

AKTUELL

**Dax**  
24.702 Pkt.

**Bund Future**  
145,92 Pkt.

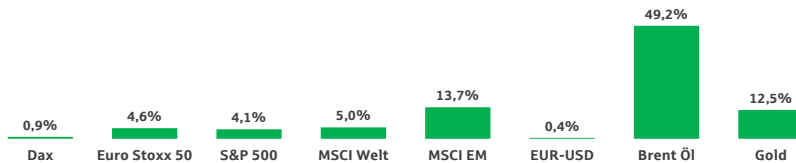
**Gold**  
4.866 \$/Feinunze

**S&P 500**  
7.126 Pkt.

**EUR-USD**  
1,1797 \$

**Rohöl (Brent)**  
90,80 \$/Fass

2026



KURZ UND KNAPP

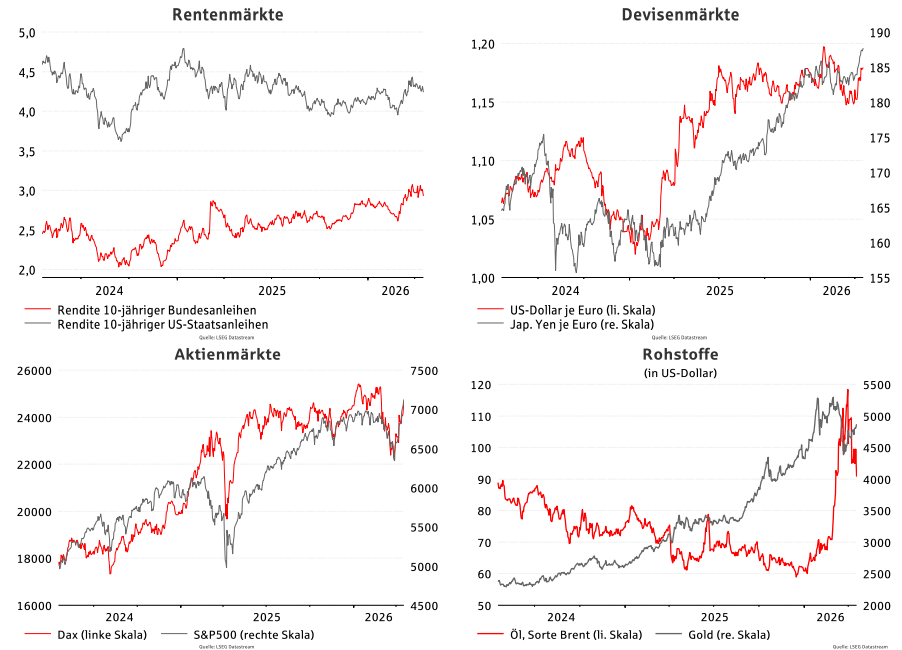
**KONJUNKTUR** Die Weltwirtschaft steckt im Frühjahr 2026 in einem Spannungsfeld zwischen Aufschwung und Krise – Erholung trotz der neuen Unsicherheit durch den Nahost-Konflikt.

**GELDPOLITIK** Energiegetriebene Inflation trifft schwaches Wachstum – Dies zwingt die EZB, ihre Glaubwürdigkeit mit Zinserhöhungen zu verteidigen, obwohl die Konjunktur bereits stolpert.

**ZINSEN & WÄHRUNGEN** Das Szenario möglicher EZB-Zinserhöhungen ist bereits weitgehend eingepreist. Die Marke von rund 3 % (10-j. dt. Bunds) bleibt zunächst zentrale der Anker, an dem sich viele Marktteilnehmer orientieren. Iran-Konflikt greift USD und CHF als „sichere Häfen“ kurzfristig unter die Arme.

**AKTIEN** Die Aktienmärkte haben sich zuletzt wieder auf oder in Richtung neuer Allzeithochs bewegt. Doch selbst im Falle konstruktiver Nahost-Gespräche wird kurzfristig eine Rückkehr zum Zustand vor Kriegsbeginn nicht möglich sein.

**ROHSTOFFE** Mit Blick auf das Jahresende und darüber hinaus rechnen wir mit rückläufigen Ölpreisen, die sich aber für eine längere Zeit oberhalb des Vorkriegsniveaus einpendeln dürften. Gold war, ist und bleibt zur Beimischung ratsam.



UNSERE PROGNOSE

	Prognoseübersicht		Jahresmitte 2026		Jahresende 2026	
	17.04.26	Konsens Durchschnitt	KSK	Konsens Durchschnitt	KSK	
<b>Leitzinsen<sup>1)</sup></b>						
EZB-Einlagensatz	2,00%	2,25%	2,00 - 2,50%	2,25%	2,00 - 2,75%	
Fed (obere Grenze)	3,75%	3,75%	3,75%	3,25%	3,50 - 3,75%	
<b>Staatsanleihen 10J<sup>1)</sup></b>						
Deutschland	2,93%	3,00%	2,75 - 3,25%	3,00%	2,75 - 3,50%	
USA	4,24%	4,21%	4,25 - 4,50%	4,16%	4,25 - 4,50%	
<b>Wechselkurse<sup>1)</sup></b>						
USD/EUR	1,1797	1,16	1,13 - 1,18	1,19	1,15 - 1,20	
JPY/EUR	187,72	182	180 - 190	180	180 - 190	
CHF/EUR	0,9231	0,92	0,90 - 0,95	0,93	0,92 - 0,97	
<b>Aktienmärkte<sup>1)</sup></b>						
DAX	24.702	Prognosen vor Ausbruch Iran-Krieg erhoben	22.500 - 24.000	Prognosen vor Ausbruch Iran-Krieg erhoben	24.500 - 25.500	
Euro Stoxx 50	6.058		5.500 - 5.800		5.750 - 5.850	
S&P 500	7.126		6.400 - 6.800		6.950 - 7.050	

<sup>1)</sup> Quelle für die Konsensprognosen: Bloomberg, Stand: April 2026

**1. KONJUNKTUR**

**Die Welt in Zahlen – Konsensprognosen**

	2023	2024	2025	Konsensprognosen <sup>1)</sup>		Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
	jeweils J/J			2026	2027	jeweils J/J			
<b>BIP-Wachstum<sup>*)</sup></b>									
Deutschland	-0,7	-0,5	0,4	1,0	1,5	0,4	0,3	0,4	NA
Euro-Raum	0,6	0,9	1,5	1,2	1,4	1,6	1,4	1,2	NA
USA	2,9	2,8	2,1	2,4	2,0	2,1	2,3	2,0	NA
Japan	0,7	-0,2	1,2	0,8	1,0	2,0	0,7	0,5	NA
<b>Inflation<sup>*)</sup></b>									
Deutschland	6,0	2,3	2,2	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2
Euro-Raum	5,5	2,4	2,1	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	2,0
USA	4,1	3,0	2,6	2,7	2,4	2,4	2,9	2,7	2,7
Japan	3,2	2,3	2,9	1,9	1,8	3,3	2,7	2,5	1,5

\*) Veränderung ggü. Vorjahr <sup>1)</sup> Quelle: Consensus Economics NV: Nicht verfügbar

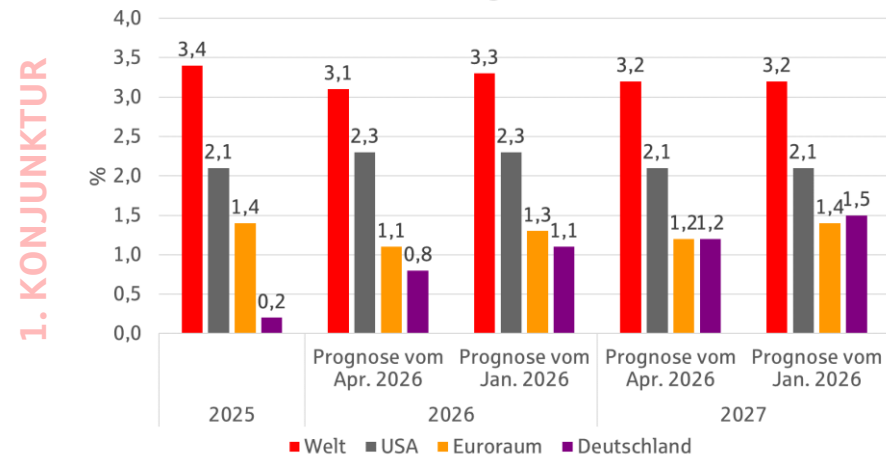
**Weltwirtschaft: Zwischen Erholungskurs und neuen Bruchlinien**

Die Weltwirtschaft bewegt sich im Frühjahr 2026 in einem Spannungsfeld: Auf der einen Seite steht eine sich grundsätzlich fortsetzende Erholung, auf der anderen Seite verschärft die Eskalation im Nahen Osten die bereits bestehenden strukturellen Herausforderungen in der Handels-, Energie- und Sicherheitsarchitektur.

Auf Basis der uns aktuell vorliegenden Konjunkturdaten rechnen wir weiterhin mit positivem, aber deutlich fragilerem globalem Wachstum; das frühere Basisszenario eines „resilienten“ Wachstums um gut 3 % wird zunehmend von Abwärtsrisiken überlagert. Entscheidend ist dabei weniger die Höhe der Punktprognose als das veränderte Risikoprofil: Energiepreise, Transportkosten, Schifffahrts-

Versicherungstarife und Risikoprämien reagieren sensibel auf jede neue Wendung im Iran-Konflikt – und diese Volatilität bleibt, selbst wenn der Konflikt militärisch rasch eingeehrt würde.

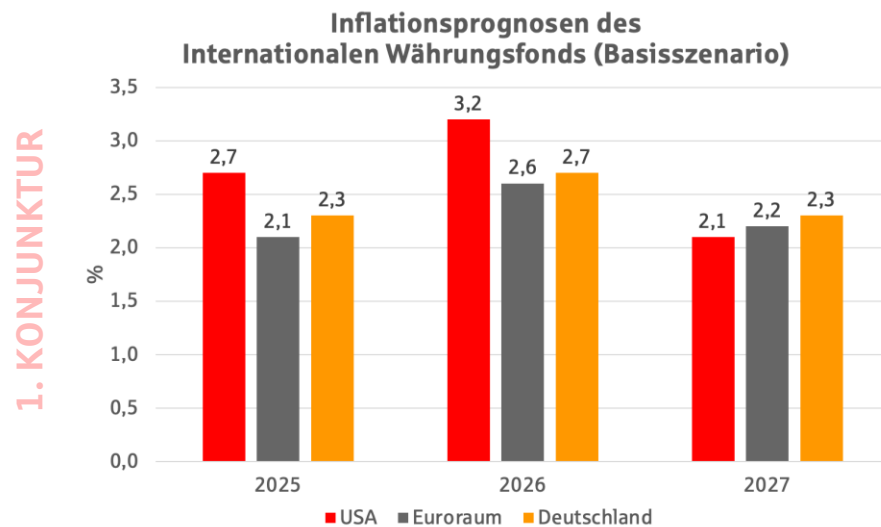
**Wachstumsprognosen des Internationalen Währungsfonds (Basisszenario)**



Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Spannungen längst nicht mehr nur in den Märkten für Öl und Gas niederschlagen, sondern die gesamte Rohstofflogistik entlang zentraler Handelsrouten erfassen. Aktuelle Analysen zeigen, dass die Straße von Hormus und angrenzende Seegebiete nicht nur für Tanker, sondern auch für den Transport von Industrie- und Agrarrohstoffen von erheblicher Bedeutung sind; die Region fungiert als Drehkreuz für Metalle, chemische Vorprodukte, Düngemittel und andere Massengüter, die in globalen Wertschöpfungsketten unverzichtbar sind. Werden diese Korridore durch militärische Zwischenfälle, Minengefahr, blockierte Häfen oder verschärfte Sicherheitsauflagen eingeschränkt, führt das zu Engpässen, längeren Transportwegen und einer Verlagerung des Verkehrs auf alternative, teurere Routen.

Hinzu kommt, dass Reedereien und Versicherer Risikoaufschläge verlangen, sobald Schiffe in Krisenregionen unterwegs sind; Frachtraten steigen, Versicherungsprämien werden angepasst, und teilweise werden bestimmte Routen vorübergehend gemieden. All dies verteuert ein breites Spektrum an Inputfaktoren – von Metallen über chemische Zwischenprodukte bis hin zu landwirtschaftlichen Grundstoffen –, weil die höheren Transport-, Finanzierungs- und Versicherungskosten entlang der Lieferkette weitergereicht werden. Für Unternehmen bedeutet dies, dass sich die Produktionskosten weltweit merklich erhöhen, insbesondere in rohstoff- und energieintensiven Branchen. Zweitrundeneffekte sind zu befürchten: Steigende Vorleistungspreise schlagen auf Produzenten- und Konsumentenpreise durch, Unternehmen versuchen, die höheren Kosten über höhere Verkaufspreise zu kompensieren, und Arbeitnehmer fordern in der Folge höhere Löhne, um Realeinkommensverluste auszugleichen.

Darüber hinaus muss sich die Weltwirtschaft vermutlich auf eine längere Phase der „Aufräumarbeiten“ einstellen. Zerstörte Hafenanlagen und Terminals, beschädigte Förder- und Exportinfrastruktur, unterbrochene Pipelines, verminte Seewege und erhöhte Sicherheitsanforderungen für Tanker- und Frachtschiffe lassen sich nicht in wenigen Monaten beheben. Ein Großteil der für Energie- und Rohstoffexporte relevanten Infrastruktur im Nahen Osten ist in ein komplexes Geflecht aus internationalen Dienstleistern, Reedereien, Versicherern und Finanzierern eingebettet. Bis diese Ketten neu geordnet, Finanzierungspakete geschnürt, Kapazitäten verlagert und neue Routen etabliert sind, vergeht Zeit – und Kapital wird gebunden, das andernorts für Produktivinvestitionen fehlen wird. Selbst bei einem sofortigen Waffenstillstand kehrt die Welt also nicht in den Zustand vor der Eskalation zurück, sondern in eine neue, vorsichtiger Gleichgewichtslage mit strukturell höheren Risikoaufschlägen.



Auch der IWF weist in seinem aktuellen Konjunkturbericht darauf hin, dass Kriege selten „nur“ kurzfristige Produktionslücken verursachen. Sie hinterlassen einen längerfristigen Schatten: vernichtetes Kapital, sinkende Investitionsbereitschaft, Kapitalflucht, Währungsabwertung, höhere Risikoaufschläge sowie ein institutionelles Umfeld, das auf Sicherheit statt Effizienz optimiert. Genau diese Mechanik lässt sich nun global beobachten – nicht nur in den direkt betroffenen Ländern, sondern entlang der gesamten Wertschöpfungsketten. Unternehmen reagieren mit Re-Routing, Diversifizierung von Zulieferern, Aufbau von Redundanzen und höheren Lagerbeständen. All dies erhöht die Kosten pro Einheit, senkt die Effizienz und drückt damit langfristig auf das Produktionspotenzial der Weltwirtschaft. Die Botschaft: Das Niveau des globalen Wachstums in den kommenden Jahren dürfte niedriger liegen als im Vor-Konflikt-Szenario, bei gleichzeitig höheren Inflationsrisiken und erhöhter Volatilität.

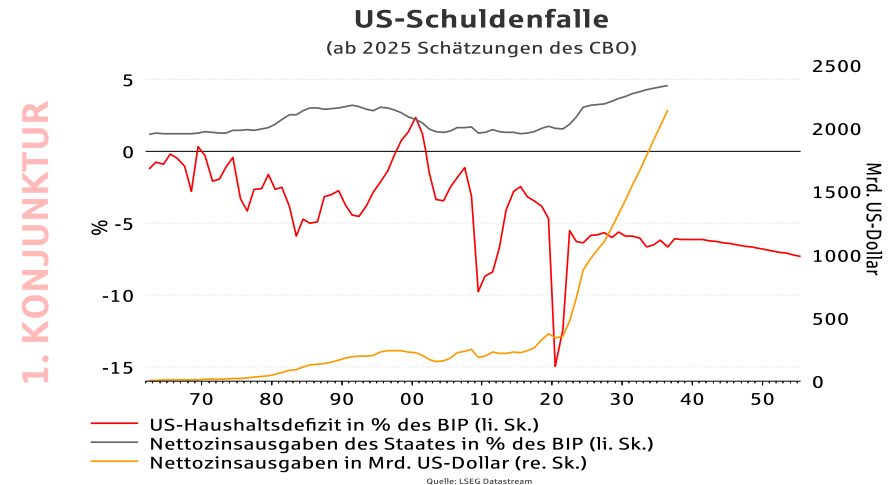
**Fazit: Die Weltwirtschaft befindet sich trotz des Iran-Konfliktes weiter auf einem Erholungskurs, die Abwärtsrisiken nehmen aber zu.**

## USA – Die USA bleiben vorerst die wichtigste konjunkturelle Triebkraft der Weltwirtschaft, die Risiken nehmen aber zu

Die USA bleiben vorerst die wichtigste konjunkturelle Triebkraft der Weltwirtschaft, allerdings bei deutlich zunehmenden innen- und außenwirtschaftlichen Risiken. Bereits vor der jüngsten geopolitischen Eskalation zeigte sich die US-Konjunktur robuster als erwartet, getragen von kräftigen Investitionen – insbesondere im Technologiesektor – und einer weiterhin soliden Konsumnachfrage, wenn auch bei nachlassendem Beschäftigungswachstum. In den aktuellen IWF Projektionen wird für die USA ein Wachstum von rund 2,3 % im Jahr 2026 und etwas über 2 % im Jahr 2027 erwartet. Unsere eigenen Prognosen liegen mit rund 2,0 % in einem ähnlichen Bereich. Die vergleichsweise geringe Energieimportabhängigkeit sowie die führende Rolle bei Digitalisierung und künstlicher Intelligenz wirken dabei weiterhin stützend.

Gleichzeitig zeigen sich unter der Oberfläche wachsende Spannungsfelder. Die US-Geldpolitik steht vor der Aufgabe, persistente, leicht über Ziel liegende Inflation, einen erneuten Energiepreisschub und erhöhte Inflationserwartungen mit dem Wunsch nach Zinssenkungen zur Konjunkturstabilisierung auszubalancieren. Parallel dazu verschlechtert sich die Fiskallage weiter; der gesamtstaatliche Fehlbetrag dürfte 2026 infolge zusätzlicher Ausgabenprogramme nochmals steigen, die Schuldenquote in den kommenden Jahren auf deutlich über 140 % des BIP klettern. Damit bleiben die USA konjunkturell

zwar ein Stabilitätsanker, gleichzeitig aber ein wichtiger Ursprungspunkt struktureller Risiken.



**Fazit: Die relativ geringe Energieimportabhängigkeit und die starke Position im Bereich von Digitalisierung und künstlicher Intelligenz federn die Folgen des Iran-Konflikts z. T. ab. Die Inflationsrisiken liegen aber auf der Oberseite und die angespannte fiskalische Situation bereitet Sorgen.**

## Euroraum/Deutschland – Starke Abhängigkeit von Energieexporten wird zum Belastungsfaktor

Für den Euroraum fällt die Diagnose deutlich weniger komfortabel aus. Bereits vor der Eskalation war das Wachstum verhalten, getragen von einzelnen fiskalisch gestützten Impulsen (etwa in Deutschland),

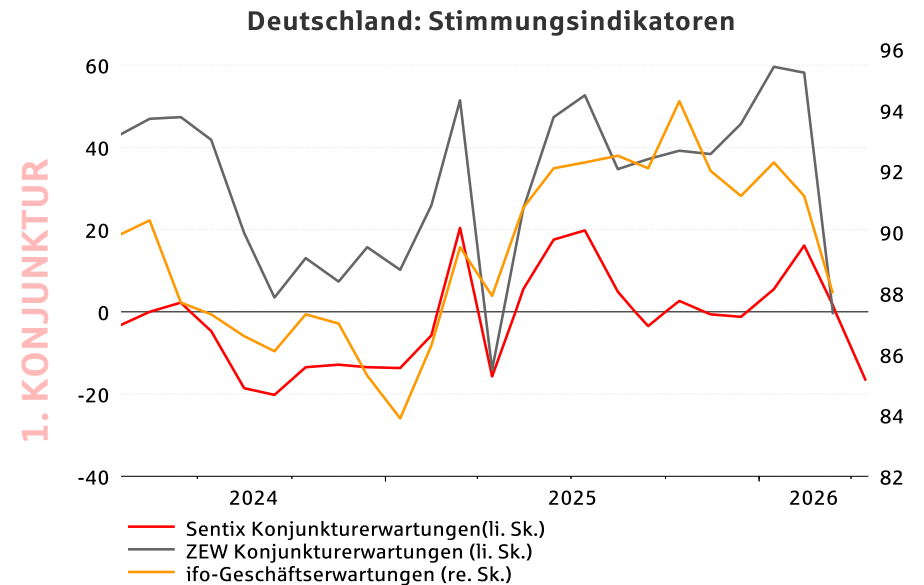
jedoch gebremst durch strukturelle Probleme in Industrie, Demografie und Produktivität.

Der Krieg im Nahen Osten wirkt hier vor allem als negativer Angebotschock: Energie- und Gaspreise liegen in unserem Referenzszenario (siehe dazu auch unseren Wochenbericht vom 30.03.2026) spürbar über den früheren Annahmen, die Transportkosten steigen durch Umwege und Versicherungsaufschläge, und die ohnehin gedämpfte externe Nachfrage wird zusätzlich belastet. Wir erwarten für den Euroraum in unserem Referenzszenario ein Wachstum von rund 1,0 % 2026 und etwas mehr im Jahr 2027.

Die geld- und fiskalpolitische Ausgangslage ist entsprechend schwierig. Die EZB sieht sich mit einem von der Angebotsseite getriebenen Inflationsschub konfrontiert, während sich bereits bei den Stimmungsindikatoren und einigen harten Konjunkturdaten erste Schwächen zeigen. Fiskalisch stehen die Mitgliedstaaten vor dem Spagat, zusätzliche Ausgaben für Verteidigung, Infrastruktur und Entlastung der besonders betroffenen Haushalte zu schultern, ohne die Schuldenpfade aus dem Ruder laufen zu lassen. Für den Euroraum insgesamt bedeutet dies: eine längere Phase niedrigen Wachstums, erhöhte Sensitivität gegenüber Energie- und Handelsschocks sowie eine dauerhaft andere Zinslandschaft als im Jahrzehnt der Nullzinsen.

Deutschland steht im Brennpunkt dieser Entwicklungen. Als stark exportorientierte, industrie- und energieintensive Volkswirtschaft reagiert das deutsche Wachstumsmodell besonders empfindlich auf eine Kombination aus schwächerem Welthandel, höheren Energie- und Transportkosten und unsicheren geopolitischen Rahmenbedingungen. Die im internationalen Umfeld diskutierten Szenarien zu Konfliktverläufen, Energiepreisen und Finanzierungsbedingungen schlagen in Deutschland so überdurchschnittlich auf Produktion, Investitionen und Beschäftigung durch. Dies spiegelt sich in reduzierten

Wachstumswerten und einem Szenario wider, in dem die Grenze zwischen „leichtem Wachstum“ und faktischer Stagnation schmal ist.



Eine schnelle Besserung scheint nicht in Sicht. Wie bereits erörtert, reicht ein rascher Waffenstillstand allein nicht, um Deutschland zurück in die Ausgangslage zu versetzen. Kriege verursachen nicht nur temporäre Schocks, sondern hinterlassen dauerhafte Narben über zerstörte Infrastruktur, reduzierte Investitionen, verschlechterte Fiskalpositionen und erhöhte Risikoaufschläge – und diese wirken entlang der gesamten Wertschöpfungsketten.

Für Deutschland heißt das: Die „Aufräumarbeiten“ nach der aktuellen Eskalation betreffen nicht nur die Wiederherstellung von Häfen, Pipelines und Energieanlagen im Nahen Osten, sondern auch eine tiefgreifende Neuordnung von Energiebeziehungen, Lieferketten und

Sicherheitsarchitektur, an die deutsche Unternehmen und Politik ihr Geschäftsmodell anpassen müssen. In einem Umfeld, in dem Resilienz, Diversifikation und Sicherheit stärker gewichtet werden als Kostenoptimierung, wird sich die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts daran messen lassen, wie schnell und konsequent diese Anpassung gelingt.

1. KONJUNKTUR

Kennziffer	Basisszenario (40%)	Mittleres Szenario (40%)	Krisenszenario (20%)
Ölpreis 2026	ca. 90 – 100 USD/Barrel	ca. 115 – 125 USD/Barrel	> 130 – 150 USD/Barrel
Gaspreis Europa 2026	ca. 45 – 55 Euro/MWh	ca. 85 – 95 Euro/MWh	teils > 100 Euro/MWh (Krisenniveau)
BIP-Wachstum DE 2026	+0,5 bis +1,0 %	0,0 bis +0,5 %	-1,0 % und tiefer
Inflation DE 2026	ca. 2,5 %	ca. 3,5%	klar > 4,0 %
Inflation DE 2027	nahe 2,0 %	ca. 2,5 %	klar >3%
Umfeldgefühl	„zäher Aufschwung“	„milde, hartnäckige Stagflation“	„ausgeprägte Stagflation mit Rezession“

Für Deutschland lassen sich vor dem Hintergrund des Iran-Konflikts drei Konjunkturszenarien skizzieren. Im Referenzszenario („anhaltende Spannungen, gedämpfter Aufschwung“) bleibt der Konflikt 2026 präsent, ohne dass es zu einem vollständigen Bruch der Energieversorgung kommt. Öl- und Gaspreise laufen im Frühjahr auf hohe Niveaus zu, geben im Jahresverlauf aber nach, sodass das BIP 2026 in einer Spanne von rund 0,5 bis 1,0 % wächst und die Inflation bei etwa 2,5 bis 3,0 % liegt, bevor sie sich ab 2027 schrittweise Richtung 2 % bewegt. Im Alternativszenario („lang anhaltender Kostendruck, Konjunktur auf der Kippe“) bleiben die Energiepreise deutlich länger erhöht, die Wirtschaft sollte 2026/27 rund 0,0 bis 0,5 % wachsen und die Teuerung dürfte 2026 bei rund 3,5 % und 2027 bei etwa 2,5 % verharren – ein Umfeld milder, aber hartnäckiger Stagflation mit schwacher Dynamik und erhöhten Preisen. Im Krisenszenario („Regionale Eskalation zum Energie- und Sicherheitsschock“) kommt es zu

massiven Ausfällen von Förder- und Exportanlagen und einer langanhaltenden Einschränkung der Straße von Hormus; dann wären für Deutschland eine ausgeprägte Rezession mit um 1 bis 2 Prozentpunkte niedrigerem Wachstum als im Referenzszenario und Inflationsraten auch deutlich über 4 % wahrscheinlich.

**Fazit: Der Euroraum und Deutschland bleiben in einem Umfeld aus schwachem Wachstum, anhaltendem Energie- und Kostendruck sowie einem geld- und fiskalpolitischen Spagat zwischen Inflationsbekämpfung und Konjunkturstützung gefangen.**

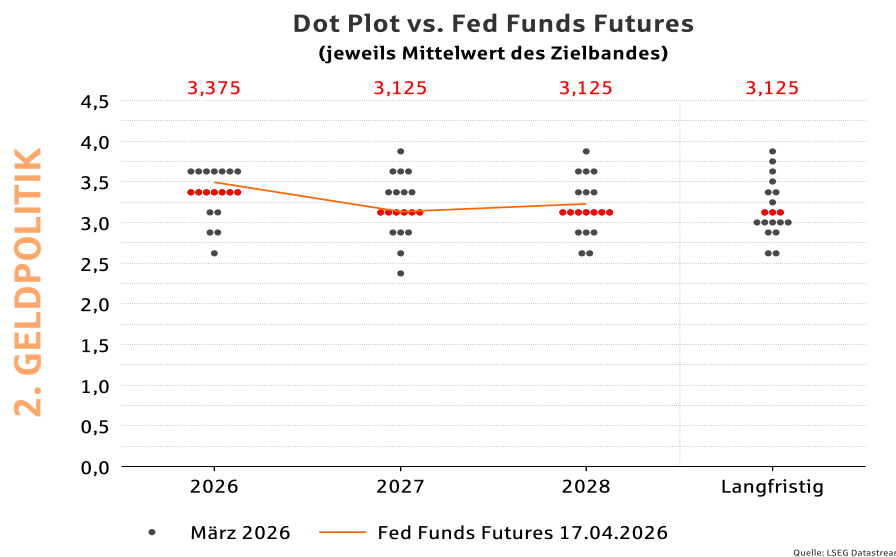
2. GELDPOLITIK

**Fed – Zinssenkungsspielraum schwindet**

In den USA spricht die Kombination aus weiterhin vergleichsweise solider Konjunktur, nur langsam nachlassender Inflation und bereits erreichten, eher restriktiv wirkenden Zinsniveaus dafür, dass die US-Notenbank 2026 – trotz des politischen Drucks von Donald Trump – einen ausgesprochen vorsichtigen Kurs fährt. Der Markt preist nach mehreren Zinssenkungen 2025 mittlerweile kaum noch weitere Schritte ein; im aktuellen „Dot Plot“ signalisiert die Mehrheit der FOMC-Mitglieder für 2026 lediglich eine einzige zusätzliche Senkung um 25 Basispunkte, während ein beträchtlicher Teil (ähnlich wie am Markt aktuell gepreist) sogar unveränderte Leitzinsen über das ganze Jahr bevorzugt.

Die Fed bleibt damit im Wartemodus, beobachtet eng die Entwicklung von Arbeitsmarkt, Löhnen und Inflation und versucht, mit allenfalls in „homöopathischen“ Anpassungen des Kurses durch eine Phase erhöhter geopolitischer Unsicherheit zu navigieren – eine

geldpolitische „Feinsteuerung“, statt einer von Trump geforderten ausgeprägten Leitzinsreduktion.



Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass die Fed bis zur Jahresmitte das aktuelle Leitzinsniveau (Zielband für die Federal Funds Rate: 3,50 bis 3,75 %) beibehält. Für die zweite Jahreshälfte wollen wir eine moderate Senkung des Zielbandes um 25 Basispunkte nicht ausschließen, die Wahrscheinlichkeit dafür hat jedoch angesichts der sich eintrübenden Inflationsperspektiven zuletzt abgenommen.

**Fazit: Das Inflationsumfeld bereitet den Notenbankern unverändert Sorgen. Die Fed dürfte daher vorerst auf Zeit spielen.**

## EZB steckt im Dilemma

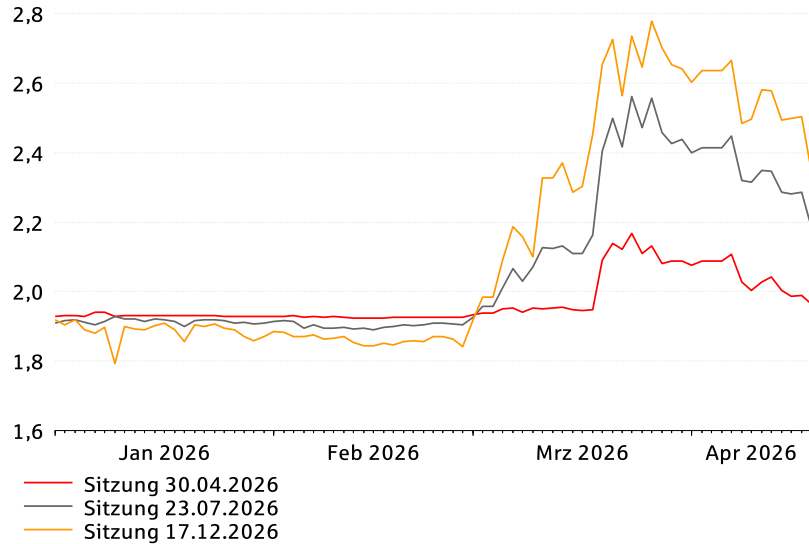
Die EZB steht dagegen in einem klassischen Angebotsschock-Dilemma, das deutlich schwerer zu managen ist. Steigende Energie- und Rohstoffpreise sowie höhere Transport- und Versicherungskosten treiben die Inflation über den importierten Kostendruck, während sie gleichzeitig die Konjunktur dämpfen und die ohnehin schwache Wachstumslage im Euroraum weiter eintrüben. Die EZB-Projektionen deuten auf auseinanderlaufende Pfade von Preisen und Wachstum hin – eine Konstellation, in der jede Entscheidung sichtbar Verlierer produziert und die Notenbank unter Druck setzt, sich klar zwischen Preisstabilität und Konjunkturstützung zu positionieren.

Hinzu kommt der Erfahrungshorizont aus dem Energiepreisschock 2021/22: Die Zinswende gilt im Rückblick vielen als verspätet, was das Bewusstsein für das Risiko eines erneuten „Hinterherlaufens“ hinter der Inflation geschärft hat. Um ihre Glaubwürdigkeit beim Preisstabilitätsmandat nicht aufs Spiel zu setzen, dürfte die EZB – sofern Konflikt und Versorgungsengpässe anhalten – Zinserhöhungen eher frühzeitig als spät ins Auge fassen, selbst wenn die Konjunkturdaten bereits erste Schwächezeichen zeigen. Wir können uns daher bis zum Jahresende zwei bis drei Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte vorstellen, mit einem Leitzinsgipfel von bis zu etwa 2,75 % vor allem im Alternativszenario; im Referenzszenario wäre ein stabiles oder nur moderat höheres Leitzinsniveau wahrscheinlich.

Damit verschiebt sich der Fokus am Geldmarkt hin zu „Wie stark muss die EZB gegen einen angebotsgetriebenen Inflationsimpuls ansteuern, ohne den Konjunkturabschwung abzuwürgen – und wie viel Risiko für Wachstum ist sie bereit in Kauf zu nehmen, um ihre Inflationsglaubwürdigkeit zu verteidigen?“

2. GELDPOLITIK

Markterwartungen für EZB-Leitzinsen



Quelle: LSEG Datastream

**Fazit: Die EZB steckt in einem Dilemma, in dem sie angesichts angebotsgetriebener Inflation und gleichzeitig schwacher Konjunktur voraussichtlich eher früh und notfalls auch auf Kosten des Wachstums die Zinsen anheben muss, um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren.**

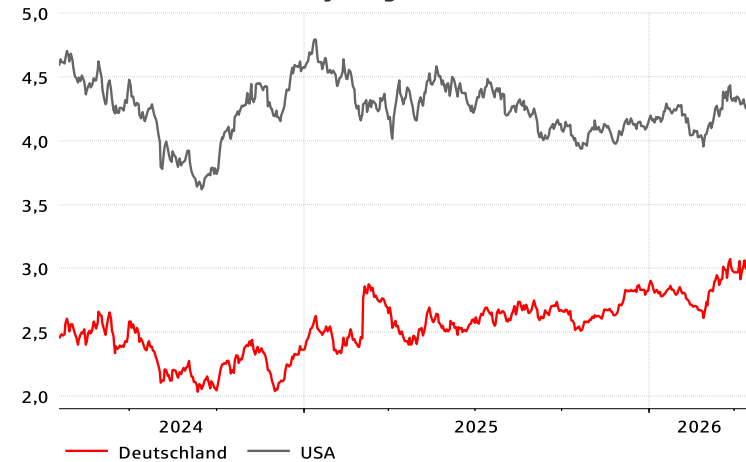
3. ZINSEN & WÄHRUNGEN

**EZB-Dilemma sorgt für leichten Aufwärtsdruck bei den Renditen deutscher Bundesanleihen**

In den USA sehen sich die zehnjährigen Treasuries in einem Umfeld, in dem zwei Faktoren für relative Ruhe sorgen: Zum einen ist der geldpolitische Lockerungskurs weitgehend abgeschlossen und der Markt rechnet – wie beschrieben – nur noch mit sehr begrenzten weiteren Änderungen; zum anderen ist die US-Konjunktur vergleichsweise robust und der Energieschock wirkt aufgrund der heimischen Produktionskapazitäten deutlich abgeschwächt. Vor diesem Hintergrund fühlen wir uns mit unseren Renditeprognosen wohl. Zur Jahresmitte und zum Jahresende sehen wir die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bei 4,25 bis 4,50 %.

3. ZINSEN & WÄHRUNGEN

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: LSEG Datastream

In der mittleren bis langen Frist sollte zunehmend die Verschuldungssituation des US-Staates in den Fokus rücken, die für Aufwärtsdruck auf die Renditen sorgen könnte. Aktuell dominiert jedoch eher die angespannte geopolitische Lage, die gegen einen signifikanten Ausbruch der Renditen am US-Rentenmarkt nach oben spricht.

Im Euroraum wurde das Szenario möglicher EZB-Zinserhöhungen bereits weitgehend eingepreist. Entsprechend unserer Einschätzung bleibt zunächst die Marke von rund 3 % (Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen) der zentrale Anker, an dem sich viele Marktteilnehmer orientieren; im Alternativszenario mit hartnäckigem Kostendruck und höheren Inflationserwartungen sind temporäre Ausschläge in Richtung 3,5 % jedoch nicht ausgeschlossen, zumal die Zinskurve in einem solchen Umfeld eher restriktiv interpretiert würde. Entsprechend haben wir – wie bereits in unserem Wochenbericht Ende März kommuniziert – die bisherige Jahresendprognose für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zeitlich vorgezogen und die Bandbreite für die zweite Jahreshälfte auf 2,75 bis 3,50 % ausgeweitet.

**Fazit: Die Erwartung möglicher EZB-Zinserhöhungen hält 10-jährige Bundesrenditen um 3 % verankert, mit temporären Ausschlägen in Richtung 3,5 % bei hartnäckigem Kostendruck und höheren Inflationserwartungen.**

## **Der Iran-Konflikt greift kurzfristig US-Dollar und Schweizer Franken als „sichere Häfen“ unter die Arme**

Im Devisenbereich verstärkt der Iran-Konflikt bekannte Muster, verschiebt aber einige Akzente. Kurzfristig haben US-Dollar und Schweizer Franken von ihrer Rolle als „sichere Häfen“ profitiert: Der Franken bleibt aufgrund solider Staatsfinanzen, hoher Rechtsstandards und eines stabilen politischen Umfelds klassische Fluchtwährung, während der US-Dollar – trotz erratischer US-Handelspolitik – in diesem Konfliktfall wieder stärker als globaler Anker fungiert. Entscheidend ist, dass die USA als größter Ölproduzent weniger verwundbar für Versorgungsengpässe sind als der Euroraum und gleichzeitig mit attraktiveren Nominal- und Realzinsen aufwarten. Für den Euro heißt das: Die in den Vormonaten gezeigte Stärke gegenüber USD und CHF dürfte sich vorerst nicht ausweiten; ungünstigere Wettbewerbsbedingungen als Netto-Ölimporteur, ein schwächeres Wachstum und mögliche neue Diskussionen über die Fragilität der Währungsunion sprechen eher für einen leicht schwächeren oder bestenfalls seitwärts tendierenden Euro in den kommenden Quartalen.

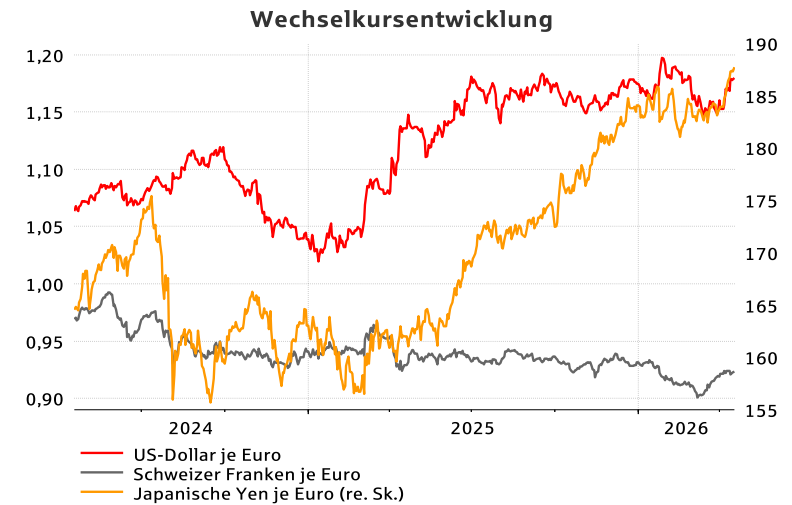
Beim USD-EUR-Verhältnis spricht der Mix aus robusteren US-Wachstumsaussichten, leicht höheren US-Realzinsen und sicherer-Hafen-Strömen eher für den US-Dollar. Eine nachhaltige Trendwende zugunsten des Euro würde entweder eine klare Entspannung an der Energie- und Konfliktfront oder eine deutlich sichtbare Wachstumsbeschleunigung in Euroland voraussetzen – beides scheint derzeit eher unwahrscheinlich. Wir sehen den EUR-USD-Kurs zum Jahresende bei 1,15 bis 1,20 US-Dollar je Euro.

Ähnlich fällt die Einschätzung für CHF-EUR aus: Der Schweizer Franken dürfte seine Stärke gegenüber dem Euro zumindest behaupten, in Zuspitzungsphasen sogar ausbauen, solange die geopolitische

Unsicherheit hoch und die Risikobereitschaft gedämpft bleiben. Erst mit Abklingen des Konfliktes könnte der Euro wieder leicht zulegen. Wir erwarten zum Jahresende einen Wechselkurs von 0,92 bis 0,97 Schweizer Franken je Euro.

Komplexer ist die Lage beim Yen. Japan ist traditionell Netto-Gläubiger gegenüber dem Ausland, und der Yen genießt grundsätzlich den Ruf eines sicheren Hafens. In der aktuellen Konstellation überwiegen jedoch zwei gegenläufige Kräfte: Zum einen ist Japan – ähnlich wie der Euroraum – stark von Energieimporten abhängig und leidet damit besonders unter gestiegenen Öl- und Gaspreisen; zum anderen normalisiert die Bank of Japan ihre Geldpolitik nur sehr behutsam, während die EZB das Leitzinsniveau tendenziell eher straffen dürfte. Der Zinsabstand spricht damit eher zugunsten des Euro, und ein Teil der erwarteten Zinsdifferenz ist im Wechselkurs bereits eingepreist. Unter dem Strich rechnen wir in unserem Referenzszenario damit, dass die EUR-JPY-Relation im weiteren Jahresverlauf überwiegend seitwärts in einer Bandbreite von etwa 180 bis 190 verläuft und der Yen gegenüber dem Euro kurzfristig kaum Aufwertungspotenzial besitzt. Erst auf mittlere Sicht – bei nachlassenden Energiepreisen und weiterem geldpolitischem Aufholen in Japan – wäre eine moderate Yen-Stärkung vorstellbar, die dann eher eine Normalisierung nach Jahren sehr schwacher Yen-Kurse als einen abrupten Trendwechsel darstellen würde.

**3. ZINSEN & WÄHRUNGEN**



**Fazit: Wir gehen davon aus, dass der US-Dollar zunächst weiter von der angespannten geopolitischen Lage profitiert. Ob es sich hierbei nur um eine Momentaufnahme handelt, bleibt abzuwarten.**

**Exkurs: Private Credit als neuer Spannungsfaktor an den Kreditmärkten**

Die beschriebenen konjunkturellen, geo- und geldpolitischen Rahmenbedingungen bilden nur die eine Seite der aktuellen Marktlage. Parallel dazu hat sich im Schatten der Zinswende ein Kreditsegment sehr dynamisch entwickelt, das in vielen Marktkommentaren derzeit eine prominente Rolle einnimmt: Private Credit. Vor dem Hintergrund hoher Schuldenstände, steigender Zinslast und wachsender Bedeutung nichtbanklicher Finanzintermediation lohnt ein genauerer Blick

auf dieses Segment – und auf die Frage, welche Rolle Private-Credit-Strukturen in einem Umfeld „unter Strom“ stehender Kreditmärkte für Finanzstabilität und Kapitalanlage spielen können.

Die 2022 einsetzende Zinswende hat die Schuldenwelt in kurzer Zeit auf den Kopf gestellt. Über mehr als ein Jahrzehnt konnten sich Staaten, Unternehmen und Haushalte zu sehr niedrigen, oft sogar negativen Zinsen verschulden. In dieser Phase sind die Schulden deutlich gewachsen: Die marktfähige (am Kapitalmarkt handelbare) Staatsverschuldung der OECD-Länder liegt heute bei rund 85 Prozent des BIP – etwa doppelt so hoch wie vor der Finanzkrise 2007/08. Mit der kräftigen Anhebung der Leitzinsen ist aus dieser komfortablen Lage eine echte Belastungsprobe geworden: Die Zinsausgaben der Staaten sind auf den höchsten Stand seit rund zwanzig Jahren gestiegen und engen den finanziellen Spielraum ein.

Damit endete eine lange Phase, in der sich fast jeder „zum Nulltarif“ verschulden konnte. Die Folgen dieses Regimewechsels kommen nun zeitversetzt in den Bilanzen an. Besonders deutlich zeigt sich das im Unternehmenssektor. Zwischen 2024 und 2027 müssen viele Anleihen und Kredite, die in der Niedrigzinsphase aufgenommen wurden, zu deutlich höheren Zinsen verlängert werden. Entscheidend ist hier, wie gut Unternehmen ihre Zinslast aus laufenden Erträgen tragen können. Eine wichtige Kennzahl in diesem Kontext ist die sogenannte Interest-Coverage-Ratio (ICR). Sie gibt an, wie oft das operative Ergebnis (EBIT) die jährlichen Zinsen abdeckt. Beispiel: Eine ICR von 5 bedeutet, das Ergebnis reicht fünfmal für die Zinsen; eine ICR von 1 bedeutet, es reicht gerade eben. Werte deutlich über 3 gelten als relativ bequem, Werte knapp über 1 oder darunter als kritisch. Aktuelle Schätzungen zeigen: Rund 8 bis 10 Prozent der Unternehmensschulden in fortgeschrittenen Volkswirtschaften liegen bei Firmen mit einer ICR unter 1. Das heißt: Ein relevanter Teil der Schulden hängt an Schuldnern, deren Ergebnis die Zinsen schon heute nicht mehr voll deckt.

In diesem Umfeld rückt Private Credit stark in den Mittelpunkt. Unter Private Credit (oder Private Debt) versteht man Kredite, die von Fonds und anderen Nichtbanken direkt an Unternehmen vergeben werden – ohne Börsenemission und ohne klassische Bankintermediation. Solche Anbieter gehören zum weiteren Schattenbanksektor, weil sie bankähnliche Funktionen übernehmen, aber nicht wie Banken reguliert werden. Typischerweise geht es um mittelgroße Unternehmen, deren Finanzierung in Einzelverhandlungen oder kleinen Konsortien strukturiert wird. Die Verträge sind maßgeschneidert: Laufzeiten, Sicherheiten und Schutzklauseln werden individuell vereinbart.

Der Markt für Private Credit ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Das weltweite Volumen wird inzwischen auf rund 3 bis 3,5 Billionen US-Dollar geschätzt. Private Credit konkurriert damit mit Hochzinsanleihen und syndizierten Krediten und dringt zunehmend in Spezialstrategien vor, etwa Distressed Debt und Special Situations. Distressed-Debt-Fonds kaufen Anleihen oder Kredite von Unternehmen, die in Schwierigkeiten stecken, oft mit hohem Abschlag, und versuchen, durch Restrukturierungen hohe Renditen zu erzielen. Special-Situations-Fonds steigen in besondere Lagen ein – etwa Abspaltungen, Übergangsfinauzierungen oder Rettungslösungen – und mischen dabei häufig verschiedene Instrumente (vorrangige Kredite, nachrangige Schulden, eigenkapitalähnliche Bausteine).

Im Vergleich zu klassischen Anleihemärkten weist Private Credit einige Besonderheiten auf – und genau diese machen den Sektor anfällig. Die Kreditnehmer sind im Schnitt kleiner, stärker verschuldet und konjunktur- sowie zinssensibler. Viele Verträge enthalten „covenant-lite“-Strukturen. Covenants sind Schutzklauseln, die zum Beispiel eine maximale Verschuldung oder einen Mindest-Zinsdeckungsgrad festlegen. Werden sie verletzt, können Kreditgeber eingreifen – etwa Sicherheiten nachfordern oder Ausschüttungen begrenzen. In covenant-lite-Verträgen sind diese Klauseln deutlich

gelockert oder stark reduziert. Probleme werden dann oft erst spät sichtbar, wenn der Handlungsspielraum bereits kleiner ist.

Hinzu kommt: Der Markt ist wenig transparent. Private-Credit-Kredite sind nicht börsennotiert, es gibt keine täglichen Marktpreise, und Informationen über einzelne Transaktionen liegen meist nur einem kleinen Kreis institutioneller Investoren vor. Gleichzeitig ist der Sektor eng mit anderen Teilen des Finanzsystems verbunden – über Banken, die Kreditlinien bereitstellen, über Versicherungen und Pensionskassen als Geldgeber sowie über strukturierte Produkte, die Portfolios von Private-Credit-Krediten bündeln.

Ein wichtiges Instrument sind dabei Private-Credit-CLOs (Collateralized Loan Obligations). Hier werden Portfolios von Unternehmenskrediten – etwa aus Direct-Lending-Transaktionen – in eine Zweckgesellschaft eingebracht und in mehrere Tranchen aufgeteilt. Die sichersten Tranchen (Senior) tragen bei Ausfällen die geringsten Risiken, erhalten aber niedrigere Zinsen. Weiter unten in der Kapitalstruktur liegen Mezzanine- und Equity-Tranchen mit höheren Zinsen, aber deutlich höherem Verlustrisiko. Für die ursprünglichen Fonds bieten CLOs die Möglichkeit, Risiken auszulagern und neue Kredite zu vergeben. Für Investoren entsteht ein gestuftes Angebot von „sicherer“ bis „sehr riskanter“ Private-Credit-Exponierung. In einer Stressphase können Verluste in den zugrunde liegenden Krediten sich über diese Strukturen aber weit im Finanzsystem verteilen – bis hin zu Banken, die CLOs finanzieren oder als Gegenpartei in Repo- und Derivatgeschäften auftreten.

Ein zentraler Baustein des Marktes sind Direct-Lending-Portfolios. Dabei vergibt ein Fonds Kredite direkt an Unternehmen, oft mit Rangvorrang und Sicherheiten, aber mit hohen Verschuldungsgraden und variablen Zinssätzen. In einem Portfolio werden viele solcher Kredite gebündelt. Für den Anleger sieht das nach einem gut diversifizierten, stabil verzinsten Investment aus. Wie robust die Struktur tatsächlich

ist, zeigt sich aber erst im Abschwung – wenn Zinsen hoch bleiben und Gewinne unter Druck kommen.

Organisiert wird das Ganze über Fondsvehikel. Das sind rechtliche Hüllen – zum Beispiel Limited Partnerships – in denen das Kapital der Investoren gesammelt und in Kredite investiert wird. Klassische Private-Credit-Fonds sind geschlossene Vehikel mit fester Laufzeit von meist acht bis zwölf Jahren. Anleger können ihre Anteile während der Laufzeit in der Regel nicht zurückgeben; Rückflüsse werden planmäßig ausgeschüttet oder wieder angelegt.

In den vergangenen Jahren haben sich jedoch neue Formen etabliert: semiliquide Fonds, Evergreen-Strukturen und Business Development Companies (BDCs). Semiliquide Fonds investieren in illiquide Kredite, bieten Anlegern aber regelmäßige Rückgabemöglichkeiten, zum Beispiel einmal im Quartal. Evergreen-Fonds haben keine feste Laufzeit, sondern erlauben Ein- und Ausstiege im laufenden Betrieb. BDCs sind börsennotierte Gesellschaften, die überwiegend in Private-Credit-Loans investieren; ihre Anteile sind täglich handelbar. Das schafft Liquidität für den Anleger, ändert aber nichts daran, dass die zugrunde liegenden Kredite selbst kaum handelbar sind. In Stressphasen kann es deshalb passieren, dass Anleger massenhaft verkaufen wollen, während die Fonds die Kredite nur mit deutlichen Abschlägen loswerden könnten. Fondsmanager stehen dann vor der Entscheidung, Assets mit Verlust zu verkaufen, Kreditlinien stärker in Anspruch zu nehmen oder Rücknahmen zu begrenzen. Deutliche Bewertungsabschläge von BDC-Aktien auf den inneren Wert haben in den vergangenen Monaten gezeigt, wie schnell Vertrauen in diesem Segment bröckeln kann.

Eine weitere Schwachstelle ist der Einsatz von Fremdkapital, also Leverage. Viele Fonds nutzen Kreditlinien oder andere Finanzierungen, um das investierte Eigenkapital zu hebeln. Auch Investoren können ihrerseits geliehenes Geld in solche Fonds investieren. Wenn

Marktwerte fallen, können Banken und Broker zusätzliche Sicherheiten verlangen – sogenannte Margin-Calls. Müssen Fonds oder Anleger dann Positionen verkaufen, um diese Nachschüsse zu leisten, können die erzwungenen Verkäufe die Preise weiter drücken und eine Abwärtsspirale in Gang setzen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob Private Credit tatsächlich das Potenzial hat, zur „nächsten Finanzkrise“ zu werden – oder ob die jüngsten Warnungen eher eine Zuspitzung eines komplexeren Bildes sind. Die Erinnerung an 2007/08 liegt nahe: Auch damals hatten sich in einem jahrelangen Niedrigzinsumfeld hohe Schuldenbestände, riskante Kreditvergaben und intransparente Strukturen im Schattenbankensektor aufgebaut. Verbriefte Subprime-Hypotheken wurden in großem Stil über Zweckgesellschaften und komplexe CDO-Strukturen in die Bilanzen von Banken und Investoren getragen; als die Immobilienpreise fielen und Ausfälle stiegen, kippte das Vertrauen im Interbankenmarkt – bis hin zum Lehman-Moment, an dem zentrale Marktsegmente faktisch einfroren.

Die aktuelle Situation unterscheidet sich in wichtigen Punkten – und genau hier liegt der Kern der Einordnung. Erstens sind die klassischen Banken heute deutlich besser kapitalisiert und strenger reguliert als vor 2008; viele der damals zentralen Fehlanreize im Hypotheken- und Verbriefungsmarkt wurden zumindest teilweise korrigiert. Zweitens ist der „Hotspot“ der Risiken heute anders gelagert: Statt einer breit gehandelten, stark gehebelt in Bankbilanzen liegenden Asset-Klasse wie Subprime-MBS sehen wir einen schnell gewachsenen, aber fragmentierten Markt für Unternehmenskredite, der überwiegend im Schattenbankensektor verortet ist. Drittens deuten Modelle internationaler Institutionen – etwa der Growth-at-Risk-Ansatz des IWF – zwar auf höhere Abwärtsrisiken und mehr Verwundbarkeiten hin, aber nicht auf eine unmittelbar bevorstehende Systemkrise mit einem singulären Auslöser. Private Credit gilt damit als „makro-kritisch“ – groß und vernetzt genug, um im Ernstfall eine wichtige Rolle zu spielen –,

aber nicht als alleiniger, sicherer Verursacher einer neuen Lehman-Episode.

Das hat Gründe, die sich in der Marktarchitektur wiederfinden: Der Sektor ist sehr unterschiedlich aufgebaut; es gibt Häuser mit strenger Kreditprüfung und konservativen Strukturen, daneben Anbieter mit deutlich mehr Risikoappetit. Ausfälle werden also nicht gleichmäßig über alle Plattformen verteilt. Viele Kredite sind bilateral ausgestaltet, sodass Gläubiger und Schuldner in Stressphasen Zins- und Tilgungspläne anpassen, zusätzliche Sicherheiten stellen oder Covenants nachschärfen können, ohne sofort in einen öffentlichen Zahlungsausfall zu rutschen. Und die Bankfinanzierungen sind in der Regel durch große, diversifizierte Kreditportfolios besichert; Verluste würden zuerst nachrangige Investoren treffen, bevor Banken direkt belastet würden.

Entwarnung ist das trotzdem nicht. Private Credit wirkt im Zusammenspiel mit anderen Risiken – hoher Staatsverschuldung, dem Refinanzierungsberg im Unternehmenssektor, hohen Bewertungen in Teilmärkten und einem stark gewachsenen Schattenbankensektor – wie ein Verstärker. Die Erfahrung früherer Krisen zeigt: Systemische Episoden entstehen oft nicht durch einen einzelnen „Lehman-Moment“, sondern durch das Zusammenwirken mehrerer Problemfelder. In diesem Sinne ist Private Credit weniger „die Krise“ selbst als ein wichtiger Knotenpunkt in einem komplexen Netzwerk – mit dem Unterschied, dass sich die kritischen Hebel heute stärker in den Bilanzen von Fonds, Versicherern und anderen Schattenbanken konzentrieren als in den Kernbanken von 2007/08.

Für die Aufsicht heißt das: Private Credit gehört auf die Agenda der Finanzstabilität – mit mehr Transparenz, besseren Daten, gezielten Stresstests und einem klaren Blick auf die Verbindungen zu Banken und anderen Marktsegmenten. Für Anleger heißt es: Die einfache Erzählung vom „illiquiden Kredit als stabilem Zinssatz“ funktioniert in

einer Welt höherer Zinsen und steigender Ausfallrisiken nicht mehr so wie zuvor. Wer in Private Credit investiert, setzt nicht nur auf hohe Kups, sondern auch darauf, dass die eigene Plattform in der Krise schnell, professionell und fair mit Schuldnern, Banken und Mitinvestoren verhandeln kann.

**Fazit: Private Credit ist weder sicherer Zinersatz noch Krisenmotor, sondern ein ambivalenter Hebel: Er schafft neue Finanzierungs- und Renditechancen, kann in Stressphasen aber Verluste bündeln und Schocks verstärken.**

---

## 4. AKTIEN

---

### Aktien USA – Krise? Welche Krise?

Die US-Börsen sind zunächst verhalten in das neue Jahr gestartet. Hohe Bewertungen, nachlassende Marktdominanz der großen Digtalkonzerne in Tateinheit mit Sorgen hinsichtlich einer möglichen Übertreibung im Bereich KI sowie Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank ließen in Verbindung mit den eigenen Stärken der Regionen Europa und Asien die US-Märkte ins Hintertreffen geraten. Doch mit Kriegsbeginn im Nahen Osten hat sich das Bild verändert und die Wall Street die Lücke verringert. Zum einen, weil die US-Aktienmärkte in Krisen unter den verschiedenen Weltregionen die geringste Verwundbarkeit versprechen und zum anderen, weil die Pro-Argumente für die Regionen Asien und Europa aufgrund der höheren Energieabhängigkeit etwas zu verblassen schienen.

Blickt man isoliert auf den US-Aktienmarkt, ist von Krieg und Krise wenig zu erkennen. Im Gegenteil, der S&P 500 und der Nasdaq Composite haben sich jüngst zu neuen Allzeithochs aufgeschwungen, die

ökonomischen Überraschungsindizes halten sich stabil über der Nulllinie und die Gewinnerwartungen für das laufende Jahr sind zuletzt weiter nach oben geschraubt worden. Dies liegt zum einen am Energiesektor, dessen Gewinnaussichten sich durch den Preisanstieg von Öl, Gas & Co. verbessert haben, am Rohstoffsektor (u. a. wegen steigender Industriemetallpreise) und zum anderen an den Ergebniserwartungen für die Technologiebranche, die man trotz aller Übertreibungsdiskussionen mehrheitlich positiv beurteilt. Während die beiden erst genannten dazu passend auch die Kursrangliste seit Jahresbeginn anführen, hat der Technologiesektor erst kürzlich eine länger anhaltende Schwächephase hinter sich lassen können. Aufgrund des hohen Gewichts der Branche – sowohl im Hinblick auf Marktkapitalisierung als auch in Bezug auf den Gewinnbeitrag – hat sich die Bewertung des Gesamtmarktes zu Jahresbeginn um immerhin rund zwei KGV-Punkte ermäßigt.

Bereits zum Jahreswechsel ließen die Gewinnerwartungen für den US-Markt wenig Skepsis erkennen. Seitdem sind sie für den Gesamtmarkt sogar um drei Prozent gestiegen. Der nüchterne Blick auf die Zahlen erweckt den Eindruck, als sei die Ausgangslage konstruktiver als zum Jahreswechsel. Das ist ein Trugschluss. Zwar hat sich durch die Korrektur im März die sehr optimistische Anlegerstimmung normalisiert und auch die Bewertung hat sich wie erörtert etwas zurückgebildet, sie bewegt sich gleichwohl noch immer außerhalb üblicher Bandbreiten. Indexstände und Gewinnerwartungen legen zudem nahe, dass – eine nachhaltig tragfähige Friedenslösung einmal angenommen – die Welt zur Ausgangslage vor Kriegsausbruch zurückkehrt. Dies ist jedoch zumindest kurzfristig nicht zu erwarten. Es wird Zeit in Anspruch nehmen, bis unterbrochene Lieferketten und aufgetretene Knappheiten egalisiert und die Beschädigungen an Produktionsanlagen repariert sind (siehe hierzu auch die Kapitel „Konjunktur“ und „Rohstoffe“). Die Energiepreise dürften sich zwar von ihren Spitzen zurückbilden, allerdings noch für einige Zeit über dem Niveau von vor Kriegsbeginn verharren. Abgesehen vom Energiesektor dürfte sich

dies in den meisten übrigen Branchen, beim Verbraucher und beim Inflationsausblick negativ bemerkbar machen. Die gerade begonnene Berichtssaison zum ersten Quartal sollte diese These zuweilen unterstreichen, wenngleich stärker in den Ausblicken als bereits in den Resultaten selbst.

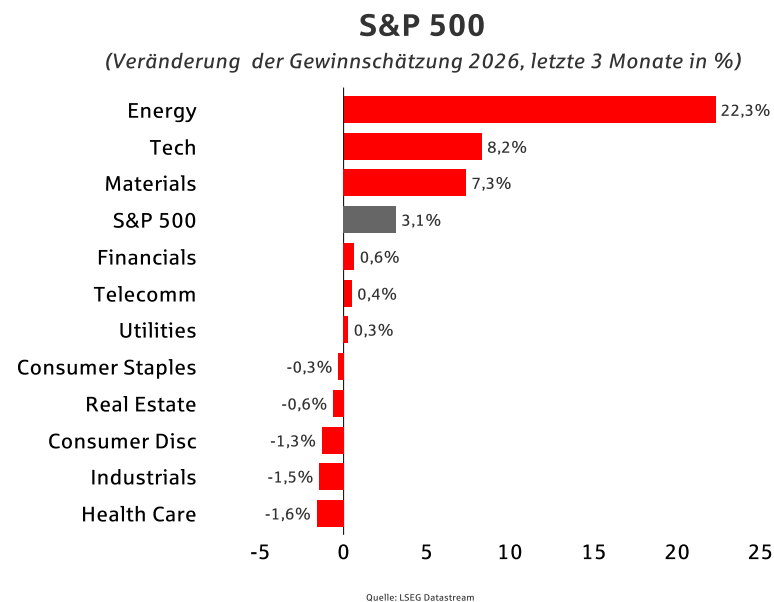
Tagen sollte man eine erneute Zunahme der Brisanz nicht ausschließen. Damit bleibt der US-Aktienmarkt anfällig für temporäre Rückschläge.

### Aktien Europa – Von den Tiefs erholt

Auch die Börsen in Europa konnten sich zuletzt von den Zwischentiefs im März erholen, anders als die Wall Street hängen die Indizes diesseits des Atlantiks aber noch eine Handbreit unter den Jahreshochs. Europa gilt aus mehreren Gründen als anfälliger für Energiepreisschocks als die USA. Die Region ist als Nettoimporteur von Öl und Gas nicht nur von höheren Preisen, sondern auch stärker der Gefahr physischer Knappheit ausgesetzt. Dazu gesellen sich Unterschiede in der Branchenstruktur und damit verbunden ein höheres Gewicht energieintensiver Unternehmen in Europa. Hinzu kommt die größere Bedeutung des Exports. Dass die wichtige Absatzregion Asien ihrerseits stark von Energielieferungen aus dem Nahen Osten abhängt und akut unter der aktuellen Situation leidet, hellet die Perspektiven für europäische Unternehmen nicht auf. Die Berichtssaison befindet sich hierzu-lande zwar noch ganz am Anfang, doch mit Tesco, Pernod Ricard und EasyJet haben bereits durchaus bekannte Namen verlauten lassen, dass ihre Geschäfte durch den Krieg beeinträchtigt sind bzw. wurden.

Ein Blick auf die Gewinnprognosen zeigt zunächst ein ähnliches Bild wie an der Wall Street. Trotz der ökonomischen Bremseffekte des Krieges sind die Gewinnerwartungen auch in Europa zuletzt gestiegen. Sowohl der Stoxx Europe 600 als auch der Euro Stoxx 50 beheimaten mit durchaus spürbarem Gewicht Energiekonzerne, deren Gewinnaussichten sich verbessert haben. Zudem ist auch die europäische Technologiebranche in guter Gewinnverfassung. Dies macht sich insbesondere mittels des Schwergewichts ASML im Euro Stoxx 50 deutlich bemerkbar. Beim Dax, welcher ohne Ölkonzern oder Chip-Schwergewicht auskommen muss, ist dagegen ein leichtes Abfallen erkennbar. Diesen ausgenommen, haben sich auf Indexebene die

4. AKTIEN



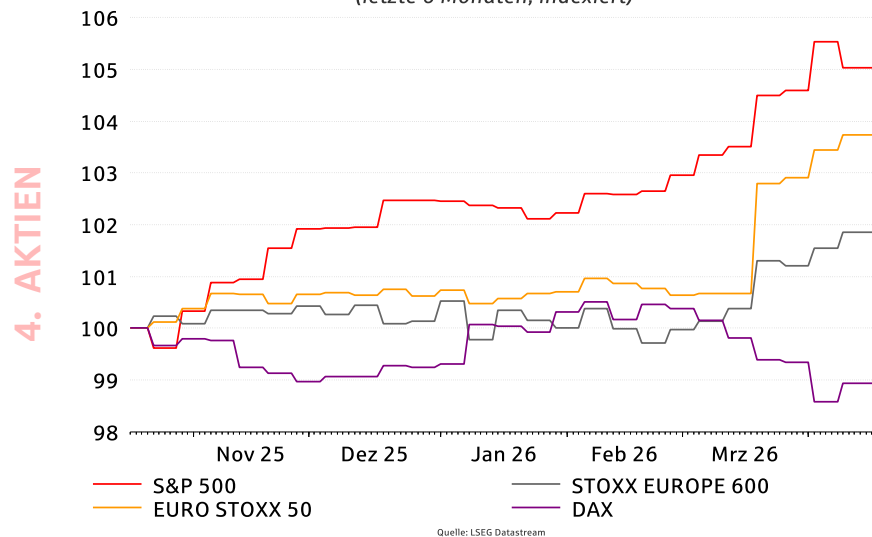
Wie in der Vergangenheit schon öfter spiegelt der Markt Chancen und Risiken im Moment etwas asymmetrisch wider. Dass die Kriegsfolgen auch einige Zeit nach einem hypothetisch dauerhaften Waffenstillstand zu spüren sein dürften, reflektiert der Markt kaum. Nach einer initialen Erleichterungsreaktion dürfte die Luft für weitere Zugewinne rasch dünner werden. Zudem ist ein nachhaltiges Ende der Auseinandersetzung noch nicht in Sicht. Trotz Annäherung in den letzten

Gewinnerperspektiven in Europa nicht verschlechtert, eher im Gegenteil. Dies liegt jedoch vor allem an den Ausnahmen Energie und Technologie, während in den übrigen Sektoren des Marktes die Erwartungen zurückgenommen wurden.

Waffenruhe könnte sich der Fokus in Europa indes wieder stärker in Richtung Fiskalimpulse via Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen verschieben. Ein wichtiger Treiber für unsere grundsätzlich konstruktive Aktienmarkthaltung zum Jahresauftakt, der vom Krieg in Nahost in den Hintergrund gedrängt wurde.

### Entwicklung der Gewinnerwartungen für 2026

(letzte 6 Monaten, indiziert)



Wie an der Wall Street haben auch die Anleger hierzulande scheinbar zuletzt versucht, durch den Krieg hindurchzuschauen. Insofern gilt für die europäischen Börsen grundsätzlich dieselbe Quintessenz. Chancen und Risiken sind etwas asymmetrisch eingepreist. Temporäre Rückschläge bei erneuter Zunahme der Brisanz sind nicht auszuschließen. Auf der anderen Seite dürfte die Luft nach oben zumindest kurzfristig begrenzt sein, da die Kriegsfolgen nicht von heute auf morgen beseitigt sein dürften und teure und knappe Energie noch über die nächsten Monate zu spüren sein sollte. Im Falle einer dauerhaften

**Fazit: Die Aktienmärkte preisen fast schon ein Ende des Krieges und eine Rückkehr zum Ursprungszustand ein. Letzteres wird aber auch im Falle eines baldigen Kriegsendes nicht kurzfristig möglich sein. Wie in unseren Prognosen zum Ausdruck kommt, ist die Luft nach oben kurzfristig begrenzt, temporäre Rücksetzer bei erneuter Zuspitzung möglich.**

### Branchenstrategie – Nahost-Konflikt und Inflationsausblick hinterlassen Spuren

Auch wenn die Aktienmärkte derzeit den Versuch unternehmen, durch den Krieg hindurchzuschauen, werden die Folgen noch für eine gewisse Zeit danach spürbar sein. Das betrifft primär die Energieversorgung und -preise und schlägt sich im Wachstums- und Inflationsausblick nieder. Das höhere Preisniveau verringert den Spielraum der Konsumenten und nimmt Einfluss auf die Kaufentscheidungen. Beim täglichen Bedarf dürfte die Wahl seltener auf Markenartikel fallen und die Anschaffungsneigung sowie das Konsumklima abkühlen. Wir stufen den Bereich **Nahrung & Getränke** daher auf „untergewichten“ herab, den Sektor **Einzelhandel** schätzen wir nur noch neutral ein (vorher: „übergewichten“). Eng verbunden mit dem Konsumklima ist das Thema Reiselust, welche durch den Konflikt leidet. Hinzu kommen Energiepreise als gewichtiger Kostenfaktor in der Branche **Reisen & Freizeit**, die wir ebenfalls auf „untergewichten“ herabstufen.

Aufgehellt hat sich das Bild bei den **Finanzdienstleistern**. Hohe Handelsvolumina und Schwankungen an den Finanzmärkten stützen die Ertragsperspektiven. Zudem war die vorangegangene Schwächephase wegen Sorgen vor einer Substitution durch KI zu viel des Guten. Wir stufen den Sektor auf „neutral“ hoch. Eine Stufe nach oben geht es zudem für den Bereich **Versorger**, und zwar von „neutral“ auf „übergewichten“. Die Branche profitiert vom steigenden Energiebedarf aus mehreren Richtungen, beispielsweise durch die Zunahme der Elektromobilität oder der wachsenden Anzahl an KI-Rechenzentren. Die aktuelle Krise beschleunigt zudem den Umstieg auf nicht-fossile Energieträger. Insgesamt ergibt sich für unsere empfohlene Branchenallokation folgendes Bild:

Übergewichten	Neutral	Untergewichten
Bau	Banken	Automobile
Grundstoffe	Chemie	Konsum zyklisch
Gesundheit	Einzelhandel (↓)	Medien
Industrie	Energie	Nahrung & Getr. (↓)
Telekommunikation	Finanzdienstl. (↑)	Reisen & Freizeit (↓)
Versorger (↑)	Immobilien	
	Konsum defensiv	
	Technologie	
	Versicherungen	

## Asien und die Schwellenländer – Perspektivisch aussichtsreich, aber kurzfristig Anzeichen von Überoptimismus

Die Hoffnung auf eine nachhaltige Deeskalation im Nahen Osten hat zuletzt zu einer Kurserholung geführt, auch bei Aktien aus der asiatischen Region und den Schwellenländern. Seit Jahresbeginn stehen hier auf Euro-Basis Wertzuwächse von ca. 11 % (MSCI AC Asia) bzw.

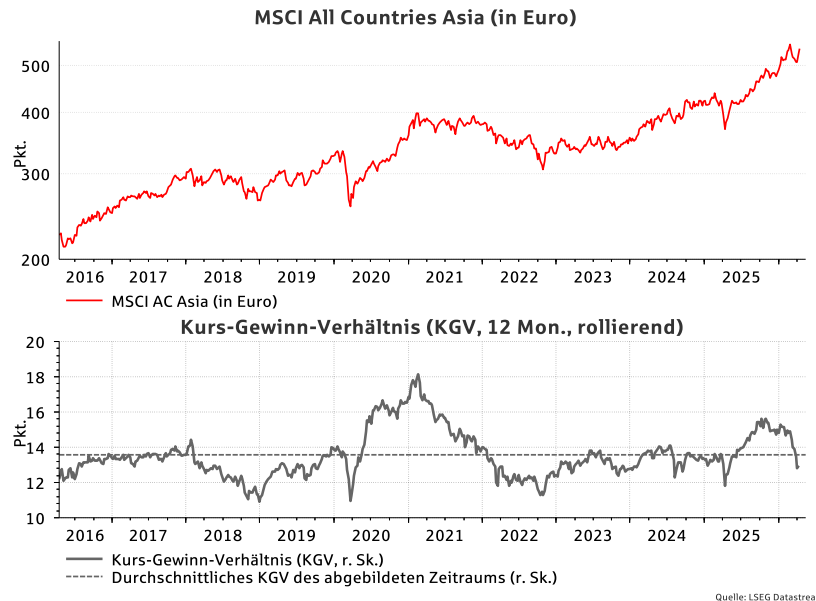
ca. 13 % (Emerging Markets) zu Buche. Damit sind die Märkte – trotz des zwischenzeitlichen Kursrückgangs im März – insgesamt ohne größere Blessuren durch die schwerste Energiekrise der vergangenen Jahrzehnte gekommen. Im Vergleich mit den Börsen in den USA und Europa, die in diesem Jahr weitaus schwächere Performancedaten aufweisen, stechen sie sogar positiv hervor. Die seit Jahresbeginn 2025 zu beobachtende überdurchschnittliche Wertentwicklung ggü. den westlichen Industrieländerbörsen hat sich damit fortgesetzt.

An den Märkten rechnet man zurzeit damit, dass die volkswirtschaftlichen Kosten des Kriegs im Nahen Osten überschaubar sein werden. Man darf gespannt sein. Denn führt man sich vor Augen, dass zahlreiche Länder Asiens bzw. der Schwellenländer Maßnahmen ergriffen haben, um das Ausmaß der Belastungen zu begrenzen (z. B. Rationierungen von Strom, Gas und Treibstoffen, Viertagewochen, Einschränkungen von Flugverbindungen, Fahrbeschränkungen, Exportverbote), so fällt es uns schwer zu glauben, dass die Maßnahmen ausreichen, um den Volkswirtschaften eine Stärke auf Augenhöhe mit dem Vorkriegsniveau attestieren zu können. Tatsächlich ist davon auszugehen, dass das Ausmaß der volkswirtschaftlichen Kosten erst in einigen Monaten vollständig sichtbar sein wird.

Scheinbar ungeachtet dieser Tatsachen erwarten Analysten für die gesamte asiatische Region, d. h. Industrie- und Schwellenländer zusammengenommen, für dieses Jahr ein Gewinnwachstum von satten 36 %. Im Jahr 2027 sollen weitere 16 % Gewinnzuwachs hinzukommen. Bemerkenswert ist, dass die Gewinnschätzungen trotz der Energiekrise und der damit einhergehenden Unwägbarkeiten und Belastungen zuletzt weiter aufwärts revidiert wurden – und dies mit einer Dynamik, welche die erwarteten Gewinnentwicklungen in den USA und Europa in den Schatten stellt. Damit wiederum geht einher, dass sich die Bewertungen für die asiatische Region zuletzt ermäßigt haben. Da die (erwarteten) Gewinne stärker gestiegen sind als die Kurse, liegt das rollierende 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wieder

unter 13 und damit unterhalb des langjährigen Durchschnittswerts (siehe nachfolgende Grafik).

4. AKTIEN



**Die (erwarteten) Gewinne asiatischer Unternehmen wurden zuletzt stärker aufwärts revidiert als die Kurse gestiegen sind. Damit einhergehend hat sich das Bewertungsniveau ermäßigt. Wir glauben jedoch, dass die Analystengemeinde momentan etwas zu optimistisch sein könnte.**

Doch wie bereits angedeutet, bleiben Fragen offen. Unseres Erachtens könnten die Gewinnschätzungen der Analystengemeinde zu

optimistisch sein. Schließlich ist nicht damit zu rechnen, dass die Folgen der Energiekrise den Inflations- und Konjunkturausblick unberührt lassen. Inwieweit die Ertragslage des Unternehmenssektors dadurch eine Beeinträchtigung erfährt, bleibt abzuwarten. Schließlich leidet die stark von Energieimporten abhängige Region am stärksten unter den Störungen, die, Stand heute, weiterhin Bestand haben.

Momentan scheinen die Märkte jedoch durch diese erwartbaren Beeinträchtigungen hindurchzuschauen. Mittel- bis langfristig gibt es auch gute Gründe für Zuversicht. Schließlich ist Asien eine vergleichsweise günstige und wachstumsstarke Region, welche durch positive Effekte aus der KI-Entwicklung zusätzlichen Rückenwind erfahren dürfte. Gut entwickelte Lieferketten und große Absatzmärkte machen die Region zudem weiterhin attraktiv für Investitionen. Große Volkswirtschaften weisen nennenswerte Stärken auf. Beispielsweise profitiert Japan von einer wachstumsfreundlichen Politik, einer Normalisierung der Geldpolitik nach dem Ende der Deflation, KI-Phantasie, steigenden Aktienrückkäufen und den Fortschritten bei der Corporate Governance. Und auch China hat mit der jüngsten Vorlage des Fünfjahresplans für die Jahre 2026-2030 klargemacht, dass man die Weichen für die Zukunft stellt und in vielerlei Hinsicht eine Technologieführerschaft für sich beansprucht. Dennoch wollen wir an dieser Stelle dafür sensibilisieren, dass weiteren Kursgewinnen in näherer (!) Zukunft Grenzen gesetzt sein dürften. Wir sehen einen überaus starken Kursanstieg seit Jahresanfang und Anzeichen von Überoptimismus, der – bei aller berechtigten perspektivischen Zuversicht – die kurzfristigen ökonomischen Belastungen aus dem Blick zu verlieren scheint. Auch wenn die Energiemärkte mittelfristig wieder gut versorgt sein dürften, so rechnen wir mit Preisniveaus für Öl und Gas, die sich für längere Zeit oberhalb ihrer Vorkriegsniveaus bewegen dürften – eine Herausforderung für die Region, die stark auf den Import von Energierohstoffen angewiesen ist. Auch vor diesem Hintergrund erachten wir das kurzfristige Kurspotenzial momentan eher als begrenzt.

---

## 5. ROHSTOFFE

---

Ausgehend vom Preisniveau zum Jahreswechsel hat sich die Notierung für **Rohöl** (Sorte Brent, nächstfälliger Future) seit Jahresbeginn zeitweise verdoppelt. Mit fast 120 US-Dollar/Fass erreichte der Preis für das schwarze Gold Ende März den höchsten Stand seit Mitte 2022. Im Zuge des jüngsten Waffenstillstands und der Friedensbemühungen hat sich die Notierung zuletzt etwas ermäßigt. Mit knapp 100 US-Dollar liegt sie aber weiterhin auf erhöhtem Niveau.

Bei der Einordnung der Preisentwicklung ist die ungewöhnlich starke Diskrepanz zwischen den Futures-Kontrakten und dem Preis für sofortige Öllieferungen (Spot) zu beachten. Die aktuelle Spot-Notierung liegt fast 30 US-Dollar höher als der zuvor genannte, nächstfällige Terminkontrakt. Somit zeigt sich der eigentliche Druck am Spotmarkt, da die Transportmöglichkeiten durch die Straße von Hormus nach wie vor stark gestört sind und Raffinerien um sofortige Lieferungen konkurrieren. Nicht nur die Höhe des Ölpreises, sondern auch die Preisdivergenz zwischen Spot- und Futuresmarkt weisen auf akute Knappheit hin. Während bei den Futures-Preisen die Markterwartungen dominieren, haben Käufer sofortiger Lieferungen einen erheblichen Aufpreis zu zahlen. Offensichtlich ist das weltweite Energiesystem stark belastet.

Der massive Ölpreisanstieg ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Zum einen ist die allgemeine Lage am Ölmarkt mit starker Unsicherheit behaftet. Dies betrifft sowohl die momentane Waffenruhe als auch den Fortgang der Friedensverhandlungen und nicht zuletzt die Frage, wann und unter welchen Bedingungen die Straße von Hormus wieder befahrbar sein wird. Dass die geopolitische Risikoprämie in dieser Gemengelage erhöht ist, überrascht nicht. Zwar sehen wir in unserem Basisszenario keine neuerlichen Eskalationen, gänzlich ausschließen lassen sie sich gleichwohl nicht. Mit Unsicherheit behaftet ist zudem die Frage, wann sich die technischen und logistischen

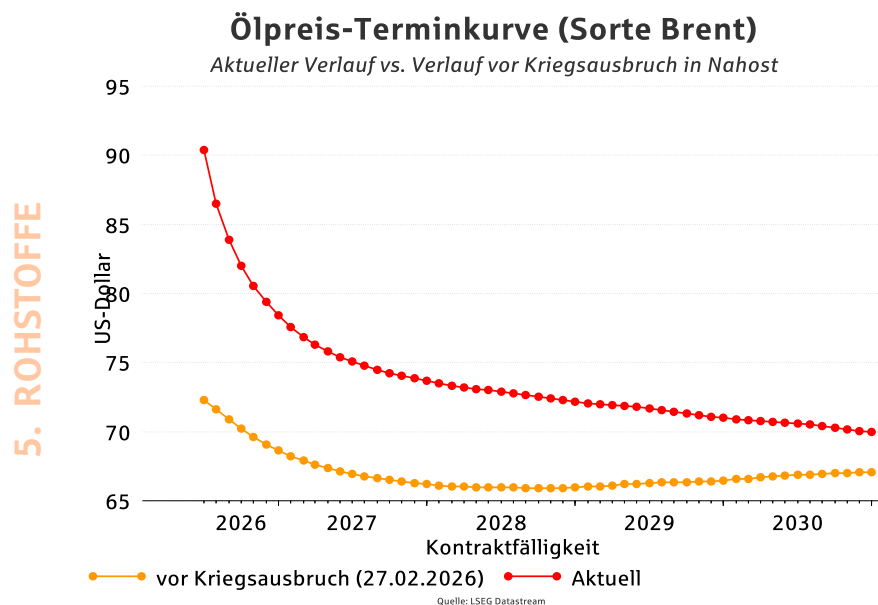
Schwierigkeiten am Ölmarkt auflösen können, selbst wenn die Meerenge wieder uneingeschränkt befahrbar sein sollte. Beschädigte Infrastruktur, höhere Versicherungs- und Frachtraten sowie anhaltende logistische Reibungen bedeuten, dass jede Entspannung der physischen Knappheit nur langsam und ungleichmäßig erfolgen können wird. Zu einer Normalisierung dürfte es daher nur allmählich kommen, sowohl bei der Ölproduktion selbst als auch bei der Verschiffung und Weiterverarbeitung in Raffinerien. Auch wenn die OPEC-Staaten nicht müde werden, ihre noch freien Förderkapazitäten zu betonen – das auskömmliche Ölangebot, welches den Markt vor dem Krieg in Nahost geprägt hatte, wird zumindest in diesem Jahr nicht zurückkehren.

Die Aussicht darauf spiegelt sich in der aktuellen Terminkurve: Sie zeugt von der Erwartung zwar fallender Ölpreise, aber – verglichen mit dem Niveau vor Kriegsausbruch – auf einem erhöhten Niveau.

In die Gemengelage spielt auch die globale Absichtserklärung hinein, die Netto-Emissionen von Kohlendioxid bis 2050 auf null zu senken. Euphemistisch formuliert könnte man sagen, dass das Bekenntnis der Weltgemeinschaft zum Ausstieg aus fossilen Energien momentan nicht mehr allzu deutlich formuliert wird, was u. a. auch die Internationale Energieagentur (IEA) dazu veranlasst, ihre Zukunftserwartungen szenarioabhängig zu formulieren. Selbst in einem Szenario ambitionierter Klimapolitik gehen deren Experten – trotz bereits erzielter Effizienzgewinne und einer fortschreitenden Entwicklung hin zu Elektromobilität – weiterhin von einer steigenden weltweiten Ölnachfrage aus. Wann diese ihren Höhepunkt erreicht, hängt stark von der Ausgestaltung der Klimapolitik ab. Theoretisch wäre ein solcher Peak bereits für dieses Jahrzehnt denkbar. In einem weniger restriktiven Politikrahmen hält die IEA aber auch eine weiter steigende Ölverwendung bis zum Jahr 2050 für möglich. Aus Sicht der IEA bleibt Rohöl trotz der globalen Dekarbonisierungsbestrebungen auf absehbare Zeit ein zentraler Pfeiler des Weltenergiesystems mit hoher systemischer Relevanz für die Versorgungssicherheit. Die jüngste

Teilfreigabe strategischer Reserven sowie die um sich greifenden Warnungen vor der schwersten Energiekrise seit Jahrzehnten unterstreichen diese Sichtweise.

starken Schwankungen unterliegen. Mit Blick auf das Jahresende und darüber hinaus rechnen wir mit rückläufigen Ölpreisen, die sich aber für eine längere Zeit oberhalb des Vorkriegsniveaus einpendeln dürften.



Dass die Ölnotierung selbst in einigen Jahren noch höher erwartet wird als vor Kriegsausbruch, ist auch auf die Schäden an den Produktionsanlagen zurückzuführen, die im Zuge der kriegerischen Auseinandersetzungen entstanden sind.

Für die Finanzmärkte lässt sich konstatieren, dass die Bedeutung des Rohöls als makroökonomischer Bestimmungsfaktor bis auf Weiteres hoch bleibt. Je nach Lageentwicklung dürfte der Ölpreis kurzfristig

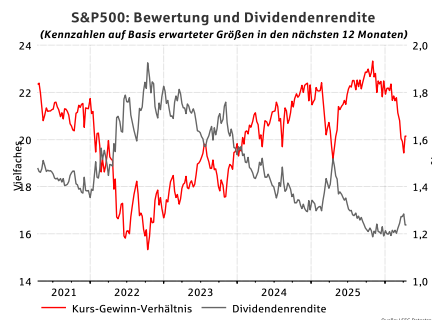
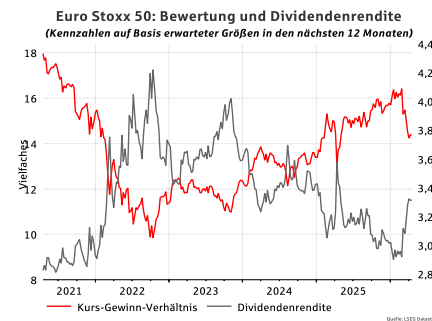
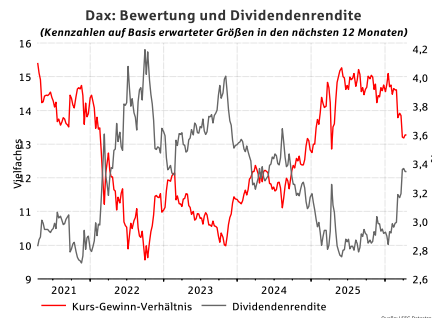
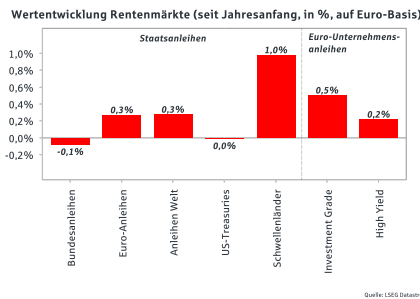
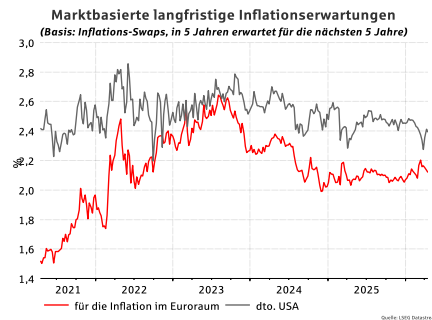
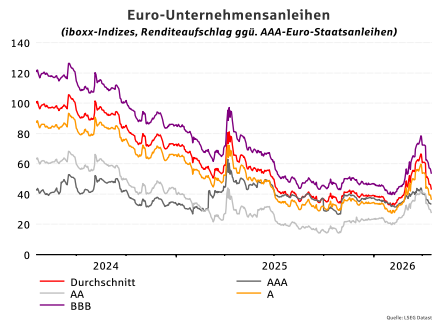
Hochvolatil zeigt sich der **Goldpreis** bislang in diesem Jahr. Nach einem starken Jahresstart vollzog die Notierung des Edelmetalls im Zuge des Kriegs im Nahen Osten einen deutlichen Rücksetzer. Seit Jahresbeginn beläuft sich die Bandbreite, innerhalb der sich der Goldpreis bewegt hat, auf fast 1.500 US-Dollar. Die aktuellen Schlagzeilen werden vor allem dadurch bestimmt, dass das Edelmetall seit Kriegsbeginn seiner Rolle als „sicherer Hafen“, die ihm vielfach zugeschrieben wird, nicht erfüllt hat. In der Tat ist dies für einen kurzen Betrachtungszeitraum eines Kalendermonats (März) zutreffend. Nach einem starken Jahresauftakt (Januar/Februar) wirkte belastend, dass die Inflationserwartungen vor allem wegen der gestiegenen Energiepreise deutlich angesprungen sind. Damit geht die Erwartung einher, dass diverse Notenbanken rund um den Globus gezwungen sein könnten, geldpolitisch restriktiver zu werden. Hier kommt zum Tragen, dass der Zins gewissermaßen als „Feind“ des Goldes fungiert. Schließlich steht das unverzinsten Gold im Wettbewerb mit anderen Anlageklassen. Steigende Zinsen bedeuten wachsende Opportunitätskosten für das Vorhalten von Gold – das Edelmetall büßt an relativer Attraktivität ein. Hinzu kommt, dass der zeitweilig festere US-Dollar Gegenwind verursachte. So bedeutet eine festere US-Devisen, dass sich Gold für Käufer aus dem Nicht-Dollar-Raum verteuert. Und schließlich gesellt sich der Umstand hinzu, dass der Goldpreis in den Vorjahren eine fulminante Rallye vollzogen hat. Auch dies dürfte dazu beigetragen haben, dass die Kaufbereitschaft nachließ und teilweise auch ein gewisser Anreiz für Gewinnmitnahmen bestand.

In dieser Gemengelage ist in den Hintergrund geraten, dass seit Jahresbeginn per saldo dennoch ein Wertzuwachs von über 10 % zu Buche steht – sowohl auf US-Dollar- als auch auf Euro-Basis. Aktuell

notiert die Feinunze bei ca. 4.800 US-Dollar und damit etwa in der Mitte der zuvor beschriebenen Bandbreite.

Mit Blick in die Zukunft rechnen wir damit, dass sich die erhöhte Preisvolatilität zunächst noch fortsetzen dürfte. Verschiedenste Unwägbarkeiten sind ursächlich; der weitere Fortgang der Dinge in Nahost stellt nur eine davon dar. Positive Impulse erwarten wir uns aus den Kaufaktivitäten der Zentralbanken. Insbesondere die Notenbanken der sogenannten „BRICS“-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika) haben den Anteil des Goldes an ihren Gesamtreserven in den letzten Jahren merklich ausgeweitet – ein Trend, bei dem sich bislang kein Ende abzeichnet. Auch Sorgen um die langfristige Tragfähigkeit steigender Staatsverschuldungen sind ein Faktor, der die Nachfrage nach Gold mittel- bis langfristig stimulieren dürfte. U. E. ist und bleibt Gold ein wichtiges Element in einem gut strukturierten Portfolio. Die preisbeeinflussenden Größen sind bei dem Edelmetall anders gelagert als bei den „klassischen“ Anlageklassen Aktien und Renten. In einem Umfeld, in dem Aktien weiterhin nicht günstig sind und Zinsanlagen vor dem Hintergrund von Inflationssorgen und möglichen Leitzinsanhebungen ebenfalls mit Unsicherheit behaftet sind, sollte eine Beimischung von Gold stabilisierende Wirkung entfalten.

**6. ANHANG**



**Globale Marktübersicht**

	Aktueller Kurs 17.04.2026	Jahres- endstand 2025	Jahresveränderung 2026		
			absolut	in % lokal	in % Euro

**Aktienmarkt**

<b>Deutschland</b>					
DAX	24702,24	24490,41	211,83	0,86	0,86
MDAX	31952,10	30617,67	1334,43	4,36	4,36
TecDAX	3765,52	3622,27	143,25	3,95	3,95
<b>USA</b>					
Dow Jones	49447,43	48063,29	1384,14	2,88	2,27
S&P500	7126,06	6845,50	280,56	4,10	3,49
Nasdaq	24468,48	23241,99	1226,49	5,28	4,66
<b>Europa</b>					
EuroStoxx50	6057,71	5791,41	266,30	4,60	4,60
Stoxx50	5176,96	4918,02	258,93	5,27	5,27
Stoxx	626,58	592,19	34,39	5,81	5,81
FTSE100	10667,63	9931,38	736,25	7,41	7,41
CAC40	8425,13	8149,50	275,63	3,38	3,38
SMI	13426,72	13267,48	159,24	1,20	1,20
<b>Japan</b>					
Nikkei225	58475,90	50339,48	8136,42	16,16	14,66
<b>Welt (Kursindizes in US-Dollar)</b>					
MSCI Welt	4650,40	4430,38	220,02	4,97	4,35
MSCI Schwellenländer	1597,13	1404,38	192,76	13,73	13,06
<b>Devisen</b>					
YEN <sup>*)</sup>	187,72	184,09	3,63	1,97	
USD <sup>*)</sup>	1,180	1,175	0,00	0,40	
GBP <sup>*)</sup>	0,872	0,873	-0,00	-0,11	
CHF <sup>*)</sup>	0,923	0,931	-0,01	-0,89	

**Rentenmarkt**

<b>Deutschland (Staatsanleihen)</b>					
10J-Rendite	2,93	2,82	0,11		
5J-Rendite	2,59	2,40	0,19		
2J-Rendite	2,38	2,09	0,30		
RexP	458,51	458,86	-0,36	-0,08	-0,08
<b>USA (Staatsanleihen)</b>					
10J-Rendite	4,24	4,14	0,10		
5J-Rendite	3,84	3,70	0,14		
2J-Rendite	3,70	3,49	0,22		

**Rohstoffe**

BBG Rohstoff-Index	334,71	276,25	58,45	21,16	20,45
Gold in USD	4866,20	4324,67	541,53	12,52	11,86
Öl (Brent, in USD)	90,80	60,85	29,95	49,22	48,34

	Veränderung		Bewertung	Anteil Ge-	Einschätzung
	akt. Kurs	in % zum			
	17.04.2026	31.12.2025			

**Stoxx-Sektoren**

**Defensive Sektoren**

Einzelhandel	481,58	-0,8%	16,5	3,5%	0,6%	<b>Neutral</b>
Gesundheit	1.152,92	2,0%	15,5	2,5%	13,5%	<b>Übergewichten</b>
Konsum defensiv	166,41	-0,4%	14,4	3,8%	2,1%	<b>Neutral</b>
Nahrung & Getränke	187,04	0,1%	14,4	4,0%	4,8%	<b>Untergewichten</b>
Telekommunikation	299,11	18,5%	16,6	3,8%	3,1%	<b>Übergewichten</b>
Versorger	553,36	13,7%	16,2	4,0%	4,9%	<b>Übergewichten</b>

**Finanzsektoren**

Banken	375,21	7,2%	9,1	5,0%	15,1%	<b>Neutral</b>
Finanzdienstleister	924,82	3,3%	12,1	3,1%	4,3%	<b>Neutral</b>
Immobilien	132,02	5,5%	13,8	4,5%	1,3%	<b>Neutral</b>
Versicherungen	517,01	2,2%	11,4	5,0%	6,2%	<b>Neutral</b>

**Rohstoffsektoren**

Grundstoffe	814,34	23,4%	13,9	3,1%	2,7%	<b>Übergewichten</b>
Energie	171,75	28,7%	12,7	3,9%	6,5%	<b>Neutral</b>

**Zyklische Sektoren**

Automobile	491,58	-5,3%	8,3	4,3%	1,4%	<b>Untergewichten</b>
Bau	896,91	6,1%	16,2	2,7%	3,7%	<b>Übergewichten</b>
Chemie	1.228,03	11,2%	18,9	2,9%	1,6%	<b>Neutral</b>
Industrie	1.167,34	9,7%	20,4	2,0%	16,6%	<b>Übergewichten</b>
Medien	373,27	-5,9%	11,9	3,6%	0,5%	<b>Untergewichten</b>
Reisen & Freizeit	271,55	-2,8%	9,8	3,0%	0,8%	<b>Untergewichten</b>
Konsum zyklisch	347,91	-11,7%	20,5	2,4%	4,4%	<b>Untergewichten</b>
Technologie	900,39	7,8%	21,7	1,2%	5,9%	<b>Neutral</b>

Indikator	Periode	Prognose		Letzter Wert		Ausgewählte Unternehmen
		M/M bzw. Q/Q	J/J	M/M bzw. Q/Q	J/J	

**Montag, 20.04.2026**

DE Erzeugerpreise	Mrz.	1,0 %		-0,5 %		Broadcom (HV)
-------------------	------	-------	--	--------	--	---------------

**Dienstag, 21.04.2026**

DE ZEW Index	Apr.	-5,0 Indexpunkte		-0,5 Indexpunkte		3M, Capital One, Danaher, GE Aerospace, MSCI, UnitedHealth (jew Q1), U.S. Bancorp (HV)
US Einzelhandelsumsätze	Mrz.	1,2 %		0,6 %		

**Mittwoch, 22.04.2026**

EU Verbrauchervertrauen (vorläufig)	Apr.	-16,8 Indexpunkte		-16,3 Indexpunkte		ABB, AT&T, Boeing, Moody's, Philip Morris, Tesla, Texas Instrument (jew. Q1), ASML (HV)
Rede EZB-Präsidentin Lagarde						

**Donnerstag, 23.04.2026**

DE Einkaufsmanagerindex Verarb. Gew. (vorläufig)	Apr.	51,5 Indexpunkte		52,2 Indexpunkte		American Express, Intel
DE Einkaufsmanagerindex Dienstl. (vorläufig)	Apr.	50,2 Indexpunkte		50,9 Indexpunkte		Nokia, Sanofi, SAP, Sartorius, Schaeffler (Q1 Fielmann (Q4) Beiersdorf BP, Danone, E.ON, Fastenal, Heineken, Johnson & Johnson, Pfizer (jew. HV)
EU Einkaufsmanagerindex Verarb. Gew. (vorläufig)	Apr.	50,9 Indexpunkte		51,6 Indexpunkte		
EU Einkaufsmanagerindex Dienstl. (vorläufig)	Apr.	49,8 Indexpunkte		50,2 Indexpunkte		
EU Einkaufsmanagerindex Composite (vorläufig)	Apr.	50,0 Indexpunkte		50,7 Indexpunkte		
EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs						

**Freitag, 24.04.2026**

DE Ifo-Geschäftsklima	Apr.	85,2 Indexpunkte		86,4 Indexpunkte		Kühne + Nagel, Volvo (jew. Q1), Procter & Gamble, Bayer, L'Oreal (jew. HV)
DE Ifo-Erwartungen	Apr.	85,5 Indexpunkte		86,0 Indexpunkte		
DE Ifo-Lage	Apr.	85,0 Indexpunkte		86,7 Indexpunkte		
US Uni Michigan Verbrauchervertrauen (final)	Apr.	51,5 Indexpunkte		47,6 Indexpunkte		

**Weitere wichtige Termine/Ereignisse bis zur Halbzeitbilanz**

APR	29.04.	DE Verbraucherpreise	MAI	12.05.	US Verbraucherpreise	
	29.04.	US Fed-Zinsentscheid		29.05.	DE Verbraucherpreise	
	30.04.	EU Verbraucherpreise		JUN	02.06.	EU Verbraucherpreise
	30.04.	DE/EU Bruttoinlandsprodukt			10.06.	US Verbraucherpreise
30.04.	EU EZB-Zinsentscheid	11.06.	EU EZB-Zinsentscheid			
				17.06.	US Fed-Zinsentscheid	

M/M = Veränderung gegenüber Vormonat; Q/Q = Veränderung gegenüber Vorquartal; J/J = Veränderung gegenüber Vorjahr; s. b. = saisonbereinigt; n. s. b. = nicht saisonbereinigt; p = vorläufig, f = endgültiger Wert, r = revidierter Wert, annual. = annualisiert; VG = Verarbeitendes Gewerbe; s = Schnellschätzung, ISM = Institute of Supply Management; MFI = Monetäre Finanzinstitute; EU = Euro-Raum; US = Vereinigte Staaten; DE = Deutschland; CN = China; PK = Pressekonferenz; HV = Hauptversammlung  
Umfrageergebnisse: Bloomberg, Reuters (kursiv) oder **DekaBank (fett)**

---

#### **Wichtiger Hinweis (Gewährleistungsausschluss)**

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die Ihnen eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll. Meinungsäußerungen oder Empfehlungen können für den einzelnen Investor nicht anleger- oder objektgerecht sein. Bitte sprechen Sie daher vor einer Auftragserteilung mit Ihrem Anlageberater, soweit nicht auf eine Beratung verzichtet wird (☞ direkt Brokerage). Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt bzw. eine Kopie dieser Veröffentlichung dürfen ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis der Kreissparkasse Köln auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. In einigen ausländischen Rechtsordnungen ist die Verbreitung dieser Information unter Umständen gesetzlichen Restriktionen unterworfen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument/diese Information gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

---

#### **Quellen**

Die Informationen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernommen werden. Wesentliche Quellen für diesen Bericht sind allgemein zugängliche Informationen aus der Wirtschaftspresse sowie Research-Studien anderer Investmenthäuser. Als Quelle für die Nachrichten, Grafiken, Kurse und Tabellen dienen – sofern nicht anders angegeben – die Datenbanken des Finanzdienstleisters LSEG Workspace. Frühere sowie prognostizierte Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

---

#### **Aktualisierungsrhythmus**

Diese Publikation dient als Ergänzung zum Jahresausblick („Kapitalmarktperspektiven“) sowie dessen Update zur Jahresmitte („Halbzeitbilanz“). Der Aktualisierungsrhythmus ist vier Mal jährlich. Der Börsenkompass erscheint 2026 an folgenden Terminen: 09.02., 20.04., 31.08., 12.10. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten.

---

#### **Bewertungsmethoden**

Grundlage dieser Publikation sind gängige und weitläufig bekannte Analysemethoden und Bewertungsverfahren der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung e.V. (DVFA). Darüber hinaus verwenden wir Methoden der quantitativen und technischen Analyse.

---

#### **Aufsichtsorgan**

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). In Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen haben wir interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden und angemessen zu behandeln. Einen ausführlichen Hinweis hierauf können sie unter <https://www.ksk-koeln.de/wertpapiere> einsehen.