



*„Tradition gibt
Orientierung.
Wandel schafft
Chancen.“*

Die US-Zwischenwahlen rücken näher und könnten Donald Trumps Handlungsspielraum deutlich verändern. Gleichzeitig verschiebt der KI-Boom die Kräfteverhältnisse an den Kapitalmärkten, während geopolitische Risiken und steigende Zinsen klassische Diversifikationsmuster zunehmend herausfordern.

Mit schottischen Waldinvestments und europäischen Wohnimmobilien richten wir den Blick auf Anlageklassen mit langfristiger Perspektive. Zudem analysieren wir, wo in Phasen fallender Aktien und steigender Zinsen Diversifikationspotenzial besteht und warum die Risiken unterhalb der Indexebene derzeit zunehmen.

Wir wünschen Ihnen wieder spannende „ViEWs“!

Inhalt

1. **Spotlight**
O'zapft is! Eine Frage der Präzision
2. **Märkte**
Kongresswahlen in den USA: Zwischenzeugnis für Trump
3. **Insights**
Schottische Wälder: Wo Diversifikation Wurzeln schlägt
4. **Ein Espresso mit ...**
Nicolai Schmid und Andreas Veithoefer zu Wohnimmobilien
5. **Trends**
Der neue Konkurrent am langen Ende
6. **Perspektiven**
Wenn Aktien fallen und Zinsen steigen: Welche Assets Schutz bieten können
7. **Backstage**
Die stille Volatilität: Warum das Risiko unterhalb der Indexebene steigt
8. **MEAG Börsen-Podcast: Callies unplugged**
Notenbanken und die Zinswende: Getriebene oder Taktgeber?

Spotlight

O'zapft is! Eine Frage der Präzision

Wenn auf der Wiesn um Punkt 12 Uhr das erste Bier fließt, liegen oft nur wenige Sekunden zwischen Triumph und Blamage. Seit mehr als 75 Jahren eröffnet der Münchner Oberbürgermeister das Oktoberfest mit dem Anstich im Schotenhäusel-Festzelt. Dabei schaut nicht nur München auf eine einzige Zahl: Wie viele Schläge braucht er?

Als Maßstab für einen gelungenen Anstich gelten bis heute zwei Schläge. Mehrere Oberbürgermeister haben diese Marke bereits erreicht und sich damit einen Platz in der Wiesn-Geschichte gesichert.

Dabei begann die Tradition alles andere als perfekt: Beim ersten offiziellen Anstich im Jahr 1950 benötigte OB Thomas Wimmer ganze 17 Schläge. Aus heutiger Sicht ein Rekord für die Ewigkeit. Trotzdem wurde genau dieser Moment unsterblich, denn mit seinem anschließenden Ausruf „O'zapft is!“ begründete Wimmer eine Tradition, die bis heute jedes Oktoberfest eröffnet.

Fazit

Pünktlich zur Eröffnung des Oktoberfests 2026 richtete sich der Blick erstmals auf Münchens neuen Oberbürgermeister Dominik Krause. Mit nur zwei Schlägen reihte er sich beim Anstich direkt in die Spitzengruppe ein. Das hat zwar keinen Einfluss auf Inflation, Wachstum oder Kapitalmärkte. Es zeigt aber, dass Erfolg selten durch Kraft entsteht, sondern durch Vorbereitung und Präzision.

Auf eine friedliche Wiesn 2026!

Kongresswahlen in den USA: Zwischenzeugnis für Trump

Es dauert nicht mehr lange, dann liegen die ersten beiden Jahre von Trumps zweiter Amtszeit als US-Präsident hinter uns. Zwei Jahre geprägt von einem Präsidenten, der keine Zweifel aufkommen ließ, dass er seine politische Agenda durchsetzen wird. Während Jahr 1 noch von der neuen Zollpolitik dominiert war, rückte in Jahr 2 die außenpolitische Agenda in den Mittelpunkt, Stichwörter Grönland, Venezuela und insbesondere der Krieg mit dem Iran, dessen Auswirkungen – vor allem auf der Energieseite – die Kapitalmärkte auch weiterhin maßgeblich beeinflussen.

Wir nähern uns also der Halbzeit und üblicherweise wird eine solche Gelegenheit gerne genutzt, um ein Zwischenzeugnis auszustellen. Je nach politischem Beobachter kann diese Beurteilung natürlich sehr stark variieren. Wir können uns sicher sein, dass die Noten aus großen Teilen von Europa oder Asien eher negativ ausfallen würden. Wir können uns aber auch sicher sein, dass Trump nur auf die Meinung der Allerwenigsten etwas geben wird, beziehungsweise, dass er sich selbst mit Sicherheit nur hervorragende Noten geben würde.

Einem Zwischenzeugnis, dem er sich aber nicht entziehen kann und das auch untrüglich ist, ist das des amerikanischen Wählers. Denn von den Gründervätern der USA in der Verfassung institutionalisiert wurden die alle zwei Jahre stattfindenden Kongresswahlen. Da diese somit jedes zweite Mal auch in etwa in der Mitte der vierjährigen Amtszeit des US-Präsidenten stattfinden, spricht man auch von Zwischenwahlen oder im Englischen von „Midterm Elections“.

Im Jahr 2026 sind die US-Zwischenwahlen für den 3. November terminiert. Neben dem Repräsentantenhaus („House of Representatives“) und dem Senat werden auch noch einige Gouverneure gewählt, hinzu kommen auch noch Wahlen auf Bundesstaaten- und Lokalebene. Im Fokus aber stehen klar der Senat und das Repräsentantenhaus, welche zusammen die Legislative bilden. Die Amtszeit in beiden neu gewählten Kammern beginnt am 3. Januar 2027 und beide Kammern zusammen bilden den 120. Kongress der Vereinigten Staaten.

Im Repräsentantenhaus beträgt die Amtszeit zwei Jahre, somit stehen hier alle 435 Abgeordneten zur Wahl. Im Senat beträgt die Amtszeit sechs Jahre, und alle zwei Jahre wird ein Drittel der 100 Mitglieder neu gewählt. Diesmal sind die Senatoren der Klasse II an der Reihe, hinzu kommen noch zwei Sonderwahlen für Senatoren der Klasse III (Florida und Ohio). Somit stehen insgesamt 35 Sitze zur Wahl. Von diesen umkämpften Sitzen werden derzeit 22 von den Republikanern und nur 13 von den Demokraten gehalten.

Bei den Wahlen 2024 konnten die Republikaner mit Trump nicht nur das Präsidentenamt gewinnen, sondern auch die Kontrolle über beide Kammern des Kongresses, eine so genannte „Red Wave“. Bei den diesjährigen Zwischenwahlen dürften die Republikaner aber die Mehrheit in mindestens einer Kammer wieder verlieren, wobei dafür das Repräsentantenhaus deutlich wahrscheinlicher zu sein scheint. Die Republikaner verfügen dort aktuell nur über eine hauchdünne Mehrheit und üblicherweise verliert die Partei des amtierenden Präsidenten bei den Zwischenwahlen einige Sitze. Zudem liegen sie auch in den Umfragen teils deutlich hinter den Demokraten zurück.

Etwas vorteilhafter für die Republikaner gestaltet sich die Ausgangslage im Senat. Zwar stehen deutlich mehr republikanisch gehaltene

Sitze zur Wahl als auf Seiten der Demokraten, allerdings kontrollieren die Republikaner aktuell auch 53 der 100 Sitze. Da die entscheidende Stimme im Falle eines Patts beim Vizepräsidenten J.D. Vance liegt, müssten die Demokraten netto 4 Sitze hinzugewinnen, um die Kontrolle über den Senat zu erlangen. Das letzte Mal, dass bei einer Zwischenwahl so viele Sitze im Senat die Partei wechselten, war 2014. North Carolina dürfte ziemlich sicher an die Demokraten gehen, dann müssten sie aber trotzdem noch mindestens drei aus der Fünfergruppe Maine, Ohio, Texas, Iowa und Alaska gewinnen, ohne gleichzeitig einen eigenen Sitz zu verlieren. Momentan sind die Umfragen leicht zu Gunsten der Demokraten, allerdings liegt ihr Vorsprung in vielen Bundesstaaten innerhalb der Fehlermarge solcher Erhebungen. Zudem sind es noch fast sechs Wochen bis zur Wahl. Der Senat ist insofern wichtig für Trump, da hier seine Nominierungen für Kabinettsmitglieder, Richter oder auch FED-Gouverneure bestätigt werden müssen. Ein Verlust der Kontrolle würde seinen Spielraum deutlich einschränken. Im Gegensatz zum Repräsentantenhaus, wo die Vorteile ganz klar auf Seiten der Demokraten liegen, sollte das Rennen um den Senat sehr knapp werden.



„Die Republikaner werden ihre Mehrheit in mindestens einer Kammer des Kongresses verlieren.“

Bernhard Herrmann
Senior Analyst Research – Macro

Aber auch wenn nur eine Kammer des Kongresses in demokratische Hände fällt, dürfte dies für politischen Stillstand in Washington für die verbleibenden beiden Jahre von Trump sprechen, ähnlich wie bereits in seiner ersten Amtszeit. In den USA liegt das Haushaltsrecht primär beim Kongress, die Verabschiedung eines Haushalts müsste dann also mit den Demokraten verhandelt werden. Durch die starke Zunahme der Polarisierung in den vergangenen Jahrzehnten ist der Spielraum für Kompromisse deutlich geringer geworden, wie die etlichen Dramen um die Schuldenobergrenze und „Government Shutdowns“ unterstreichen. Große Fiskalpakete wie der „One Big Beautiful Bill“ sind folglich nicht mehr zu erwarten und der fiskalische Impuls sollte sich eher ins Negative drehen. Trump dürfte dann also wieder stärker mit Dekreten arbeiten, um seine politischen Vorstellungen umzusetzen. Insbesondere beim Thema Außenhandel hat er hier auch einigen Spielraum.

Donald Trump dürfte bei den Zwischenwahlen die Rechnung für seine Politik in den letzten beiden Jahren präsentiert bekommen. Der Verlust der Mehrheit im Repräsentantenhaus ist nach den jetzigen Umfragen kaum noch abzuwenden. Richtig schlecht wird das Zwischenzeugnis für ihn aber nur, wenn die Demokraten auch den Senat drehen können. Dann könnte es neben dem bereits erwähnten politischen Stillstand in Washington auch noch zu einem Showdown zwischen dem Kongress und dem Präsidenten kommen. An den Kapitalmärkten dürfte die zweite Halbzeit kaum weniger volatil werden als die Erste.

Schottische Wälder: Wo Diversifikation Wurzeln schlägt

Seit 2009 investiert MEAG für Munich Re Group in forstwirtschaftliche Assets, seit 2018 nahezu ausschließlich über großvolumige Direkttransaktionen in den USA, Australien und Neuseeland. Der Wald „vor der eigenen Haustür“, also in Europa, hat in den vergangenen Jahren im Portfolio zunehmend an Bedeutung gewonnen, insbesondere in Finnland, Schweden, aber auch auf den Britischen Inseln.

Waldinvestments im institutionellen Rahmen sind vor allem auf der irischen Insel und in Schottland möglich. Das aktuelle Mandat der MEAG investiert dabei schwerpunktmäßig im schottischen Markt.

Was den Standort Schottland so interessant macht, sind verschiedene Faktoren, die so nur dort zusammentreffen und ein einzigartiges wirtschaftliches Gefüge bilden, von dem vor allem ein bereits global diversifiziertes Waldportfolio profitieren kann.

- Die Basics stimmen:** Wirtschaftswald in Schottland besteht zu meist aus Sitka-Fichten und diversen Kieferarten, die in einer Mischung gepflanzt und bewirtschaftet werden. Diese Baumartenzusammensetzung hat sich seit circa 60 Jahren bewährt, entsprechende züchterische Fortschritte im Saatgut, aus dem die kommenden Generationen Nutzwald wachsen, kommen den Waldeigentümern entsprechend zugute. Die Bestände sind zudem relativ leicht und einheitlich waldbaulich zu behandeln, was die Fixkosten überschaubar hält.
- Know-how muss sein:** Einige institutionelle Waldeigentümer sind bereits seit geraumer Zeit in schottische Wälder investiert, allerdings lange nicht so eine große Anzahl wie zum Beispiel in den USA oder Ozeanien. Dies liegt einerseits darin begründet, dass die Größe der typischen Einzel-Assets relativ klein ist (zumeist < 5 Millionen GBP) und zum anderen der Grad der Professionalisierung bezüglich Datenverfügbarkeit, Benchmark-Werte etc. noch ausbaufähig ist. Ein Investor, der forstliche Expertise im Haus hat, kann diese Herausforderungen allerdings annehmen und gegebenenfalls mit einem Partner vor Ort ein Portfolio aufbauen, das in Sachen ökonomischer Performance und lokaler Diversifikation optimal aufgestellt ist.
- Ein besonderer Markt:** Mehr als 60 Prozent des im Vereinigten Königreich jährlich verbrauchten Holzrohstoffs wird importiert, hauptsächlich aus Kontinentaleuropa. Diese Abhängigkeit von Importvolumina stärkt jegliche lokale Ressource ganz erheblich und sorgt für eine hohe Abnahmewahrscheinlichkeit des produzierten Rundholzes. Investoren, die bereits in anderen europäischen Märkten oder Märkten mit starker Exportkomponente investiert sind, kann ein Waldportfolio in UK so als „natürlicher Hedge“ dienen.

Darüber hinaus finden wir in Schottland alle weiteren Faktoren, die regelmäßig für eine Investmententscheidung gegeben sein müssen. Es existiert eine ausreichende Anzahl fähiger lokaler Manager und anderer Experten mit langjährigem Track Record. Nicht zuletzt ist das jährliche Transaktionsvolumen groß genug, um innerhalb weniger Jahre ein Portfolio aufzubauen.

Philipp Weber, Investment Manager Forestry

Nicolai Schmid und Andreas Veithoefer zu Wohnimmobilien

NS: In den letzten Jahren wurden Investitionen in Wohnimmobilien von vielen Anlegern kritisch betrachtet. Steigende Zinsen und attraktive Renditen von Staatsanleihen haben Kapital aus dem Immobilienmarkt abgezogen. Sehen wir aktuell eine Trendwende?

AV: Es gibt zumindest eine deutliche Belebung des Interesses. Die Zinswende hat zu spürbaren Bewertungsanpassungen geführt. Viele Objekte sind heute attraktiver bewertet als noch vor einigen Jahren. Gleichzeitig nähern sich die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern wieder an. Das schafft die Grundlage für mehr Transaktionen und eröffnet langfristig orientierten Investoren neue Chancen.

NS: Was macht Wohnimmobilien heute wieder interessant?

AV: Wohnimmobilien bieten Eigenschaften, die institutionelle Anleger schätzen: stabile laufende Erträge, einen gewissen Inflationsschutz und langfristige Wertsteigerungspotenziale. Zudem bleibt die Nachfrage nach Wohnraum in Europas Ballungsräumen hoch. Diese Fundamentaldaten haben sich durch die Zinswende nicht verändert.

NS: Welche Rolle spielt die internationale Perspektive?

AV: Eine sehr wichtige. Oft wird vom europäischen Wohnungsmarkt gesprochen, tatsächlich unterscheiden sich die einzelnen Länder aber erheblich. Deshalb betrachten wir nicht nur aktuelle Kennzahlen, sondern auch die langfristigen strukturellen Treiber eines Marktes. Dabei analysieren wir die Entwicklung von Wohnungsbestand, Bevölkerungsentwicklung, Urbanisierung und Bautätigkeit.

NS: Also ein differenzierter Blick auf die einzelnen Wohnungsmärkte. Nach welchen Kriterien bewertest du konkret attraktive Investmentstandorte?

AV: Den Kern unserer Investmententscheidungen bilden 3 Säulen: Markt- und Lagequalität, Regulierung und Wertschöpfungspotenzial. Wir analysieren dabei sowohl makroökonomische Rahmenbedingungen als auch lokale Nachfrage-, Preis- und Regulierungsstrukturen. Entscheidend ist, diese Faktoren zu einem stimmigen Gesamtbild zusammenzuführen. Viele Chancen und Risiken von heute sind das Ergebnis jahrelanger, teilweise jahrzehntelanger Entwicklungen. Wer diese versteht, kann attraktive Standorte identifizieren und Portfolios langfristig stabil aufstellen.

NS: Welches Fazit sollten institutionelle Anleger aus der aktuellen Marktsituation ziehen?

AV: Nach einer Phase der Anpassung sehen wir wieder attraktive Einstiegsmöglichkeiten. Erfolgreiches Investieren erfordert allerdings mehr denn je Marktkenntnis, Selektivität und einen langfristigen Anlagehorizont. Die Kombination aus lokaler Expertise, internationalem Research und aktiver Bewirtschaftung ist dabei aus unserer Sicht ein entscheidender Erfolgsfaktor.

Nicolai Schmid, Director Institutional Sales
Andreas Veithoefer, Real Estate Research



Der neue Konkurrent am langen Ende

Der Rückgang langfristiger Renditen nach der im Juni erzielten Verständigung zwischen Iran und den USA war nur von kurzer Dauer. Öl- und europäische Gaspreise stiegen erneut deutlich, als sich abzeichnete, dass der Konflikt länger dauern könnte als zunächst eingepreist. Für die Zentralbanken ist dies ein unangenehmes Umfeld: Selbst wenn Zweitrundeneffekte bislang begrenzt erscheinen, können sie einen erneuten Energieschock nicht einfach ignorieren. Doch die jüngste Bewegung am langen Ende allein mit Öl und Gas zu erklären, greift zu kurz.

Neben Staaten tritt inzwischen ein neuer Großemittent auf den Plan: die künstliche Intelligenz. Genauer gesagt sind es die fünf Hyperscaler Meta, Alphabet, Amazon, Microsoft und Oracle, deren Investitionen in Rechenzentren, Chips und Stromversorgung einen immer größeren Teil der globalen Ersparnisse absorbieren. Lange konnten diese Unternehmen ihre Investitionen weitgehend aus dem laufenden Cashflow finanzieren. Mit dem Sprung der Kapitalausgaben hat sich das geändert. 2026 haben sie bis Anfang September bereits mehr als 200 Milliarden US-Dollar am Anleihemarkt aufgenommen – mehr als doppelt so viel wie im gesamten Vorjahr. Erfasst sind dabei nur ihre direkt begebenen Investment-Grade-Anleihen. Strukturierte, private oder über Zweckgesellschaften finanzierte Rechenzentrumsprojekte kommen noch hinzu.



„Der KI-Boom verändert die Spielregeln am langen Ende der Zinskurve.“

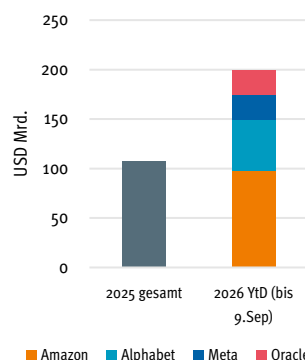
Fabian Wilhelm
Senior Portfolio Manager Active Fixed Income Macro

Die Größenordnung ist bemerkenswert. Die Bank of England stellte bereits im Sommer fest, dass die Emissionen dieser fünf Unternehmen über alle Währungen hinweg ungefähr dem zeitgleichen Volumen britischer Staatsanleihen entsprachen. Der Vergleich ist daher als Maßstab für das globale Kapitalangebot zu verstehen, nicht als reine Sterling-Gegenüberstellung. Für das Gesamtjahr werden rund 240 bis 250 Milliarden US-Dollar an Hyperscaler-Anleihen erwartet, verglichen mit etwa 310 Milliarden US-Dollar für die britische Bruttoemission. Fünf Unternehmen bringen währungsübergreifend damit fast so viel neues Papier an den Markt wie ein G7-Staat.

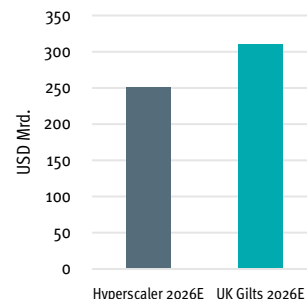
Entscheidend ist nicht nur das Volumen, sondern auch die Laufzeit. Um Vermögenswerte mit jahrzehntelanger Nutzungsdauer zu finanzieren, emittieren die Technologieunternehmen bevorzugt lange Anleihen. Alphabet platzierte im Februar sogar eine hundertjährige Sterling-Anleihe. Für Pensionskassen und Versicherungen sind solche Titel attraktiv: Sie liefern die gesuchte Duration, besitzen hohe Bonität und bieten zugleich einen Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen. Genau dadurch konkurrieren sie unmittelbar mit Treasuries, Gilts und Bundesanleihen um die gleichen Bilanzen und Risikobudgets.

Auf der Emittentenseite kommt hinzu, dass die Hyperscaler weniger preissensitiv sind als viele klassische Unternehmen. Ihre Profitabilität ist hoch, während das strategische Risiko, im KI-Wettlauf zu wenig zu investieren, als noch größer gilt als ein paar zusätzliche Basispunkte Finanzierungskosten. Steigen die Renditen, verschwindet das Angebot daher nicht automatisch. Die Nachfrage muss stattdessen über höhere Renditen oder breitere Kreditaufschläge mobilisiert werden. Beides kann auf Staatsanleihen ausstrahlen.

Direkt IG-Anleihen der Hyperscaler



Erwartetes Emissionsvolumen 2026



Direkte Anleihen der Muttergesellschaften, währungsübergreifend, in US-Dollar umgerechnet, Rundungs- und FX-Differenzen möglich, SPV-Finanzierungen nicht enthalten
Quellen: Unternehmensangaben, Bloomberg, Bank of England, Reuters

Damit verändert der KI-Boom auch das makroökonomische Narrativ. Über viele Jahre dominierte die Vorstellung einer globalen Ersparnisschwemme: Zu viel Kapital traf auf zu wenige Investitionsmöglichkeiten und drückte den natürlichen Zins. Nun verschiebt sich das Verhältnis. Die Investitionen der Hyperscaler dürften 2026 bereits mehr als zwei Prozent der US-Wirtschaftsleistung entsprechen und bis 2028 in Richtung einer Billion US-Dollar steigen. Produktivitätsgewinne könnten Inflation und Staatsfinanzen langfristig entlasten. Zunächst aber muss die Infrastruktur gebaut und finanziert werden. Der Kapitalbedarf steigt heute, die erhofften Erträge liegen in der Zukunft.

Auch die Politik nimmt die neue Angebotskonkurrenz wahr. US-Finanzminister Scott Bessent verwies im August auf das hohe Unternehmensangebot, als das Treasury größere Rückkäufe langlaufender Anleihen ankündigte. Solche Käufe können die Marktliquidität verbessern und einzelne Laufzeitsegmente entlasten. Sie beseitigen jedoch weder das staatliche Defizit noch den privaten Investitionsbedarf. Entsprechend kurzlebig war die Reaktion der Renditen.

Für Anleger folgt daraus keine simple Wette gegen Staatsanleihen. Ein schärferer Abschwung, ein Ende des Investitionsbooms oder enttäuschende KI-Erträge könnten den Kapitalbedarf rasch reduzieren. Solange aber Regierungen und Hyperscaler gleichzeitig um langfristiges Kapital werben, bleibt die Messlatte für sinkende Renditen hoch. Das spricht für eine höhere reale Verzinsung, eine robustere Laufzeitprämie und steilere Zinskurven, als es der erwartete Pfad der Leitzinsen allein nahelegt. Die künstliche Intelligenz mag künftig viele Knappheiten verringern. Im Moment schafft sie zunächst eine neue: knappes Kapital am langen Ende.

Wenn Aktien fallen und Zinsen steigen: Welche Assets Schutz bieten können

Die klassische Multi-Asset-Allokation basiert auf der Diversifikation zwischen Aktien und Staatsanleihen. Fallen Aktien, können Kursgewinne der Anleihen die Verluste häufig zumindest teilweise ausgleichen. Diese Beziehung ist jedoch nicht stabil. Es gibt Phasen, in denen Aktien fallen und gleichzeitig die Renditen von Anleihen steigen. Da steigende Renditen mit fallenden Anleihekursen einhergehen, verlieren dann beide zentralen Bausteine traditioneller Multi-Asset-Portfolios gleichzeitig an Wert. Für Investoren gehören solche Phasen zu den anspruchsvollsten Marktumfeldern.

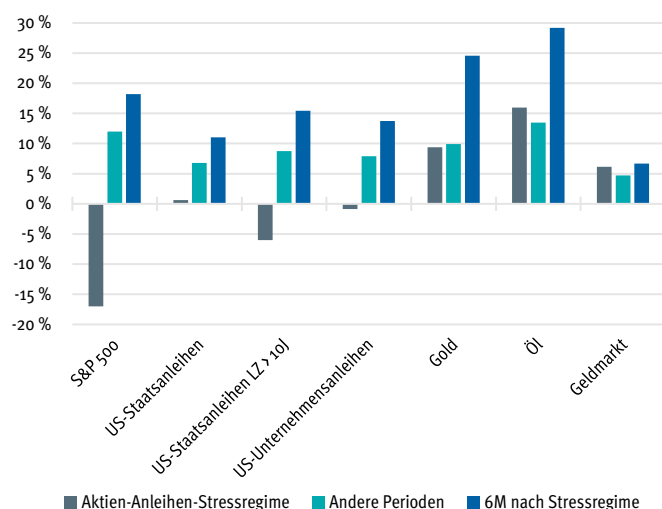
2022 war ein prominentes Beispiel für ein solches Umfeld. Die Kombination aus hoher Inflation, einer aggressiven Straffung der Geldpolitik und geopolitischen Unsicherheiten führten sowohl am Aktien- als auch am Anleihemarkt zu deutlichen Verlusten. Die positive Korrelation zwischen beiden Anlageklassen stellte klassische Diversifikationsansätze infrage.

Auch aktuell könnten geopolitische Spannungen, mögliche Energieschocks oder Lieferkettenprobleme erneut zu einem Umfeld aus steigenden Zinsen und fallenden Aktienkursen führen. Ein solches Szenario ist ein wichtiges, vielleicht sogar das dominierende Risikoszenario derzeit. Insofern analysieren wir in einer Art What-If-Analyse, wie sich Asset Returns in solchen Phasen in der Vergangenheit entwickelt haben.

Analyseansatz

Wir identifizieren Marktphasen, in denen der S&P 500 mehr als 10 Prozent unter seinem letzten Hoch notiert und die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen mindestens 50 Basispunkte in den letzten sechs Monaten angestiegen ist. Diese Phasen bezeichnen wir als „Aktien-Anleihen-Stressregime“. Untersucht werden die USA als größter und liquidester Kapitalmarkt über den Zeitraum. Darüber hinaus ist für die USA die verfügbare Datenhistorie am besten. Der Untersuchungszeitraum beginnt im Jahr 1973 und umfasst damit mehrere Inflationszyklen, Rezessionen, geopolitische Krisen sowie unterschiedliche geldpolitische Regime.

Annualisierte durchschnittliche Renditen je Phase



Betrachtet werden US-Aktien, US-Staatsanleihen, US-Unternehmensanleihen, Cash, Gold und Öl. Für jede Regimephase werden auf Basis von Monatsdaten annualisierte Renditen und Volatilitäten berechnet.

Aktien-Anleihen-Stressregime sind häufiger als stagflationäre Phasen

Die identifizierten historischen Aktien-Anleihen-Stressregime umfassen Zeiträume in den 1970ern, insbesondere längere Phasen in den Jahren 1974 und 1978, in den 1980ern, beispielsweise rund um den Black Monday ebenso wie Phasen in den 2000ern und die bereits genannte Phase hoher Inflation und steigender Zinsen 2022 und 2023.

Oft sind dies Phasen hoher Inflation und daraus folgender restriktiver Geldpolitik. Manchmal ist das kombiniert mit schwachem Wachstum, also stagflationäre Phasen wie 1974. Aktien-Anleihen-Stressregime umfassen jedoch nicht ausschließlich stagflationäre Phasen, sondern sind häufiger. Beispielsweise 1987 war das Wachstum recht positiv, die Zinsen hoch und ansteigend, als am Black Monday der Aktiencrash kam.



*„Anleihen federn
Aktienverluste oft ab,
aber eben nicht immer.“*

Andreas Reuß
Senior Analyst Research – Quant

► Ergebnisse:

Nur wenige Assetklassen liefern signifikant positive Erträge

Die Analyse bestätigt, dass Phasen fallender Aktien bei gleichzeitig steigenden Zinsen historisch schwierig für diversifizierte Portfolios sind. Aktien verzeichnen im Mittel negative Renditen. Gleichzeitig geraten auch Staats- und Unternehmensanleihen unter Druck und liefern deutlich geringere Erträge als in normalen Marktphasen. Anleihen mit langer Laufzeit und Unternehmensanleihen liefern sogar negative Returns in solchen Phasen. Der traditionelle Diversifikationsmechanismus funktioniert damit nur eingeschränkt.

Signifikant positive Renditen erzielten vor allem Cash, Gold und Öl.

► Cash:

Stabilität statt Rendite

Cash bzw. Geldmarktanlagen erwiesen sich als robust. Während viele Anlageklassen Verluste verzeichneten, erzielte Cash im Durchschnitt positive und sogar höhere Erträge als in normalen Phasen. Mit durchschnittlich 6,16 Prozent p. a. übertraf Cash im Aktien-Anleihen-Stressregime sämtliche betrachteten Anleiheindizes. Hintergrund sind steigende Kurzfristzinsen, von denen Geldmarktanlagen profitieren, ohne die Kursverluste länger laufender Anleihen tragen zu müssen.

► Gold:

Diversifikator in Krisenzeiten

Gold erzielte in den untersuchten Phasen ebenfalls positive Renditen von 9,39 Prozent p. a. Die Ergebnisse unterstreichen seine Rolle als potenzieller Diversifikator in Zeiten erhöhter Unsicherheit und Inflations Sorgen. Allerdings ging dies mit einer erhöhten Volatilität von rund 22 Prozent einher.

► Öl:

Höchste Renditen, höchste Risiken

Die höchsten Renditen aller betrachteten Assets erzielte Öl mit durchschnittlich 15,97 Prozent p. a. im Aktien-Anleihen-Stressregime gegenüber 13,46 Prozent p. a. in normalen Zeiten. Die Kehrseite ist eine sehr schiefe Renditeverteilung: So hat Öl nur in 36 Prozent der Monate im Aktien-Anleihen-Stressregime eine positive Rendite erzielt. Öl ist die risikoreichste Anlageklasse der Untersuchung und wegen der Schiefe nur bedingt als Diversifikator im Portfolio geeignet.

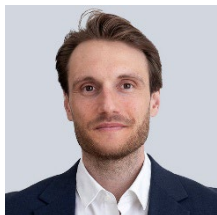
Fazit

Historische Phasen steigender Zinsen bei gleichzeitig fallenden Aktienkursen gehören zu den schwierigsten Marktregimen für traditionelle Multi-Asset-Portfolios. Die Analyse seit 1973 zeigt, dass vor allem Cash, Gold und Öl in solchen Perioden positive Renditen erzielen konnten. Während Cash Stabilität bietet und Gold als Krisen- und Inflationsschutz fungiert, lieferte Öl die höchsten Erträge, allerdings bei deutlich höheren Schwankungen und Risiken. Für Investoren sprechen die Ergebnisse für eine breitere Diversifikation – auch durch Beimischung von Gold und höheren Cash-Quoten, insbesondere in Zeiten geopolitischer Risiken und möglicher Inflationschocks.

Was die Analyse jedoch auch zeigt: In den Monaten nach dem Ende solcher Phasen haben alle Assets historisch dann jedoch überdurchschnittlich hohe Returns gehabt, insbesondere auch Aktien und Staatsanleihen mit langer Laufzeit. Es lohnt sich also durchzuhalten beziehungsweise die Asset-Allokation nach solchen Phasen wieder auf das ursprüngliche Gewicht zurückzustellen.

Die stille Volatilität: Warum das Risiko unterhalb der Indexebene steigt

Die Aktienmärkte senden derzeit widersprüchliche Signale. Im bisherigen Jahresverlauf 2026 blieb die Volatilität großer Indizes über weite Strecken vergleichsweise niedrig. Unterhalb der Oberfläche hat sich das Risikobild jedoch deutlich verändert: Einzelaktien bewegen sich stärker, während ihre Korrelation untereinander gefallen ist.



„Unterhalb der Oberfläche hat sich das Risikobild jedoch deutlich verändert.“

Fabian Bachl
Portfolio Manager Globale Aktien

Mathematisch ist dieser scheinbare Widerspruch leicht erklärbar: Die Volatilität eines Index hängt nicht nur von der Volatilität seiner Bestandteile, sondern wesentlich von deren Korrelation ab. Steigen und fallen Aktien zu unterschiedlichen Zeitpunkten, gleichen sich ihre Bewegungen im Index teilweise aus. Die niedrige Indexvolatilität ist deshalb kein Beleg für ein risikoarmes Marktumfeld. Sie kann vielmehr Ausdruck einer hohen, aber gegenläufigen Aktivität auf Einzeltitelebene sein.

Eine veränderte Marktstruktur verstärkt die Streuung

Ein erster struktureller Treiber ist der Aufstieg großer Multi-Strategy-Plattformen. Diese Fonds verteilen Kapital auf zahlreiche spezialisierte Teams, begrenzen deren Faktor-, Sektor- und Marktexposures jedoch durch enge Risikobudgets. Die typische Umsetzung ist markt-, sektor- und zunehmend faktorneutral. Neben klassischen Faktoren wie Value, Momentum oder Quality werden inzwischen detailliertere Exposures neutralisiert, etwa gegenüber KI-Investitionen, Strombedarf, Lieferketten, Zöllen oder geopolitischen Risiken. Damit konzentriert sich das verbleibende Risiko stärker auf relative Unternehmensentwicklungen. Positive Nachrichten in einer Aktie werden häufig durch Short-Positionen in vermeintlichen Verlierern desselben Themas finanziert. Das erhöht die Bewegung einzelner Titel, ohne zwangsläufig die Volatilität des Gesamtmarktes anzuheben.

Ein zweiter, eng verwandter Treiber ist die zunehmende Nutzung thematischer Aktien-Baskets. Beispiele dafür sind „KI-Gewinner versus KI-Verlierer“ oder „Onshoring versus Offshoring“. Solche Baskets übersetzen komplexe Narrative direkt in Long-Short-Positionierungen. Ihre systematische Absicherung reduziert Markt- und Sektor-Beta, kann aber die Kursdifferenzen innerhalb eines Sektors verstärken. Die Bedeutung thematischer Anlagen ist in den letzten Jahren strukturell gestiegen.

Fundamentaldaten werden schneller verarbeitet, Geschäftsmodelle vor dem Scheideweg

Der dritte Treiber ist die breitere und schnellere Verfügbarkeit von Informationen. Neue spezialisierte Research-Anbieter liefern zunehmend detaillierte Daten zu Lieferketten, Preisen, Kapazitäten,

App-Nutzung oder Stellenanzeigen. Gleichzeitig ermöglicht generative KI, Geschäftsberichte, Transkripte und alternative Datensätze nahezu in Echtzeit zu analysieren. Damit werden neue inkrementelle Entwicklungen schneller in Aktienkursen verarbeitet. Das verbessert in Theorie die Preiseffizienz, begünstigt aber zugleich Überreaktionen: Dieselbe Information kann von verschiedenen Modellen unterschiedlich interpretiert und anschließend über ähnliche Signale gehandelt werden. Der Preisfindungsprozess wird schneller, jedoch nicht zwingend zuverlässiger.

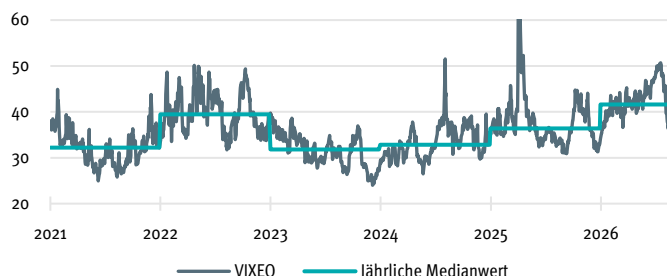
Der vierte Treiber ist fundamental. KI verändert nicht nur Wachstumsraten, sondern potenziell die Geschäftsmodelle ganzer Branchen. Noch ist unklar, welche Unternehmen über proprietäre Daten, Distribution oder ausreichende Preissetzungsmacht verfügen und welche Produkte durch KI substituiert werden. Gleichzeitig schaffen Investitionen in Rechenzentren, Halbleiter, Stromnetze und Automatisierung neue Gewinner. Diese Unsicherheit führt zu häufigeren und größeren Revisionen langfristiger Umsatz-, Margen- und Kapitalrenditeannahmen.

Konsequenzen für die Portfoliokonstruktion

Für Portfoliomanager ist die wichtigste Schlussfolgerung, dass historisch geschätzte Risikomodelle strukturelle Veränderungen nur verzögert erfassen. Selbst ein einjähriges Korrelationsfenster kann bereits zu lang sein, wenn neue Themen und Handelsstrategien erst seit wenigen Quartalen relevant sind. Tracking-Error-Modelle, die primär auf historischen Sektor- und Stilfaktoren beruhen, können daher das zukünftige aktive Risiko unterschätzen.

Portfoliokonstruktion muss stärker nach vorne schauen. Neben klassischen Faktoren sollten thematische Exposures wie KI-Substitution, Rechenzentrumsinvestitionen, Energieverfügbarkeit, Reshoring oder regulatorische Sensitivität explizit modelliert werden. Ergänzend sind kürzere Korrelationsfenster, Szenarioanalysen und Stresstests für Korrelationssprünge erforderlich. Besonders wichtig ist die Aggregation scheinbar unabhängiger Positionen entlang gemeinsamer ökonomischer Narrative.

Einzelaktien-Volatilität



Die niedrige Indexvolatilität sollte daher nicht als Entwarnung verstanden werden. Solange Kapital in faktor- und marktneutrale Strategien fließt und KI gleichzeitig die fundamentale Unsicherheit erhöht, dürfte die Einzelaktien-Volatilität strukturell hoch bleiben. Für aktive Investoren verbessert das die Chance auf Alpha. Gleichzeitig steigt jedoch das Risiko, dass traditionelle Modelle genau jene neue Form der Volatilität unterschätzen, die sie eigentlich kontrollieren sollen.

Notenbanken und die Zinswende: Getriebene oder Taktgeber?

Podcast Folge 4

Dr. Jürgen Callies, Head of Research

moderiert von Alexander George, Director Institutional Sales

Geopolitische Spannungen, steigende Energiepreise und zunehmender politischer Druck prägen das Umfeld der großen Notenbanken. Während die Institutionen vor ähnlichen Herausforderungen zu stehen scheinen, zeigen sich in der Geldpolitik durchaus unterschiedliche Akzente und Reaktionsmuster. Unsere Einblicke und Einschätzungen zu „den großen Drei“ FED, EZB & BOJ sowie zu den geopolitischen Herausforderungen für die Notenbanken hören Sie in unserem aktuellen Podcast.

MEAG Börsen-Podcast – Kompakt, fundiert, auf den Punkt.



Jetzt anhören



Als Asset Manager von Munich Re Group steht MEAG für langfristigen Mehrwert für ihre Kunden: Mit aktiver Investment-Exzellenz, führender Risikoexpertise und individuell zugeschnittenen Lösungen. Aktuell werden rund 374 Milliarden Euro verwaltet, davon 64 Milliarden Euro für private und institutionelle Investoren (Stand 06/2026). Verlässlichkeit, Innovationskraft und langfristiger Erfolg stehen dabei im Mittelpunkt.

Ihr Kontakt:

+49 89 2489-2929

view@meag.com



Abonnieren Sie uns!

Bleiben Sie mit unseren Newslettern auf dem Laufenden.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von 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 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 September 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.

Fotos Nikada | iStock und jean-marc payet | Getty Images