



*Die Elite der Vermögensverwalter
im deutschsprachigen Raum 2026:*

Vermögenserhalt ist den Vermögenden heute zu wenig – sie wollen mehr Performance

Immer mehr Vermögende setzen bei der Festlegung der Anlagestrategie auf ehrgeizigere Ziele. Reichte bislang vielen vermögenden Privatanlegern der Erhalt des Vermögens, also eines nach Kaufkraftverlust und Abzug von Gebühren und Steuern gleichwertigen Anlagebetrags, erwarten die meisten Kunden heute von ihren Vermögensverwaltern deutlich höhere Renditen als den reinen Vermögenserhalt. Dies ist eines der Ergebnisse der diesjährigen Analyse des Vermögensverwaltungsmarktes des Elite Report. Wie die Begutachtung zahlreicher Jahresergebnisse und die Auswertung von über 600 Gesprächen mit Vermögensverwalter-Kunden ergaben, erwarten Anleger heute einen deutlich höheren Ertrag.

Angesichts der volatilen Märkte und schwieriger politischer Umfeldler hat die Elite Report Redaktion ihren Bewertungsansatz neu ausgerichtet und den Performance-Aspekt in diesem Jahr stärker in die Wertung einbezogen als in den Vorjahren. So wird nun die erzielte Rendite über einen Zeitraum von vier Jahren und nicht nur eines Jahres berücksichtigt. »Wir bieten unseren Lesern nunmehr eine langfristiger angelegte Vermögensperspektive und weniger eine Momentaufnahme«, erklärt Hans-Kaspar v. Schönfels, Chefredakteur des Elite Report.

In Kooperation mit dem öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen für Wertpapieranlagen Reinhard Vennekold zeigt der Elite Report mit der neuen Bewertungssystematik »die echte Leistung der Vermögensverwalter«.

Die Anlage ist jetzt in drei klar definierte Risikoklassen eingeteilt: konservativ mit einem Aktien-/Rentenanteil bis zu 30/70, ausgewogen mit 50/50 und offensiv mit bis zu 70 Prozent Aktien. Berücksichtigt werden ausschließlich echte

Der neue Elite Report 2026 ist jetzt erhältlich:



»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2026«

Der Elite Report ist für 39,80 Euro inklusive Mehrwertsteuer und Versand erhältlich. Handelsblatt-Abonnenten erhalten zehn Euro Rabatt (Auslandsporto wird extra berechnet).

bestellung@elitereport.de



ELITE REPORT extra – Ausgezeichnete Family Offices 2026

**Im Handelsblatt
am 15. Dezember 2025
und in der
Frankfurter Allgemeine Zeitung
am 12. Dezember 2025**

Kundendepots, keine theoretischen Musterportfolios sowie keine vermögensverwaltenden Fonds. Unterjährige Ein- und Auszahlungen bleiben zur besseren Vergleichbarkeit außen vor und die Renditeangaben der Banken und Vermögensverwalter erfolgen MiFID-konform, also nach Kosten und vor persönlichen Steuern.

Der Elite Report für 2026 erscheint im 23. Jahrgang

Der Elite Report hebt jedes Jahr die besonders leistungsstarken und zuverlässigen Anbieter der Anlagebranche hervor. Insgesamt hat sich die Elite der Vermögensverwalter im abgelaufenen Jahr sehr gut behauptet und auf die Turbulenzen an den Märkten rechtzeitig und mit Umsicht reagiert.

Insgesamt wurden dieses Mal 51 Vermögensverwalter (2025: 54) als »empfehlenswert« eingestuft. Von anfänglich 386 Anbietern blieben nach einer ersten und zweiten Analyse noch 122 übrig. Nach weiteren Prüfschritten wie der Auswertung der umfangreichen Fragebögen, diversen Leumundsbefragungen, einem Bilanzcheck und der Auswer-

tung von Beratungsberichten privater Anleger und Nachrecherchen reduzierte sich die Anzahl auf insgesamt 51 Anbieter.

Die zehn besten Vermögensverwalter für 2026

Von den 51 empfehlenswerten Häusern sind 41 deutsche Adressen, sechs haben ihren Sitz in Österreich, vier in der Schweiz und im Fürstentum Liechtenstein. Zum Segment »summa cum laude« gehören 45 Vermögensverwalter mit 770 bis 830 Punkten. Die Auszeichnung »magna cum laude« erhalten drei Häuser mit 710 bis 769 Punkten, drei Anbieter zählen mit 650 bis 709 Punkten zur Gruppe »cum laude«.

Die zehn besten Vermögensverwalter sind in diesem Jahr die Bank Pictet & Cie, die DZ Privatbank S.A., die Frankfurter Bankgesellschaft, HRK Lunis AG, Maerki Baumann & Co. AG, NORD/LB Norddeutsche Landesbank, der Raiffeisenverband Salzburg, Value Experts Vermögensverwaltung AG, Weberbank Actiengesellschaft und Werther und Ernst Vermögensverwalter. □

ANZEIGE

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

Ihr Können
kann sich sehen
lassen.

ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF

www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer



Fachseminare
von Fürstenberg

Vermögensverwaltung braucht Qualitäts- standards.

Nutzen Sie unseren zertifizierten Abschluss für Ihren Wettbewerbsvorteil.

► Überzeugen Sie durch

- nachgewiesene Qualitätsstandards
- mehr Transparenz im Qualifikationsprofil
- die Vermittlung von Sicherheit und Vertrauen
- eine aussagekräftige Orientierungshilfe

► Profitieren Sie von

- dem einzigartigen Spezialisierungslehrgang »Family Office« mit zertifiziertem Abschluss
- interdisziplinärer Wissensvermittlung
- renommierten Referenten





Kommerzialrat Hans Scharfetter, Abgeordneter des Landes Salzburg, begrüßt die Gäste im Rittersaal der Salzburger Residenz am 20.11.2025

(Fotos: Daniel Schvarcz, www.d-s-photo.com)

Ausgezeichnete Vermögensverwalter und Family Offices 2026

Beifall als Dank

Auch die feine Geldbranche hat ihren »Oscar«: Am 20. November 2025 traf sich die Elite der Vermögensverwalter und die Elite der Family Offices in der Salzburger Residenz, um ihre Auszeichnung in Empfang zu nehmen.

Applaus 1 gab es für Kommerzialrat Hans Scharfetter, Abgeordneter des Landes Salzburg, für den Hinweis, dass die Vermögensverwaltung ein außerordentlich wichtiger Wirtschaftsfaktor ist, nicht nur für Salzburg. Applaus 2 für Professor Dr. Swen Bäuml: Er umriss begründete steuerstrategische Aspekte, um der Zukunft wieder mehr Sicherheit zu bringen. Handelsblatt-Senior-Editor Hans-Jürgen Jakobs stellte die verbesserte Performancemessung des Reports in den Vordergrund und zeichnete danach die Family Offices aus. Applaus 4: Sachverständiger für Wertpapieranlagen Reinhard Vennekold rief dann, nach einigen mahnenden Worten an die Branche, die empfehlenswerten Vermögensverwalter aufs Podium zur Auszeichnung. Der Beifall nahm kein Ende, als Re v. Schönfels – die den Elite Report fast im Verborgenen managt – geehrt wurde und einen schönen Strauß Blumen gereicht bekam. □

(v.l.n.r.) Hans-Kaspar v. Schönfels, Chefredakteur des Elite Report, Hans-Jürgen Jakobs, Senior Editor des Handelsblatt, Reinhard Vennekold, Sachverständiger für Wertpapieranlagen, und Professor Dr. Swen Bäuml, Steuerberater, Wirtschaftsjurist und Professor für Steuerrecht





Blick auf den Weihnachtsmarkt in der Salzburger Residenz.
Zum Glück öffnete er zeitgleich zum Vermögenskonvent seine Pforten.
(Foto: Ira v. Schönfels; alle Bilder immer v.l.n.r.)



Links: Auf dem goldenen Tisch lagen die Urkunden bereit, die später an die Ausgezeichneten ausgegeben wurden. Rechts: Der neue Elite Report wurde gleich verschlungen. Das Bildthema »Sandoz« kam sehr gut an.



Links: Auch geehrt wurde Re v. Schönfels für ihre langjährige Arbeit als Chefin vom Dienst des Elite Report, Anita Barth überreichte ihr Blumen.
Rechts: Claudia Kriechbaum und Ralf Moser von der Schoellerbank AG



Das Team der Sparkasse Düren:
Stefan Weschke, Uwe Willner, Katharina Herkenrath, Dr. Gregor Broschinski,
Frank Weigang und Jens Jörres



Wolfgang Köbler von der KSW Vermögensverwaltung AG
mit Christian Fischl und Anika Perlewitz von der HRK LUNIS AG



Links: Dr. Nils Kottke, Bankhaus Carl Spängler, und Roland Schubert, LGT Bank AG
Rechts: Dr. Maximilian Eiselsberg, Eiselsberg Rechtsanwälte



Links: Johanna Cirrincione, Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG,
und Ira v. Schönfels, Elite Report Redaktion
Rechts: Silvester Plotka von der NORD/LB Norddeutsche Landesbank



Angereist aus Bielefeld: Ralf Mülstegen, Axel Melber und Klaus Brockmeyer
von der Werther und Ernst Vermögensverwalter GmbH



*Value Experts Vermögensverwaltungs AG (VALEXX):
Benjamin Betz, Thorsten Bolte, Mario Drotschmann, Patrick Bandowski
und Markus Stiepermann*



*Links: Claudia Mitterlechner und Kristina Labacher, Schelhammer Capital Bank AG
Rechts: Roger Arnet und Konstantinos Ntefeloudis, Maerki Baumann & Co. AG*



*Links: Tassilo von Twickel und Michael Steger, Bank Pictet & Cie (Europe) AG
Rechts: Mathias Semar von der DZ PRIVATBANK S.A. – WerteSchmiede und
Patrick Lang von der DZ Privatbank S.A.*



*Klaus Hager, Raiffeisenverband Kapitalanlage-Gesellschaft mbH,
Alexander Thaler, Peter Illmer, Johanna Judas und Manfred Quehenberger,
Raiffeisenverband Salzburg eGen*



*Kommerzialrat und Abgeordneter des Landes Salzburg Hans Scharfetter
mit Robert Heiduck, Klaus Siegers und Daniel Schär
von der Weberbank Actiengesellschaft*



*Links: Thomas Buckard, MPF AG, und Reinhard Vennekold, Sachverständiger
für Wertpapieranlagen, Elite Report Redaktion
Rechts: Professor Dr. Swen Bäuml, INFOB, und Falk v. Schönfels, Elite Report Redaktion*



*Links: Dr. Conrad v. Sydow, BREHMER & CIE. Family Office, und Michael Widmer,
Reichmuth & Co Integrale Vermögensverwaltung AG
Rechts: Volker Hecht, Deutsche Oppenheim Family Office AG*



*Johanna Cirrincione, Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG, mit
Dr. Tobias Fischer, Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG, Klaus Hainer und
Udo Kröger, Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG*



Peter Hartmann und Hubert Thaler, Top Vermögen AG, Wolfgang Köbler, KSW Vermögensverwaltung AG, Dr. Philip Gisdakis, HypoVereinsbank Unicredit Private Banking, und Sven Stipkovic, HypoVereinsbank Unicredit Wealth Management



*Links: Marcus Hahn und Günther Faltermeier, PARTNERS Vermögensverwaltung AG
Rechts: Thomas Stransky und Robert Florek, Südwestbank-Bawag AG*



*Links: Dr. Gaston Michel, Source For Alpha AG, Hans-Jürgen Jakobs, Handelsblatt
Rechts: Klaus Kuder, Kuder Familypartner GmbH, mit
Hans-Kaspar von Schönfels, Chefredakteur des Elite Report*



*DAS WERTHAUS Vermögensverwaltung GmbH aus München:
Erich Ortner, Robert Malterer und Florian Haller*



*Norbert Prenner, Ralf Moser, Claudia Kriechbaum, Helmut Siegler, Martin Klauzer
und Marcus Hirschvogel von der Schoellerbank AG*



*Links: Adrian Roestel und Michael Widmer,
Reichmuth & Co Integrale Vermögensverwaltung AG
Rechts: Frank Kemper, SALytic Invest AG, mit Hans-Jürgen Jakobs, Handelsblatt*



*Rechts: Patrick Siegert von der MAIESTAS Vermögensmanagement AG
Links: Frank Endres und Carolin Schulze Palstring, Metzler Private Banking*



*Maria Kastler, Josef Wiener, Claudia Mitterlechner, Friedrich Helmreich, Schelhammer Capital Bank, mit Kommerzialrat Hans Scharfetter und Constantin Veyder-Malberg,
Gregor Lienbacher, Hubert Seiwald und Kristina Labacher, Schelhammer Capital Bank*



*Stefanie Abelhauser, Markus Steimer, Andreas Krämer und Matthias Nätscher,
MERKUR PRIVATBANK KGaA*



*Links: Stephan Bohle und Markus Felder, Hypo Vorarlberg Bank AG
Rechts: Willi Heigl und Rainer Wörz, MERCK FINCK A QUINTET PRIVATEBANK*



*Links: Annemarie Schlüter und Frank Krause, Hamburger Sparkasse AG
Rechts: Michael Arpe und Tobias Gabriel, HAC VermögensManagement AG*

*Thomas Jäger, Sonja Stockner und Daniel Sauerzapf
von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG*



*Kommerzialrat Hans Scharfetter mit Jürgen Münch, Marco Herrmann
und Mathias Funck, FIDUKA Depotverwaltung GmbH*

*Links: Werner Hedrich, Globalance Invest GmbH
Rechts: Andreas Glogger, Glogger & Partner Vermögensverwaltung GmbH,
mit Hans-Jürgen Jakobs, Senior Editor des Handelsblatt*



*Links: Dr. Martin Fritz, Fürst Fugger Privatbank AG
Rechts: Jonas Schweizer, Gerd Kommer Invest GmbH*

*Hans-Kaspar von Schönfels, Chefredakteur des Elite Report, und Kommerzialrat
Hans Scharfetter mit Andreas Vogt von Grossbötzel, Schmitz & Partner*



Dr. Nils Kottke, Bankhaus Carl Spängler, Hans-Kaspar von Schönfels, Elite Report, und Kommerzialrat Hans Scharfetter mit Harald Prinz, Alexandra Nageler und Dr. Werner Zenz, Bankhaus Carl Spängler



*Links: Christian Janas und Sebastian Hasenack, DJE Kapital AG
Rechts: Markus Lautenschlager und Viktor Weingardt, BV & P Vermögen AG*



*Links: Oliver Watol und Steffen Killmaier, Bergos AG
Rechts: Volker Hecht und Oliver Leipholz, Deutsche Oppenheim Family Office AG*



*Mit dem diesjährigen Sonderpreis ausgezeichnet – Sparkasse Schwaz:
Dr. Thomas Schiendl, René Stubler, Markus Lackner und Johannes Haid*



Dr. Tobias Fischer, Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG, Friederike Schweighöfer, Family Office der Frankfurter Bankgesellschaft AG, und Udo Kröger, Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG



*Links: Thomas Hemmerle, Neue Bank AG
Rechts: Sven Friske und Dennis Hummelmeier von Berenberg*



*Links: Reiner Riecker und Michael Geiß, Hoerner Bank AG
Rechts: Erich Stadlberg, Oberbank AG*



Die Elite Report Redaktion: Daniel Schvarcz, Falk und Ira v. Schönfels, Re und Hans-Kaspar v. Schönfels, Hans-Jürgen Jakobs, Reinhard Vennekold und Professor h.c. Eduard Kastner



Torben Friedrichs-Jäger und Christoph Schmitz vom Bankhaus C. L. Seeliger mit Hans-Jürgen Jakobs, Senior Editor des Handelsblatt



Links: Thomas Brehmer und Dr. Conrad v. Sydow, BREHMER & CIE. Family Office
Rechts: Kommerzialrat Hans Scharfetter mit Britta Weidenbach, AURETAS family trust GmbH



Links: Christian Neuhaus, FINVIA Family Office GmbH
Rechts: Dr. Edgar Seipelt, Marxer & Partner Rechtsanwälte



Katja Bäuml, Nicole Schreiber und Christopher Appel von der INFOB GmbH



Markus Jesberger von der Segura & Jesberger GmbH mit Hans-Jürgen Jakobs, Senior Editor des Handelsblatt



Links: Boris Niekammer und Dr. Oliver Kanzler, Rothorn Capital AG
Rechts: Klaus Ehler von der Metis Treuhand GmbH



Links: Wolfgang Schweißgut, Schweißgut GmbH – Family Office
Rechts: Alexander Ruis von der SK Family Office GmbH



Die Auszuzeichnenden trafen sich im Vorfeld im Konferenzzimmer der Salzburger Residenz auf einen Aperitif. Als Sechsjähriger gab Wolfgang Amadeus Mozart hier sein erstes Hofkonzert und viele seiner Werke wurden in diesem Saal uraufgeführt.

Pictet Research Institute:
**Neue Wachstumschancen
 durch demografischen Wandel und
 technologischen Fortschritt**

Die globale Bevölkerungsstruktur befindet sich im Wandel. In den nächsten 25 Jahren wird die Alterung der Gesellschaft in Kombination mit niedrigen Geburtenraten in den führenden Industrienationen dazu führen, dass die Erwerbsbevölkerung schrumpft und der Altenquotient deutlich ansteigt. Als Folge davon verlieren bisher bewährte Wachstumsmotoren an Dynamik.



Maria Vassalou,
 Leiterin des Pictet Research Institute,
 Pictet Group

www.pictet.com

Mit den Chancen, die sich daraus ergeben, befasst sich ein heute veröffentlichter Bericht des Pictet Research Institute zum Thema »Demografie und Technologie«. Denn der demografische Wandel fällt mit dem Beginn einer neuen Ära zusammen, die durch Automatisierung, künstliche Intelligenz (KI) und eine neue Dimension der Produktivität geprägt ist. Der Zeitpunkt für diese technologischen Fortschritte ist mehr als günstig – er könnte sogar entscheidend sein. Volkswirtschaften, die frühzeitig und strategisch auf Automatisierung und KI setzen, werden voraussichtlich gestärkt, resilienter und langfristig besser aufgestellt aus dieser Phase hervorgehen.

Maria Vassalou, PhD, Leiterin des Pictet Research Institute, erklärt: »Alternde Volkswirtschaften haben nur zwei Optionen: Entweder sie verharren in Untätigkeit und riskieren einen wirtschaftlichen Niedergang, oder sie wandeln sich und schaffen weiterhin Wachstum. Der Rückgang der Erwerbsbevölkerung kann durch Automatisierung und KI weitgehend kompensiert werden – und die Entwicklung dieser Technologien kommt genau zur richtigen Zeit.«

»Zusätzlich zum demografischen Wandel vollzieht sich ein Strukturwandel der Wirtschaft«, fügt sie hinzu. »Profitieren werden davon insbesondere jene Branchen, die angesichts veränderter Konsummuster und Arbeitskräftemangel in der Lage sind, die Bedürfnisse der altern-

den Bevölkerung mithilfe der Automatisierung zu decken. Das ist kein vorübergehendes Phänomen, sondern eine langfristige Transformation mit weitreichenden Folgen für die Kapitalallokation und die Messung der Produktivität – und dafür, womit sich Wachstum erzielen lässt.«

Demografischer Wandel als globaler Wendepunkt

Bis 2050 werden die Altenquotienten in allen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften stark ansteigen. Spitzenreiter sind Japan und China, wo die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter drastisch schrumpfen wird. Die Geburtenraten sinken weiter, und auch wenn Länder wie Kanada und die USA diese Entwicklung durch Zuwanderung etwas abfedern können, ist der generelle Trend eindeutig: Die Zeiten, in denen die demografische Dividende zum Tragen kam, sind vorbei. Das wirkt sich schon heute auf den Konsum aus. Wenn Menschen älter werden, verlagern sich ihre Ausgaben auf die Bereiche Wohnen, Gesundheit und Nahrungsmittel – lebensnotwendige Bereiche mit einem wachsenden Potenzial für Automatisierung. Zugleich sinkt ihre Nachfrage nach Transportmitteln, Kleidung und Freizeitaktivitäten.

Automatisierung: von der Substitution zur Produktivität
 Die Technologie rückt in Bereiche vor, in denen Arbeitskräfte in den Hintergrund treten. In der Regel verläuft die Einführung von Robotern in zwei Phasen: Zunächst werden knappe Arbeitskräfte ersetzt, dann erhöht sich dank Output- und Effizienzsteigerungen die Produktivität.

Japan etwa, wo der demografische Druck früher als in den meisten anderen Ländern zu spüren war, ist bereits in die Produktivitätsphase eingetreten. Andere Volkswirtschaften, vor allem in Europa und Ostasien, befinden sich noch überwiegend in der Substitutionsphase, sodass es hier einiges an Aufholbedarf gibt.

Zugleich steht die KI kurz vor der Skalierung. Die dafür benötigte Infrastruktur – wie Cloud Computing, markierte Datensätze und spezialisierte Hardware – wird in mehreren Volkswirtschaften aufgebaut. Erste Anwendungen in den Bereichen Diagnostik, Logistik und Finanzdienstleistungen lassen bereits Produktivitätssteigerungen erkennen. Wenn ihr Siegeszug anhält, könnten KI-Anwendungen bis in die 2030er-Jahre das jährliche BIP-Wachstum in den Industrienationen zwischen 0,4 bis 1,5 Prozent steigern. >>

Gewinner und Verlierer nach Branchen

Die demografischen und technologischen Umwälzungen haben nicht nur wirtschaftliche Auswirkungen – sie verändern die Struktur des globalen Wachstums. Anleger sollten daher nicht nur kurzfristige Konjunkturtrends, sondern auch langfristige strukturelle Veränderungen im Blick behalten. Am stärksten wird der Wandel Bereichen wie Wohnen, Gesundheit und Nahrungsmittel zugutekommen. So steigt beispielsweise die Nachfrage nach Wohnraum nicht nur mengenmäßig, sondern auch in Bezug auf konkrete Anforderungen, denn im höheren Alter benötigen Menschen zunehmend Smart-Home-Technologien und eine altersgerechte Infrastruktur. Im Gesundheitswesen findet eine Umorientierung hin zu präventiven Ansätzen für ein gesundes Altern statt, was Chancen in den Bereichen Medizintechnik, Pharmazeutika und Wellness-Technologien eröffnet. Zugleich hält bei der Produktion von Nahrungsmitteln – einem unelastischen Gut – die Automatisierung Einzug, denn in der Produktion und Verpackung lassen sich dank KI und Robotik Effizienzsteigerungen erzielen.

Für Anleger bedeutet das in erster Linie, dass herkömmliche Strategien mit Investitionen in bestimmte Sektoren wohl nicht mehr ausreichen. Stattdessen empfiehlt es sich, Portfolios nach Themen zusammenzustellen, die auf die demografische Nachfrage und das Automatisierungspotenzial abgestimmt sind. Unternehmen, die ältere Verbraucher ansprechen und in Branchen tätig sind, die sich für den Einsatz von KI und Robotik eignen, werden voraussichtlich von steigender Nachfrage und Produktivitätszuwächsen profitieren. Das schlägt sich in überdurchschnittlichem Gewinnwachstum und höheren Margen nieder. Angesichts des Strukturwandels in der Wirtschaft geht es über das Wachstum hinaus auch um Resilienz.

Welche Märkte werden profitieren?

Sich in Bezug auf diese Trends zu engagieren, ist natürlich nicht genug. Denn wer in der Lage ist, Innovationen zu skalieren und Produktivitätsgewinne zu erzielen, hängt ganz wesentlich auch von der verfügbaren Infrastruktur ab. Standorte mit einer robusten digitalen Infrastruktur, qualifizierten Arbeitskräften und günstigen politischen Rahmenbedingungen sind besser dafür gerüstet, den demografischen Gegenwind zu einem Wettbewerbsvorteil zu machen. Daher sind Anleger gefordert, zwischen den Ländern zu unterscheiden – nicht alle werden gleicher-

maßen profitieren. So hat es etwa Japan dank der frühzeitigen Automatisierung geschafft, die Substitution von Arbeitskräften hinter sich zu lassen und in die Phase der Produktivitätszuwächse einzutreten. Demgegenüber hinken Teile Europas aufgrund unzureichender Investitionen in Basistechnologien noch hinterher. Dies hat direkte Auswirkungen auf die Asset Allokation. Anleger sollten bevorzugt auf Regionen und Unternehmen setzen, die über die institutionelle Kapazität zur Implementierung und Skalierung von KI und Automatisierung verfügen. Anhaltspunkte dafür sind Investitionen in Cloud-Infrastruktur, Datensysteme und Weiterbildungsmaßnahmen für Arbeitnehmer.

Zudem gilt es, die J-Kurve der Produktivität durch KI im Auge zu behalten: In Volkswirtschaften, die derzeit schwächeln, aber auf dem richtigen Weg sind, könnten sich antizyklische Chancen bieten. Strukturelle Resilienz – die Fähigkeit zur Anpassung an den demografischen und technologischen Wandel – wird zu einem wichtigen Anlagekriterium. So empfiehlt es sich, in den Portfolios jenen Unternehmen und Regionen den Vorzug zu geben, die bereit sind, den Wandel anzuführen. Im Zuge der Neugestaltung der Weltwirtschaft bietet sich dort das Potenzial, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. □

Die komplette Studie können Sie unter diesem Link abrufen:

www.pictet.com

ANZEIGE



OIS HOIB SO WUID!

Als natürlicher „Ökosystem-Manager“ sorgt der Biber für mehr Artenvielfalt und Hochwasserschutz.



SPENDEN. MITMACHEN. LEBEN RETTEN.
 Direkt bei Ihnen vor Ort.



www.bund-naturschutz.de

Vielfältige Wirkungen des neuen amerikanischen Fiskalgesetzes

Von Gérard Piasko, Maerki Baumann & Co. AG

Der amerikanische Kongress hat im dritten Quartal ein neues Fiskalgesetz verabschiedet, den sogenannten OBBBA, One Big Beautiful Bill Act. Darin werden verschiedene fiskalische Entscheidungen getroffen, welche für die Vereinigten Staaten und auch global von Bedeutung sind. Die Auswirkungen des OBBBA sind vielschichtig, und es ist dabei zwischen kurz- bis mittelfristigen und langfristigen Wirkungen zu unterscheiden. Auch wenn eine präzise Quantifizierung wegen unsicheren Faktoren wie beispielsweise der Änderung des Konsumentenverhaltens nicht möglich ist, deutet doch vieles auf Folgendes hin: Die amerikanische Konjunktur dürfte durch die neue fiskalische Ausrichtung positiv beeinflusst werden, was die bremsenden Effekte der US-Handelspolitik kompensieren könnte. Jedoch wird die amerikanische Staatsverschuldung ebenfalls ansteigen, was den US-Dollar mittelfristig belasten könnte. Die Auswirkungen für US-Unternehmen werden wahrscheinlich gewinnerhöhend sein, während langfristig amerikanische Staatsanleihen gegenüber amerikanischen Aktien benachteiligt werden könnten.

Das vom US-Kongress zu Beginn des dritten Quartals verabschiedete neue Fiskalgesetz hat einen komplizierten Namen: OBBBA, One Big Beautiful Bill Act. Auch die Details haben es in sich. Zum einen werden Steuerbestimmungen aus der ersten Amtszeit von Präsident Trump verlängert, zum anderen ändern sich Abzugsmöglichkeiten und Staatsausgaben massiv. Nachfolgend die wichtigsten Gesetzesbestimmungen.

Entscheidend ist, dass die Steuersenkungen für Privathaushalte und vor allem für Unternehmen von 2017 nun beibehalten werden, also nicht auslaufen. Dies dürfte verglichen mit einem Szenario des Nichtzustandekommens des OBBBA ein positiver Faktor für US-Unternehmen sein, da permanente Steuersenkungen bekanntlich Firmengewinne erhöhen.

Zudem treten zusätzliche Steuersenkungen in Kraft, die in Trumps erster Amtszeit noch nicht galten. Dazu gehören Steuerreduktionen für Überstunden und Trinkgelder, die insbesondere im Gastgewerbe eine wichtige Einnahmequelle darstellen.

Im Weiteren werden Steuerabzüge für Senioren und eine Abzugserhöhung bei den Steuern der Bundesstaaten und Gemeinden beschlossen. Letzteres ermöglicht den Amerikanern insbesondere nun Immobiliensteuern von den Einkommenssteuern abzuziehen.

Gérard Piasko,
Chief Investment Officer,
Maerki Baumann & Co. AG

www.maerki-baumann.ch



Ohne das Zustandekommen des OBBBA wären die Steuersenkungen von 2017 Ende dieses Jahres ausgelaufen, und damit wären die Einkommen der amerikanischen Haushalte und die Gewinne von US-Unternehmen negativ beeinflusst worden. Dies ist nun dank der knappen Verabschiedung dieses Gesetzes im US-Kongress glücklicherweise nicht der Fall. Damit und durch die zusätzlichen Steuersenkungen dürfte OBBBA für die US-Konjunktur also positive und wachstumsfördernde Auswirkungen haben, die kurz- und mittelfristig eintreten sollten.

»Das OBBBA genannte Gesetz führt zu Wachstumsimpulsen für die US-Wirtschaft und US-Unternehmen, aber auch zur Erhöhung der Staatsverschuldung.« Gérard Piasko

Amerikanische Unternehmen werden davon profitieren, dass Firmeninvestitionen wieder stärker steuerbefreit werden, was zu einer Erhöhung der US-Investitionstätigkeit führen sollte. Zusätzlich zu den von den grössten Technologie- und Kommunikationskonzernen schon bekanntgegebenen massiven Investitionen für Künstliche Intelligenz und Datenzentren werden daher nun auch mittelgrosse amerikanische Firmen die US-Wirtschaft mit mehr Investitionen unterstützen können.

Ebenso wichtig ist die Erhöhung der Ausgaben für die Verbesserung der Sicherheit und der Verteidigung der USA beziehungsweise für das Militär, zusammen über 300 Mrd. US-Dollar zusätzliche Staatsausgaben. Auch diese Massnahmen, die durch Kürzung bei »Medicaid« (medizinische Sozialleistungen) finanziert werden, dürften die amerikanische Konjunktur im Wachstum unterstützen und die negativen Auswirkungen der US-Zollerhöhungen ausgleichen helfen.

>>

Allerdings werden nicht nur die Gewinne der Firmen und das Wirtschaftswachstum durch das Fiskalgesetz OBBA ausgebaut. Auch die US-Staatsverschuldung könnte sich langfristig dadurch erhöhen. Analystenschätzungen sprechen von einer möglichen Erhöhung im Rahmen von rund 3 Bio. US-Dollar auf einen Zeithorizont von 10 Jah-

ren, was die US-Staatsverschuldung in Prozent des Bruttoinlandsproduktes auf einen neuen Höchststand bringen dürfte. Dies wäre für US-Staatsanleihen und den US-Dollar wohl weniger positiv, während sich die Erhöhung des Gewinn- und Wirtschaftswachstums für amerikanische Aktien mittelfristig positiv auswirken wird. □

ANZEIGE

Die Handelsblatt-App

Kompakt, klar, auf einen Klick.



Jetzt kostenlos herunterladen

Handelsblatt

Können Aktienkurse ewig steigen?

Von Gerd Kommer und Robert Wilke,
Gerd Kommer Invest GmbH

Wenn der Aktienmarkt über lange Zeit stark gestiegen ist – so wie die meisten nationalen Aktienmärkte in den gut 16 Jahren von Mitte 2009 bis heute – stellt sich mancher Anleger die Frage: »Können Aktien ewig steigen?« Die intuitive Antwort darauf scheint »Nein« zu sein, denn eigentlich – so unser Bauchgefühl – kann weder ein natürlicher Organismus noch eine von Menschen geschaffene Institution »für immer wachsen«. Trotz dieses Bauchgeföhls ist die Antwort auf die Frage »Können Aktien ewig steigen?«, also dauerhaft positive Renditen haben: Ja, das können sie. Das werden wir in diesem Artikel zeigen.

Aktien können »ewig steigen«, also prinzipiell zeitlich unbegrenzt positive inflationsbereinigte Renditen erzeugen, wenn man dabei zwei einfache Voraussetzungen annimmt.

Bedingung 1 für die Aussage »Ja, Aktien können ewig steigen«

Die Aussage »Ja, Aktien können ewig steigen« muss sich, um mit hinreichender Sicherheit wahr zu sein, auf den globalen Aktienmarkt beziehen, nicht auf kleinere nationale Märkte oder einzelne Branchen. Individuelle nationale Aktienmärkte und individuelle Branchen können durchaus über Jahrzehnte hinweg negative reale (inflationsbereinigte) Renditen haben und in seltenen Fällen sogar endgültige Totalverluste. Letztere erfolgten z. B. ab 1917 im

russischen und 1949 im chinesischen Aktienmarkt – in beiden Fällen aufgrund von kommunistischen Revolutionen und der damit verbundenen kompensationslosen Enteignung aller Aktionäre. Auch ohne staatliche Gewaltakte sind langfristig negative Renditen möglich: Der japanische Aktienmarkt produzierte von Mitte 1989 als die damalige Japan-Blase zu platzen begann – je nach Währung, in der man rechnet – für etwa 20 bis 30 Jahre eine kumulative Nullrendite. (In den 30 Jahren vor 1989 lieferte der japanische Aktienmarkt allerdings die höchsten Renditen unter allen nationalen Aktienmärkten weltweit.)

Gerd Kommer
und Robert Wilke,
Gerd Kommer
Invest GmbH

gerd-kommer.de



Anders sieht es für den besser diversifizierten globalen Aktienmarkt aus. Da auf der Erde rund acht Milliarden Menschen leben, die für ihr nacktes Überleben buchstäblich jeden Tag Güter und Dienstleistungen benötigen und die darüber hinaus zum allergrößten Teil ihren Lebensstandard für ihre Kinder verbessern wollen, muss es jemanden geben, der diese Güter und Dienstleistungen herstellt. Das tun die Unternehmen der Weltwirtschaft. Unter diesen machen börsennotierte Unternehmen (der Aktienmarkt) zahlenmäßig zwar weniger als 1 % aus, aufgrund ihrer Größe generieren sie aber rund 30 % aller globalen Unternehmens-

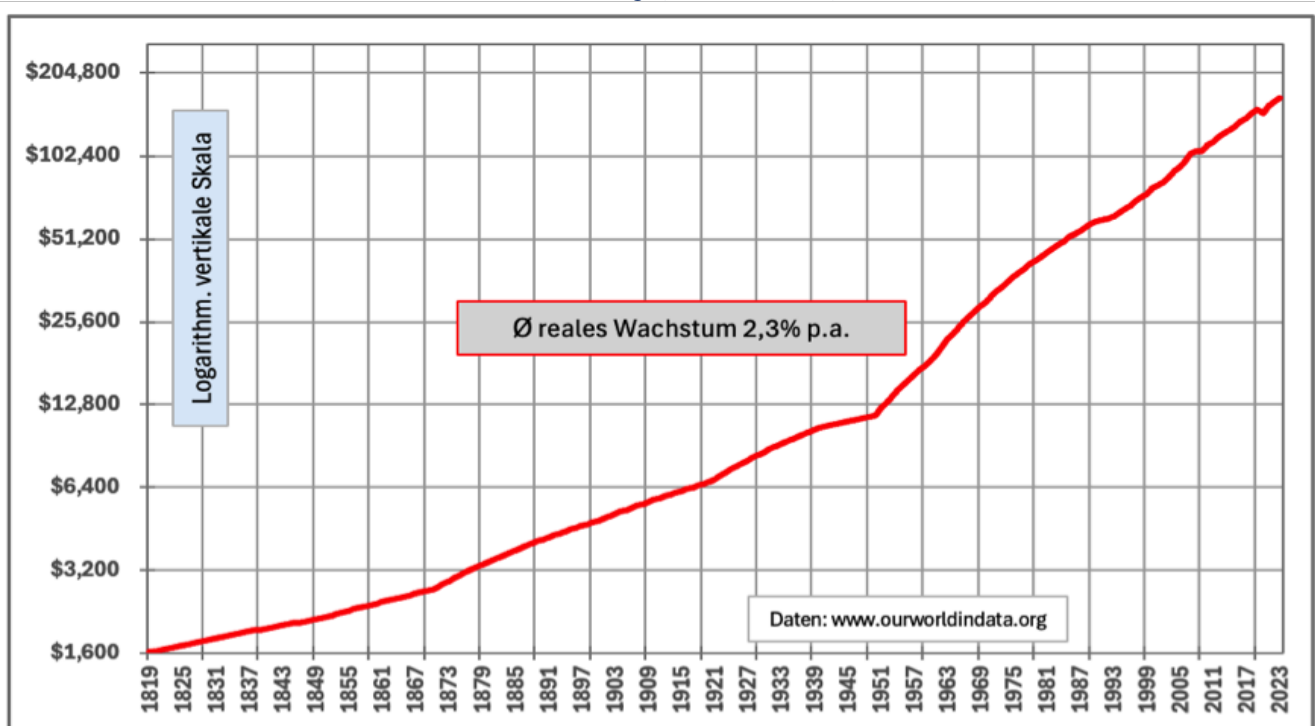
gewinne und wohl einen ähnlich großen Anteil der Güter und Dienstleistungen.

Bedingung 2 für die Aussage »Ja, Aktien können ewig steigen«

Die Weltwirtschaft wird auf lange Sicht weiter wachsen – so wie sie das in den letzten gut 200 Jahren seit etwa 1800 mit der Entstehung der modernen Marktwirtschaft getan hat, trotz oder sogar wegen zahlloser Kriege, Bürgerkriege, Währungskrisen, Wirtschaftskrisen, Staatskonkurse, Börsen-Crashes, Naturkatastrophen, Pandemien und großer demographischer Veränderungen. Abbildung 1 illustriert dieses Wachstum seit Entstehung der modernen Marktwirtschaft Anfang des 19. Jahrhunderts.

antimarktwirtschaftliche Gesellschaftsordnung, in den westlichen Ländern schrittweise über 100 Jahre bis zum Ende des Ersten Weltkriegs abzusterben. Zwar existierten auch vor 1800 Märkte als Orte des Austausches von Gütern und Dienstleistungen, aber die essenziellen rechtlichen und institutionellen Grundelemente der modernen Marktwirtschaft waren in den vorherigen Jahrhunderten nur auf einen winzigen Teil der Gesamtbevölkerung beschränkt: Berufsfreiheit und Freizügigkeit für Privatpersonen, Gewerbefreiheit, Kapitalverkehrsfreiheit und die Niederlassungsfreiheit für Unternehmen. Das Recht auf Eigentum bestand für große Teile der Bevölkerung, z. B. Frauen und Leibeigene, vor ca. 1800 ebenfalls nur eingeschränkt.

Abb. 1: Das Wachstum des globalen Bruttoinlandproduktes in Billionen US-Dollar von 1820 bis 2023 (204 Jahre) – inflationsbereinigt (in USD von 2022)



► 1 Billion = 1.000 Milliarden. ► Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) eines Landes ist die Summe aller im Inland erzielten Einkommen innerhalb eines Kalenderjahres: Löhne, Gehälter, Unternehmereinkommen (z. B. Gewinne) und Kapitaleinkommen (z. B. Zinsen, Dividenden).

In den 1.800 Jahren von Christi Geburt bis 1800, in der vor-kapitalistischen Zeit, wuchs die Weltwirtschaft nur mit durchschnittlich 0,1 % p.a. und auch dieses geringe Wachstum resultierte zu vier Fünfteln allein aus der Zunahme der Bevölkerung, nicht aus Wachstum pro Kopf.

Die moderne Marktwirtschaft in ihrer heutigen Form entstand, wie oben erwähnt, ab etwa dem Jahre 1800. Zu dieser Zeit begann der religiös legitimierte Feudalismus (der absolutistische Monarchismus), eine in zentralen Aspekten

In den meisten westlichen Ländern existieren seit einigen Jahren radikalökologische Bewegungen mit einer »Degrowth«-Agenda. Diese verfolgen das politische Ziel das Wirtschaftswachstum stark abzusenken. Sollten sich die »Degrowther« in großem Umfang über Ländergrenzen hinweg durchsetzen – wovon nicht auszugehen ist – und käme es dadurch zu einem politisch veranlassten dauerhaften Nullwachstum der Weltwirtschaft, würde das auch zu einer Nullrendite des globalen Aktienmarktes im Sinne der Anlageklasse Aktien-Global führen. Dies deswegen, weil der

globale Aktienmarkt nur dann eine langfristig positive reale Rendite erzeugen kann, wenn auch die Unternehmensgewinne auf globalem Level langfristig real steigen, also Wirtschaftswachstum stattfindet. Gleichbleibende (stagnierende) Unternehmensgewinne (ein Nullwachstum) würden nicht für positive Renditen ausreichen.

Wie wir nun gesehen haben, sind die grundsätzlichen Bedingungen für positive Renditen des globalen Aktienmarktes auch in der langfristigen Zukunft wahrscheinlich erfüllbar. Dennoch begegnet man in den traditionellen und sozialen Medien oft Zweifeln an der Möglichkeit eines solchen »ewigen Anstiegs des Aktienmarktes«. Die meisten dieser Zweifel basieren auf Missverständnissen oder Denkfehlern. Die wichtigsten drei adressieren wir im Folgenden.

Denkfehler 1: Exponentielle Funktionen missverstehen

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung des US-Aktienmarktes in den letzten 155 Jahren in Gestalt einer konventionellen Aktienmarktgrafik. Aufgrund des »Zinseszins-effektes« (eine einfache mathematische Exponentialfunktion) in Verbindung mit einer linearen vertikalen Wertzunahmeskala (die kumulative Rendite) erscheint uns die Entwicklung dieses nationalen Aktienmarktes, als ob sie im Zeitablauf »nicht nachhaltig« sei, da in den letzten rund 20 % des gezeigten Zeitfensters der Wertzuwachs regelrecht zu explodieren scheint.

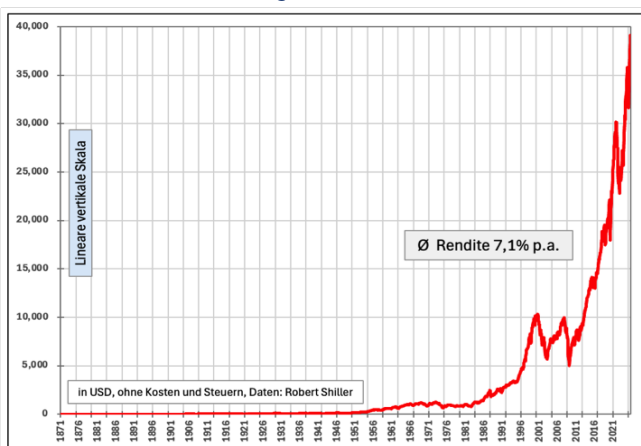
Allerdings ist diese Rendite- oder Wachstums- »Explosion« in Abbildung 2 lediglich eine optische Illusion. Das wird

erkennbar, wenn man Abbildung 2 mit Abbildung 3 vergleicht. Den beiden Grafiken liegen die gleichen Daten zugrunde. Abbildung 2 hat eine »normale« lineare Y-Achse (vertikale Skala), Abbildung 3 hingegen eine logarithmische Skala. Die logarithmische Skala führt dazu, dass ein gegebenener prozentualer Zuwachs in einem Intervall – z. B. 10 % pro Jahr – optisch immer der gleichen Steigung der Kurve entspricht, egal ob dieser 10%-Zuwachs am Anfang der horizontalen Zeitachse oder am Ende stattfindet. Das ist bei der linearen vertikalen Achse im Falle von langfristig positiven Renditen nicht der Fall. Daher führt sie unsere Intuition in die Irre, denn sie vermittelt den Eindruck, dass der Aktienmarkt im letzten Fünftel des Zeitraums viel stärker rentiert habe als im restlichen Zeitraum, also irgendwie eine »ungesunde Entwicklung« oder »Blasenbildung« stattgefunden habe.

Abbildung 3 hingegen lässt erkennen, dass in der renditemäßigen Entwicklung des US-Aktienmarktes während dieser 155 Jahre eine erstaunlich hohe Stabilität und »Gleichförmigkeit« in Bezug auf den Langfristrend bestand. Von einer Konzentration der Wertzunahme im letzten Drittel oder Fünftel des Zeitraumes ist hier – korrekterweise – nichts zu sehen. Die Gesamtentwicklung erscheint nun viel kontinuierlicher, »nachhaltiger« und in gewisser Weise »harmloser«.

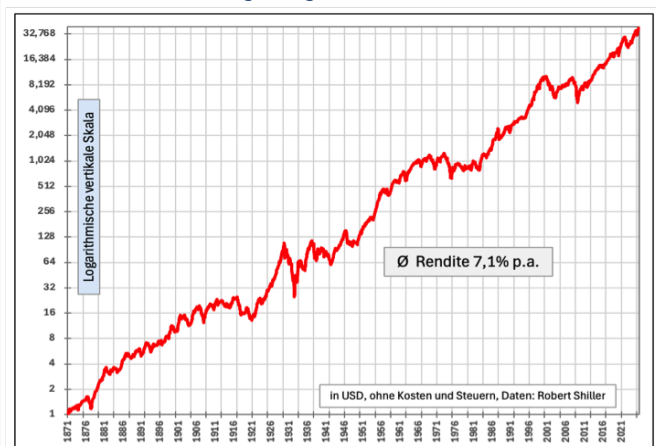
Übrigens nimmt die Marktkapitalisierung, also der Marktwert des Eigenkapitals aller börsennotierten Unternehmen (der Marktwert aller Aktien), sowieso deutlich langsamer

Abb. 2: Indexierte Entwicklung des US-Aktienmarkts von 01-1871 bis 10-2025 (154,8 Jahre), inflationsbereinigt – lineare vertikale Skala



- Längst möglicher Zeitraum, für den die Datenreihe vorliegt.
- Gesamtrenditen = Kurssteigerungen + Dividenden.

Abb. 3: Indexierte Entwicklung des US-Aktienmarkts von 01-1871 bis 10-2025 (154,8 Jahre), inflationsbereinigt – logarithmische vertikale Skala



zu als es die nominale oder reale kumulative Rendite des Aktienmarktes, wie sie in den Abbildungen gezeigt wird, suggeriert. Grund: Aktienrenditen werden typischerweise als Total Returns (Kurssteigerungen + Dividenden) angegeben, wie auch in den Abbildungen 2 und 3. Diese Total Returns schließen jedoch die »Entnahmen« der Anleger für die Finanzierung von Steuern, Nebenkosten des Investierens und – am wichtigsten – für Konsum nicht mit ein. Die tatsächlichen Nettorenditen im Sinne des Anstieges der Kapitalisierung des Marktes nach Abzug dieser Ausgaben dürften merklich niedriger sein. Vielleicht nicht einmal halb so hoch.

Denkfehler 2: »Das Erreichen eines Allzeithochs im Aktienmarkt signalisiert, dass der Markt 'heißgelaufen' ist und man nun vorsichtig sein muss«

Einer der in der Anlegerpraxis wichtigsten Gründe, warum sich Privatanleger, nachdem der Aktienmarkt über einen längeren Zeitraum hinweg nach oben lief, sorgen, der Markt könne nun eigentlich nicht mehr lange weiter so steigen, ist die beinahe fortwährende »Allzeithoch-Propaganda« der Medien und großen Teilen der Finanzbranche. Allzeithochs im Aktienmarkt werden von Medien, Fondsmanagern, Bankern und Investment Influencern als Signal »Achtung der Aktienmarkt ist heißgelaufen. Jetzt vorsichtig sein!« missbraucht. In Wirklichkeit sagt ein Allzeithoch nichts darüber aus, ob ein Aktienmarkt »teuer« oder »hoch bewertet« ist – ganz einfach deswegen, weil das Allzeithoch keine Bewertungskennzahl ist, nicht einmal näherungsweise.

Allzeithochs treten ständig auf. In den vier Jahren vom 8. Nov. 2021 bis zum 7. Nov. 2025 gab es z. B. beim MSCI World Index (in Euro) an 108 Börsentagen (Werktagen) ein Allzeithoch. Das war etwa jeder zehnte Tag. Selbst wenn Aktien über 100 Jahre lang nur eine kümmerliche nominale Durchschnittsrendite von 1 % p.a. hätten (also etwa ein Neuntel der tatsächlichen nominalen Durchschnittsrendite und weit unter dem durchschnittlichen Gewinnwachstum von Unternehmen) gäbe es dennoch ständig neue Allzeithochs.

Denkfehler 3: »Der globale Aktienmarkt kann langfristig nicht schneller wachsen als die Weltwirtschaft«

Eine im Vergleich zum Allzeithoch-Unsinn weniger häufig zu vernehmende, fachlich anspruchsvollere Falschbehauptung über die Fortsetzbarkeit der historischen Aktienren-

diten lautet so: Die in der Vergangenheit beobachteten globalen Aktienmarkttrenditen (im langfristigen Mittel inflationsbereinigt 5 % bis 6,5 % p.a.) sind in der Zukunft so nicht fortsetzbar, da diese Renditen das Wachstum der Weltwirtschaft deutlich überschreiten. Zum zahlenmäßigen Hintergrund: Das reale Wachstum der Weltwirtschaft lag in den letzten 60 Jahren bei durchschnittlich etwa 3,0 % p.a. (ca. 1,5 % p.a. auf Pro-Kopf-Basis). Der globale Aktienmarkt produzierte in dieser Zeit jedoch eine Realrendite von über 6 % p.a.

In einem akademischen Aufsatz ist dazu zu lesen: »Financial assets cannot outperform the economy indefinitely because financial assets would ultimately become the economy itself.« Ähnliche Statements werden auch immer wieder von wachstumskritischen Finanzjournalisten und Influencern verbreitet.

Erfreulicherweise handelt es sich dabei ebenfalls um einen Denkfehler, einen, der auf zwei fachlichen Irrtümern basiert:

Irrtum 1: Ein beträchtlicher Teil der Erträge von Aktien oder anderen Investments werden von ihren Eigentümern für Konsumzwecke und die Deckung von Kosten und Steuern verbraucht (wie weiter oben bereits erwähnt). Mit anderen Worten: Die »Nettorendite« von Aktien nach Abzug des Verbrauchs ist ohnehin viel niedriger als die Bruttorendite vor Entnahmen und Kosten. Damit schrumpft der Abstand zwischen (Netto-)Aktienmarkttrenditen und Wirtschaftswachstum deutlich.

Irrtum 2: Das Bruttoinlandsprodukt besteht aus mehreren Komponenten, die man in gewisser Weise »Anlageklassen« nennen könnte: Löhne/Gehälter (Humankapital), unterschiedlichen Formen von Kapitaleinkünften, darunter Eigenkapitaleinkünfte, Fremdkapitaleinkünfte, Mieteinkünfte (bei Vermeidung von Doppelzählungen) sowie staatlichen Einnahmen (Steuern minus Staatsausgaben). Da Eigenkapitaleinkünfte die risikoreichste unter all diesen Einkunftsarten ist, muss sie auch die höchste Langfristrendite haben, die anderen Einkunftsarten entsprechend niedrigere. Die genaue Logik dieses ökonomischen Sachverhaltes haben wir in einem früheren Beitrag dargelegt ([Link](#)).

Wie sehen die aktuellen Bewertungen aus?

Zum Schluss werfen wir in der folgenden Tabelle noch

einen kurzen Blick auf die aktuellen Bewertungen des globalen Aktienmarktes und einige seiner kleineren Teilsegmente.

Die KGV-Tabelle illustriert, dass mit Ausnahme des globalen Tech-Sektors und des US-Aktienmarktes die aktuellen Bewertungen für die Länder und Regionen außerhalb der USA und außerhalb des Tech-Sektors relativ nahe an ihren historisch durchschnittlichen (»normalen«) Bewertungen liegen. Diese Mittelwerte variieren von Index zu Index und in Abhängigkeit davon, ob man 20 Jahre, 50 Jahre oder noch länger zurückrechnet. Zur Vereinfachung kann man jedoch eine Richtgröße von 17 für Industrieländer und 15 für Schwellenländer als einigermaßen »normal« annehmen. Abweichungen von plus/minus 10 % vom historischen Mittelwert kann man in der Praxis eher ignorieren.

Vor diesem Hintergrund dürfte ein global diversifiziertes Aktienportfolio, in dem darauf geachtet wird, US-Aktien und Tech-Aktien nicht sehr hoch zu gewichten, aktuell eine historisch annähernd normale Bewertung aufweisen und damit nicht »teuer« sein.

Fazit: Dieser Artikel versucht die Frage zu beantworten: »Können Aktien ewig steigen?« Die Antwort lautet ja, wenn in der Frage mit »Aktien« der globale Aktienmarkt

gemeint ist, nicht seine vielen Teilsegmente, und wenn wir zugleich unterstellen, dass die Weltwirtschaft auch in den nächsten 50+ Jahren, etwa so wächst, wie im Mittel der letzten 200 Jahre.

Sollte die Weltwirtschaft in Zukunft ein wesentlich niedrigeres Wachstum produzieren, wird das allerdings nicht nur die Rendite der Anlageklasse Aktien senken, sondern sehr wahrscheinlich die aller wichtigen Anlageklassen, einschließlich der für die Menschheit wichtigsten, nämlich Humankapital, also Löhne und Gehälter.

Wachstumshemmende Strukturfaktoren in der vor uns liegenden Zukunft könnten sein (a) Demographie (Überalterung, Erhöhung des »Dependency Ratios«, dem Zahlenverhältnis der berufstätigen Personen zu den nicht berufstätigen Personen in einem Staat), (b) die heute historisch hohen Verschuldungsquoten von Staaten, Unternehmen und Privathaushalten, und (c) die in den westlichen Ländern immer offensichtlicher werdende politische und gesellschaftliche Unfähigkeit schmerzhaft ökonomische Reformen durchzuführen (Beispiel: Unfähigkeit zur Reform der überschuldeten staatlichen Rentensysteme). Auf der Habenseite steht der wachstumsfördernde Effekt aus der Weiterentwicklung und Verbreitung künstlicher Intelligenz.

gerd-kommer.de

Tabelle: Die Forward-KGVs per 31.10.2025 im Weltaktienmarkt und in einigen großen Teilsegmenten des Marktes

	Forward-KGV [A]
MSCI World Information Technology [B]	31,4
MSCI World ex Information Technology	16,3
MSCI World Standard [C]	20,6
MSCI ACWI IMI [D]	19,4
MSCI USA Standard	23,4
MSCI EAFE Standard [E]	15,5
MSCI Emerging Markets Standard	14,2
MSCI Germany Standard	14,8
MSCI China Standard	13,2

► [A] KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis, eine Bewertungskennzahl. Der KGV-Variante »Forward-KGV« liegt nicht der historische Gewinn aus den letzten 12 Monaten zugrunde, sondern der prognostizierte Gewinn für die kommenden 12 Monate. Forward-KGVs sind aus unserer Sicht tendenziell aussagekräftiger als konventionelle, historische »Trailing«-KGVs. Die Trailing-KGVs wären für alle hier gezeigten Indizes höher. ► [B] »Tech-Aktien-Sektor«. ► [C] Der MSCI World Index besteht aktuell zu 73 % aus US-Aktien und zu 29 % aus Tech-Sektor-Aktien. ► [D] ACWI IMI = All Country World Index IMI = Industrieländer + Schwellenländer inkl. Nebenwerte = 99 % der Marktkapitalisierung des Weltaktienmarktes. ► [E] EAFE = MSCI World ex USA und Kanada (EAFE = Europe, Asia, Far East). ► Quelle: MSCI Index Fact Sheets.

BERENBERG – Märkte Monitor

Erwartung vertagter Leitzinssenkungen lasteten auf den Aktienmärkten

Der S&P 500 verlor zuletzt auf Schlusskursbasis mehr als 4 % von seinem Höchststand. Sorgen über zu hohe Bewertungen im Technologiesektor und die Angst, dass die Federal Reserve weniger »taubenhaft« agieren könnte als erwartet, führten zu einem gesunden Rücksetzer, der sich auch auf andere Aktienregionen und Edelmetalle ausweitete. Diese kleine Korrektur war aus unserer Sicht überfällig und rein technischer Natur. Üblicherweise kommt es im S&P 500 alle zwei bis drei Monate zu Gegenbewegungen von 3 bis 5 %.

Die letzte derartige Bewegung liegt allerdings bereits mehr als sechs Monate zurück. Da die Q3-Berichtssaison sehr solide verläuft und viele institutionelle Anleger derzeit untergewichtet in Aktien sind, rechnen wir mit einer Jahresendrally. Diese wird zusätzlich durch verstärkte Aktienrückkaufprogramme der Unternehmen gestützt, was der typischen saisonalen Marktentwicklung entspricht. Ein weiterer Faktor ist, dass sich das Kaufvolumen aufgrund der in vielen Ländern rund um die Feiertage geschlossenen oder verkürzt geöffneten Börsen auf weniger Handelstage konzentriert. Dies führt zu einer höheren Handelsaktivität an den verbleibenden Öffnungstagen, was tendenziell stärkere Kursanstiege begünstigt.

Kurzfristiger Ausblick: Nach den politischen Spannungen rund um den US-Shutdown und die mit großer Spannung erwarteten Geschäftszahlen für das dritte Quartal von NVIDIA richtet sich die Aufmerksamkeit wieder auf die andere Seite des Atlantiks, insbesondere auf Trumps umstrittenen 28-Punkte-Plan für die Ukraine. In Frankreich werden zudem weitere Auseinandersetzungen um den neuen Haushalt im Parlament erwartet. Trotz der Beendigung des US-Shutdowns wird die Veröffentlichung der Konjunkturdaten in den USA weiterhin zeitlich verzögert sein. Heute wird der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex (Nov.) veröffentlicht, gefolgt von den Erzeugerpreisen (Sep.) sowie dem Verbrauchervertrauen (Nov.) in den USA am Dienstag. Am Mittwoch werden die BIP-Wachstumsrate (Q3), der Chicago PMI (Nov.) sowie der Kern-PCE-Deflator (Okt.) in den USA veröffentlicht. Am Donnerstag wird das Protokoll der letzten EZB-Sitzung erwartet, während am Freitag die Verbraucherpreisindizes (Nov.) in Deutschland und Frankreich auf der Agenda stehen. >> **Berenberg-Monitor hier weiterlesen**



Das Monopol im 21. Jahrhundert

Gazprom, Google und der Fluch der Abhängigkeit: Warum Monopole so gefährlich sind. Nach dem Bestseller »Wem gehört die Welt?« die neue packende Recherche des renommierten Wirtschaftsjournalisten.

Hans-Jürgen Jakobs, geboren 1956, ist Volkswirt und einer der renommierten Wirtschaftsjournalisten des Landes. Er arbeitete u. a. für den »Spiegel« und war Chef der Online-Ausgabe und der Wirtschaftsredaktion der »Süddeutschen Zeitung«.

Seit 2013 ist er in verschiedenen Funktionen für die Verlagsgruppe Handelsblatt tätig. Zuletzt erschien »Wem gehört die Welt?« (2016, Knaus Verlag).

ISBN: 978-3-641-28836-5 | ca. 432 Seiten

www.penguinrandomhouse.de

»Die USA trotzen den Zöllen, Deutschland fehlt der Mut«

Hauck Aufhäuser Lampe: Der Kapitalmarkt-Ausblick 2026
von Chefvolkswirt Dr. Alexander Krüger

Alte Systeme verlieren ihre Gültigkeit, neue sind nicht etabliert: Hauck Aufhäuser Lampe hat den Kapitalmarkt-Ausblick 2026 mit dem Titel »Übergangsphase« veröffentlicht. Chefvolkswirt Dr. Alexander Krüger sieht die Weltwirtschaft im kommenden Jahr in einer sensiblen Phase, die wegen des Gegenübers von USA und China besondere Aufmerksamkeit erfordert. Er rechnet trotz Zollpolitik und auch wegen des innovationsfreundlichen Umfeldes in den USA mit einem robusten US-Wachstum, erwartet für Deutschland dagegen lediglich ein von der Fiskalpolitik angefachtes konjunkturelles Strohfeuer. Bei den Währungen wird sich der Dollar halten – vorausgesetzt, die US-Politik torpediert ihn nicht. Die Inflation dürfte (weitgehend) eingefangen bleiben. Zinssenkungen in den USA und Großbritannien stehen aber noch an.

Die Statements von Dr. Krüger und seines Economic Research-Teams zu den wesentlichen Trends lauten:

- »Das Jahr 2026 verstehen wir als eine sich fortsetzende Übergangsphase. Diese ist gekennzeichnet durch den Verlust alter Systeme und Gewissheiten. Neue Strukturen sind dagegen noch nicht etabliert. Dies erfordert eine besondere Aufmerksamkeit, da sich andere Chancen und Risiken als gewohnt ergeben.«
- »Wir erwarten, dass die US-Wirtschaft den Belastungen durch die Zollpolitik weiter trotzen wird. Dem innovationsfreundlichen Land trauen wir ein ansehnliches Wachstum

des Bruttoinlandsprodukts von 2,3 % gegenüber dem Vorjahr zu.«

- »Das Fiskalpaket schiebt das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland zwar an. Mangels breit angelegter investiver Ausgaben und fehlender Strukturreformen ergibt sich 2026/27 aber lediglich ein konjunkturelles Strohfeuer. Ein dauerhaft höherer Wachstumspfad ist nicht in Sicht.«

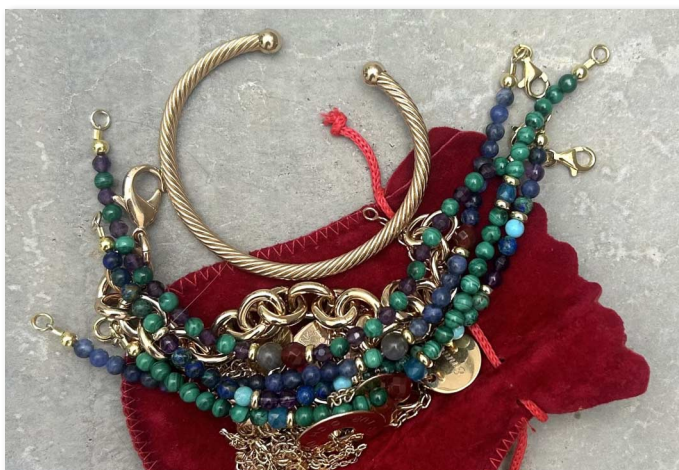


Dr. Alexander Krüger,
Chefvolkswirt,
HAUCK AUFHÄUSER LAMPE

www.hal-privatbank.com

- »Inflation wird 2026 zumeist eher ein Randthema sein. Leitzinsen haben mancherorts noch Abwärtspotenzial, etwa in den USA und Großbritannien. Die EZB dürfte den Einlagesatz ganzjährig bei 2,00 % belassen. In Japan sieht es allerdings nach einer Zinserhöhung aus.«
- »Den US-Dollar schreiben wir nicht ab und erwarten einen EUR-USD-Kurs um 1,15. Anders als der Euroraum bereiten die USA schon länger die Basis für künftige Produktivitätszuwächse. Das ‚arbeitet‘ gegen wachsende Autokratietendenzen. Legt es die Politik aber darauf an, wird sich der Dollar kaum halten.«
- »Unser DAX-Ziel für Mitte 2026 liegt bei 25.500 Punkten. In unserer Asset Allocation bevorzugen wir Aktien gegenüber Anleihen.«

Der Kapitalmarkt-Ausblick für das Jahr 2026 ist abrufbar unter diesem Link: >> www.hal-privatbank.com



Gravierter Schmuck
von Anna von Bergmann –
zeitlos, persönlich
und mit Liebe gemacht:
Ein Geschenk, das bleibt.

www.annavonbergmann.de



ANZEIGE

Wenn die inneren Werte von KI von außen bedroht werden

Von Robert Halver,
Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

Trotz grandioser Quartalergebnisse stehen viele Anleger der KI-Branche skeptischer gegenüber. Ist Künstliche Intelligenz doch nur eine aus dem Kraut geschossene Fantasie, die bald verblüht? Oder ist diese Pflanze tatsächlich immergrün und kann nachhaltig gedeihen?



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

Die Irrungen und Wirrungen der 4. industriellen Revolution

Einer der größten KI-Kritiker ist Michael Burry, der durch seine Prognose des Immobiliencrashs 2008 Reputation erlangt hat. U. a. bezweifelt er die Wirtschaftlichkeit der von Nvidia prognostizierten KI-Ausgaben von 3 bis 4 Bill. US-Dollar bis zum Ende des Jahrzehnts. Oft wird die Techbranche sogar als Schneeballsystem kritisiert: Wenn sich Unternehmen X an Y beteiligt, kauft Y mit dem Beteiligungskapital bei X ein. Diese »Zirkelbezüge« weisen scheinbar Parallelen mit der Dotcom-Blasenzeit auf. Damals hatten sich Telekom-Konzerne und ihre Geschäftspartner tatsächlich die Investitions-Bälle hin und her gespielt.

Zunächst jedoch, im Gegensatz zu früheren Potemkinschen Dörfern, wird heute viel Substanz geboten. 1999 waren es vor allem Könige ohne Land, Glücksritter ohne Umsatz, die die allerhöchsten Bewertungen erzielten. Heute generieren die sog. Magnificent 7 mit einem Gesamt-KGV von etwa 31 gegenüber 23 für den S&P 500 überdurchschnittlich hohe freie Cashflows, kaufen Aktien zurück und zahlen mitunter sogar Dividenden. Dennoch ist bei jedem neuen vielversprechenden Investitionszyklus mit zwischenzeitlichen Durststrecken zu rechnen. So mussten für die Verkehrsrevolution der Eisenbahn erst aufwendig Schienen verlegt werden. Auch die enormen Ausgaben für Glasfasernetze brauchten Zeit, bis sie sich durch die rasante Entwicklung des Internets amortisierten. Und als der Ausbau des Frequenzspektrums mit unzähligen Mobil-

funkmasten begann, war noch nicht erkennbar, dass heute Milliarden Menschen Smartphones mit vielfältigsten Anwendungen nutzen würden.

Und so ist auch bei KI zu erwarten, dass es längerfristig ohne Zweifel zu einer großen wirtschaftlichen Bereicherung kommt, der Weg dahin nach einer anfänglichen euphorischen Pionierzeit aber zwischenzeitlich auch mühsam sein kann.

Und wie sind die gigantischen KI-Investitionen einzuschätzen? Der Großteil der Investmentsummen für KI-Projekte kommt insbesondere von großen Rechenzentrenbetreibern wie Amazon, Microsoft, Google, IBM oder Oracle, die dafür zunächst die reichhaltigen Cashflows aus ihrem Kerngeschäft nutzen. Jedoch nimmt auch der Anteil von Fremdkapital deutlich zu. Grundsätzlich ist es daher wichtig, die Wirtschaftlichkeit, die finanzielle Stabilität und die positive Entwicklung des Cashflows einzelner Chip-Käufer genau im Auge zu behalten und damit ihre KI-Kaufkraft. Kritisch wird es, wenn Unternehmen Dividenden kürzen, Rückkäufe reduzieren oder Schulden anhäufen. Wenn jetzt einzelne Hightechunternehmen um finanzielle staatliche Unterstützung buhlen, ist das nicht das Eingeständnis, dass die gesamte Branche dabei ist, sich mit KI-Investitionen finanziell zu überheben. Es geht insbesondere um Wehrhaftigkeit gegenüber China, das seine Tech-Staatsunternehmen dopt. So ist zu erwarten, dass sich auch Amerika staatsunternehmerisch einbringen wird, damit seine Techunternehmen technologisch und damit auch geopolitisch führend bleiben. Überhaupt werden die Preise von Hochleistungschips nicht unendlich nach oben gehen. Die Chip-Konkurrenten werden alles daransetzen, von diesem großen nahrhaften Kuchen möglichst viel abzubekommen. So wird die Abhängigkeit der Chip-Nachfrager von wenigen Anbietern gemildert, die ihre hohen Preise nicht mehr durchdrücken können. Vor diesem Hintergrund geht die sorgenfreie Kinderzeit von KI in die schwierigere Zeit der Pubertät über, in der sich die Spreu vom Weizen trennt. So war es doch immer schon bei technischen Revolutionen. Die großen Fische schwimmen weiter und der Beifang endet als Dosenfisch.

Zusammengefasst mögen wir es bei KI mit einer KI-Blase zu tun haben, aber mit einer, die Perspektive hat. KI wird gebraucht, selbst wenn sich die märchenhaften (Aktien-) Zeiten nicht bedingungslos fortsetzen. Und was Michael

Burry angeht: Seine zahlreichen bärenhaften Aussagen zum Aktienmarkt nach 2008 waren auch nicht immer treffsicher.

Zins- und Kryptoängste sowie Liquiditätsnöte als Spielverderber von KI

Die Unklarheit der Fed in puncto Zinssenkungen sorgt für weniger Risikoappetit, was zunächst die Kryptoanlagen mit harter Knute zu spüren bekommen. Viele Anleger finanzierten ihre Bitcoin-Käufe auf Kredit. Angesichts erheblicher Kurseinbrüche und daher mangelnder Sicherheiten brauchen viele dringend Liquidität. Profiinvestoren setzen mit ihren umfangreichen Wetten zudem weiter auf fallende Kryptokurse, was die Liquiditätsnöte noch ver-

stärkt. Insofern ist der Bitcoin ein Maß für die Risikotoleranz der Anleger geworden. Da aber Bitcoin-Verkäufe zu lange dauern, bis das Bankkonto wieder flüssig ist, suchen Spekulanten woanders nach der schnellen Geldverfügbarkeit. Perfekt funktioniert das mit dem Verkauf von Aktien. Der Erlös ist Ruckzuck auf dem Konto. Begehrte sind dabei naturgemäß Aktien mit hohen Buchgewinnen. Und das sind ausgerechnet KI-Titel. Sie werden zur Cash-Oase für Anleger, die am Kryptomarkt verdursten.

Insgesamt kommt es bei KI-Werten also vor allem wegen äußerer Effekte zu Kursschwächen. Die inneren Werte haben sich wenig verändert. Dies ist auch der Grund, warum von wirklicher KI-Panik wenig zu spüren ist. □



ANZEIGE

Die Handelsblatt-App

Kompakt, klar, auf einen Klick.



Jetzt kostenlos herunterladen

Handelsblatt

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Schumannstraße 2/III, 81679 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de
Redaktion und Realisation: Falk v. Schönfels

Rechtliche Hinweise/Disclaimer: Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen.

Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsbiligo.

Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung.

Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet.

Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.