nachfrage: Ein anhaltend steigender Bedarf in den Metropolregionen bei gleichzeitigem Einbruch des Wohnungsneubaus, der sich oftmals finanziell nicht mehr rechnet. Die Erwartungen an das Mietwachstum werden allerdings durch sich überbietende Ideen der Politik für immer **tiefgreifendere Eingriffe in das Mietrecht** getrübt. So bringt aktuell die SPD die Einführung eines Mietendeckels zurück in die Debatte, also die Festschreibung der Mieten auf eine bestimmte Höhe.

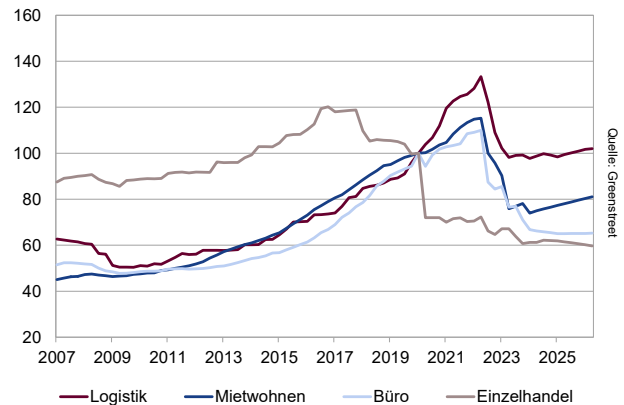
Mieten in Deutschland nach Nutzung

Top-6; 2020 = 100; ab 2026 Prognose, Vorjahresprognose gestrichelt



Immobilienpreise in Deutschland nach Nutzung

(12/2019 = 100)



Derartige Eingriffe würden den Markt weiter außer Kraft setzen. Wohnungswechsel und damit eine effiziente Verteilung von Mietwohnraum wären schwieriger, die Wohnfläche pro Bestandsmieter würde weiter steigen und somit das Problem für Wohnungssuchende noch verschärfen. Das Anlegerinteresse an der Nutzungsart Wohnen würde abnehmen und sowohl Angebot als auch Qualität von Wohnraum sinken. Die gegenwärtige Bundesregierung hat das sogenannte Mietrechtspaket 2 bereits auf den Weg gebracht und damit Mieterrechte gestärkt. **Wir erwarten in der gegenwärtigen Legislaturperiode keine weiteren Maßnahmen im Mietrecht.** Die Debatte zeigt aber, dass für die Zukunft erwartete Steigerungen des Mietertrags beim Wohnen deutlich erhöhten Risiken unterliegen.

Vor diesem Hintergrund bietet das Segment **Logistik**, deren Gewerbemieten diesen regulatorischen Risiken nicht ausgesetzt sind und damit viel mehr marktwirtschaftlichen Mechanismen unterliegen, ein **stabilisierendes Gegengewicht.**

Die aktuellen Erwartungen für die Mieten in den Segmenten Büro und Einzelhandel bleiben gegenüber der Vorjahresprognose stabil. Die erwartete Umkehr zu positiven Steigerungsraten soll allerdings erst ab dem Jahr 2027 beginnen und sie kommt nach vielen Jahren negativen Mietwachstums. Aus diesen Gründen bleiben wir diesen Segmenten gegenüber weiterhin sehr vorsichtig eingestellt.

Preisentwicklung Deutschland	10 Jahre (2016 – 2026)	5 Jahre (2021 – 2026)	Korrektur (seit 03/2022)	12 Monate (seit 03/25)
Logistik	+39%	-17%	-23%	+3%
Mietwohnen	+7%	-25%	-30%	+4%
Büro	+3%	-37%	-41%	0%
Einzelhandel	-47%	-17%	-17%	-3%

Quelle: Greenstreet

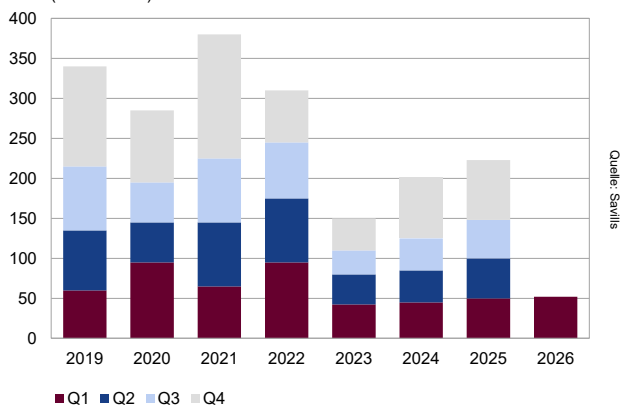
Die Immobilienpreise in Deutschland folgen seit Abschluss der Preiskorrektur Anfang 2024 weitgehend dem Trend der Mieten. Die Preise stiegen mit durchschnittlich rund vier Prozent per annum im Segment Mietwohnen und zwei Prozent im Segment Logistik. Bei den Segmenten Büro und Einzelhandel sind bislang keine Preiserholungen erkennbar.

**Europa ist mehrere Schritte voraus**

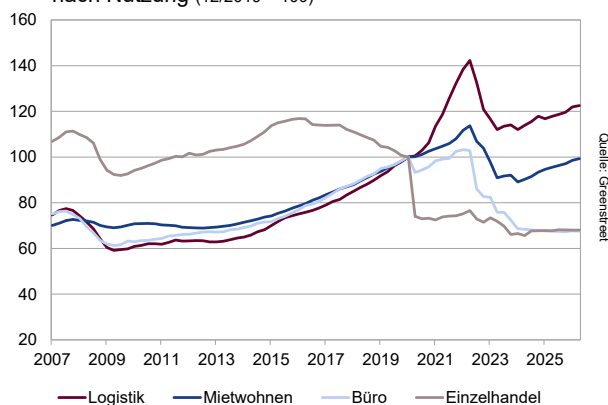
Der Blick auf den **europäischen Investmentmarkt** zeigt einen viel **deutlicheren Erholungspfad** der Immobilien. Gegenüber 2023 ist das Transaktionsvolumen 2025 um rund 50 Prozent angestiegen. In 2027/28 werden Volumina von über 300 Milliarden Euro erwartet, womit die Krise dann vollständig überwunden wäre.

Bei den Immobilienpreisen zeigt sich für Europa ohne Deutschland zwar ein grundsätzlich ähnliches Bild für die verschiedenen Nutzungsarten. Mit durchschnittlichen Steigerungsraten seit Anfang 2024 von jährlich fünf Prozent im Segment Mietwohnen und vier Prozent im Segment Logistik fällt aber auch die preisliche Erholung viel deutlicher aus als in Deutschland.

Transaktionsvolumen in Europa  
(in Mrd. EUR)



Immobilienpreise in Europa ohne Deutschland  
nach Nutzung (12/2019 = 100)



Der europäische Markt profitierte von einem starken vierten Quartal und einem regen Interesse seitens **ausländischer Investoren**. Die südeuropäischen Länder **Spanien, Portugal** und **Italien** sowie **Polen, Skandinavien** und das **Vereinigte Königreich** trieben das Wachstum voran, sowohl bei den Transaktionen als auch bei den Preisen und übertrafen den Durchschnitt Kontinentaleuropas deutlich.

**Revision der Jahresprognosen:**

Die im Jahresausblick 2025 vorgestellten Prognosen und Thesen behalten ihre Gültigkeit.

**Maßnahmen:**

Innerhalb der Anlageklasse Immobilien sollten Investitionsmöglichkeiten selektiv genutzt werden. Im Vordergrund stehen dabei Immobilien mit Mietsteigerungspotenzial sowie eine Diversifikation sowohl regional als auch über Nutzungsarten hinweg.

## BETEILIGUNGEN

### Aktuelle Entwicklungen

Nachdem das Jahr 2025 eine leichte Erholung im Bereich M&A-Aktivitäten, Fundraising und Exits verzeichnete, sorgte die politische und militärische Eskalation im Nahen Osten ab Februar 2026 für eine erneute Zunahme der Unsicherheit. Die weltweite **M&A-Deal-Aktivität** lag im ersten Quartal 2026 sowohl bei der Anzahl als auch beim Transaktionsvolumen unterhalb des Vorjahresquartals. Das für die Kapitalauszahlungen an die Anleger wichtige **Exit-Umfeld** bleibt eingetrübt, weil die erhöhte Unsicherheit die Preisvorstellungen von Käufer und Verkäufer auseinandertreibt. Für das erste Quartal 2026 weist Preqin weltweit 476 Exits aus – ein Rückgang gegenüber 570 Exits im ersten Quartal 2025. Das aggregierte Deal-Volumen verringerte sich im Vergleichszeitraum von 113,6 auf 95,6 Milliarden US-Dollar – der niedrigste Quartalswert seit Anfang 2024.

Infolge des schwierigen **Exit-Umfeldes** sind gemäß PitchBook die **durchschnittlichen Auszahlungen an die Investoren** unter den langfristigen Mittelwert von 24 Prozent des Portfoliowerts (NAV – Net Asset Value) pro Jahr gesunken und erreichten im Zeitraum von 2022 bis 2025 lediglich rund 16 Prozent. Gleichzeitig führt die höhere Kapitalbindung zu steigenden Allokationen im alternativen Bereich, was die Bereitschaft der Anleger für Neuanlagen verringert.

Das **Fundraising** blieb im ersten Quartal 2026 herausfordernd. Vor allem agieren große institutionelle Investoren zurückhaltend und selektiv. Das Fundraising dauert weiterhin lang und das eingeworbene Kapital erreichte laut Preqin mit 155 Milliarden US-Dollar zwar einen Zuwachs von 11 Prozent gegenüber dem vierten Quartal 2025, lag jedoch zehn Prozent unter dem

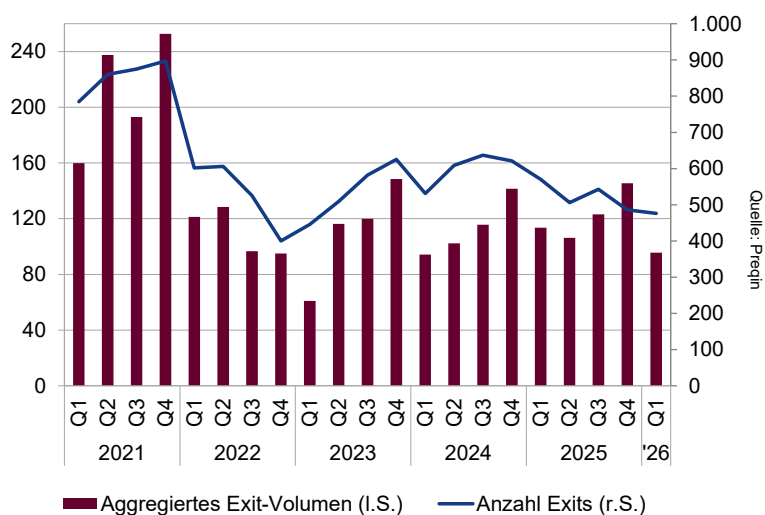
Niveau des ersten Quartals 2025. Die Anzahl der Final-Closings im ersten Quartal 2026 lag mit 245 Fonds rund 50 Prozent unter dem Quartalsdurchschnitt der Jahre 2021 bis 2025.

Anlegerkapital wird vermehrt in Nachfolgefonds oder in weitere Produkte von Managementgesellschaften mit einem breiten „Bauchladen“ investiert, zu denen bereits eine langjährige Investitionsbeziehung besteht. So konnten laut PitchBook Manager mit mindestens der vierten Fondsgeneration in den Jahren 2024 und 2025 rund 88 Prozent des gesamten Kapitals einwerben – eine Entwicklung, von der insbesondere die sehr großen „Mega-Fonds“ mit zum Teil zweistelligen Milliarden US-Dollar-Volumen und etablierte Spezialisten profitierten.

Der Trend von vor allem sehr großen institutionellen Investoren mit zum Teil Zeichnungszusagen in dreistelliger Millionen-Höhe hin zu Mega-Managern ist jedoch nicht etwa einer überdurchschnittlichen **Renditeerwartung** geschuldet. Denn die Median-Rendite von Mega-Fonds aus den

*Anlegerkapital wird vermehrt in Nachfolgefonds investiert*

Private Equity: Anzahl Exits und Exitvolumen  
(Global Buyouts, in USD Mrd.)



Vintage-Jahren 2018 bis 2021 liegt mit 12,2 Prozent unter den 14,4 Prozent im mittleren Größensegment. Vielmehr dürfte dies auf pragmatische Gründe zurückzuführen sein, da sehr hohe Einzeltickets auch nur in sehr große Fonds investiert werden können. Weitere Beweggründe können in dem Wunsch nach geringerer Renditestreuung bzw. einem niedrigeren Verlustrisiko, in der operativen Sicherheit eines bekannten Manager-Namens oder in der Reduzierung des administrativen Aufwands durch weniger GP-Beziehungen liegen.

IRR-Verteilung Middle-Market vs. Megafonds  
(USA, Vintage Jahre 2018 – 2021, per Q3 2025)

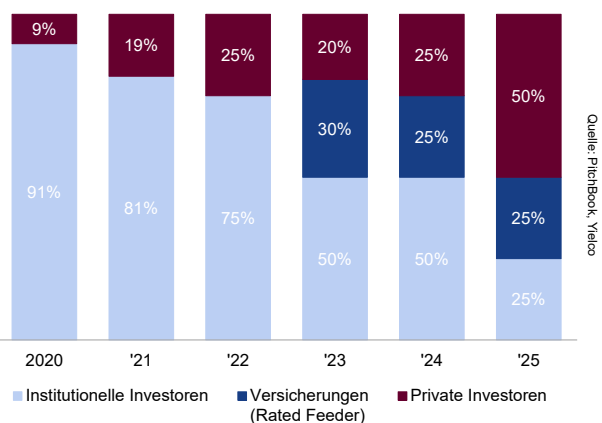


Wir halten daher an unserem Ansatz fest, uns bei der Fondsauswahl auf etablierte Buyout-Manager im Mid-Market-Segment zu fokussieren, die aufgrund ihrer Spezialisierung ein Differenzierungsmerkmal gegenüber dem breiten Markt aufweisen.

### Evergreens

Im Jahresausblick 2026 hatten wir die steigende Bedeutung sogenannter „Evergreens“ erörtert: semi-liquide Anlageformen für Alternative Assets mit unbegrenzter Laufzeit, über die auch (vermögenden) Privatinvestoren ein Zugang zu sonst eher institutionellen Anlageklassen wie Private Equity, Infrastruktur oder Private Debt ermöglicht wird. Das gestiegene Interesse an derartigen Anlageprodukten zeigt sich in den kürzlich von PitchBook veröffentlichten Zahlen für das Gesamtjahr 2025: Auch wenn Privatinvestoren mit einem Anteil von rund 14 Prozent vorerst deutlich unterrepräsentiert bleiben, trugen sie im abgelaufenen Jahr zum Teil bereits die Hälfte zu den investierten Nettozuflüssen bei.

Anteil an den Netto-Kapitalzuflüssen  
im Segment Private Debt



Allerdings haben zuletzt eine Reihe von Ereignissen Evergreens speziell im Bereich Private Debt zu erhöhter öffentlicher Aufmerksamkeit verholfen und so zu Verunsicherung bei Investoren geführt, weshalb abzuwarten bleibt, ob sich der zuletzt zu beobachtende Trend weiter fortsetzen wird. So haben sich in Folge namhafter Insolvenzen Ende 2025 die Rückgabewünsche von Anlegern in semi-liquiden Produkten spürbar erhöht, was teilweise zu einem **Aussetzen der Anteilsrücknahmen** geführt hat.

Bei genauerem Hinsehen lässt sich aber feststellen, dass die Insolvenzen des Autokreditanbieters Tricolor und des US-Autozulieferers First Brands mutmaßlich auf betrügerische Handlungen zurückzuführen sind und vorrangig Banken geschädigt haben. Dennoch wurden semi-liquide Kreditfonds durch erhöhte Liquiditätswünsche der Investoren in Geiselschaft genommen. Dabei wurde insbesondere ein von Blue Owl gemanagtes Produkt in ein negatives Licht gerückt, weil Anteilsrücknahmen vollständig ausgesetzt wurden. Verschwiegen wurde dabei in aller Regel, dass diese Maßnahme vor dem Hintergrund des Anleger-schutzes erfolgte und in einem professionellen Schritt des Fondsmanagements der Rückgabemechanismus durch eine beschleunigte Liquidation der Gesellschaft ersetzt wurde. Ausgelöst wurden die Schwierigkeiten insbesondere durch strukturelle Schwächen sowie das Scheitern einer vor dem Hintergrund des nahenden Laufzeitendes ursprünglich für das vierte Quartal 2025 geplanten Fusion mit dem börsennotierten Schwesterprodukt.

Während die vorgenannten zwei Faktoren somit keine signifikanten Auswirkungen auf die Anlageklasse Private Debt und deren semi-liquide Produkte haben sollten, könnte

es sich mit den **oftmals überdurchschnittlichen Software-Allokationen** etwas anders verhalten. Denn während Kreditfonds in der Vergangenheit Software-Unternehmen aufgrund ihrer stabilen Cashflows zu schätzen wussten, werden deren Geschäftsmodelle zunehmend durch die Möglichkeiten der Künstlichen Intelligenz als gefährdet angesehen. Dies könnte zu einem Ansteigen der Ausfallraten führen, was aufgrund des asymmetrischen Renditeprofils von Fremdkapitalanlagen – anders als bei Eigenkapitalbeteiligungen – nicht ohne Weiteres durch Aufwertungen von KI-Profiteuren kompensiert werden kann.

Entsprechend könnte die Renditestreuung innerhalb einer Gruppe vergleichbarer Kredit-Fonds deutlich zunehmen. Dabei ist der Anlageerfolg maßgeblich abhängig davon, inwieweit Finanzierungen von Unternehmen gefährdeten Geschäftsmodellen vermieden wurden. Managementgesellschaften mit widerstandsfähigen Portfolios dürften gestärkt aus dieser Situation hervorgehen und von erhöhter Investorennachfrage profitieren.

**Das von manchen befürchtete Horrorszenarien einer Wiederholung der globalen Finanzkrise dürften selbst bei einem deutlichen Anstieg der Ausfallraten ausbleiben.** Hierfür spricht die den signifikanten Wachstumsraten zum Trotz nach wie vor vergleichsweise geringe Bedeutung des Marktsegments Private Debt.

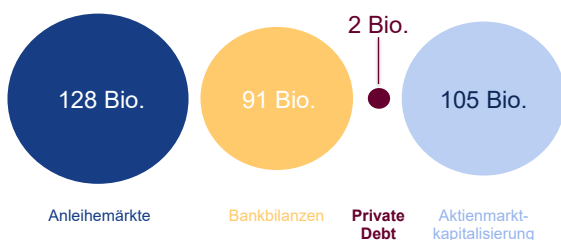
#### Revision / Bestätigung der Jahresprognosen:

Unsere im Jahresausblick aufgestellte These einer graduell fortgesetzten Erholung von Private Equity im Jahr 2026 hat sich durch die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit der politischen und militärischen Eskalation im Nahen Osten vorerst nicht erfüllt. Die jüngsten Ereignisse bei semi-liquiden Produkten für alternative Anlagen bestätigen unsere Sichtweise, die weitere Entwicklung dieser Produktart zunächst passiv zu beobachten.

#### Maßnahmen:

Für eine breite Diversifikation im Bereich Private Equity sollte weiterhin kontinuierlich über Regionen, Branchen und Jahrgänge und unabhängig von geopolitischen Entwicklungen investiert werden. Zur Minimierung von Risiken aufgrund von Markt- und Bewertungszyklen sollten Anleger zudem auf klassische geschlossene Private-Equity-Fonds setzen.

Marktsegmente im Vergleich  
Globale Angaben in EUR



Quelle: Pemberton



## TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

### TAKTISCHE GRUNDALLOKATION

		Untergewichtung		Neutral	Übergewichtung	
		stark	leicht		leicht	stark
<b>Liquide Anlageklassen</b>	Geldmarkt					
	Renten					
	Aktien					
	Rohstoffe					
	Hedgefonds					

### ALLOKATION INNERHALB DER LIQUIDEN ANLAGEKLASSEN

		Untergewichtung		Neutral	Übergewichtung	
		stark	leicht		leicht	stark
<b>Renten</b>	Staatsanleihen Europa AAA – AA					
	Hypothekenbesichert (Pfandbriefe/MBS)					
	Staatsanleihen Europa Investment Grade (< AA)					
	Unternehmensanleihen Investment Grade					
	High Yield Unternehmensanleihen					
	US-Staatsanleihen					
	Schwellenländeranleihen					
	Inflationsindexierte Anleihen					
	Variabel verzinsliche Anleihen / Floater					
	Wandelanleihen					
	<b>Aktien</b>	Deutschland				
Europa						
USA						
Japan						
China						
Schwellenländer ex China						
Discount-Zertifikate						
<b>Rohstoffe</b>	Gold					
	Rohöl					
	Industriemetalle					
<b>Hedgefonds</b>	Long/Short Equity					
	Event Driven					
	Fixed Income					
	Global Macro					
	Trend Following					

## IMPRESSUM

### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

### Autoren

Nils Breckling, Dr. Tariq Chaudhry, Yannick Düring, Thomas R. Fischer, Ralph Groß, Dr. Christoph Kind, Malte Knigge, Thomas Kühl, Dr. Claus Roggatz, Christian Sternberg, Maximilian Völpel

### Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

### Redaktionsschluss

10.06.2026

### Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

### Haftungsausschluss

Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

### Datenquellen

Soweit nicht anders angegeben: Datastream, Bloomberg, öffentlich zugängliche Datenquellen, eigene Berechnungen

### Hinweis zur diskriminierungsfreien Sprache

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird bei Personenbezeichnungen und bei personenbezogenen Hauptwörtern allein entweder die männliche oder die weibliche Form verwendet. Entsprechende Begriffe gelten im Sinne der Gleichbehandlung grundsätzlich für alle Geschlechter. Personen aller Geschlechter mögen sich bitte gleichermaßen angesprochen fühlen.



MARCARD, STEIN & CO AG · DIE FAMILY OFFICE BANK  
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg  
Telefon +49 40 32099-556 · family\_office@marcard.de

[www.marcard.de](http://www.marcard.de)