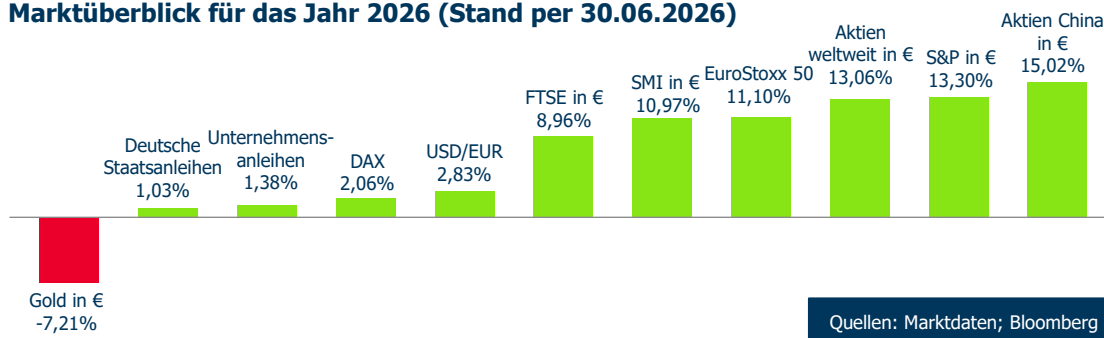




1. Überblick

Das zweite Quartal 2026 war an den Kapitalmärkten von einer wechselhaften, insgesamt aber eher vorsichtigen Stimmung geprägt. Zu Beginn des Quartals sorgten geopolitische Spannungen, insbesondere im Nahen Osten sowie die daraus resultierenden Sorgen um weiter steigende Ölpreise und eine hartnäckigere Inflation für Unsicherheit an den Börsen. Die Aktienmärkte konnten sich im April und Mai zunächst gut erholen, bevor es im Juni wieder zu stärkeren Schwankungen und Kursrückgängen kam. Die US-Märkte zeigten sich robuster als ihre europäischen Pendanten, die unter dem Druck höherer Energiepreise und eines insgesamt schwächeren konjunkturellen Umfelds litten. Auch innerhalb der Branchen und auf Einzeltitelebene kam es zu deutlichen Ausschlägen und Verwerfungen. So gab es eine scharfe Korrektur der KI-getriebenen Rallye, wie auch bei Softwaretiteln, während Halbleitertitel weiter profitierten. Defensive Branchen gerieten ins Hintertreffen, da die Investoren weniger auf Value und Substanz als vielmehr auf Wachstumsraten schauten. Zwischenzeitlich deutlich steigende Renditen belasteten die Anleihekurse, insbesondere langlaufende Papiere. Im Zuge des Ölpreistrückgangs kam es in den letzten Wochen aber zu einer starken Erholung. Gold konnte im zweiten Quartal keine durchgehend stabile Schutzfunktion erfüllen. Es zeigte sich gegen Ende des zweiten Quartals nicht nur deutlich schwächer, sondern zunehmend korrelierter mit den Aktienmärkten. Insgesamt blieb das Umfeld geprägt von einem Spannungsfeld aus geopolitischen Risiken, Inflationssorgen und der Frage, wie lange die Notenbanken die Zinsen auf erhöhtem Niveau halten müssen. Der USD konnte davon leicht profitieren und wertete gegenüber dem Euro weiter auf.

Marktüberblick für das Jahr 2026 (Stand per 30.06.2026)



Rechneten wir zu Jahresbeginn noch mit einer nachlassenden Inflation und weiteren Zinssenkungen durch die Zentralbanken, so haben die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten u.a. mit der Sperrung der Straße von Hormus (SOH) die Ölpreise teilweise deutlich steigen lassen und die Inflationserwartungen vorübergehend erhöht. Dieser Druck hat aufgrund von Verhandlungen der USA und Iran aktuell nachgelassen, doch der geldpolitische Ausblick ist deutlich unsicherer geworden. Besonders die Notenbanken (FED und EZB) rücken in den Fokus der Anleger und sollten die Märkte in der zweiten Jahreshälfte stärker beeinflussen. Kevin Warsh verfolgt als neuer FED-Chef einen weniger transparenten Kommunikationsstil und präferiert stattdessen situativ datenabhängige Entscheidungen. Makrofaktoren dürften entsprechend an Bedeutung gewinnen. Aus unserer Sicht verstärkt das aktuelle Umfeld den strukturellen Wandel hin zu höherem Investitionsbedarf in den Bereichen Infrastruktur, Verteidigung, Energie, künstliche Intelligenz (KI) und widerstandsfähigere Lieferketten. An den Aktienbörsen könnte das einhergehen mit einer Rotation in eher konjunktursensiblere Branchen. Viele der Themen, die wir zu Jahresbeginn identifiziert hatten, bestätigen sich: KI-getriebenes Wachstum, eine breiter aufgestellte Aktienmarktentwicklung und die anhaltende Stärke der Kreditmärkte – trotz des Aufwärtsdrucks auf die Anleiherenditen. Makroökonomische Kräfte schaffen ein neues und stärker diversifiziertes Chancenspektrum, da sich das KI-Thema zunehmend auf verschiedene realwirtschaftliche Bereiche ausweitet und geopolitische Bruchlinien die Weltwirtschaft neu ordnen. Höhere Renditen von Staatsanleihen eröffnen attraktive Chancen im Segment hochwertiger Unternehmensanleihen. Innerhalb der Aktienmärkte bleibt die Sektorauswahl entscheidend. Positive Entwicklungen im Ukraine/Russland-Krieg könnten besonders Infrastrukturunternehmen neuen Aufschwung geben. Wir erwarten, dass die Ölpreise in der zweiten Jahreshälfte 2026 auf dem abgeschwächten Niveau verharren werden und dem Aktienmarkt ein gutes Fundament geben sollten. Der längerfristige Ausblick für Gold bleibt positiv, kurzfristig allerdings begrenzt. Kurz gesagt: Marktvolatilität sollte weiterhin als Gelegenheit gesehen werden, liquide Mittel wieder anzulegen und besonders im Aktienmarkt investiert zu bleiben.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WACHSTUM: Der Konsum in den USA zeigt sich weiterhin robust. Die privaten Ausgaben in den USA stiegen im Mai gegenüber dem Vormonat um 0,7 % und lagen damit über dem Konsens, was auf eine breit angelegte Stärke sowohl bei Waren als auch bei Dienstleistungen hindeutet. Der Anstieg wurde durch einen Zuwachs des nominalen persönlichen Einkommens um 0,7 % gestützt. Die private Sparquote blieb bei 3,0 % stabil. Das Wachstum in Europa bleibt sehr verhalten und liegt für 2026 voraussichtlich weiter unterhalb des Potenzialwachstums. Hauptgründe dafür sind der Energiepreisschock, schwächere Investitionen und ein nur moderater Außenhandel, auch wenn der private Konsum die Konjunktur etwas stützt.

INFLATION: Im Euroraum ist die Inflation mit zuletzt 2,0% deutlich unter dem Niveau der USA. Mit 4,2% ist der Preisdruck jenseits des Atlantiks weiter deutlich stärker als in Europa. Für die kommenden Monate ist mit einer unterschiedlichen Entwicklung zu rechnen, wobei vor allem Energiepreise, Löhne und die private Nachfrage die weitere Richtung bestimmen dürften. Während in den USA der Inflationsdruck hoch bleiben sollte, sehen wir bei den letzten Inflationsdaten aus Europa nachlassende Tendenzen.

ZENTRALBANKEN: Für die FED bleibt der Fokus vorerst auf der Inflationsbekämpfung mit der Möglichkeit eines weiteren Zinsschritts bei anhaltend hohem Preisdruck. Die Juni-Projektionen deuten für Ende 2026 auf ein Zinsniveau von rund 3,8% hin und signalisieren damit „higher for longer“. Im Euroraum ist der Ausblick etwas positiver: Die EZB sieht kurzfristig wegen höherer Energiepreise weiter erhöhten Inflationsdruck, gleichzeitig aber ein schwächeres Wachstum, was im dritten Quartal eher für eine vorsichtige und datenabhängige Linie spricht.

AKTIEN: Seit April gibt es eine Annäherung im Nahost Konflikt, die aktuell in ein Friedensabkommen münden könnte. Die SOH ist wieder passierbar und die Energiepreise entsprechend gefallen. Für Europa und Asien ist damit einer der Belastungsfaktoren entfallen.

US-AKTIEN: Wir sehen einen robusten Konsumenten in den USA und eine in der Breite solide Gewinnentwicklung über verschiedene Sektoren. Der Bereich Chiphersteller und Hyperscaler – also der großen Cloud- und Rechen-, Netzwerk- bzw. Speicherwerkunternehmen – generierte dabei das meiste Wachstum und absolut auch den größten Gewinnbeitrag im S&P 500. Die Kurse haben sich allerdings besonders bei den Mag7-Aktien seit Jahresanfang verbilligt und die Bewertungen entsprechend verbessert, so dass Investments interessant werden können.

EUROPA-AKTIEN: Der Energiepreisschock wirkte sich besonders negativ für europäische Aktien aus und dürfte das Wachstum und die Gewinne kurzfristig etwas belastet haben. Aber sowohl Bewertung als auch die derzeit niedrige Ausgangsbasis könnten europäische Aktien im zweiten Halbjahr überraschen lassen. Wir nehmen die Branchen ZYKLISCHER KONSUM, INDUSTRIE und ROHSTOFFE verstärkt ins Auge und setzen die defensiven Branchen BASISKONSUM, PHARMA, VERSORGER, AGRAR & ERNÄHRUNG lediglich als Diversifikation im Portfolio ein.

ZINSEN: Zinsen folgen dem Ölpreis. Die Anleihekurse erholten sich auf breiter Front und überkompensierten die Verluste aus dem Vorquartal. Die erste Zinserhöhung der EZB seit drei Jahren könnte sich als „Präventionsmaßnahme“ herausstellen. Der neue FED-Chairman Kevin Warsh zeigt sich als entschlossener Inflationsbekämpfer und hofft mittelfristig auf „Rückendeckung“ durch KI bei der Inflationsbekämpfung. Wir erwarten 2026 keine weiteren Zinserhöhungen, weder von der EZB noch von der FED. Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen sollte sich in einer Handelsspanne zwischen 2,75% - 3,25% bewegen.

WÄHRUNGEN: Die im ersten Halbjahr 2026 zu beobachtende Stärke des US-Dollars vs. Euro (+3%) könnte sich dem Ende zuneigen. In den nächsten zwölf Monaten muss das US-Finanzministerium Schulden in Höhe von rund acht Billionen Dollar refinanzieren. Der durchschnittliche Zinssatz für diese Schulden liegt bei etwa 3,3%. Derzeit liegt die Rendite einjähriger US-Staatsanleihen bei ca. 4,1%, was eine zusätzliche Belastung von über 60 Mrd. Dollar bedeutet. Je länger die höheren Zinsen anhalten, desto teurer werden die amerikanischen Schulden mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Währung. Aus diesem Grund halten wir weiter an der Handelsspanne von 1,15 – 1,25 EUR/USD für den restlichen Verlauf des Jahres 2026 fest.

GOLD: Starke US-Konjunkturdaten und gestiegene Realrenditen haben den Goldpreis in letzter Zeit belastet. Der Preis trägt inzwischen den steigenden Opportunitätskosten und dem stärkeren USD Rechnung. Die Nachfrage nach Anlagegold war, gemessen an den Veränderungen der Bestände von Gold-ETFs, eher verhalten, doch die Käufe der Zentralbanken sind weiterhin eine wichtige Stütze. Das Umfeld für Gold dürfte kurzfristig herausfordernd bleiben. Mittelfristig bleiben die Aussichten positiv, da mögliche Zinssenkungen der FED die Realzinsen nach unten drücken und den US-Dollar schwächen dürften. Auch die Schuldensituation in den USA könnte bald wieder in den Fokus rücken.

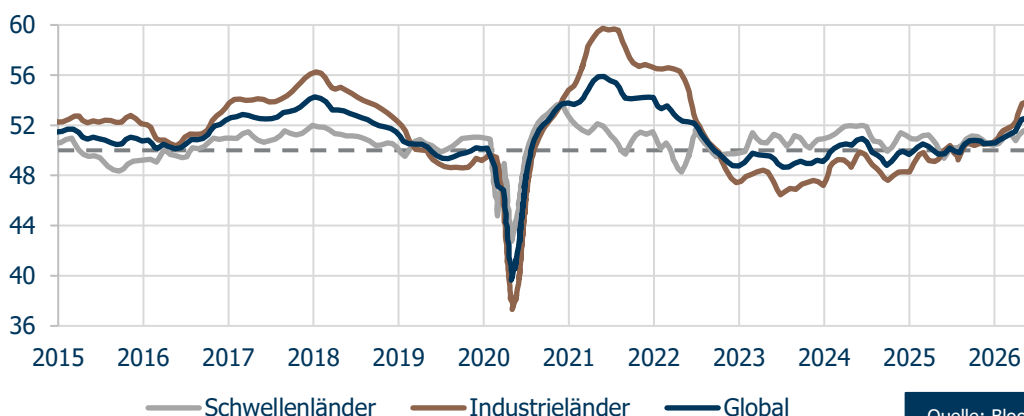
3. Der Bericht vom Markt

Die Krise am Persischen Golf entspannt sich und der Transport von Energie und Düngemitteln aus dem Nahen Osten dürfte sich in den kommenden Monaten weiter normalisieren. Bereits jetzt zeigt sich, dass der Schiffsverkehr in der Straße von Hormus (SOH) wieder anzieht, auch wenn es immer mal wieder zu Zwischenfällen kommt. Entsprechend gab der Ölpreis die letzten Tage deutlich nach. Das sind erfreuliche Nachrichten für die unter Druck stehenden Konsumenten und auch für die Weltwirtschaft.

Die Energieinfrastruktur bleibt intakt und die weltweiten Investitionsausgaben steigen wieder. Die Weltwirtschaft passt sich dem Energieschock an, auch wenn dessen Wirkung ohne weitere Eskalation nachlässt und das reale Wachstum trotz des starken Ölpreisanstiegs widerstandsfähig geblieben ist. Das Wachstum wird durch einen sprunghaften Anstieg der Investitionsausgaben in den Bereichen Verteidigung, Lieferketten, Energiewende und KI-Infrastruktur gestützt. Die Gefahr einer globalen Rezession hat sich dadurch markant verringert. Allerdings dürfte der Inflationsdruck hoch bleiben. Kein Wunder, sahen sich einige Notenbanken wie die EZB oder die Bank of Japan bereits gezwungen, die Zinsen zu erhöhen. Auch die FED schlug unter dem neuen Vorsitzenden Kevin Warsh im letzten Meeting schärfere Töne an, was die Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinsanhebung erhöht. Die Terminmärkte rechnen mittlerweile mit mindestens einer Erhöhung bis zum Ende des Jahres. Der Inflationsdruck in den USA geht primär von einer zu expansiven Fiskal- und Geldpolitik, den rasant steigenden Vermögenspreisen, dem angespannten Arbeitsmarkt, den Handelszöllen und einem enormen Investitionsboom im Bereich der künstlichen Intelligenz aus. Wir sehen jedoch keinen dringenden Anlass für einen substanziellen Zinserhöhungszyklus – nicht zuletzt, weil wir in der zweiten Jahreshälfte mit niedrigeren Ölpreisen rechnen, die kritische Energieinfrastruktur intakt bleibt und es, anders als 2022, keinen nennenswerten Lohndruck gibt.

Deshalb nutzen wir die aktuelle Volatilität selektiv für Nachkäufe. Wir behalten unseren ausgewogenen „Barbell“-Ansatz bei Aktien bei und investieren in attraktive Unternehmensanleihen. An den Aktienbörsen könnte eine Rotation in diejenigen Sektoren einsetzen, die vor dem Angriff der USA/Israel auf den Iran zu den Zugpferden zählten. Dazu gehören global betrachtet die konjunktursensitiven Segmente INDUSTRIE, ROHSTOFFE und ENERGIE. Wenige Tage nach dem Kriegsausbruch flüchteten die Anleger in US-Aktien und hier insbesondere in IT-Aktien und technologienahe Wachstumsbranchen. Das oben beschriebene Umfeld ist aber grundsätzlich wieder unterstützend für konjunktursensitive Segmente. Das wird durch einen Blick auf einen der verlässlichsten Frühindikatoren bestätigt: Trotz Unsicherheit und Krieg im Nahen Osten und in der Ukraine zeigten die Industrie-Einkaufsmanagerindizes jüngst nach oben und notieren derzeit komfortabel über der Wachstumsschwelle von 50. Der Bloomberg Economics GDP Tracker, der das erwartete Wachstum des globalen Bruttoinlandsprodukts für die nächsten zwölf Monate schätzt, hatte sich mit dem Kriegsbeginn abgeschwächt, zeigte zuletzt ebenfalls wieder nach oben.

Industrie-PMI (Einkaufsmanagerindex) bestätigen Aufwärtstrend



Auch der zuletzt veröffentlichte Ifo-Index für Deutschland hat sich verbessert. Das dürfte sich im Wachstum der Unternehmensgewinne niederschlagen. Rohstoffkonzerne, Industrie- und Technologiewerte profitieren in der Regel von der Wachstumsdynamik und schaffen es in diesen Phasen ihre Gewinne überdurchschnittlich zu steigern. Eine allzu starke wirtschaftliche Expansion erhöht allerdings die Gefahr, dass die Notenbanken – besonders die FED – eine straffere Geldpolitik

verfolgen müssen, um die damit verbundene Teuerung in Schach zu halten. Dieses könnte zu höheren Anleiherenditen in den USA führen und auch einen stärkeren USD zur Folge haben. Ein Stück weit hat diese Entwicklung mit der jüngsten Erholung des USD bereits eingesetzt.

Ein potenzieller Risikofaktor ist die wachsende Kapitalaufnahme der Unternehmen: Die großen Börsengänge – nach SpaceX streben auch Anthropic und OpenAI eine Publikumsöffnung an – entziehen dem Markt massiv Liquidität. Dasselbe gilt für die verstärkte Aufnahme von Fremdkapital, das für die gewaltigen Investitionen in KI-Rechenzentren benötigt wird, was den freien Cashflow der Technologiewerte schmelzen lässt und auch die Aktienrückkäufe zum Erliegen bringt. Noch stecken die Aktienmärkte diese Entwicklung erstaunlich gut weg, dieses kann sich aber schnell verändern.

Gold bleibt neben guten Unternehmensanleihen eine Assetklasse, die ihre Berücksichtigung im Portfolio haben sollte. Kurzfristig geriet das Edelmetall unter Druck teils mit erheblicher Volatilität, da Gewinne mitgenommen und Gold zur Liquiditätsbeschaffung verkauft wurde. Die geopolitische Lage hat sich entspannt und die US-Zinsen bleiben aktuell auf einem höheren Niveau, was beides entsprechend belastend wirkte. In der zweiten Jahreshälfte sollte Gold aber grundsätzlich gut unterstützt bleiben, weil geopolitische Risiken nicht verschwinden und eine weiter hohe Verschuldung und die Suche nach werthaltigen Alternativen den Anlagebedarf unterstützen sollte.

4. Aktienmarkt

4.1 *Deeskalation und leichte Normalisierung*

Angesichts der Verhandlungen der USA und Iran bzgl. des Konfliktes im Nahen Osten haben wir uns entschlossen, die Aktienquote im zweiten Quartal in allen Mandaten wieder zu erhöhen. Wir sehen ein grundsätzliches Interesse beider Parteien, den Konflikt nicht weiter eskalieren zu lassen und eine Verhandlungslösung anzustreben. Die Energiepreise – als wichtigster Indikator und Seismograf der Aktienmärkte – zeigen seit ein paar Wochen eine deutliche Entspannung und somit verringerte Rezessionsgefahren an.

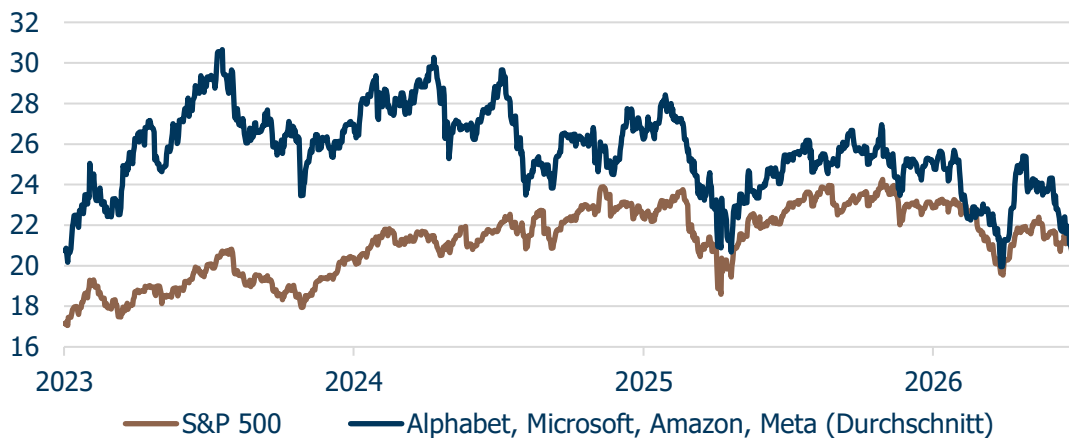
Wie Konjunktur und die Börsen sich in näherer Zukunft entwickeln, hängt ganz entscheidend von den Handlungen der Notenbanken ab. Während die aktuell geringen Wachstumsraten in Europa aus unserer Sicht zu keinen weiteren Zinserhöhungen führen sollten, könnten in den USA, bei Wachstumsraten um 2% und einer über dem Durchschnitt liegenden Inflationsrate Zinserhöhungen noch in diesem Jahr anstehen. Kevin Warsh als FED-Chef gilt als sehr datenabhängiger Notenbanker und wird hiervon seine Entscheidungen stärker abhängig machen. Der niedrigere Ölpreis dürfte aber den Druck aus der Diskussion um einen steigenden Zins nehmen. Für Europa könnten wir uns ein deutlich ansteigendes Momentum am Aktienmarkt aufgrund der Entspannung der Lage im Nahen Osten vorstellen. Auch im Ukraine-Konflikt hat sich das Blatt etwas gewendet und den Druck auf Moskau eine Lösung im Konflikt zu finden, deutlich erhöht.

Da die Stimmung am Markt besser, aber nicht überhitzt ist, bleibt für die zweite Jahreshälfte 2026 ein ausgewogener und selektiver Ansatz angemessen. Die erneute Stärke der amerikanischen Leitbörse ist nicht nur makrobedingt, sondern auch durch solide Fundamentaldaten untermauert: Das erste Quartal brachte das stärkste Gewinnwachstum seit vier Jahren, was zu deutlichen Anhebungen der Prognosen führte. Gleichzeitig übertrafen die Hyperscaler (u.a. AMAZON, ALPHABET, MICROSOFT und META) erneut die Erwartungen bei den Investitionsausgaben, was das Vertrauen stützt, dass der KI-Investitionszyklus intakt bleibt. Trotz der kurzfristigen Dominanz der USA bleibt Diversifikation wichtig, da sich die Gewinndynamik in mehreren Märkten außerhalb der USA ebenfalls verbessert. So zeigen die Makrodaten in Europa erste positive Hinweise. Branchen wie ROHSTOFFE, ZYKLISCHER KONSUM und INDUSTRIE sollten die nächsten Monate gut unterstützt sein und ihre Gewinne in den kommenden zwölf Monaten entsprechend steigern können. In einem grundsätzlich positiven konjunkturellen Umfeld überzeugen sie derzeit mit Kurs- und Gewinn Momentum sowie vertretbaren Bewertungen. Themen wie Aufrüstung, Infrastrukturinvestitionen und Maßnahmen zur Verbesserung der Umweltbilanz könnten besonders profitieren. Defensive Titel hatten in den letzten Monaten einen schweren Stand. In gewissen Segmenten sind die Bewertungen vorteilhaft (BASISKONSUM, GESUNDHEIT) oder die Anleger derart negativ, dass es wenig für positive Überraschungen braucht (ERNÄHRUNG & AGRAR), um die Kurse anziehen zu lassen. In den vergangenen zwei Wochen war bereits eine gewisse Rotation in Nachzügler wie z.B. NESTLE zu beobachten. Aus unserer Sicht ist es ratsam, defensive Werte nicht gänzlich zu vernachlässigen. In ruppigeren Marktphasen dürften sie für Stabilität im Portfolio sorgen. Auch KI-bezogene Aktien wurden aufgrund der restriktiven Haltung der US-Notenbank in den letzten Monaten durch den Markt verstärkt unter die Lupe genommen. Die Nachhaltigkeit der Bewertungen im KI-Sektor wurde neu

bewertet. Dieses führte zu einer gewissen Umschichtung in weniger überlaufene Marktsegmente. Wir gehen davon aus, dass Fragen zur Monetarisierung von KI-Investitionen sowie das Bewertungsthema und die Konzentrationsrisiken weiterhin im Fokus stehen werden. Während wir der Hausse der Speicherchips skeptisch gegenüberstehen, da die Knappheit nicht ewig anhalten sollte, schauen wir aber wieder etwas positiver auf einzelne der genannten Hyperscaler-Werte. Ihre Bewertung hat die des breiten S&P erreicht und lässt sie damit nicht mehr als überteuert erscheinen. Ihre stark sinkenden Free Cash-Flows aufgrund der massiven KI-Investitionen bleiben in der kritischen Betrachtung, wobei ihre Geschäftsmodellen weiterhin als einzigartig, gewinnträchtig und stark wachsend gelten.

Bewertung der Hyperscaler:

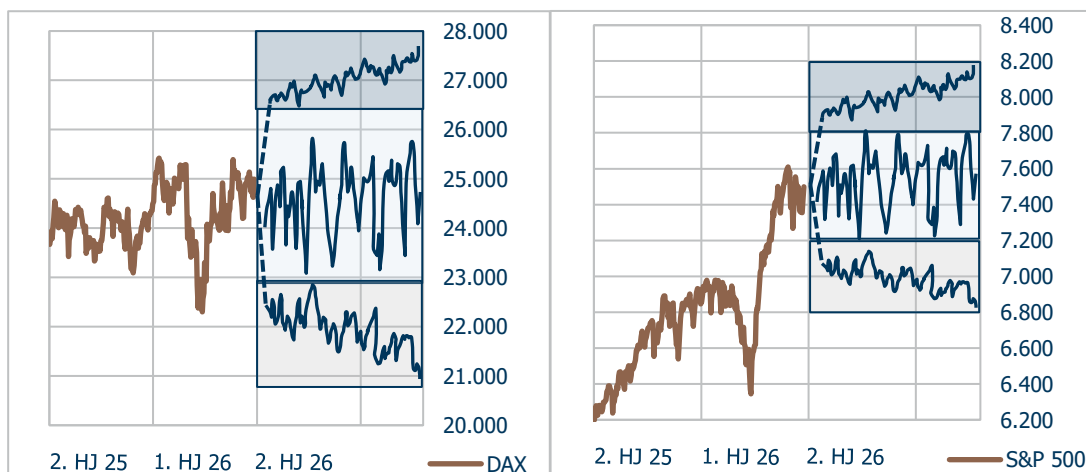
Erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die nächste 12 Monate



Quelle: Bloomberg

4.2 Was erwarten wir vom zweiten Halbjahr?

Wir können uns vorstellen, dass der DAX im zweiten Halbjahr wieder etwas mehr an Dynamik entwickeln kann. Die nächsten Monate halten aber vermutlich ein schwankungsreiches Umfeld für Aktien und Risiko-Assets bereit. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 70% sehen wir aktuell den DAX zum Jahresende 2026 nicht unter 23.000 Punkten fallen. Einen deutlicheren Anstieg über 26.500 Punkte halten wir aber mit nur 20% für wahrscheinlich. Eine ähnliche Wahrscheinlichkeitsverteilung sehen wir auch für den S&P 500, wobei dieser unter günstigsten Annahmen (20% Wahrscheinlichkeit) über 7.800 Punkten steigen könnte. Auf der reinen Indexebene werden die Möglichkeiten unserer Meinung nach begrenzter sein. Durch eine gute und geschickte Einzeltitel- und Branchenauswahl erwarten wir, dass die in den nächsten Monaten wahrscheinlich auftretenden stärkeren Schwankungen gut genutzt werden können und das Portfolio stabil durch die unsicheren Rahmenbedingungen geleitet werden kann.



Quelle: Bloomberg

DAX Ende 2026:

30% unter 23.000
 50% zw. 23.000 und 26.500
 20% über 26.500

S&P 500 Ende 2026:

30% unter 7.200
 50% zw. 7.200 und 7.800
 20% über 7.800

5. Anleihenmarkt

5.1 *Zinsen folgen dem Ölpreis*

Die Anleihekurse erholten sich in der Breite im Fahrwasser fallender Rohölpreise, welche die Inflationssorgen abmilderten. Insbesondere die Tatsache, dass der Rohölpreis zum Quartalsende in der Nähe des Niveaus vor Ausbruch des Krieges lag, reduzierte die Sorge von Preisüberwälzungen signifikant. Denn ein nur temporär erhöhter Ölpreis, wie in der aktuellen Phase nur einige Wochen, begrenzt mögliche Zweitrundeneffekte doch deutlich.

In Summe fiel die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen in den letzten drei Monaten von 3% auf 2,86%, markierte aber zwischenzeitlich Mitte Mai mit 3,2% ein Mehrjahreshoch.

Anfang Juni 2026 hob die EZB erstmals seit drei Jahren die Zinsen wieder an. Der Einlagesatz wurde von 2% auf 2,25% erhöht. Präsidentin Christine Lagarde betonte in der Pressekonferenz wiederholt, dass inzwischen eine Verbreiterung des Inflationsschubs in allen Bereichen sichtbar werde und die Unternehmen über steigende Inputkosten klagten. Ob es sich bei dieser Zinserhöhung um eine Art „Präventionsmaßnahme“ handelt, wird sich zeigen. Nachvollziehbar war dieser Schritt, da vor vier Wochen der Ölpreis noch deutlich über 90 USD pro Barrel (Brent) notierte. Weitere Zinserhöhungen wollte die Notenbankchefin nicht ausschließen, aber der mittlerweile wieder bei 70 USD pro Barrel notierende Ölpreis ermöglicht einen gewissen Spielraum, die nächsten Datenpunkte abzuwarten.

Die FED hingegen beließ den Leitzins unter der Amtsübernahme des neuen FED-Chairman Kevin Warsh unverändert, allerdings wurde in der anschließenden Pressekonferenz der Schwerpunkt auf das Ziel der Rückkehr der Inflation auf 2% gelegt. Wurden zu Jahresbeginn noch zwei Zinssenkungen erwartet, rechnet nun im Anschluss an die letzte Sitzung die Mehrheit der Marktteilnehmer mit bis zu zwei Zinserhöhungen bis Jahresende 2026. Wenig Argumente für eine moderatere Geldpolitik liefern auch die amerikanischen Verbraucher sowie der Arbeitsmarkt. Die Verbraucher geben trotz höherer Benzinpreise und steigender Inflation bei Waren und Dienstleistungen weiterhin Geld aus, unterstützt durch höhere Steuerrückerstattungen. Dies könnte sich im 2. Halbjahr allerdings abschwächen. Auch setzt Warsh mittelfristig auf „Rückendeckung“ durch die KI in Bezug auf Inflationsbekämpfung. Es ist davon auszugehen, dass die KI die Produktivität im Zeitablauf deutlich erhöhen sollte, wie es während der „New Economy“ in den 1990er und den frühen 2000er Jahren zu beobachten war. Damals stieg die Produktivität mehrere Jahre deutlich an, was dazu beitrug, dass die Inflationsrate trotz robustem Wirtschaftswachstum niedrig blieb. Aus unserer Sicht wird die amerikanische Notenbank ihren Leitzins bis zum Jahresende unverändert belassen und keine Zinserhöhungen vornehmen.

Der aktuelle Erholungstrend für zehnjährige Bundesanleihen wird sich vermutlich noch etwas weiter fortsetzen. Rückschläge bei der Normalisierung des weltweiten Ölangebots erscheinen unvermeidlich und sollten dazu führen, dass temporär auch wieder höhere Renditen möglich sind. Auch wird das Nettoangebot für Staatsanleihen im Jahresverlauf zunehmen, da die EZB ihre Notenbankbilanz durch Fälligkeiten von Anleihen, die nicht wieder angelegt werden, weiter reduziert. Gemäß Schätzungen der Commerzbank beträgt das Volumen der innerhalb der EZB-Portfolios fälligen Bundesanleihen etwa 60 Mrd. € pro Jahr. Dies erhöht das Nettoangebot, das die privaten Märkte absorbieren müssen.

In diesem Umfeld erwarten wir für zehnjährige Bundesanleihen eine Handelsspanne zwischen 2,75% und 3,25% bis Jahresende 2026 und werden unsere Durationspositionierung daran entsprechend ausrichten.

5.2 *Unternehmensanleihen: Spreaderholung auf Vorkriegsniveau*

Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen erholten sich im Zuge der Deeskalation zwischen Iran und den USA/Israel und notieren mittlerweile wieder auf dem Niveau vor Kriegsausbruch. So konnten sich Anleihekurse auf breiter Front deutlich erholen, da sich neben der Spread-Einengung auch das absolute Zinsniveau zurückbildete. Im Durchschnitt, gemessen am iBoxx EUR Corp Index, legten die Kurse um ca. 2,4% zu und überkompensierten die Verluste aus dem ersten Quartal 2026. Trotz eines zeitweise schwierigen Marktumfelds, insbesondere zu Quartalsbeginn platzierten die Unternehmen selbst im März ein hohes Volumen an neuen EUR-Anleihen. Im Mai 2026 begaben sie mit rund 77 Mrd. EUR sogar das historisch dritthöchste EUR-Monatsvolumen in den letzten fünf Jahren. Insgesamt platzierten die Unternehmen in den ersten sechs Monaten 2026 neue Anleihen über ein Rekordvolumen von knapp über 300 Mrd. EUR. Etwa ein Viertel davon stammte von US-Konzernen, insbesondere aus dem Bereich der Hyperscaler. So war die Transaktion von AMAZON über ein Emissionsvolumen von 14,5 Mrd. EUR die bisher größte EUR-Corporate Transaktion, die

jemals platziert wurde. Im Mai folge ALPHABET mit 9 Mrd. EUR. Die Aufnahmebereitschaft war sehr gut, was auf ausreichend Liquidität auf Seiten der Investoren schließen lässt.

Wir halten an unserer Strategie, den Fokus auf gute bis sehr gute Bonitäten zu legen, ergänzt um interessante Nachranganleihen zur Beimischung, fest. Den Laufzeitenbereich 3 - 7 Jahre stufen wir unter Rendite- / Risikoaspekten am attraktivsten ein.

6. Währungen

Gegenüber den G10 Währungsräumen zeichnete der Euro im abgelaufenen Quartal unter geringen Schwankungen ein uneinheitliches Bild ab. Leichte Abwertungen waren vs. Australischem Dollar (+1,4%), vs. Britischem Pfund (+1,4%) sowie vs. US-Dollar (+1,5%) zu beobachten. Im Gegenzug wertete der Euro gegenüber der Norwegischen Krone (-1%), dem Japanischen Yen (-1,2%) sowie der Schwedischen Krone (-1,3%) auf.

Die im ersten Halbjahr 2026 zu beobachtende Stärke des US-Dollars vs. Euro (+2,8%) könnte sich dem Ende zuneigen. Höhere Zinsen in den USA, die sich positiv auf den US-Dollar auswirken würden, sind zwar nicht ausgeschlossen, aber auch das jetzige Zinsniveau wirkt sich negativ auf die Verschuldungssituation aus. In den nächsten zwölf Monaten muss das US-Finanzministerium Schulden in Höhe von rund acht Billionen Dollar refinanzieren. Der durchschnittliche Zinssatz für diese Schulden liegt bei etwa 3,3 %. Derzeit liegt die Rendite einjähriger US-Staatsanleihen bei ca. 4,1 %. Allein die Refinanzierung dieser acht Billionen Dollar zu den aktuellen Zinssätzen würde die jährlichen Zinskosten um über 60 Milliarden Dollar erhöhen. Zusätzliche Belastungen summieren sich für Zinsen, die für das anhaltende jährliche Haushaltsdefizit von 2 Billionen Dollar gezahlt werden und ebenfalls berücksichtigt werden müssen.

Die heutige fiskalische Lage unterscheidet sich grundlegend von der Situation Anfang der 1980er Jahre. Als Paul Volcker die Zinsen in den zweistelligen Bereich anhebte, hatten die USA bereits von Jahren hoher Inflation profitiert, die die Schuldenlast im Verhältnis zur Wirtschaft dramatisch reduziert hatte. Heute ist die Verschuldung weitaus höher. Jeder Prozentpunkt Anstieg der Kreditkosten hat weitaus größere Auswirkungen auf den Staatshaushalt. Je länger die höheren Zinsen anhalten, desto teurer werden die amerikanischen Schulden mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Währung.

Aus diesem Grund halten wir weiter an der Handelsspanne von 1,15 – 1,25 EUR/USD für den restlichen Verlauf des Jahres 2026 fest.

7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

Gold ist im zweiten Quartal, besonders aber in den letzten Wochen, erneut unter Druck geraten. Die unerwartet positiven US-Konjunkturdaten – wie der robuste Arbeitsmarkt und höhere Realrenditen – haben die Märkte veranlasst, von der US-Notenbank nicht mehr Zinssenkungen, sondern mindestens eine Zinserhöhung in diesem Jahr zu erwarten. Trotz der geopolitischen Spannungen, in denen Gold die Portfolios eigentlich stabilisieren sollte, ist der Kurs erstmals seit November wieder unter 4.000 USD je Unze gefallen. Das aktuelle Momentum und die technischen Indikatoren deuten darauf hin, dass sich das Edelmetall aber in einer Spanne von 3.850 bis 4.000 USD pro Unze stabilisieren sollte.

Gestiegene Opportunitätskosten spiegeln sich im Goldpreisrückgang wider, was auf eine erneute Verstärkung des historischen Zusammenhangs zwischen den Renditen von US-Zinsen und dem Goldpreis hindeutet. Die verhaltene Reaktion des Goldpreises auf die Eskalation zwischen den USA und dem Iran löste im ersten Quartal Gewinnmitnahmen aus. Auffällig an der aktuellen Preisentwicklung ist allerdings, dass Gold derzeit „gefühlte“ in jedem Szenario nachgab. So belastete anfänglich eine Verschärfung der Lage am Persischen Golf, weil Investoren zum Stopfen von Löchern anderer Anlagen beim liquiden Gold Gewinne realisierten. Dazu kam, dass den Golfstaaten, die ihre Dollarüberschüsse traditionell in Gold anlegen, wegen der Sperrung der SOH das Geld fehlte. Inzwischen reicht selbst eine Normalisierung der Lage nicht mehr aus, um den Goldpreis zu stützen, wie der Kursrutsch nach Unterzeichnung der Absichtserklärung zwischen den USA und Iran im Juni zeigte. Wir haben uns daraufhin entschieden, übermäßig hohe Goldgewichtungen in einzelnen Portfolios anzupassen und die Goldquote im Schnitt auf 5 - 7% in den Portfolios zu reduzieren.

Strategisch halten wir an unserer positiven Einschätzung für Gold weiter fest. Wir sehen Potenzial für eine erneute Abschwächung des US-Dollars. So deuten strukturelle Herausforderungen – darunter hohe Haushalts- und Zahlungsbilanzdefizite sowie die bereits hohe Gewichtung von US-

Dollar-Anlagen in den Portfolios von Investoren – darauf hin, dass sich Risiken hier im Laufe des Jahres deutlich erhöhen könnten. Ein schwächerer USD erwies sich in der Vergangenheit regelmäßig als starker Rückenwind für den Goldpreis. Die Nachfrage der Zentralbanken bleibt ebenfalls eine wichtige Stütze. Die Käufe werden wahrscheinlich nicht mehr an das hohe Tempo des ersten Quartals anknüpfen, aber sie sollten eine stabile Grundlage für den Markt bilden und die nachlassende Nachfrage nach Schmuck (vor allen aus Indien) ausgleichen. Die Bank of China und die Zentralbank von Usbekistan haben z.B. im Mai Gold gekauft.

Zusammengefasst sehen wir die langfristigen Anlageaussichten für Gold nach wie vor positiv, auch wenn kurzfristig die Konsolidierung noch etwas anhalten könnte. Abgesehen von den konjunkturellen Aussichten spielt Gold weiterhin eine Rolle in diversifizierten Portfolios. Gold hat in der Vergangenheit in Zeiten von Turbulenzen an den Aktienmärkten, geopolitischer Unsicherheit, unerwartet hoher Inflation und sinkenden Vertrauens in sog. „Fiat“-Währungen Diversifizierungsvorteile geboten. Aufgrund seiner historisch geringen Korrelation mit traditionellen Anlageklassen dürfte es – selbst, wenn die kurzfristige Wertentwicklung durch höhere Realrenditen beeinträchtigt wird – langfristig positiv zur Widerstandsfähigkeit des Gesamtportfolios beitragen. Wir können uns einen Goldpreis im Bereich von 4.200 bis 4.400 USD für das zweite Halbjahr vorstellen.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.