

Wissen entscheidet.

Generiert mit KI

Highlights

*aus dem Asset Management –
Märkte & Meinungen*

UNTER DRUCK

Wie Energie, Inflation und Verschuldung
die Kapitalmärkte beeinflussen

SONDERTHEMEN

Bessents Buybacks:

Kann das US-Treasury die steigenden
Renditen in Schach halten?

Verzahnte Portfoliostruktur:

Warum nicht-börsennotierte Infrastruktur
Equity- und Debt-Fonds in ein gemeinsames
Mandat gehören

16

AUSGABE 09/26

Helaba Invest

Inhalt

01

Seite 4

Märkte

Weltbild	5
Renten & FX	7
Credit	8
Aktien	9
Multi Asset	10
Immobilien	11
Infrastruktur	12
Fazit – Assetklassen	13

02

Seite 14

Meinungen

Bessents Buybacks: Kann das US-Treasury die steigenden Renditen in Schach halten?	14
Verzahnte Portfoliostruktur: Warum nicht-börsennotierte Infrastruktur Equity- und Debt-Fonds in ein gemeinsames Mandat gehören	19





Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



Editorial

Liebe Investorinnen und Investoren,

hinter uns liegt ein Sommer, der den Kapitalmärkten trotz anhaltender geopolitischer Brandherde – insbesondere des schwelenden Konflikts im Nahen Osten – eine beachtliche Widerstandskraft abverlangt hat. Während die Aktienmärkte in diesem Umfeld neue Allzeithochs ausbildeten und sich auch die Creditmärkte robust zeigten, litten die Zinsmärkte unter erneut aufflammenden Inflationsängsten. Für Auftrieb bei den Renditen sorgten zudem die mangelnde Haushaltsdisziplin der Industrieländer sowie die Sorge vor einer zunehmenden politischen Einflussnahme auf die FED in den USA. Ebenso erhöhte die durch den neuen Notenbankchef Kevin Warsh proklamierte Abkehr von der klassischen „Forward Guidance“ die geldpolitische Unsicherheit unter institutionellen Anlegern.

Die Normalisierung der globalen Konjunktur verläuft mithin auf Zickzackkurs. Wenngleich wichtige Frühindikatoren eine moderate Erholung der Weltwirtschaft signalisieren, fußt diese maßgeblich auf der Fortsetzung des KI-Booms. Der Markt verbindet damit die Hoffnung, dass die enormen Investitionen im Bereich der künstlichen Intelligenz einen nachhaltigen Innovations- und Effizienzschub in weiteren Wirtschaftssektoren auslösen. Der Beweis, dass sich diese Investitionen im Billionenbereich am Ende vollumfänglich monetarisieren lassen und nicht in „Sunk Costs“ münden, steht allerdings noch aus. Insofern bewegt sich die Weltwirtschaft auf einem schmalen Pfad zwischen berechtigtem Wachstumsoptimismus und dem Risiko spürbarer Bewertungskorrekturen, sollten die hohen Erwartungen enttäuscht werden.

In der vorliegenden Ausgabe unseres Newsletters zeigen wir auf, in welchen Assetklassen sich jetzt attraktive Opportunitäten bieten, arbeiten jedoch auch die schlummernden Risiken präzise heraus. In einem Kapitalmarktumfeld, das von ambi-

tionierten Bewertungen bei den Risikoassets geprägt ist, steht eines fest: Aktives Management wird in den kommenden Quartalen zum zentralen Schlüsselfaktor für den Anlageerfolg!

Darüber hinaus richten wir den Blick auf zwei strategische Sonderthemen, die für institutionelle Portfolios aktuell von hoher Relevanz sind:

Bessents Eingriff am US-Staatsanleihenmarkt: Dr. Christoph Ostermair und Dr. Christopher Thiem werfen einen Blick auf die US-Staatsverschuldung und das erweiterte Buyback-Programm des US-Finanzministeriums. Sie analysieren, ob die Maßnahmen den Renditedruck am langen Ende vorübergehend abfedern können und wo die Grenzen einer fiskalisch getriebenen Ertrags- und Zinssteuerung liegen.

Infrastruktur integriert steuern: Max Glöckner zeigt auf, welche Risikovorteile und Renditepotenziale sich heben lassen, wenn ungelistete Infrastructure-Equity- und -Debt-Ansätze in einer ganzheitlichen Strategie perfekt zusammenspielen.

Herausfordernde Märkte sind immer auch die Stunde der Gestalter. Nutzen wir diese Dynamik gemeinsam als Chance: Ich wünsche Ihnen viel Freude bei der Lektüre und jede Menge inspirierende Impulse für eine erfolgreiche und zuversichtliche Portfolioarbeit!

Ihr 

Olaf Tecklenburg
Geschäftsführer



01

Märkte

Unsere Einschätzungen zu
den Kapitalmärkten

Kapitalmärkte unter Druck

Generiert mit KI





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Geopolitisch getriebener Energiepreisdruck verstärkt Inflations- und Renditedynamik

Die geopolitische Lage bleibt der zentrale Risikofaktor an den Finanzmärkten. Der Iran-Krieg erscheint zunehmend festgefahren. Mit einer Verhandlungslösung rechnen wir auf absehbare Zeit nicht, da diese einen längeren Vorlauf und spürbaren ökonomischen Druck erfordern dürfte. Von daher halten wir zunächst noch weitere Eskalationen für wahrscheinlich. Verspannungen bei Gas und Kraftstoffen nehmen deutlich zu und hinterlassen Spuren in Form von hartnäckigen Inflationsraten, steigenden Staatsanleiherenditen und einer falkenhaften Notenbankpolitik. Das Umfeld aus dauerhaft erhöhten Energiepreisen, geldpolitischer Straffung und Bewertungsrisiken erhöht die Volatilität. Umso entscheidender bleibt eine gezielte, ausbalancierte Portfoliostruktur: Hohe Effektivverzinsungen im Fixed Income-Bereich, defensiv ausgerichtete Aktienfaktoren und eine breite regionale und sektorale Diversifikation bieten Lösungen, um die Phase erhöhter Unsicherheit zu überstehen.



KONJUNKTUR: Wachsende Abwärtsrisiken durch Energiepreisdruck

Die Geopolitik und stark gestiegene Energiekosten belasten die globale Konjunktur zunehmend. In der Eurozone bleibt die Erholung fragil: Nach Nullwachstum in Q1 zog das Wachstum in Q2 zwar auf 0,6 % an, verliert im zweiten Halbjahr aber wohl wieder etwas an Dynamik. Schwache Industriedaten, anhaltender Energiepreisdruck und erfolgte bzw. bevorstehende Zinsanhebungen der EZB trüben den Ausblick. Auch in den USA wird das Wachstum durch hohe Energie- und Zinskosten im

zweiten Halbjahr ausgebremst, wenngleich der KI-Investitionsboom weiterhin stützend wirkt. China stabilisiert sich exportgetrieben am unteren Ende des Zielkorridors von 4,5 – 5,0 %, bietet bei schwacher Binnennachfrage jedoch wenig globale Impulse. Insgesamt verschärfen sich die Abwärtsrisiken: Unser Ausblick für 2026 bleibt leicht unter dem Konsensus, während der für 2027 erwartete Aufholeffekt an eine schrittweise geopolitische Entspannung gekoppelt ist.



INFLATION: Energiepreise dämpfen Hoffnung auf raschen Inflationsrückgang

Die Notenbanken haben auf den anhaltenden Inflationsschub mit einer weiteren Straffung ihrer Geldpolitik reagiert. Die EZB hob den Einlagensatz im September mit einem zweiten Zinsschritt auf 2,5 % an. Unter dem Eindruck des Nahost-Konflikts und besorgniserregend hoher Energiepreise präsentiert sich die EZB zunehmend falkenhaft. Am Markt werden bis Mitte 2027 mittlerweile mehr als drei weitere Zinsschritte eingepreist – aus unserer Sicht überzogen! In den USA hat die FED nach

einer längeren Zinspause im September nachgezogen und die Leitzinsen auf rund 3,9 % angehoben. Da die Inflation in den USA nicht nur angebotsseitig getrieben ist, gerät die FED unter Zugzwang. Für Mitte 2027 wird ein Zinsgipfel von etwa 4,5 % erwartet – auch das scheint übertrieben! Solange die Energiepreise hoch bleiben, ist mit einer baldigen Entspannung beim Zinspfad jedoch nicht zu rechnen.



NOTENBANKEN: Geldpolitik schaltet wieder auf Straffung

Die Notenbanken reagieren auf den anhaltenden Inflationsschub mit einer strafferen Gangart. Für die EZB stand im Juni eine erste Zinsanhebung um 0,25 % auf einen Einlagensatz von 2,25 % an, womit Frankfurt Entschlossenheit signalisierte. Der weitere Pfad hängt jedoch stark von den Energiepreisen ab. Der Markt preist mittlerweile zwei weitere Zinsschritte ein, was wir für überzogen halten (siehe Abbildung).

Die FED dürfte die Zinspause angesichts der Teuerungs-dynamik zunächst verlängern und dann im dritten Quartal die Leitzinsen auf 3,75 – 4,0 % erhöhen. Die hohe Inflation ist, anders als im Euroraum, nicht nur auf den Angebotschock zurückzuführen, so dass die FED zunehmend unter Handlungsdruck gerät. Damit rückt die Preisstabilität wieder unmissverständlich in den Fokus. Die Risiken für die Zinspfade bleiben asymmetrisch nach oben verschoben.





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM

Abteilungsleiter

Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX



KAPITALMÄRKTE: Höhere Renditen nutzen, Qualität bevorzugen, diversifizieren!

Im Fixed Income-Segment prägt der kräftige Renditeanstieg die Märkte. Bei zehnjährigen **Bundesanleihen** halten wir ein Niveau von knapp 3,5 % für ein attraktives Einstiegsniveau. Bei **europäischen Staatsanleihen** gewichten wir Italien gegenüber Deutschland und Frankreich weiterhin über. **Covered Bonds** bleiben ein verlässlicher Anker mit stabilem Carry bei begrenztem Einengungspotenzial. **US-Staatsanleihen** gewichten wir angesichts des Renditedrucks am langen Ende weiterhin unter, sehen aber bei steigenden Realrenditen baldige Einstiegschancen. Währungsseitig erwarten wir bis Jahresende eine leichte Abschwächung des **US-Dollars** gegenüber dem **Euro**. Im Credit-Segment erweist sich die robuste Konjunktur als konstruktives Umfeld, in dem die hohe Effektivverzinsung („Carry is King“) ein solides Schutzpolster gegen zinsbedingte Kursverluste bildet. Bei **IG-Corporates** zeigen sich die Spreads stabil, sodass die Performance primär zinsgetrieben ist. Hochzinssegmente wie **High Yield** und **EM-Anleihen** überzeugen durch deutliche Mehrträge und sich einengende Risikoprämien. Angesichts attraktiver Renditen und intakter Fundamentaldaten nutzen wir speziell bei EM-Anleihen Rücksetzer für selektive Zukäufe.

Die globalen **Aktienmärkte** bewegen sich im Spannungsfeld aus intaktem KI-Trend, Bewertungsrisiken und steigenden Zinsen. Während US-Märkte konsolidieren und stark von Mega Cap Tech-Werten geprägt bleiben, gewinnt die Marktbreite an Bedeutung: Neben Momentum überzeugen Value- und Dividendenstrategien. Europa punktet mit moderaten Bewer-

tungen sowie als indirekter Zulieferer des KI-Ausbaus. Im **Multi Asset**-Kontext bleiben wir moderat konstruktiv: Das Aktien-Beta halten wir dank robuster Gewinne leicht positiv, während wir regional die USA und Japan gegenüber Europa bevorzugen. Zur Stabilisierung setzen wir in Europa auf defensive Sektoren wie Gesundheit und Versorger. Rentenseitig nutzen wir den Renditeanstieg für selektiv längere Duration und Relative Value-Positionierungen.

Der **Immobilienmarkt** entwickelt sich positiv, bleibt aber hinter den Erwartungen zurück. Das anhaltend höhere Zinsniveau wirkt weiterhin belastend. Während erstklassige Lagen und moderne Objekte dank hoher Ertragssicherheit und Nebenkostenvorteilen gefragt sind, bleibt das Umfeld abseits davon rau. Chancen bieten auch künftig ausgewählte Nischen, Teilssegmente und Länder – entscheidend ist ein aktives operatives Management. Der **Infrastrukturmarkt** zeigt sich dank seiner weitgehenden Konjunkturunabhängigkeit erneut robuster. Einem hohen Investitionsbedarf sowie attraktiven Treibern wie Förderprogrammen und dem Wandel des Energiemixes stehen wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheiten gegenüber. Der Transaktionsmarkt bleibt jedoch aktiv, wenngleich Anleger selektiver agieren. ■

Abbildung: Szenarien im Nahost-Konflikt

Szenario 1:

Diplomatische Stabilisierung (15%)

Diplomatische Bemühungen führen kurzfristig doch noch zu einer haltbaren Übergangslösung. Die Angriffe stoppen, der Schiffsverkehr durch die Straße von Hormus normalisiert sich. Es folgen weitere Detailverhandlungen.

- / Energiepreise fallen zurück; Brent-Öl bei 60-80 USD, NL-Gas bei 45-60 EUR
- / Nachlassender Inflationsdruck lässt der Geldpolitik schnell wieder mehr Spielraum; Risikoassets profitieren von der Entspannung

Szenario 2:

Bewaffneter Schwebezustand (50%)

Die Vermittlungen ziehen sich hin. Begrenzte beiderseitige Angriffe und maritimer Druck halten zunächst an. Gleichzeitig stützen Alternativrouten das Energieangebot. Bis zum Jahresende wird aber zumindest eine stufenweise Deeskalation in die Wege geleitet.

- / Energiepreise bleiben erhöht; Brent-Öl bei 80-110 USD, NL-Gas bei 60-85 EUR
- / Anhaltender Kosten- und Inflationsdruck belastet Wachstum; Geldpolitik im Zielkonflikt, Märkte volatiler

Szenario 3:

Regionaler Energiekrieg (35%)

Die Sicherheitslage eskaliert, der Schiffsverkehr kommt weitgehend zum Erliegen und die Angriffe weiten sich unter Beteiligung von Irans Stellvertretern auf die regionale Öl-, Gas- und Exportinfrastruktur aus. Begrenzte US-Bodenoperation denkbar.

- / Brent Öl bei 120+ USD, NL-Gas bei 100+ Euro
- / Ausgeprägter Stagflationschock; deutliche Korrektur bei Risikoassets und restriktivere Notenbankpolitik



Generiert mit KI

Quelle: Eigene Abbildung; Stand: 15. September 2026





Michael Merz
Gruppenleiter
Asset Management RentenFX

Bundesanleihen: Renditen auf 17 Jahres-Hoch

Der immer noch andauernde Krieg im Nahen Osten und die Blockade der Straße von Hormus trieben den Ölpreis (Brent) erstmals seit 2022 wieder über 100 USD. Zusammen mit dem Inflationsanstieg im Euroraum auf 3,3 % im August, global steigenden Renditen und einer überraschend robusten Konjunktur gerieten deutsche Bundesanleihen unter Druck: Die Rendite zehnjähriger Papiere stieg auf knapp 3,5 % – den höchsten Stand seit 2009. Obwohl die EZB den Leitzins im September wie erwartet um 0,25 % auf 2,50 % angehoben und keinen festen Zinspfad vorgegeben hat, preist der Markt bis Mitte nächsten Jahres drei weitere Zinsaufschläge ein. Wir halten diese Erwartungen für überzogen und den Spielraum für weitere Anhebungen für begrenzt. Renditen von 3,50 % für zehnjährige Bundesanleihen bieten daher ein attraktives Einstiegsniveau.

Euroland-Staatsanleihen: Risikoprämien robust, Frankreich erneut im Fokus

Trotz des deutlichen Renditeanstiegs am Gesamtmarkt hielten sich die Risikoprämien der Euroland-Staatsanleihen in den vergangenen Monaten weitgehend stabil. Die erhöhte Volatilität infolge des Nahost-Konflikts betraf auch im Sommer vor allem das absolute Zinsniveau. Eine breitere Ansteckung der EGB-Spreads blieb aus. Der Renditeabstand zehnjähriger italienischer Staatsanleihen (BTPs) zu Bundesanleihen bewegte sich zuletzt überwiegend in einer engen Spanne von rund 0,75 % – 0,85 %. Das ist erstaunlich, da Italien als besonders gasabhängige Volkswirtschaft vom Energiepreisschock überdurchschnittlich betroffen ist. Anders stellt sich die Lage in Frankreich dar: Dort belastet die politische Unsicherheit vor der Präsidentschaftswahl im Frühjahr den Haushalt 2027, da der Regierung eine eigene Mehrheit fehlt. Der Risikoaufschlag französischer Staatsanleihen (OATs) gegenüber Bundesanleihen stieg auf über 0,9 % – der höchste Stand seit der Euro-Krise 2012! Damit rentieren OATs inzwischen sogar über italienischen BTPs (siehe Abbildung). Fitch bestätigte zwar das A+ -Rating, droht bei ausbleibendem Defizitabbau jedoch mit einem negativen Ausblick. An unserer relativen Übergewichtung Italiens halten wir gegenüber Frankreich und Deutschland unverändert fest.

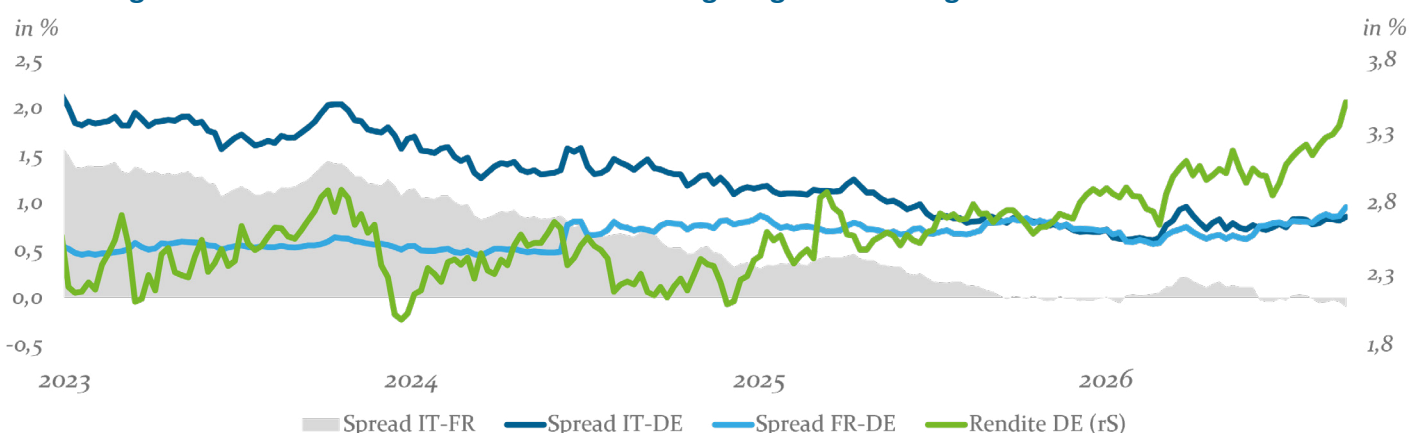
Covered Bonds: Stabiler Anker mit ambitionierter Bewertung

Trotz des kräftigen Renditeanstiegs zeigten sich die Risikoprämien von Covered Bonds bemerkenswert robust. Die Asset Swap-Spreads bewegten sich weitgehend seitwärts. Gegenüber Bundesanleihen notieren deutsche Pfandbriefe mit Aufschlägen von knapp 0,3 % nahe ihren engsten Niveaus seit der Corona-Pandemie und bei rund der Hälfte ihres langjährigen Durchschnitts. Nach der Sommerpause kehrte der Primärmarkt mit rund 20 Mrd. Euro Neuemissionsvolumen im August außergewöhnlich dynamisch zurück. Aufgrund der starken Nachfrage wurden Transaktionen oft mit geringen oder negativen Neuemissionsprämien platziert. Angesichts der engen Spreads gaben die Überzeichnungsquoten zuletzt zwar leicht nach, doch die strukturelle Nachfrage der stabilen Investorenbasis bleibt intakt. Wegen anstehender hoher Fälligkeiten wird eine weiterhin rege Emissionstätigkeit erwartet, was das Einengungspotenzial begrenzt. Covered Bonds unterstreichen damit erneut ihre Rolle als defensives Baustein-Investment mit verlässlichem Carry.

US-Staatsanleihen & EUR/USD: FED mit Zinsschritt, Laufzeitprämie unter Druck

US-Staatsanleihen stehen deutlich unter Druck: Die Rendite zehnjähriger Treasuries stieg seit Mitte Juni von 4,4 % auf fast 5 %, während 30-jährige Papiere mit über 5,3 % den höchsten Stand seit 20 Jahren erreichten. Treibende Kräfte sind eine Neubewertung der Notenbankpolitik unter dem neuen FED-Chef Warsh, der in Jackson Hole deutlich machte, dass die FED bei der Inflationsbekämpfung noch Arbeit vor sich habe und folgerichtig in der Sitzung im September mit einer Zinserhöhung nachlegte. Untermauert wird dies durch robuste Konjunkturdaten und immer noch zu hohe PCE-Inflation. Zusätzlich belasten strukturelle Faktoren, wie das hohe Haushaltsdefizit und die auf über 40 Bio. USD gestiegene Staatsverschuldung die Laufzeitprämien; Rückkaufprogramme des US-Finanzministeriums zeigten bislang kaum Wirkung. Wir halten daher an unserer Untergewichtung von US-Treasuries gegenüber Bunds fest, erwarten jedoch ein baldiges Attraktivitätspotenzial durch hohe Nominal- bei vergleichsweise auskömmlichen Realrenditen. Beim Wechselkurs rechnen wir nach einer Seitwärtsphase (1,15 – 1,17 EURUSD) bis Jahresende mit einer leichten Abschwächung des USD. ■

Abbildung: Absolute und relative Renditeentwicklung ausgewählter Regionen der Eurozone



Quelle: Bloomberg; Stand: 11. September 2026





Thorsten Lang, CCrA
Abteilungsleiter
Asset Management Credit

FLY ME TO THE MOON ¹

Was haben US-Dieselpreise, die Investitionsausgaben der KI-Hyperscaler und Staatsausgaben in den großen entwickelten Volkswirtschaften gemeinsam? Richtig, sie sind auf steilem Weg nach oben und nehmen die Renditen der entsprechenden Staatsanleihen gleich mit. Aufwärtsdruck bei Inflation, großes und möglicherweise wenig preissensitives (Zusatz-)Angebot an Unternehmensanleihen und bröckelnde Bonität der Staaten sind die Wirkmechanismen, die das Renditeniveau in den letzten Wochen auf eine deutlich höhere Umlaufbahn geschickt haben. Mit Credit, so wie wir es definieren, hat vor allem der zweite Faktor etwas zu tun. Die Wertentwicklung von Credit-Mandaten wird dieses Jahr aber massiv vom Anstieg der Staatsanleiherenditen beeinflusst, egal woher er stammt.

Das Resultat ist in der Tabelle deutlich zu erkennen. Obwohl Risikoprämien im Jahresverlauf stabil waren bzw. sogar zurückgingen, bleiben die Wertentwicklungen in den einzelnen

Marktsegmente	Währung	HI-Erwartung zu Jahresbeginn 2026	Wertentwicklung bis 31.08.2026	Spreadentwicklung Yield-to-Date
EUR Investment Grade	EUR	3,9 %	0,1 %	- 1bp
EUR High Yield	EUR	5,1 %	2,0 %	-12bp
EM-Staatsanleihen (hedged)	USD	7,1 %	1,5 %	-19bp
EM-Corporates (hedged)	USD	5,6 %	0,7 %	-28bp

Tabelle: Performance-Entwicklung für die Credit-Segmente seit Jahresanfang;
Stand: 31. August 2026

Credit-Segmenten deutlich unter unseren Erwartungen zu Jahresbeginn. Sehr erfreuliche Credit Returns werden von der negativen Entwicklung „risikoloser“ Verzinsung konterkariert.

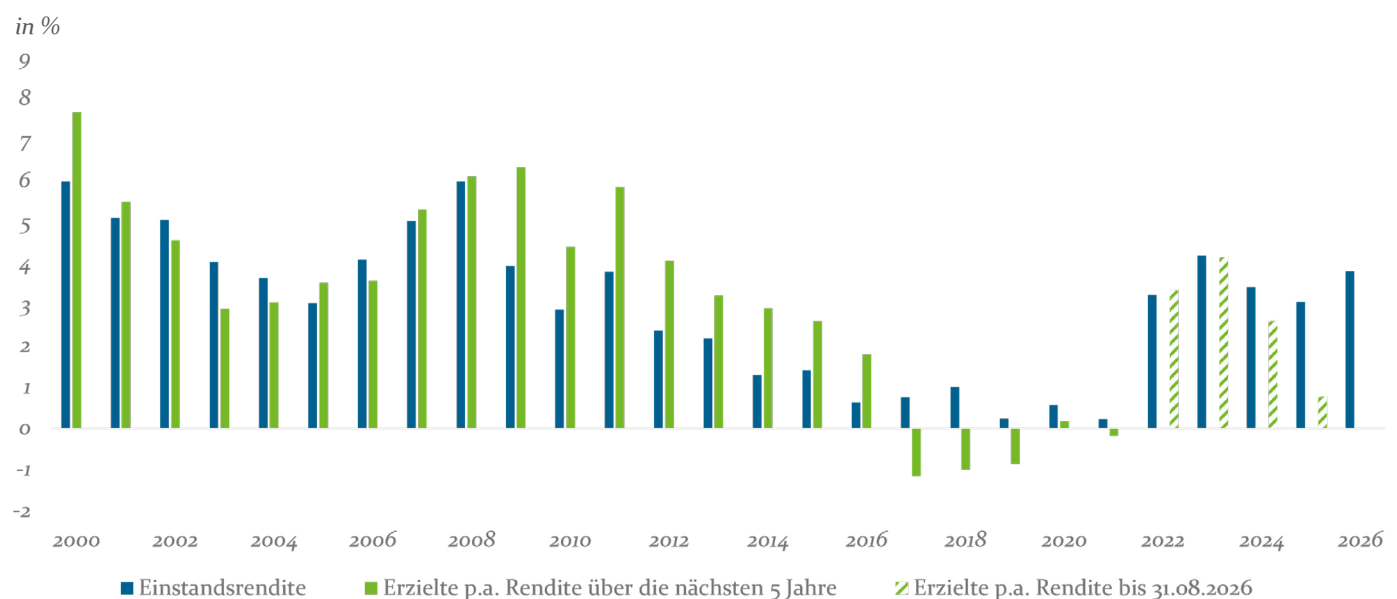
HERE I GO AGAIN ²

Die Tabelle zeigt aber auch etwas anderes: Carry is King! In der ersten Ausgabe des Newsletters im Dezember 2022 lautete die Überschrift dieser Rubrik „Die Rückkehr des Königs Carry“. Als Fixed Income-Investoren haben wir uns damals schon gefreut, ihn wiederzusehen (so schmerzhaft der Weg im Jahr 2022 auch war). Wie wichtig er für Anleiheinvestoren ist, zeigt dieses Jahr sehr deutlich. Ende August lag die effektive Verzinsung eines Investment Grade-Index mit rund 3,8 % um 0,6 % über dem Wert zu Jahresbeginn. Trotzdem liegt die Wertentwicklung im selben Zeitraum noch leicht im positiven Bereich. High Carry-Segmente, wie High Yield und EM-Debt liegen sogar noch erheblich darüber.

CAN'T STOP ³

Der Nebeneffekt: Auf Portfolioebene hat sich das Chance-/Risikoverhältnis weiter zugunsten von Credit-Investoren verschoben. Je höher die Effektivverzinsung und damit der Carry, desto größer der Puffer gegen weitere Renditeanstiege. Die Abbildung zeigt anschaulich, wie sehr die eingekaufte Effektivverzinsung den Erfolg über die kommenden Jahre bestimmt – und wie attraktiv dieser Wert im historischen Kontext derzeit ist. Zusätzlich steigen mit jedem Basispunkt die Kräfte, die den Höhenflug der eingangs erwähnten Faktoren bremsen. Diese Kräfte wirken langsam und die Tatsache, dass Spreads isoliert betrachtet eher niedrig sind, schmälert unsere Euphorie etwas. Aber angesichts einer erstaunlich robusten Konjunktur ergibt sich ein wirklich konstruktives Investitionsumfeld für Credit-Investoren. ■

Abbildung: Einstands- vs. erzielte Rendite im EUR-Investment Grade Index



Quelle: ICE, Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 31. August 2026

¹ Frank Sinatra. „Fly Me to the Moon“. *It Might as Well Be Swing*, Reprise, 1964.

² Whitesnake. „Here I Go Again“. *Saints & Sinners*, Liberty, 1982.

³ Red Hot Chili Peppers. „Can't Stop“. *By the Way*, Warner Bros., 2002.





Ralph Karels

Abteilungsleiter
Asset Management Aktien

KI bleibt auch in Q3 2026 Treiber – die Breite des Marktes gewinnt aber an Bedeutung

Das dritte Quartal 2026 steht bislang im Zeichen eines Spannungsfelds: Die strukturelle Wachstumsstory rund um KI bleibt intakt, gleichzeitig nehmen Bewertungs-, Zins- und geopolitische Risiken zu. Nach der starken ersten Jahreshälfte haben die Aktienmärkte dies- und jenseits des Atlantiks im September deutlich an Volatilität gewonnen. Steigende Energiepreise mit Öl wieder jenseits der 100 USD-Marke und die Erwartung höherer Leitzinsen belasten insbesondere hoch bewertete Wachstumssegmente. Sehr deutlich wird das in hoch konzentrierten Märkten, wie Korea: Der KOSPI Index legte in der ersten Jahreshälfte um ca. 125 % zu und brach dann in Q3 bisher um mehr als ein Drittel ein (siehe Abbildung).

USA: KI zwischen Gewinnbeitrag und Bewertungsrisiko

Die US-Märkte bleiben stark von den Hyperscalern und Chipherstellern geprägt. Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta investieren weiterhin massiv in Rechenzentren, Chips und Energieinfrastruktur. Damit verschiebt sich die KI-Debatte zunehmend von der Frage „ob“ zu „wie schnell“ sich die enormen Investitionen monetarisieren lassen. Die Gewinnentwicklung bleibt überzeugend. Für den S&P 500 werden für Q3 weiterhin hohe zweistellige Gewinnzuwächse erwartet. Gleichzeitig steigt die Sensitivität der Titel gegenüber Renditen und möglichen Zweifeln an der Kapitalrendite der KI-Investitionen. Das macht sich auch in der Performance bemerkbar: Der S&P 500 hat zwar seit Jahresanfang ca. 12 % auf der Uhr, seit Juni bewegt sich der Index jedoch seitwärts um die 7.500 Punkte-Marke. Für systematische Strategien bedeutet dies: Momentum bleibt durch die starke Kursdynamik sehr attraktiv, weist aber inzwischen eine hohe Überschneidung mit Mega Cap-Tech auf. Value und Dividend Yield performen ebenfalls, insbesondere wenn steigende Zinsen und eine höhere Volatilität den Bewertungsaufschlag von Growth begrenzen.

Europa: Mehr Faktorbreite, Value und Dividenden laufen weiter

Europäische Aktien profitieren von einer breiteren sektoralen Aufstellung und vergleichsweise moderaten Bewertungen (KGVs aktuell um die 15 vs. 20 in den USA). Banken, Industriewerte, Energie, Infrastruktur und ausgewählte Technologiewerte liefern andere Renditetreiber als die US-Mega Caps. Gleichzeitig profitiert Europa indirekt vom KI-Investitionszyklus: Halbleitersysteme, Elektrifizierung, Netzinfrastruktur und Automatisierung sind wichtige Profiteure des Ausbaus der Rechenzentrumslandschaft. Dies schafft weiterhin ein günstigeres Umfeld für die Stile **Value, Dividend Yield und Low Risk**. Small Caps bzw. Low Size haben das Potenzial bei einer Fortsetzung der Konjunkturerholung überproportional zu profitieren, der Faktor bleibt aber zinssensitiv.

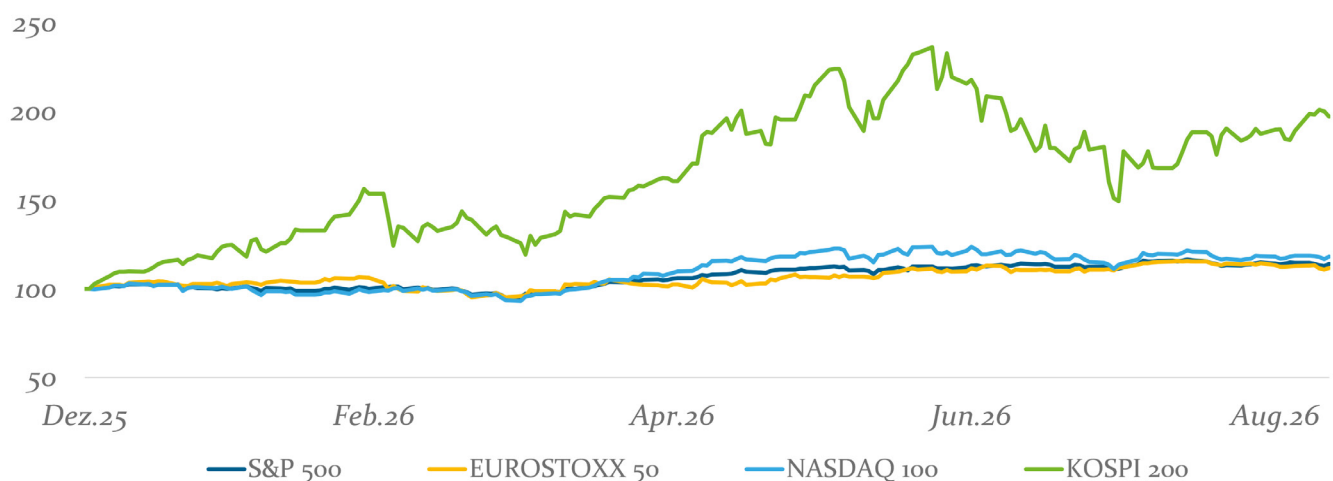
ESG: Performance nicht mehr eindimensional

ESG-Strategien zeigen 2026 bislang eine robuste relative Entwicklung. Entscheidend ist jedoch die veränderte Sektorstruktur: Energie, Verteidigung und klassische Rohstoffwerte profitieren von geopolitischen Entwicklungen. Gleichzeitig gewinnt die Verbindung von ESG mit Quality an Bedeutung. Unternehmen mit guter Governance, effizientem Kapitaleinsatz, soliden Bilanzen und glaubwürdiger Dekarbonisierungsstrategie können Nachhaltigkeit zunehmend als Bestandteil finanzieller Qualität verstanden wissen.

Globaler Ausblick: Faktorstreuung statt Faktorwette

Für institutionelle Anleger spricht das aktuelle Umfeld weniger für eine einseitige Stilwette als für eine ausgewogene Kombination der Faktoren, speziell aus globaler Sicht: Momentum und Quality adressieren die strukturelle Stärke der KI-Ökonomie; Value, Dividend Yield und Low Size bieten Bewertungs- und Konjunkturdiversifikation. Low Risk kann als stabilisierendes Element dienen. Regional erscheint eine Kombination aus US-Momentum und europäischer Faktorbreite besonders interessant. ■

Abbildung: Performanceentwicklung verschiedener Aktienindizes in 2026



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 14. September 2026





Elian Hetzer, CFA

Fondsmanager
Asset Management Multi Asset & Overlay



Christian Volk, CFA

Fondsmanager
Asset Management Multi Asset & Overlay

Konstruktiv bleiben, Bruchrisiken mitdenken

Trotz gestiegener Anleiherenditen bleiben die Aussichten für Risikoanlagen aus unserer Sicht insgesamt positiv. Die robuste Gewinnentwicklung der Unternehmen stützt die Aktienmärkte und spricht für uns gegen eine zu defensive Grundhaltung. Unser Basisszenario ist von moderatem Wirtschaftswachstum bei zugleich robusten Unternehmensgewinnen geprägt. Risiken für diesen Ausblick sehen wir vor allem in einem weiteren deutlichen Anstieg der langfristigen Anleiherenditen, einer unerwarteten Abschwächung der Unternehmensgewinne oder wachsenden Zweifeln daran, ob sich die hohen Investitionen in künstliche Intelligenz wirtschaftlich auszahlen.

Gewinne tragen, auch wenn Renditen Gegenwind liefern

Innerhalb der Aktienmärkte bevorzugen wir weiterhin die USA und Japan gegenüber Europa. Dafür sprechen die Qualität der Unternehmensgewinne, die Investitionsdynamik und die relative Stärke beider Märkte. Die robuste Ertragsentwicklung kann aus unserer Sicht einen wesentlichen Teil der Belastung durch höhere Anleiherenditen auffangen. Zudem haben die zwischenzeitlichen Kursrückgänge und die Umschichtungen aus zuvor besonders stark gestiegenen Technologie- und KI-Aktien teilweise wieder attraktivere Einstiegsmöglichkeiten geschaffen.

Der Investitionszyklus rund um künstliche Intelligenz ist weiterhin intakt. Davon dürften zunehmend auch Unternehmen außerhalb der bisherigen Marktführer durch zusätzliche Nachfrage und steigende Gewinne profitieren. Gleichzeitig bleibt der Markt stark von wenigen Unternehmen und den Erwartungen an KI geprägt. Viele Anleger sind in denselben Titeln investiert, was bei gleichzeitigen Verkäufen Kursrückgänge verstärken kann. Sollten Zweifel an der Wirtschaftlichkeit der hohen KI-Investitionen zunehmen oder strengere Regulierung und Exportbeschränkungen den Investitionszyklus bremsen, könnte die Marktstimmung rasch kippen.

Wie empfindlich KI-Aktien auf solche Sorgen reagieren, zeigte sich kürzlich: Forderungen nach einer langsameren KI-Entwicklung aus Sicherheitsgründen gingen mit deutlichen Kursverlusten bei zahlreichen KI-Werten einher.

Positionierung: Moderat konstruktiv und bewusster balanciert

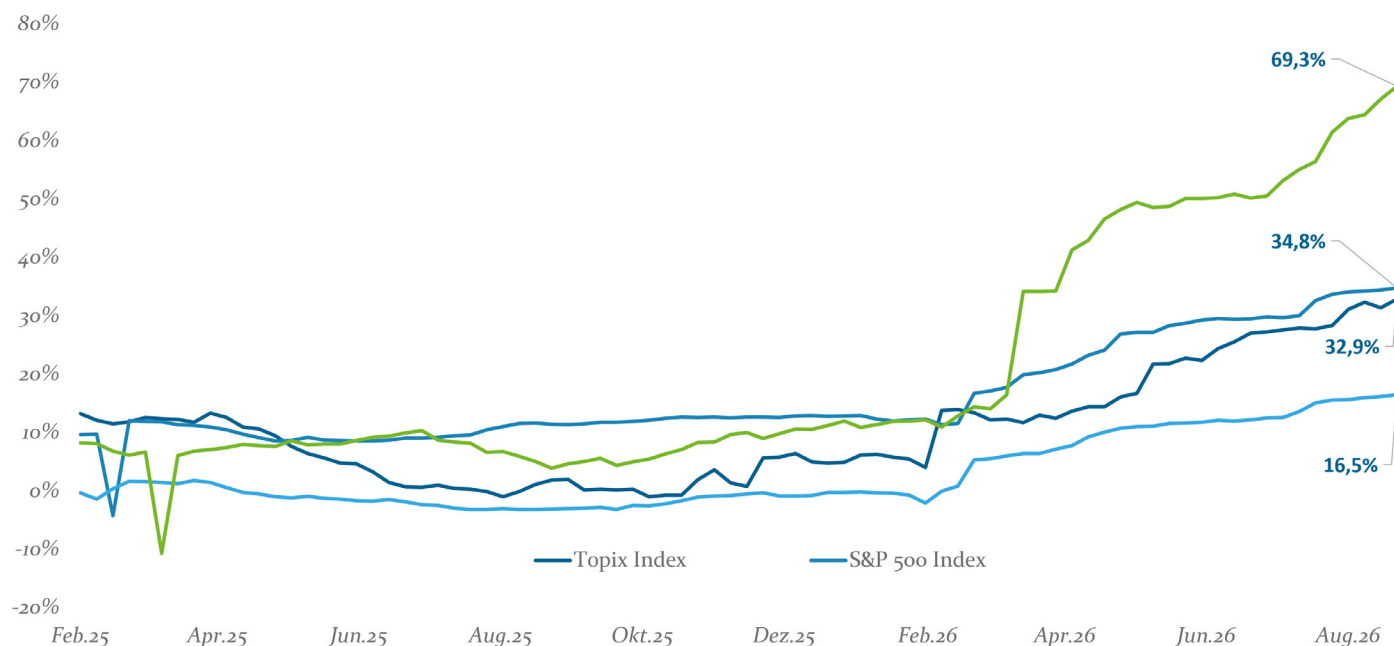
Vor diesem Hintergrund halten wir an einer leicht offensiven Aktienpositionierung fest. Unsere regionalen Schwerpunkte liegen in den USA und Japan. In Europa wählen wir unsere Engagements selektiver aus. Auf der Anleiherseite hat der Renditeanstieg kurzfristig wieder Chancen für Positionen mit höherer Duration eröffnet, die stärker von fallenden Renditen profitieren. Das gilt insbesondere für Märkte, in denen weitere Leitzinserhöhungen bereits weitgehend eingepreist erscheinen. Mittelfristig könnten jedoch vor allem in den USA kräftigeres Wachstum, ein wachsendes Angebot neuer Anleihen und höhere Risikoprämien für lange Laufzeiten die Renditen weiter steigen lassen.

Wir erhöhen die Duration daher gezielt in ausgewählten Märkten. Dabei bevorzugen wir britische Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen. Am deutschen Anleihemarkt setzen wir zudem auf eine steilere Zinskurve.

Fazit: Positives Aktienbild, aber höhere Anforderungen an die Portfoliokonstruktion

Wir halten an unserer leicht offensiven Ausrichtung fest, gewichten die Widerstandsfähigkeit der Portfolios jedoch stärker als in früheren Marktphasen. Da viele positive Erwartungen bereits in den Kursen enthalten sind, kommt es auf eine ausgewogene Verteilung der Risiken an. Dabei behalten wir vor allem die Unternehmensgewinne, die langfristigen Anleiherenditen und die Wirtschaftlichkeit der KI-Investitionen im Blick. Verschlechtert sich das Bild hier deutlich, wäre auch unsere Positionierung zu überprüfen. ■

Abbildung: Gewinnwachstum ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand: 11. September 2026





Ellen Heinrich

Senior Analyst
Transactions & Strategy Real Assets

Mehr Farbe im Portfolio: Nischen- und Spezialinvestments

In unserem Marktscreening stoßen wir immer wieder auf Nischen- und Spezialinvestments, die sich als interessante Alternativen und diversifizierende Ergänzungen für Bestandsportfolios erweisen. Sie bieten eine überzeugende Nachfragestory und können damit zusätzliche Cashflow-Treiber für bestehende Portfolios sein.

Healthcare als Beispiel

Healthcare-Immobilien bieten auf den ersten Blick eine solche überzeugende Nachfragestory: Der demografische Wandel erhöht den Bedarf an seniorengerechtem Wohnen, ambulanten Gesundheitsimmobilien, Pflegeheimen oder auch Life-Science-Laboren. Schon länger überzeugt dies Investoren, wie Daten zum deutschen Markt zeigen. Auch jüngst zogen die Transaktionsdaten für Healthcare-Investments wieder an und erreichen mit 2,4 Mrd. Euro in den letzten vier Quartalen (Q2 2025 – Q2 2026) ein ansehnliches Niveau (siehe Abbildung). 970 Mio. Euro davon wurden in Pflegeimmobilieninvestments umgesetzt. Sie stellen ein komplexes Spezialinvestment dar, denn ihr Cash-Flow ist erheblich betreiber- und regulierungsabhängig. Sie haben außerdem besondere Objektanforderungen, die eine Drittverwendung und einen Exit generell erschweren. Ambulante Gesundheitszentren stellen mit 780 Mio. Euro einen weiteren wichtigen Teil der Healthcare Investments zwischen Q2/2025 und Q2/2026 dar. In Deutschland sprechen diese Immobilien niedergelassene Ärzte und Arztpraxen an – standorttreue, bonitätsstarke und eigenständige Mieter mit geringerer Konjunkturabhängigkeit. Sie ergänzen dadurch den Cash-Flow klassischer Segmente. In anderen europäischen Märkten kann die öffentliche Hand unmittelbar Nutzer sein. Beide Modelle sind attraktiv, erfordern aber Marktkennntnis. Erschwerend kommt hinzu, dass der Nutzerkreis sehr begrenzt ausfällt und durch Regulierungen, wie z.B. die Praxiszulassung in Deutschland, definiert wird.

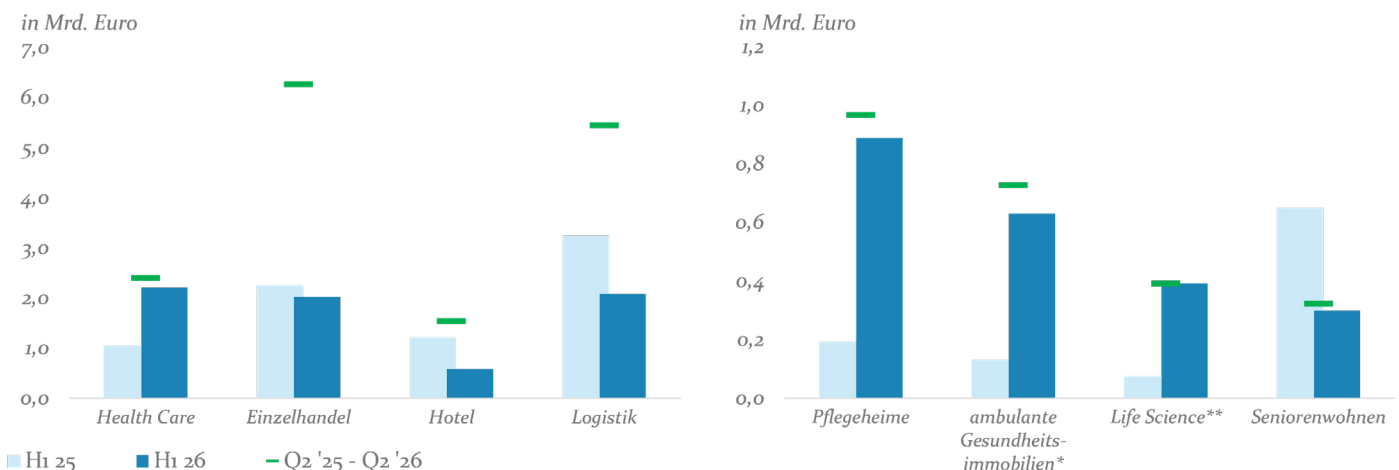
Beide Beispiele zeigen: Trotz plausibler Nachfragestory definieren Regulierung, Betreiber und Nachfragestruktur, wie stark sich Bedarf im Immobilienertrag niederschlägt. Entschei-

dend ist nicht allein die Nachfrage nach Gesundheitsleistungen, sondern wer den Miet-Cashflow zahlt und unter welchen regulatorischen Bedingungen dies geschieht. Zudem muss geklärt werden, wie resilient der Mieter gegenüber geopolitischen Unsicherheiten, Konjunkturschwächen, verschlechterten Finanzierungsbedingungen oder regulatorischen Anpassungen ist. Da der Nutzerkreis begrenzt ist und spezifische Anforderungen hat, können hohe CAPEX, lange Wiedervermietungszeiten oder Exit-Abschläge den Ertragsvorteil schmälern – was übrigens auch für Kliniken, Life-Science-Immobilien und Senior Housing als weitere Teilsegmente des Healthcarebereichs gilt. Hinzu kommt die geringe Transparenz dieser Spezialsegmente mit oft kleinen oder sehr spezifischen Deals. Groß- und Portfoliotransaktionen können Preis- und Renditeindikatoren verzerren: So entfielen 817 Mio. Euro des Pflegeimmobilienvolumens in Deutschland im Q1 2026 auf die Übernahme von Cofinimmo durch Aedifica. Auch bei ambulanten Gesundheitszentren stieg das Volumen im H1 2026 durch einen Portfolio-Deal zwischen TPG und Northwest Healthcare (440 Mio. Euro) sprunghaft an. Solche Schwankungen erschweren Bewertungen und Exit-Strategien erheblich.

Anspruchsvoll, aber dennoch attraktiv

Trotz überzeugender Nutzerstory erfordern Nischen- und Spezialinvestments im Bereich Healthcare also sehr viel Kompetenz. Ein nachweisbarer Track Record, der Zugang zu geeigneten Objekten, eine fundierte Due Diligence und Erfahrung im speziellen operativen Asset Management sind entscheidend. Fondsmanager müssen die Resilienz der Mieter gegenüber Konjunktur, politischen Entscheidungen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen einschätzen können sowie die Regulierung beobachten. Ebenso relevant sind auf Ebene der Immobilie Standortqualität, Drittverwendungsfähigkeit sowie CAPEX für spezifische Ausbauten, Instandhaltung und mögliche Rückbauten. Wenn diese Anforderungen gemeistert werden, bieten Healthcare-Investments Diversifikation und attraktive Rendite. Anleger sollten jedoch berücksichtigen, dass diese Rendite Illiquidität, Intransparenz, Komplexität und operative Risiken kompensiert – und zum Risiko-/ Rendite-Profil des Investments passen muss. ■

Abbildung: Transaktionsvolumen ausgewählter Immobiliensegmente



Quelle: MSCI RCA, Helaba Invest; Stand: September 2026

* hier inklusive TPG/Northwest Healthcare Portfoliodeal, der Juni/Juli 2026 erfolgte.

** hier approximativ: R&D aus MSCI, Büro- oder Industriegebäude mit dieser spezifischen Nutzung können Immobilien umfassen, die von Unternehmen im medizinischen Labor- und wissenschaftlichen Forschungsbereich genutzt werden. Ultrahochsichere „Reinräume“ sind typisch für Forschungs- und Entwicklungsgebäude.





Axel Drwenski
Head of Research
Transactions & Strategy – Real Assets

Sondervermögen Infrastruktur: Zwischen Investitionsoffensive und Verzettlung

Wir haben das Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität (SVIK) im April 2025 analysiert und prüfen gut eineinhalb Jahre später dessen Entwicklung. Rückblick: Mit dem im März 2025 beschlossenen SVIK reagierte der Bund auf den jahrelangen Investitionsstau. Von den kreditfinanzierten 500 Mrd. Euro Kreditermächtigung über 12 Jahre entfallen 300 Mrd. Euro auf den Bund, 100 Mrd. Euro auf Länder und Kommunen sowie 100 Mrd. Euro auf den Klima- und Transformationsfonds (KTF). Vorgesehen sind Maßnahmen in Verkehr, Energie, Gesundheit, Bildung, Forschung, Digitalisierung und Zivilschutz. Der eigenständige KTF wird über zehn Jahre mit jährlich 10 Mrd. Euro aus dem SVIK verstärkt.

Die rechtlichen Voraussetzungen für den Mittelabfluss lagen erst ab Oktober 2025 vor. Bis Jahresende wurden 24 Mrd. Euro ausgegeben: 14 Mrd. Euro entfielen auf die Bundessäule, 10 Mrd. Euro wurden dem KTF zugewiesen; aus der Ländersäule floss noch kein Geld. Für 2026 sind im SVIK rund 58 Mrd. Euro vorgesehen, wovon bis Ende Juli laut Bundesfinanzministerium bereits 51 Mrd. Euro abgefließen waren. 2025 flossen rund 7,6 Mrd. Euro in die Schienenwege und 2,4 Mrd. Euro in Fernstraßenbrücken und -tunnel. Weitere Mittel gingen in Krankenhausinfrastruktur, Energie, Digitalisierung, Forschung und klimafreundliches Bauen. Für 2026 sieht der Wirtschaftsplan deutliche Steigerungen vor: 16,3 Mrd. Euro für Schienenwege, 3,3 Mrd. Euro für Brücken und Tunnel sowie 2,5 Mrd. Euro für das europäische Zugsicherungssystem ERTMS. Die Krankenhausinfrastruktur erhält 2,5 Mrd. Euro Sofort-Transformationskosten und 3,5 Mrd. Euro über den Transformationsfonds. Hinzu kommen Ausgaben für Digitalisierung, Wärmenetze und soziale Infrastruktur (siehe Abbildung). Aus der Ländersäule sollen vor allem Schulen, Straßen, Krankenhäuser, Netze und digitale Infrastruktur finanziert werden. Bei der Einordnung ist strikt zwischen Planansatz, Bewilligung, Mittelbindung, Auszahlung und tatsächlichem Baufortschritt zu unterscheiden.

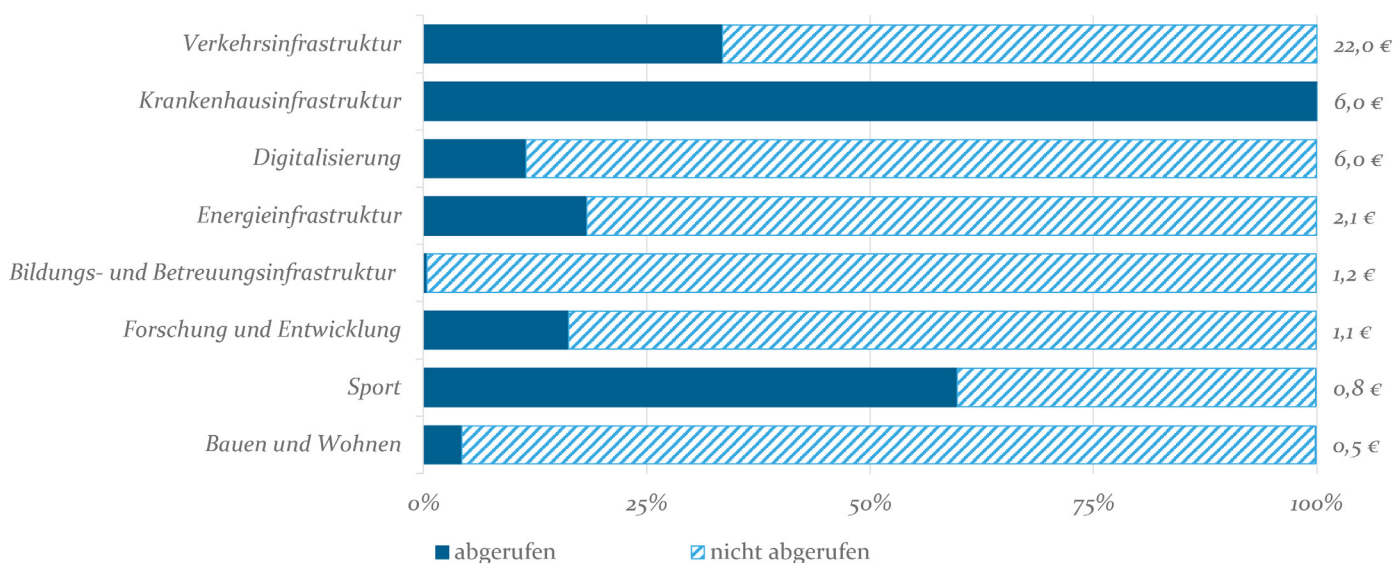
Ist das Sondervermögen ein „Verschiebebahnhof“ oder ein zusätzlicher Booster?

Positiv ist, dass das SVIK Finanzierungsspielräume schafft, die dem Investitionsbedarf näherkommen als frühere Programme. Es signalisiert einen Wandel gegen den Infrastrukturverfall, bietet langfristige Planungssicherheit und setzt Impulse in Schiene, Straße, Gesundheit sowie Klimaschutz. Dennoch bleiben zentrale Kritikpunkte bestehen: Bundesrechnungshof, Sachverständigenrat und Wirtschaftsinstitute warnen vor unklaren Zuständigkeiten und Budgetverschiebungen zulasten des Kernhaushalts. Das ifo Institut schätzt den realen Zusatzeffekt der Bundesinvestitionen für 2025 auf lediglich 5 % – 25 %, der Sachverständigenrat auf rund 8 %. Das Bundesfinanzministerium weist dies zurück und betont, dass die Gesamtausgaben von Haushalts-, SVIK- und KTF-Mitteln 2025 um 17 % auf 86,8 Mrd. Euro stiegen. Unabhängig von der Haushaltsdebatte bleiben strukturelle Engpässe bestehen: Das Sondervermögen löst weder die Planungs- und Genehmigungsbürokratie noch den Fachkräftemangel in Verwaltungen und Bauwirtschaft. Verfügbare Geldmittel führen daher nicht automatisch zu einer schnelleren Projektumsetzung.

Sondervermögen reicht nicht aus: Privates Kapital und schnellere Prozesse notwendig

Wir bleiben deshalb bei unserer Einschätzung, dass das Sondervermögen trotz seines Umfangs zu kurz greift und die Abläufe optimiert werden müssen. Der Investitionsbedarf in Netzen, Verkehr, sozialer Infrastruktur und Digitalisierung liegt deutlich höher. Zudem fehlt weiterhin ein verlässliches Rahmenwerk für die Einbindung privaten Kapitals. Dieses kann öffentliche Mittel nicht ersetzen, wohl aber ergänzen, Know-how mobilisieren und Prozesse beschleunigen. Der Erfolg des Sondervermögens wird sich nicht am Volumen der Kreditermächtigung messen, sondern daran, ob daraus zusätzliche, wirtschaftliche und tatsächlich realisierte Infrastruktur entsteht. ■

Abbildung: Für 2026 bewilligte und bereits abgerufene Mittel & bewilligte Mittel insgesamt in Mrd. Euro



Quelle: Bundesministerium der Finanzen; Stand ist 30. Juni 2026





Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM
Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch & Asset Management RentenFX

Liquide Assetklassen

Fixed Income: Bei Bundesanleihen haben wir angefangen, Zinsduration zu kaufen und wollen bei weiteren Renditeanstiegen die Position erhöhen. US-Staatsanleihen bleiben wir untergewichtet vs. Bunds. Alle (Sub-)Assetklassen im Credit-Universum stufen wir weiterhin als neutral ein. Höhere Spreadniveaus eröffnen Chancen für ein strategisches Übergewicht, speziell im EM-Bereich. Carry & Roll bleiben auf Jahressicht der primäre Performancetreiber!

Aktien: Intakter KI-Trend prägt weiterhin den Markt. Aktuell Konsolidierung bei steigenden Zinsen nebst Bewertungsrisiken. Neben Momentum gewinnen Value- und Dividendenstrategien an Bedeutung. Regional setzen wir auf eine ausgewogene Faktorbreite.

Währungen: Strategisch halten wir an unserer Übergewichtung des Euro gegenüber dem US-Dollar fest, haben das Zielband aber um 3 Cent auf 1,15 – 1,21 Richtung Jahresende reduziert.

Multi Asset: Wir bleiben moderat konstruktiv und halten das Aktien-Beta dank robuster Gewinne leicht positiv mit Präferenz für die USA und Japan. Europa ergänzen wir um defensive Sektoren. Rentenseitig nutzen wir Renditeanstiege für selektive Duration und Relative Value.

Einschätzung zum Jahresende

Renten	--	-	0	+	++
Deutschland (10J Bund)					
Eurozone Staatsanleihen (Index vs. Bunds)					
Int. EUR Covered Bonds (1-10J vs. Bunds)					
U.S. Staatsanleihen (10J T-Note vs. Bunds)					
Credit	--	-	0	+	++
IG EUR (Index OAS)					
HY EUR (Index OAS)					
EM (je 50% EUR / 50% USD Index vs. Staat)					
EM Corporates (CEMBI Broad Div. OAS)					
Aktien	--	-	0	+	++
Welt (MSCI World)					
Euroland (EuroStoxx 50)					
USA (S&P 500)					
EM (MSCI EM)					
Währungen	--	-	0	+	++
EUR vs. USD					

September 2026

Zielkorridor (Ende 2026)

3,35%	2,80% bis 3,10%
42,5 bp	45 bp - 55 bp
35 bp	35 bp - 45 bp
140 bp	140 bp - 170 bp
75 bp	75 bp - 85 bp
260 bp	220 bp - 280 bp
190 bp	180 bp - 200 bp
210 bp	200 bp - 220 bp
5.000	4.875 - 5.125
6.400	6.325 - 6.725
7.750	7.550 - 7.950
1.700	1.600 - 1.800
1,16	1,19 - 1,25

Quelle: Bloomberg, eigene Abbildung; Stand: 03. September 2026

Illiquide Assetklassen

Immobilien: Der Markt bleibt hinter den Erwartungen zurück, da hohe Zinsen belasten. Gefragt sind Prime-Lagen und moderne Objekte; außerhalb davon bleibt das Umfeld rau. Chancen bieten weiterhin ausgewählte Nischen (favorisiert), Teilsegmente und Länder, wobei aktives operatives Management entscheidend ist.

Infrastruktur: Einem hohen Investitionsbedarf und attraktiven Treibern stehen geopolitische Unsicherheiten gegenüber. Dennoch ist der weitgehend konjunkturunabhängige Infrastrukturmarkt resilienter als der Immobiliensektor. Digitale Infrastruktur bleibt unser Favorit.

Strategisches Bild

Immobilien	--	-	0	+	++
Büro CBD					
Büro non-CBD					
Logistik					
Wohnen					
Einzelhandel					
Nischen					
Infrastruktur	--	-	0	+	++
Erneuerbare Energieerzeugung					
Konventionelle Energieerzeugung					
Energiespeicherung -transport					
Ver- Entsorgung					
Digitale Infrastruktur, Kommunikation					
Transport					

Quelle: Eigene Abbildung; Stand: 11. September 2026

Risiken für unser Weltbild

Der schwelende Nahost-Konflikt belastet die Märkte als strukturelles Dauerrisiko über anhaltend hohe Energiepreise und gestörte Lieferketten. Bewertungsrisiken im KI-Sektor, die hohe Staatsverschuldung sowie die Fragmentierung des Welthandels bleiben die zentralen Begleitrisiken für unser Weltbild. ■





Strategien für unruhige Zeiten

02

Meinungen

Sonderthemen

Generiert mit KI





Dr. Christoph Ostermair
Fondsmanager
Kapitalmarktresearch



Dr. Christopher Thiem
Gruppenleiter
Kapitalmarktresearch

Bessents Buybacks: Kann das US-Treasury die steigenden Renditen in Schach halten?

Als das US-Treasury vor gut einem Vierteljahrhundert erstmals in großem Stil eigene Staatsanleihen zurückkaufte, geschah dies unter heute kaum vorstellbaren fiskalischen Rahmenbedingungen: Haushaltsüberschüsse ließen die ausstehende Staatsschuld schrumpfen. Inzwischen sind die Vorzeichen umgekehrt: Nicht nur steigen die US-Staatsschulden wieder kräftig an, sondern darüber hinaus beansprucht die Finanzierung des Schuldenbergs einen immer größeren Teil des Bundeshaushalts.

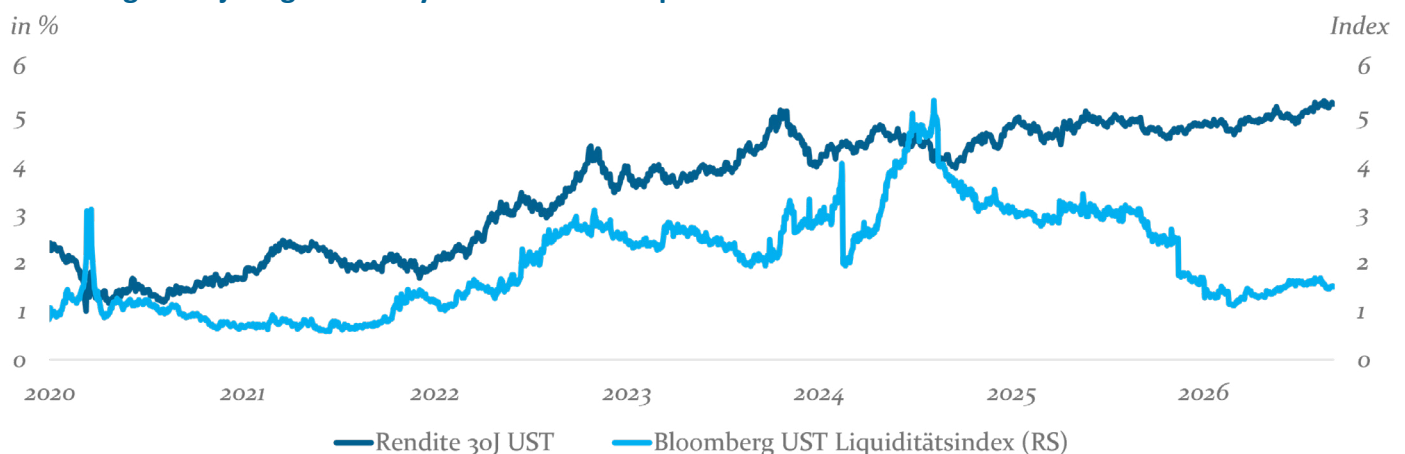
Vor diesem Hintergrund überraschte das vom ex-Hedgefondsmanager Scott Bessent geführte Finanzministerium am 19. August die Märkte mit einer Anpassung seines erst 2024 wieder eingeführten Buyback-Programms. Zum 9. September wurde das maximale Rückkaufvolumen für 10- bis 30-jährige US-Staatsanleihen von 2 auf mindestens 4 Mrd. USD je Operation verdoppelt. Für die erste aufgestockte Operation setzte das Ministerium das maximale Rückkaufvolumen sogar auf 6 Mrd. USD fest. Bemerkenswert ist dabei vor allem das Timing: Nur wenige Wochen zuvor hatte das Treasury im Rahmen seiner regulären vierteljährlichen Finanzierungsplanung die Buyback-Größen noch unverändert gelassen. Offiziell begründete das Ministerium den Schritt mit der hohen Qualität und dem großen Volumen der von Marktteilnehmern eingereichten Verkaufsangebote sowie dem Ziel, die Liquidität am langen Ende zu stärken. Die Entwicklung gängiger Indikatoren ließ jedoch keinen nennenswerten Liquiditätsstress erkennen (siehe Abbildung 1). Deutlich auffälliger war hingegen die Entwicklung der langfristigen Zinsen: Die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen war zeitweise auf rund 5,3 % und damit auf den höchsten Stand seit fast zwei Jahrzehnten gestiegen. Das Problem schien damit weniger in der grundsätzlichen Fähigkeit des Marktes zu liegen, langfristige Treasuries zu absorbieren, sondern vielmehr in der Rendite, die Investoren für das Halten langfristiger Duration verlangten.

Die unmittelbare Marktreaktion auf die Ankündigung fiel deutlich aus: Die Renditen am langen Ende gaben nach, die Zinskurve verflachte sich und der US-Dollar verlor an Wert. In Summe schienen die Marktteilnehmer in der Ankündigung deutlich mehr als nur den mechanischen Effekt der zusätzlichen Käufe zu sehen. Tatsächlich steht seither die Frage im Raum, ob das Treasury künftig häufiger versuchen könnte, steigenden Renditen am langen Ende aktiv entgegenzuwirken. In diesem Artikel beleuchten wir daher die Hintergründe der Ankündigung des US-Treasury, seinen künftigen Handlungsspielraum sowie die daraus resultierenden Konsequenzen für Anleihemärkte und Investoren.

Liquidity-Buybacks haben einen Durationeffekt, die Zinswirkung ist aber begrenzt

Ein zentraler Bestandteil des laufenden Rückkaufprogramms sind sogenannte Liquidity-Support-Operationen. Sie ermöglichen es Marktteilnehmern, ältere und weniger liquide US-Staatsanleihen an das Treasury zurückzuverkaufen. Entscheidend dabei ist, dass den zurückgekauften langlaufenden Anleihen keine entsprechende Neuemission mit gleicher Laufzeit gegenübersteht. Der entstehende Finanzierungsbedarf wird stattdessen vor allem über kurzfristige Bills gedeckt. Langlaufende Anleihen verschwinden damit aus den Händen privater Investoren und werden durch kurzfristige Schuldtitel ersetzt – die vom Markt zu tragende Duration sinkt.

Abbildung 1: 30-jährige Treasury-Renditen und Liquiditätsstress



Quelle: Bloomberg; Stand: 04. September 2026

Anmerkung: Der Bloomberg UST-Liquiditätsindex misst Abweichungen der Treasury-Renditen von einer modellierten Zinskurve. Höhere Werte deuten auf eine geringere Marktliquidität bzw. stärkere Verwerfungen hin.



Die Größenordnung der neuen Buybacks ist dabei keineswegs unbedeutend: Bei Ausschöpfung der erhöhten Grenzen entspräche dies annualisierten Rückkäufen von mindestens rund 128 Mrd. USD im Laufzeitbereich von 10 bis 30 Jahren. Nach Berechnungen von Goldman Sachs würden damit, gemessen am Zinsänderungsrisiko, knapp 10 % des monatlich neu auf den Markt kommenden Durationsangebots wieder absorbiert – mit Schwerpunkt am langen Ende. Gemessen an einem Gesamtvolumen handelbarer Treasuries von rund 30 Bio. USD bleibt das Buyback-Volumen jedoch gering. Entsprechend dürfte der Einfluss auf das allgemeine Renditeniveau begrenzt sein. Historische Erfahrungen legen nahe, dass selbst ein etwas umfangreicher Abbau von Duration die 10-jährige Treasury-Rendite lediglich um rund einen Basispunkt senken würde; bei länger laufenden Anleihen könnte der Effekt etwas größer ausfallen. Unmittelbar nach der Ankündigung gab die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen dagegen um rund 9 Basispunkte nach. Die deutlich stärkere Marktreaktion lässt sich daher kaum mit dem zusätzlichen Kaufvolumen erklären. Vielmehr dürften Anleger auch ein Signal eingepreist haben, dass das Treasury künftig zu weiteren Maßnahmen bereit sein könnte.

Hohe Schuldenstände machen steigende Renditen zunehmend zum fiskalischen Problem

Wie bereits erwähnt, hatten sich insbesondere langlaufende Treasuries in den Monaten zuvor stetig verbilligt, wobei dabei jedoch wenig auf einen klassischen Käuferstreik hindeutete: Der Anteil der Endinvestoren bei Auktionen 20- und 30-jähriger Treasuries lag 2026 bis Juli mit jeweils rund 89 % nahe historischer Höchststände. Vielmehr dürfte – neben zunehmenden Wachstums- und Inflationserwartungen – eine höhere Risikoprämie für langfristige Duration eine wichtige Rolle gespielt haben.

Gleich mehrere Faktoren sprechen für eine solche Entwicklung: Zum einen hat sich die Käuferbasis verändert: Private Investo-

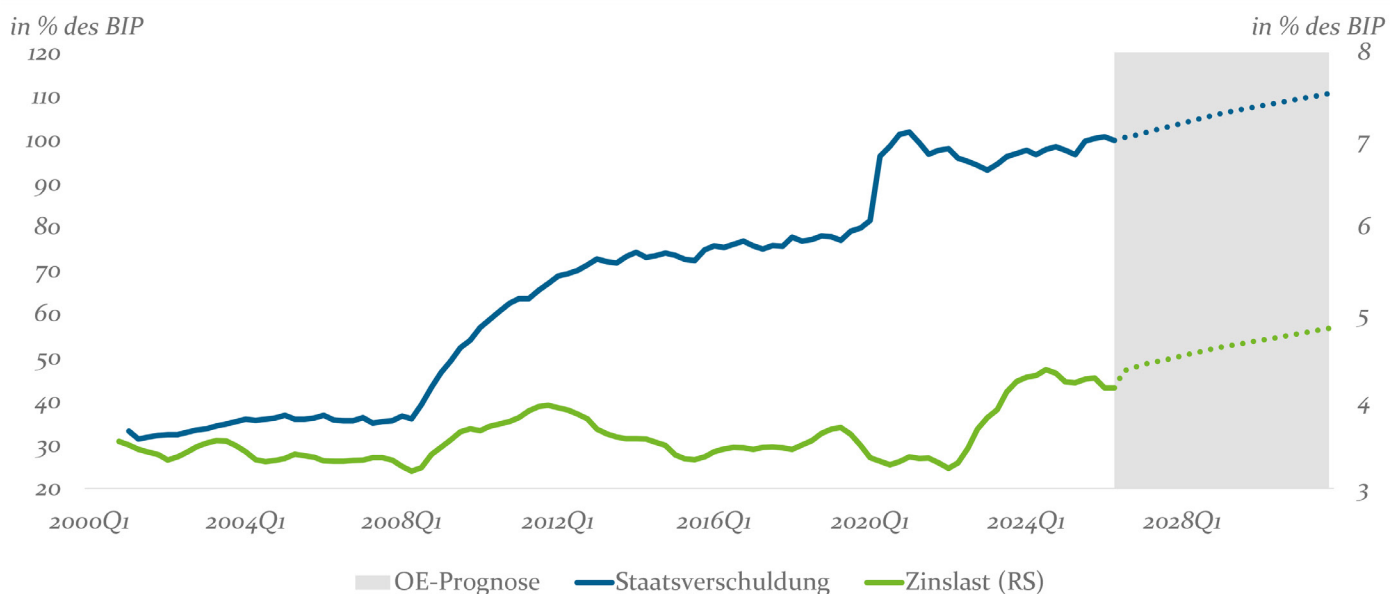
ren reagieren stärker auf Preise und Renditen. Sie halten mittlerweile rund 73 % des Treasury-Marktes, gegenüber etwa der Hälfte vor einem Jahrzehnt. Zum anderen konkurriert das Treasury zunehmend um Anlegerkapital: Für 2026 werden mit 1,9 Bio. USD rund ein Drittel mehr Investment-Grade-Unternehmensanleihen erwartet als im Vorjahr. Von besonderer struktureller Bedeutung ist schließlich der Fiskalausblick: Anhaltend hohe Defizite und steigende Staatsschulden bedeuten, dass der private Markt über Jahre große Mengen zusätzlicher US-Staatsanleihen absorbieren muss. Je größer dieses Angebot, desto relevanter wird die Risikoprämie, die Investoren für langfristige Duration verlangen.

Die von der Öffentlichkeit gehaltene US-Bundesverschuldung liegt inzwischen bei rund 100 % des BIP und dürfte nach aktuellen Prognosen in den nächsten fünf Jahren auf über 110 % steigen. Gleichzeitig nimmt die Zinsbelastung spürbar zu (siehe Abbildung 2). Höhere Marktzinsen wirken dabei erst mit Verzögerung auf den Staatshaushalt: Auslaufende, noch niedrig verzinsten Anleihen werden sukzessive zu höheren Renditen refinanziert, wodurch die durchschnittlichen Finanzierungskosten der öffentlichen Hand nach und nach steigen.

Bei einem hohen Schuldenstand gewinnt dieser Effekt an Bedeutung. Ein dauerhaft höheres Renditeniveau kann den Schuldenpfad zusätzlich verschlechtern und im ungünstigen Fall einen Feedback-Loop auslösen: Steigende Zweifel am Fiskalpfad erhöhen die von Investoren geforderte Risikoprämie, höhere Finanzierungskosten belasten wiederum den Fiskalausblick.¹

Das zugrundeliegende Fiskalproblem lässt sich durch Schuldenmanagement zwar nicht lösen. Das Treasury kann jedoch beeinflussen, wie viel langfristige Duration der private Markt absorbieren muss – etwa indem es die Finanzierung stärker an das kurze Ende verlagert. Damit kann es versuchen, den Angebotsdruck und damit den Renditedruck am langen Ende zu begrenzen.

Abbildung 2: US-Staatsverschuldung und Zinslast



Quelle: Oxford Economics; Quelle: Oxford Economics; Stand: 09.09.2026

Anmerkung: Staatsverschuldung hier definiert als „Federal Debt Held By The Public“, d.h. ohne Berücksichtigung von gegenseitigen Forderungen innerhalb des Regierungsektors.

¹ Für eine detailliertere Analyse der zugrundeliegenden Dynamik von Staatsschulden siehe: Thiem, C. (2024): Die G7 im Schuldensumpf: Was bedeutet die zunehmende Staatsverschuldung für Investoren?, Helaba Invest



Von Liquidity zu Yield Management: Welche Optionen hat das US-Treasury?

Genau an diesem Punkt beginnt die Diskussion über mögliches Yield Management: Werden Buybacks und Laufzeitenstruktur nicht nur nach langfristigen Kosten- und Risikoüberlegungen ausgerichtet, sondern zunehmend mit dem Ziel eingesetzt, unerwünscht hohen Renditen entgegenzuwirken, übernimmt das Treasury eine aktivere Rolle bei der Steuerung des Zinsniveaus.

Dafür stehen im Wesentlichen zwei Hebel zur Verfügung: Zum einen kann das Treasury bestehende Duration durch größere Rückkäufe aus dem Markt nehmen. Zum anderen kann es bei Neuemissionen weniger langlaufende Anleihen und stattdessen mehr Bills oder kürzere Laufzeiten begeben. Beide Maßnahmen können den Angebotsdruck am langen Ende reduzieren. Der Spielraum ist jedoch nicht unbegrenzt. Bills machen bereits knapp 23 % der handelbaren Treasury-Schulden aus und liegen damit oberhalb des Bereichs von rund 20 %, den das Treasury Borrowing Advisory Committee langfristig als sinnvollen Orientierungspunkt für den Laufzeitenmix betrachtet (siehe Abbildung 3). Eine weitere Verkürzung der Laufzeitenstruktur würde zwar das langfristige Durationsangebot verringern, gleichzeitig aber den ständigen Refinanzierungsbedarf erhöhen und die Finanzierungskosten stärker von kurzfristigen Zinsen – und damit von der Zinspolitik der US-Notenbank – abhängig machen. Im Endergebnis wären die Finanzierungskosten über die Zeit deutlich volatiler, was eine solide Haushaltsplanung zusätzlich erschweren dürfte.

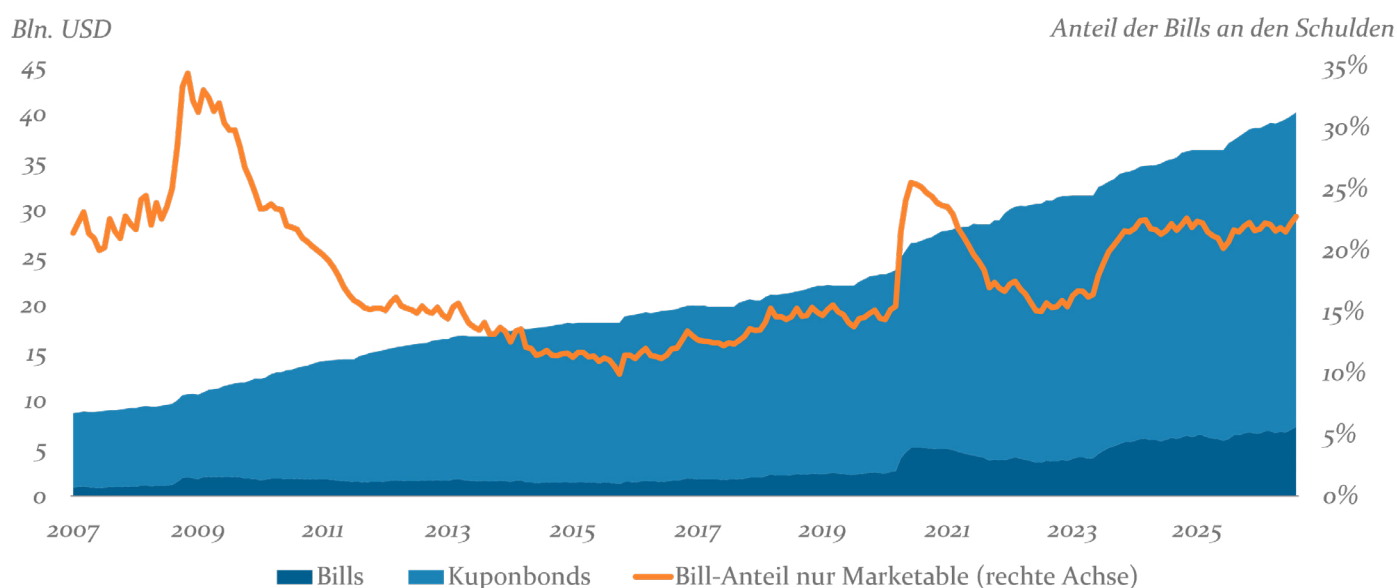
Ob die jüngste Entscheidung tatsächlich den Beginn eines solchen Kurswechsels markiert, ist bislang offen. Entscheidend wäre, ob das Treasury seine Buybacks und den Laufzeitenmix bei Neuemissionen künftig systematisch an steigende Langfristrenditen anpasst. Neue Hinweise darauf könnte vor allem das nächste Quarterly Refunding Announcement des Finanzministeriums am 4. November liefern. Viele Marktteilnehmer dürften sich diesen Termin daher bereits rot im Kalender markiert haben.

Ein aktiveres Treasury verändert die Risikoverteilung an den Kapitalmärkten

Aus Investorensicht dürfte sich ein möglicher Übergang zu einer aktiveren Renditeststeuerung zunächst vor allem innerhalb des Marktes für US-Staatsanleihen bemerkbar machen. Weniger langfristiges Durationsangebot kann langlaufende US-Staatsanleihen relativ unterstützen und zu einer flacheren Zinskurve beitragen. Nach der jüngsten Ankündigung zeigte sich dies insbesondere darin, dass langlaufende Treasuries gegenüber Zinsswaps deutlich an Wert gewannen. Der Einfluss auf das allgemeine Zinsniveau dürfte dagegen begrenzt bleiben, solange die fundamentalen Treiber höherer langfristiger Renditen fortbestehen. Eine zunehmend diskretionäre Emissionspolitik könnte den gewünschten Effekt zudem teilweise konterkarieren. Reagiert das Treasury regelmäßig ad hoc auf hohe Renditen, nimmt die Berechenbarkeit des künftigen Anleiheangebots ab. Anleger könnten dafür eine zusätzliche Risikoprämie verlangen.

In einem stärkeren Interventionsszenario könnte sich die Anpassung schließlich auch außerhalb des Treasury-Marktes zeigen. Eine Dämpfung langfristiger US-Renditen verringert deren Renditevorteil gegenüber ausländischen Anlagen und damit eine wichtige Stütze des US-Dollars. Entsteht darüber hinaus der Eindruck, dass fiskalisch bedingter Renditedruck zunehmend abgefedert werden soll, ohne die zugrunde liegenden Defizite zu reduzieren, könnte sich ein Teil der Risikoprämie über einen schwächeren Dollar ausdrücken. Eine aktivere Renditeststeuerung kann somit beeinflussen, wo Risiken eingepreist werden – beseitigen kann sie die zugrunde liegenden fiskalischen Risiken nicht.

Abbildung 3: Handelbare US-Staatsschulden nach Bills und Kuponanleihen



Quelle: US Treasury, Bloomberg; Stand: 04. September 2026





Fazit

Aktives Schuldenmanagement kann den Angebotsdruck am langen Ende reduzieren und beeinflussen, wo fiskalische Risiken eingepreist werden. Das grundlegende Problem der USA – enorme Defizite und steigende Staatsschulden – löst Finanzminister Bessent damit jedoch nicht. Nachhaltiger wäre deshalb ein glaubwürdiger Fiskalpfad, der den künftigen Finanzierungsbedarf selbst begrenzt. Dafür müsste insbesondere das Primärdefizit, also das Haushaltsdefizit vor Zinszahlungen, dauerhaft reduziert werden. Der politische Spielraum dafür erscheint allerdings begrenzt. Sozialausgaben steigen strukturell, während auch bei den Verteidigungsausgaben kurzfristig kaum größere Einsparungen zu erwarten sind. Eine nachhaltige Konsolidierung dürfte daher neben Ausgabenreformen vor allem zusätzliche Einnahmen erfordern. Gerade Steuererhöhungen sind innerhalb der Republikanischen Partei derzeit jedoch kaum mehrheitsfähig. Der 2025 beschlossene „One Big Beautiful Bill Act“ hat den Fiskalausblick vielmehr weiter verschlechtert.

Vor den Midterms ist daher kaum mit größeren fiskalischen Reformen zu rechnen. Ob sich daran anschließend etwas ändert, hängt zwar vom Wahlausgang ab; ein grundlegender Kurswechsel dürfte jedoch eher mit Blick auf die Präsidentschaftswahl 2028 realistisch werden. Bis dahin könnte dem Schuldenmanagement vor allem eine Brückenfunktion zukommen: Während Bessents Buybacks nur geringe Auswirkungen haben dürften, könnte eine kürzere Finanzierungsstruktur – trotz Risiken und Nebenwirkungen – den Renditedruck am langen Ende vorübergehend durchaus begrenzen. Entscheidend bliebe aber auch in diesem Fall, ob die so gewonnene Zeit tatsächlich genutzt würde, um die Weichen für eine nachhaltigere Fiskalpolitik zu stellen. ■





Max-Fabian Glöckner
Senior Product Manager
Real Assets

Verzahnte Portfoliostruktur: Warum nicht-börsennotierte Infrastruktur Equity- und Debt-Fonds in ein gemeinsames Mandat gehören

Autobahnen, Funkmasten, Flughäfen oder Stromnetze – Infrastruktur umgibt uns tagtäglich. Klar ist: Ohne eine intakte Infrastruktur würde unsere gesamte Wirtschaft und moderne Gesellschaft schlichtweg aufhören zu funktionieren. Sie bildet das unentbehrliche Fundament für modernen Wohlstand, industrielle Wertschöpfung und das tägliche Zusammenleben. Die Assetklasse Infrastruktur kann in sechs Sektoren, wie z.B. Energie, Erneuerbare Energien, Versorgung, Kommunikation, Transport und soziale Infrastruktur, eingeteilt werden (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1: Infrastrukturektoren

Die Assetklasse wird im Allgemeinen in sechs Sektoren unterschieden¹

(Beispielhafte und nicht abschließende Darstellung)



Quelle: Helaba Invest (eigene Darstellung); Stand: September 2026

Um an den sechs Sektoren der Assetklasse zu partizipieren, können institutionelle Anleger nicht-börsennotierte Infrastruktur über unterschiedliche Wege bespielen: U.a. über klassische Eigenkapital-Investments (Infrastruktur Equity) oder über Fremdkapital (Infrastruktur Debt). In der Praxis wird Infrastruktur Equity- und Infrastruktur-Debt in institutionellen Portfolios jedoch nicht immer als gemeinsame Gesamtstrategie umgesetzt. Oft liegt der Fokus einseitig auf nur einer der beiden Strategien. Doch dieser isolierte Blick verschenkt wertvolles Potenzial. Erst die Bündelung von Equity und Debt in einem integrierten Gesamtmandat erlaubt es Investoren, Infrastruktur über die gesamte Kapitalstruktur hinweg als Einheit zu steuern und die komplementären Stärken beider Welten perfekt zu verzahnen: das unbegrenzte Aufwärtspotenzial des Eigenkapitals synchronisiert mit dem robusten Sicherheitsnetz und den sofortigen

Erträgen des Fremdkapitals. Diese strategische Verknüpfung optimiert die Portfolioarchitektur fundamental und eliminiert den renditeraubenden Cash-Drag durch direkt ineinandergreifende Cashflows.

Attraktivität der Assetklasse Infrastruktur

Grundsätzlich dienen traditionelle Infrastrukturanlagen zur Grundversorgung eines Landes mit Strom, Wärme und Wasser oder tragen wesentlich zum wirtschaftlichen Wachstum bei. Die Einnahmen dieser Unternehmen sind typischerweise durch Regulierung, Konzessionen oder langfristige Verträge unmittelbar an die Inflation geknüpft und führen in Zeiten hoher Inflation zu spürbar steigenden Einnahmen bzw. Überrenditen. I.d.R. nicht regulierte Anlagen wie z.B. Schiffshäfen profitieren von monopolartigen Strukturen, die die Weitergabe





von Kosten an Kunden ermöglichen. Infrastrukturanlagen mit Grundversorgungscharakter weisen dabei eine hohe Widerstandsfähigkeit gegen konjunkturelle Schwankungen auf.

Diese Charakteristika führen dazu, dass die Assetklasse Infrastruktur einen unverzichtbaren Baustein im Portfolio bildet, welche – sowohl auf der Eigenkapital- (Equity) als auch auf der Fremdkapitalseite (Debt) – stabilisierende, oft inflationsgeschützte Cashflows bei geringer Korrelation zu den volatilen öffentlichen Märkten bieten.

Die spezifische Umsetzung im Portfolio kann je nachdem, welches Risikoprofil ein Anleger sucht und welche Anlageziele verfolgt werden, gesteuert werden. Equity und Debt können mit ihren jeweiligen Eigenschaften einen unterschiedlichen Beitrag zum Portfolioerfolg liefern.

■ **Infrastruktur Equity** partizipiert direkt vom operativen Wachstum der Infrastrukturunternehmen bzw. -anlagen. Dies hat für Eigenkapitalinvestoren den Vorteil, dass diese z.B. ungedeckt vom wirtschaftlichen Upside und i.d.R. Inflationsschutz profitieren – bei entsprechend höherem unternehmerischem Risiko.

■ **Infrastruktur Debt** liefert robuste, vertraglich fixierte Cashflows, statt id.R. am operativen Upside teilzuhaben. Im Vergleich zu klassischen Unternehmensanleihen bietet Infrastructure Debt attraktive risikoadjustierte Renditen und bewahrt selbst bei plötzlichen Marktausverkäufen seine Stabilität. Auch besteht eine teilweise Absicherung gegen Inflationsrisiken, da einige Kredite variabel verzinst sind.

Die gezielte Kombination von Eigenkapital und defensiv strukturiertem Fremdkapital erlaubt es institutionellen Anlegern somit, von derselben starken Substanzbasis zu profitieren, das Risiko-/ Rendite-Profil jedoch präzise individuell auszusteuern. Die jeweilige Gesamtstrategie können institutionelle Anleger z.B. über Direktinvestitionen, Singlefonds oder Dachfonds umsetzen. Direktinvestitionen und Singlefonds erfordern neben erheblichen internen Ressourcen eine hohe Expertise sowie ein starkes Netzwerk in einer sehr heterogenen Assetklasse. Alternativ bieten sich Investmentlösungen von erfahrenen und gut vernetzten Dachfonds-Managern an, welche durch ihr Netzwerk, ihre Expertise und den breiten Marktzugang die

besten Zielfonds und Co-Investments für ihre Kunden identifizieren können. Dachfondslösungen – als Einanlegerfonds (Einzelmandat) oder Mehranlegerfonds – können durch ihre multidimensionale Diversifikation zusätzlich zur Risikoreduktion beitragen.

Das strukturelle Problem getrennter Allokationen

Werden nicht-börsennotierte Infrastruktur Equity- und Debt-Zielinvestments jedoch isoliert voneinander gezeichnet und nicht in einem gesamthaften Portfoliokontext betrachtet (z.B. als Einzelmandat), können typische Reibungsverluste für Investoren entstehen.

Ein kritischer Reibungsverlust bei einer getrennten Allokation kann sich im ineffizienten Cash-Flow-Management zeigen. Ein professionell gemanagtes Einzelmandat (auch Separately Managed Account, „SMA“) sollte idealerweise als kapitaloptimierter Kreislauf agieren. Während Equity-Fonds im Primärmarkt das Kapital oft langsam über eine jahrelange Draw-down-Phase abrufen, investieren Debt-Fonds meist deutlich schneller. Überdies schütten nicht-börsennotierten Infrastruktur-Debt-Fonds durch z.B. laufende Zinszahlungen der Kreditnehmer bereits sehr früh aus. Wenn der Endinvestor die beiden Welten jedoch nur einer starren Einzelbetrachtung unterzieht, fließen diese frühzeitigen Rückflüsse aus den Debt-Zielinvestments ggf. ungenutzt an den Investor zurück. Gleichzeitig muss der Investor für die zeitversetzt anstehenden Kapitalabrufe der länger laufenden Primary-Equity-Fonds frische Liquidität von außen nachschießen. Diese mangelnde Verbindung der Cash-Flows führt dazu, dass das jeweilige SMA seine Fähigkeit zur Selbstfinanzierung nicht optimal auszunutzen kann. Ohne eine präzise zeitliche Abstimmung führt dieses Ungleichgewicht zu ungesteuerten Liquiditätsüberhängen, die die Gesamtrendite belasten.

Zudem können unbeabsichtigte Klumpenrisiken auf Asset-Ebene drohen. Da Großprojekte wie Windparks oder Infrastruktur-Unternehmen häufig sowohl Eigenkapital als auch Fremdkapital von Investoren zur Verfügung gestellt bekommen, besteht die Gefahr, dass separat ausgewählte Equity-Fonds und unabhängig gezeichnete Debt-Fonds in dasselbe zugrundeliegende Asset investieren. Dadurch wird das Risiko im Gesamtportfolio konzentriert statt diversifiziert.



Auch die optimale Gewichtung zwischen Eigen- und Fremdkapital kann sich im Infrastrukturbereich je nach makroökonomischem Umfeld (z. B. in einer Hoch- oder Niedrigzinsphase) oder den individuellen Investorenbedürfnissen (z.B. Rendite-/Risikoprofil) dynamisch verschieben. Bei einer starren Trennung der Equity- und Debt-Strategien fehlt dem jeweiligen Portfoliomanagement die Möglichkeit, die gesamte Infrastrukturallokation gezielt steuern zu können und entsprechend das Gesamtrisiko des Infrastruktur-Portfolios an das veränderte Umfeld anzupassen.

Die Vorteile des integrierten Ansatzes

Bei einer Verbindung von nicht-börsennotierten Infrastruktur Equity- und Debt-Zielinvestments im Rahmen der gesamthaften Infrastruktur-Portfoliobetrachtung können einige Vorteile erzielt und die oben genannten Probleme aufgelöst werden.

Insbesondere die ganzheitliche Cash-Flow-Planung ermöglicht die Harmonisierung von Kapitalabrufen und Ausschüttungen der Zielinvestments. Die schnellen, vertraglich vereinbarten Rückflüsse aus den nicht-börsennotierte Infrastruktur Debt-Fonds können direkt genutzt werden, um die stärker zeitversetzten Kapitalabrufe der nicht-börsennotierte Infrastruktur Equity-Fonds zu finanzieren. Dies kann die Cash-Drag-Problematik des Investors reduzieren. Zusätzlich sei erwähnt, dass es wichtig ist, dass in der gesamthaften Planung neben klassischen Primary Zielinvestments auch weitere Investitionsarten wie z.B. Evergreen-, Secondary- und Co-Investments zu berücksichtigen. Überdies ist bei einem integrierten Ansatz die Überwachung des Gesamtportfolios über eine konsolidierte Look-Through-Analyse gegeben. Der zuständige Portfoliomanager kann z.B. überwachen, dass das Mandat nicht über verschiedene Equity- und Debt-Zielfonds hinweg in dieselben Einzelrisiken investiert. Zudem lässt sich die Gesamteffizienz bezüglich geographischer und sektoraler Diversifikation (z. B. Energie, Transport, Digital, Soziales) präzise kalibrieren.

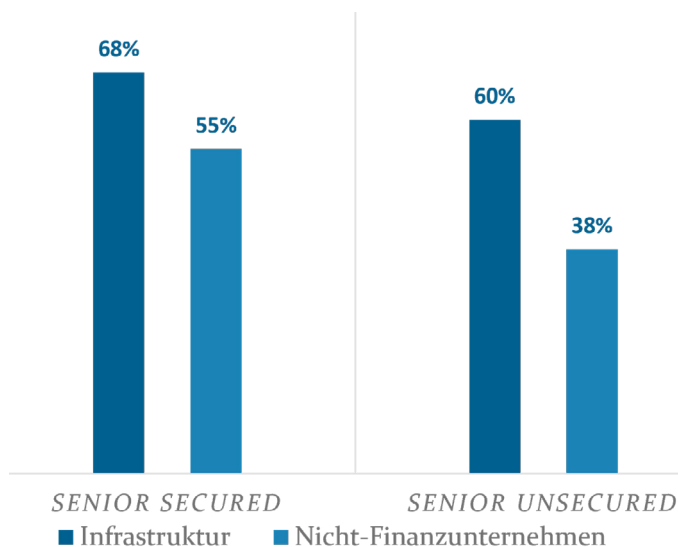
Ein weiterer Vorteil für das Gesamtportfolio liegt in der strukturellen Absicherung durch die Infrastruktur Debt-Investments. Dass Infrastruktur Debt der ultimative Stabilitätsanker im Portfolio ist, belegen die historischen Langzeitdaten von S&P Global (1981 – 2025) und Moody's (1983 – 2023).

Infrastruktur Debt weist im Vergleich zu klassischen Unternehmensanleihen (Non-Financial Corporates) ein hochgradig asymmetrisches, vorteilhaftes Risikoprofil auf.

Während die Ausfallraten im ersten Jahr zwischen IG-Infrastruktur und IG-Nicht-Finanzunternehmen mit 0,06 % zu 0,07 % nahezu identisch sind, halbiert sich das Risiko bei Infrastrukturanlagen über den 10-Jahres-Horizont (1,06 %) im Vergleich zu normalen Unternehmensanleihen (1,82 %) annähernd. Selbst im renditestärkeren Speculative-Grade-Segment bleibt Infrastruktur mit 6,90 % gegenüber 14,50 % bei klassischen Corporates hochgradig resilient.

Kommt es ungeachtet der hohen Stabilität der Assetklasse dennoch zu einem Ausfall, macht sich der ausgeprägte Substanzwert positiv bemerkbar. Die globale (siehe Tabelle) Langzeitstudie von Moody's (1983 – 2023) belegt, dass die Recovery Rates bei Infrastruktur-Debt die klassische Unternehmenswelt übertrifft (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2: Durchschnittliche Recovery Rates



Quelle: Moody's; Infrastructure & Project Finance: Infrastructure default and recovery rates, 1983-2023; Stand: 29. Juli 2024

Bei erstrangig besichertem Fremdkapital erzielen Infrastrukturinvestments eine historische durchschnittliche Recovery Rate von 68 %, während klassische Nicht-Finanzunternehmen lediglich 55 % aufweisen. Im Infrastruktur-Sektor Versorgung klettert die durchschnittliche Recovery Rate dank i.d.R.

Rating-Kategorie / Zeithorizont	Jahr 1	Jahr 5	Jahr 10	Jahr 15
Infrastruktur mit Investment-Grade (IG)	0,06 %	0,63 %	1,06 %	1,58 %
Nicht-Finanzunternehmen mit Investment-Grade	0,07 %	0,76 %	1,82 %	2,60 %
Infrastruktur mit Speculative-grade (SG)	2,02 %	6,90 %	9,47 %	10,14 %
Nicht-Finanzunternehmen mit Speculative-grade	3,76 %	14,50 %	20,23 %	23,13 %

Tabelle: Historische kumulierte Ausfallquoten (1981–2025); (im Vgl. zu den Grafiken klein)

Quelle: S&P Global; Default, Transition, and Recovery: 2025 Annual Infrastructure Default And Rating Transition Study



staatlich regulierter und systemrelevanter Geschäftsmodelle sogar auf 82 %. Selbst bei unbesichertem Fremdkapital liegt die durchschnittliche Recovery Rate bei Infrastrukturen bei 60 %, wohingegen Nicht-Finanzunternehmen eine durchschnittliche Recovery Rate i.H.v. 38 % aufweisen. Für Investoren bedeutet dies eine erhebliche Risikoreduktion, da selbst im seltenen Krisenfall der weitaus größte Teil des eingesetzten Kapitals wiedergewonnen werden kann.

Des Weiteren kann die Kombination von Eigen- und Fremdkapital für institutioneller Investoren erhebliche regulatorische Vorteile bieten, da sie eine Steuerung der Eigenkapitalanforderungen erlaubt. Ein prägnantes Praxisbeispiel hierfür

sind Banken, welche als institutionelle Investoren auftreten. Seit der Neuregelung der CRR steigen die Eigenkapitalanforderungen bei Beteiligungen, was u.a. Investments in Infrastructure Equity Zielinvestments betrifft.

Ab 2025 begann ein Phase-In, bei der die KSA-Risikogewichte jährlich um 30 % bei allgemeinen Beteiligungen bis 2030 steigen. Allgemeine Beteiligungspositionen (Equity) landen 2030 somit bei 250 %. Im Vergleich weisen z.B. klassische Senior-Debt-Infrastruktur-Fonds lediglich eine Gewichtung von ca. 90 % bis 100 % aus. Durch eine Mischstrategie kann die Eigenkapitalkomponente durch die risikogewichtsoptimierte Fremdkapitalquote optimal gesteuert werden.



Generiert mit KI

Fazit

Nicht-börsennotierte Infrastruktur bleibt durch ihre konjunkturreisistenten Eigenschaften ein fundamentaler Stabilitätsanker im Portfolio. Wer zusätzlich die komplementären Stärken von wertsteigerndem Eigenkapital und defensivem Fremdkapital ausschöpfen möchte, für den ist ein gemeinsames, integriertes Mandat die logische Antwort. Institutionelle Investoren können dadurch von einem optimierten Cashflow-Profil profitieren, eliminieren die typischen Reibungsverluste und verbessern die Eigenkapitalunterlegung. Die Kombination beider Säulen kann so ein selbstfinanzierendes Infrastruktur-Portfolio für den langfristigen Vermögensschutz und -aufbau bilden. ■



Ihre Ansprechpartner. Wir sind gerne für Sie da.

Olaf Tecklenburg



Mitglied der
Geschäftsführung

✉ Olaf.Tecklenburg@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-189

Dr. Jens Bies, CIIA, CFDS, CEIM



Abteilungsleiter
Kapitalmarktresearch &
Asset Management RentenFX

✉ Jens.Bies@helaba-invest.de
☎ (+49) 69/29970-386

Copyright © 2026 Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Dieses Dokument bildet insbesondere keine Offerte zum Kauf von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kaufauftrag entgegengenommen werden. Ferner stellen die in diesem Dokument gemachten Angaben keine Anlageberatung dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen.

Die Vervielfältigung, Weitergabe oder Veröffentlichung der Unterlage oder auch nur in Teilen ist ohne ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Helaba Invest nicht gestattet. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklären Sie sich mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.





Das Triple der institutionellen Kapitalanlage.

Als Full-Service-Manager und starker Partner an Ihrer Seite unterstützen wir Sie mit unserem Wissen entlang der gesamten Wertschöpfungskette: vom Asset Management über Alternative Investments bis zum Asset Servicing Ihrer gesamten Kapitalanlagen.

Nutzen Sie unser Wissen, um Ihre Ziele zu erreichen.

helaba-invest.de

Helaba *Invest*
Wissen entscheidet.