

Kapitalmarktausblick auf das 2. Halbjahr: Blockbuster mit neuen Fortsetzungen



Dr. Jürgen Callies
Head of Research

Das 1. Halbjahr 2026 überraschte die Märkte mit einer Flut von Ereignissen, die man in der Medienbranche wohl als Blockbuster bezeichnet hätte, ökonomisch und geopolitisch. Märkte zeigten sich dafür überaus robust, Volatilitätsanstiege hielten sich in Grenzen. Da spielte Sorglosigkeit sicher eine Rolle, aber auch die Überlagerung durch KI-Fantasien oder die „Beruhigungsstrategien“ der US-Administration. Gelöst ist keines der Probleme, aber die positiven und negativen Blockbuster bekommen eine Fortsetzung. Dass es aber weiter dasselbe Ausmaß an Vertrauensvorschuss oder Sorglosigkeit an den Märkten geben wird, bezweifle ich. Eine Verschnaufpause scheint angesagt und wäre ganz heilsam.

Schon im Januar startete das Jahr fulminant: Der Präsident Venezuelas wurde mittels einer Militäraktion in die USA verbracht, US-Präsident Trump überraschte seine NATO-Bündnispartner mit der Sehnsucht, Grönland, Teil des Königreichs Dänemark, den USA anzugliedern und Kanada als 51. Staat in die USA zu integrieren. Das temporäre Beleben von Androhungen neuer Zölle verblasste dagegen. Die finanzielle Unterstützung für die Ukraine wurde auf die Europäer verlagert. Ende Februar begannen die USA und Israel mit einem Enthauptungsschlag gegen die militärische und religiöse Führung des Irans einen neuen Krieg am Golf, sicherlich der Schockhöhepunkt des 1. Halbjahres. Dieser Krieg lief aber anders, als die Urheber geplant hatten. Kein schneller Sieg, eine heftigere als erwartete iranische Reaktion, die auch die Golfanrainer betraf. Die Schließung der Straße von Hormus führte zu einem signifikanten Anstieg der Ölpreise und veranlasste den Chef der IEA, der International Energy Agency, zu der Aussage, dies sei der größte Energieschock in der Geschichte der Organisation.

Aber es ging nicht nur um Geopolitik. In den USA wurde Anfang des Jahres ein Strafverfahren gegen Fed-Chef Powell initiiert, das ihm unterstellte, bei einer Senatsanhörung die Kostenüberschreitungen bei der Renovierung der Fed-Gebäude bewusst falsch dargestellt zu haben. Gegen Fed-Governor Cook fand die Supreme-Court-Anhörung

wegen ihrer Entlassung statt, die signalisierte, dass die US-Administration schlechte Chancen haben würde, Lisa Cook unmittelbar zu feuern und durch ein von Präsident Trump dann neu zu ernennendes Board-Mitglied zu ersetzen. Die EZB blieb personell weitgehend ruhig, setzte im Juni mit einer Zinserhöhung das Zeichen für einen Kurswechsel in der Geldpolitik. Der Krieg am Golf führte zu einer breiten Revision der Wachstumserwartungen nach unten und der Inflationserwartungen nach oben, Europa stand hier mal wieder negativ im Zentrum. Und dennoch zeigten sich die Weltkapitalmärkte äußerst robust. Das lag vor allem an drei Gründen:

Zum ersten, und das hält bis heute an, zeigte sich die US-Konjunktur sehr widerstandsfähig, deutlich mehr als beispielsweise die in Europa und gleichzeitig bestand die Hoffnung, mit dem neu etablierten Fed-Chef Kevin Warsh würde auch die Geldpolitik noch expansiver werden.

Zum zweiten gab es die KI-Fantasien (KI = Künstliche Intelligenz = AI = Artificial Intelligence). Märkte wurden aber nicht nur getrieben durch Hoffnungen, sondern auch durch riesige Investitionen in den USA, durch explodierende Gewinne bei den führenden Technologieunternehmen, durch Revisionen der Gewinnsschätzungen nach oben und durch immer mehr Gewinner dieses technologischen Wandels, herausragend hier gerade die Halbleiter, Memory Chips, und

sonstige KI-Hardware-Hersteller. Musterbeispiel war hier der koreanische Aktienmarkt, der im 1. Halbjahr um die 100 Prozent Performance erzielte.

Das KI-Thema zog Liquidität sowohl auf der Eigenkapital- wie der Fremdkapitalseite aus dem Markt ab. Gigantische Kreditaufnahmen für den Bau von Rechenzentren und genereller KI-Infrastruktur von deutlich über 200 Milliarden US-Dollar fanden von führenden Technologieunternehmen allein statt, mit SpaceX wurde Mitte Juni der größte Börsengang der Geschichte an der US-Technologiebörse NASDAQ vollzogen.

Zum dritten „steuerte“ die US-Administration die Märkte, militärische Eskalationen fanden oft außerhalb der (US-) Handelszeiten, insbesondere am Wochenende statt. Bei zu starken Marktrücksetzern kam dann immer das „we are close to a deal“ oder das „Iran is desperate to negotiate“, und dies führte zu der Situation, dass Marktteilnehmer wegen der hohen Intraday-Schwankungen wenig Anreiz hatten, gegen die überraschend lancierten, positiven Meldungen Positionen aufzubauen. Mitte Juni dann wurde tatsächlich ein Memorandum of Understanding unterzeichnet, kein Deal, der sollte erst innerhalb der nächsten 60 Tage verhandelt werden. Der Markt reagierte dennoch positiv.

So viel zum 1. Halbjahr, die Blockbuster haben für mehr Unterhaltung gesorgt, als man gebraucht hätte, und aus meiner Sicht stehen Fortsetzungen im 2. Halbjahr an. Die bestimmenden Themen dürften sein:

1: Geopolitik: Golf und Ukraine

2: KI: Mehrjährig und schnell

3: Notenbanken: Die Fed im Zentrum

4: Wachstum und Inflation: Die Basis

5: Kapitalbedarf der Staaten und langfristige Zinsen

6: Wahlen: Midterm Elections in den USA

Gehen wir diese Punkte im Einzelnen durch:

1: Geopolitik: Golf und Ukraine

Der Krieg am Golf dauerte zunächst rund sechs Wochen, dann wurde verhandelt, Mitte Juni gab es das Memorandum of Understanding. Doch ganz offensichtlich war das Memorandum so unklar oder interpretationsfähig formuliert, dass beide Seiten jeweils einen anderen Inhalt als vereinbart ansahen. Nach zunächst verbaler Eskalation kam es Anfang Juli zu einem sich steigernden Austausch von Kampfhandlungen und ob das Memorandum hält, steht in den Sternen. Ich denke aber, das Memorandum selbst kam nur zustande, weil keine der beiden Seiten wirklich Aussicht auf eine Erreichung der eigenen Ziele hatte, das gilt nach wie vor und spricht für eine Verhandlungslösung. Aber es wird nicht so schnell gehen, wie die Märkte zunächst gehofft und eingepreist hatten. Das Risiko für die Energiemärkte bleibt nennenswert.

In der Nachbarschaft Europas tobt schon seit über vier Jahren ein zweiter Krieg. Die Konfrontation in der Ukraine hat sich zuletzt de facto in zwei Schlachtfelder gespalten: Den Bodenkrieg, wo es einen unveränderten, aber langsamen Vormarsch Russlands gibt, und den Drohnenkrieg, wo die Ukraine einen Vorteil hat, und immer tiefer und

effektiver russische Raffinerien angreift. Für die Rohstoffmärkte bedeuten die Erfolge der Ukraine aber auch einen zusätzlichen höheren Preisdruck. Zuletzt untersagte Russland den Export von Diesel, um die heimische Nachfrage befriedigen zu können.

Man darf nicht unterschätzen, dass im Golfkrieg von März 2026 bis heute mit einem massiven Abbau von Lagerbeständen und strategischen Reserven gegengesteuert wurde, einer Taktik, die nicht beliebig fortsetzbar ist. Diese Bestände müssen wieder aufgefüllt werden und sollten den Rückgang der Ölpreise reduzieren oder zumindest verlangsamen. Insgesamt wird die Geopolitik auch im 2. Halbjahr als dunkler Schatten über den Märkten liegen. Die jüngsten, mit zunehmender Intensität stattfindenden militärischen Auseinandersetzungen zwischen den USA und dem Iran bergen von daher ein erhebliches Risiko, denn wenn am Ende „militärische Logik“ anstelle der Suche nach einem „Deal“ die Handlungen diktiert, könnte der Druck auf die Energiepreise sehr schnell wieder zunehmen.

2: KI: Mehrjährig und schnell

Führende Technologieunternehmen haben gigantische Investitionen in neue Rechenzentren und andere für die Nutzung von erweiterten KI-Anwendungen notwendige Hardware angekündigt. Dieser Boom zieht die Hardwarelieferanten mit, neben US-basierten auch südkoreanische, taiwanesischen und andere asiatische Technologieunternehmen. In Teilbereichen fühle ich mich da schon an die Zeit der Internet-Bubble um die Jahrtausendwende erinnert, insbesondere, wenn man sich in Gewinnfantasien ergeht, die über normalen Marktmechanismen wie einen zunehmenden Wettbewerb irgendwann hinterfragt werden sollten. Aber die meisten dominierenden Unternehmen im KI-Bereich verdienen nach wie vor gigantisch Geld, was die Sorge zumindest in Teilbereichen vermindert.

Zudem, wenn dieser Technologiezyklus in einem klassischen Überinvestment-Zyklus enden sollte, dann sind wir noch nicht in der Phase, wo Überinvestitionen als solche bereits erkennbar sind. Zwar werden gigantische Summen in den Markt geworfen, allein die führenden US-Technologieunternehmen dürften in den nächsten zwölf Monaten eine sehr hohe dreistellige US-Dollar-Milliardensumme investieren. Aber dieser Investitionszyklus ist noch ungebrochen, die Nachfrage bleibt hoch. Insofern vermute ich, dass zwar Rücksetzer im 2. Halbjahr möglich sind, ich erwarte aber nicht, dass der Trend schon in diesem Jahr gebrochen wird, dazu scheint mir die inhaltliche Revolution zu umfassend.

Das Besondere im Vergleich zur Internet-Phase Ende der 90er, Anfang der 2000er für die Kapitalmärkte ist aber, dass die Technologiefantasie nicht nur die Aktienmärkte dominiert, sondern in zunehmendem Maße auch Einfluss auf die Märkte für Unternehmensanleihen ausübt. Geschwindigkeit ist essenziell im KI-Wettlauf, die Technologie verändert sich rasant, die anwendbaren Modelle und deren Bedürfnisse ebenfalls. Damit dürften KI-Investitionen weit weniger zinsreagibel sein als die klassischen Unternehmensinvestitionen, aber sie müssen schnell gehen. Deswegen auch die hohe Fremdkapitalnachfrage.

Dies führt zu der speziellen Situation, dass der KI-Boom auf der Aktienseite Fantasien anregt, auf der anderen Seite aber auch die Renditen von Anleihen, der klassischen Alternative zu Aktien, weiter nach oben treibt, wenn auch indirekt.

3: Notenbanken: Die Fed im Zentrum

Der neue Fed-Chef ist bestätigt und installiert. Kevin Warsh übernimmt eine Fed, in der der Vorgänger gegen alle Traditionen im Amt geblieben ist, um seinen Anteil an der Bewahrung der Unabhängigkeit der Notenbank zu leisten. Dass das nicht jedem in der US-Administration gefällt, war zuletzt offenkundig, besonders Präsidentenberater Kevin Hassett tat sich mit Kritik hervor. Nennenswert, aber leider nicht überraschend, ist, dass Kevin Warsh sich hier nicht öffentlich vor seine Kollegen gestellt hat, weder vor Powell noch vor Lisa Cook, die einen kleinen Sieg in der Entscheidung des Obersten Gerichts erzielen konnte – sie bleibt zunächst im Fed-Board.

Der Kampf um die Unabhängigkeit der Notenbank ist aus meiner Sicht ein wichtiges Thema für das 2. Halbjahr. Die Auswirkungen der Zinsentscheidungen halte ich für begrenzt, weil die Pfade relativ eng sind. Bei der EZB rechne ich wegen deren Angst vor Zweitrundeeffekten bei der Inflation noch mit einer weiteren Zinsanhebung im 3. Quartal. Eine Zinserhöhung traue ich dem neuen Fed-Präsidenten nicht zu. Aber gemessen an den sonstigen Themen sehe ich die Frage, ob die Fed 25 Basispunkte in eine Richtung verändert oder nicht, ebenso wie die Frage, ob die EZB noch einmal erhöht oder nicht, als keine Frage, die Märkte nachhaltig beeinflussen sollte. Notenbankthema Nummer 1 im 2. Halbjahr bleibt die Unabhängigkeit.

4: Wachstum und Inflation: Die Basis

Klassischerweise dominante Themen wie Wachstum und Inflation für die Märkte bleiben zwar eine wichtige Basis, aber angesichts der geopolitischen Verwerfungen, des KI-Booms und der Notenbankdiskussion reduzieren sich die zentralen Fragen auf zwei Dinge: Kann eine Rezession vermieden werden? Können Zweitrundeeffekte bei der Inflation vermieden werden, um auch einen nennenswerten Zinsanhebungszyklus der Notenbanken zu verhindern? Beide Fragen sehe ich als positiv lösbar. Ich denke, ohne nachhaltige Eskalation am Golf dürfte die robuste US-Konjunktur und die Staatsausgabenimpulse weltweit eine Rezession verhindern. In der Frage der Energie besteht langfristig genug Angebot an Energie und Gas, und damit Spielraum für Preissenkungen, wenn sich die Risikoprämie vermindert. Die Schlüsselfrage, ob KI inflationär oder disinflationär wirkt, ist keine Frage, die aus meiner Sicht schon im 2. Halbjahr dieses Jahres beantwortet werden kann und wird.

5: Kapitalbedarf der Staaten und langfristige Zinsen

Wachstum und Inflation sind maßgebliche, aber nicht die einzigen Triebkräfte für lange Anleihezinsen. Gerade im sehr langfristigen Bereich (20 bis 30 Jahre Laufzeit) spielen das Vertrauen in eine nachhaltige Budgetdisziplin oder auch die Unabhängigkeit der Notenbank eine wesentliche Rolle. Renditen 30-jähriger Staatsanleihen haben sich in den großen G7-Märkten nachhaltig nach oben bewegt. Die Rendite 30-jähriger US-Anleihen hat sich an der 5 Prozentmarke festgesetzt, die Rendite 30-jähriger japanischer Anleihen lag zuletzt auf einem Jahrzehntehoch von 3,8 Prozent und über der Rendite von Bundesanleihen gleicher Laufzeit. Im Herbst steht in den meisten Ländern der Haushaltsentwurf für 2027 an. Ungebrochene Verschuldungswut birgt ohne Frage ein Risiko für die Märkte, denn der Staatsanleihezins bleibt die Benchmark für andere Anlagen. Die Rendite

eines Risky Assets sollte diese übersteigen und selbst „gefällige“ Notenbanken können diesen Zusammenhang nicht aushebeln.

6: Wahlen: Midterm Elections in den USA

Von den US Midterm Elections im November – ein Drittel des Senats und das gesamte Repräsentantenhaus werden neu gewählt – erwarte ich mir im Vorfeld nur begrenzte Marktimplikationen. Weitgehend wird erwartet, dass die Republikaner ihre sehr knappe Mehrheit im Repräsentantenhaus verlieren, dies ist üblich für die Regierungspartei und sollte eingepreist sein. Was offen ist, wie Präsident Trump auf die Einengung seiner wirtschaftlichen Handlungsmöglichkeiten reagiert. Das wird aber eher ein Thema für 2027 als für das 2. Halbjahr 2026 sein. Schwieriger wäre es, wenn die Republikaner beide Kammern des Kongresses verlieren würden, denn dann dürfte es zu einem erneuten Impeachment-Verfahren gegen Trump kommen und sich das politische Klima in den USA schon Ende 2026 deutlich verschlechtern, etwas, was traditionell dem US-Dollar nicht nützen sollte.

Implikationen für den Anleger

Als das dominante Kapitalmarktthema dieses Jahres hat sich meines Erachtens das KI-Thema herauskristallisiert, noch vor der Geopolitik und den Notenbanken, während Notenbanken und Geopolitik noch größere Auswirkungen auf den Verlauf der Konjunktur und der Inflation haben dürften.

Insofern muss auch im 2. Halbjahr zwischen Implikationen für die Konjunktur und den Markt, insbesondere in den Regionen USA und Europa, unterschieden werden. Die USA sind bei der KI führend, vor China, während Europa bei der KI nur führend in der Regulierung ist, was aber nur begrenzt Arbeitsplätze schafft.

Die Dominanz des KI-Trades dürfte in den nächsten Jahren anhalten, die Richtung wird aber keine Einbahnstraße sein, weil einfach schon extrem viel an Fantasie eingepreist worden ist. Rücksetzer, auch erhebliche, sind möglich, ohne das Thema an sich zu gefährden. Ein Hinweis könnte hierfür sein, dass wir seit Mitte Juni einen Kursrückgang am koreanischen Aktienmarkt von über 20 Prozent in der Spitze gesehen haben.

Es wird gerade aber beim Thema KI Gewinner und Verlierer geben und dies bedeutet, dass die Selektion hier eine noch größere Bedeutung haben wird als in Phasen, wo Märkte im Wesentlichen nur von übergeordneten Makrofaktoren getrieben werden. Selektion, Auswahl der richtigen Titel ist „the Name of the Game“ in einer von KI-Überlegungen getriebenen Anlage.

Die Geopolitik bleibt ein weiterer dominanter Faktor, vor allem ein Risikofaktor, den man in den Anlageentscheidungen auch mit Szenarioanalysen begegnen muss. Unser Base Case ist, dass die Entwicklungen dort die Risikoprämie für Energie hoch halten werden, so dass wir nicht unmittelbar in die Situation vor Beginn des Iran-Krieges zurückkehren werden. Trotz der wiederaufgeflamten Kampfhandlungen zwischen den USA und Iran Anfang Juli würden wir keine Rückkehr zu einem dauerhaften, voll umfänglichen Krieg erwarten –

dies bleibt aber ein Risikoszenario, auf das man sich bei der Planung seiner Anlagen einstellen muss, insbesondere durch Definition der Risikoneigung und -tragfähigkeit, und folgend der Entscheidung, in welchem Umfang Absicherungen zu treffen sind, oder nicht.

Die Notenbanken sollten im 2. Halbjahr nicht im Mittelpunkt stehen, aber ihre Unabhängigkeit ist ein wesentlicher Faktor für die langen Zinsen, genauso wie die staatlichen Defizite. Gegeben den aktuellen Trends sollte der Kapitalanleger davon ausgehen, dass von dieser Seite der Druck auf die Zinsen nach oben bestehen bleiben dürfte. Hier kann es im Herbst zur Offenbarung kommen, schließlich müssen in den meisten Staaten die Budgetentwürfe für 2027 vorgelegt werden. Optimismus scheint mir hier verfrüht. Und ich warte noch auf die Feuertaupe von Kevin Warsh: Jeder Fed-Chef ist in seiner 1. Amtszeit in den ersten sechs bis neun Monaten von den Märkten getestet worden, und die Möglichkeiten dafür, das zeigt sich, sind reichlich vorhanden.

Die Geopolitik und ihre Auswirkungen könnte so eine Feuertaupe auflösen. Dann nämlich, wenn die Erwartung, dass am Ende an einer Verhandlungslösung kein Weg vorbei führt, sich als falsch erweist, weil jede Seite des Konfliktes am Golf versucht, mit militärischen Schlägen die andere Seite in die Knie zu zwingen und der Konflikt

doch wieder eskaliert – Indikationen für eine solche Möglichkeit sehen wir gerade leider, da hatte ich bereits auf die Notwendigkeit der Definition der Risikoneigung und -tragfähigkeit hingewiesen. Denn die Inflationswirkungen würden sicher den Notenbank- und Konjunkturausblick verschlechtern, mit negativen Folgewirkungen für die Märkte. Das bleibt für die kommenden Monate das Risikoszenario und die Schwierigkeit ist, dass die Handlungen der Beteiligten nicht immer rational sind – sonst hätte der Krieg gar nicht erst begonnen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das gegenwärtige Umfeld meines Erachtens den Boden bereitet für deutlich volatilere Märkte im 2. Halbjahr. Langfristige Trends und kurzfristige Entwicklungen stehen sich gegenüber. Die KI-Fantasie als Chance trifft auf bereits hohe Bewertungen, die Geopolitik bleibt der Schatten über den Märkten.

Es würde mich von daher nicht wundern, wenn Märkte – unter Schwankungen – im 2. Halbjahr erst mal eine Verschnaufpause einlegen. Ich würde das auch durchaus für heilsam halten.

Ihr Jürgen Callies

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Diese Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand Juli 2026.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München