



ALLE FÜR EINEN, EINER FÜR ALLE!? – ZUSAMMENFASSUNG DES 11. VERMÖGENSVERWALTER-DIALOGS



Ende November fand unser 11. Vermögensverwalter-Dialog unter dem Motto „Alle für einen, einer für alle“ statt. Die Entwicklung seither hat uns bestätigt: Der US-Präsident interpretiert das bekannte Motto der drei Musketiere aus Alexandre Dumas' Roman gänzlich anders: Es sollen nicht nur alle (Zölle) zahlen für die Wohlfahrt der USA und damit für die des Präsidenten, es spricht auch einer für alle und regelt Geopolitik ohne Absprachen, bis hin zur angedrohten Vereinnahmung souveräner Staaten. Die Folgen für Geopolitik und Welthandel – und damit für die Weltwirtschaft sowie nicht zuletzt für Frieden und Demokratie – sind weitreichend.

Die globale Anlegerschaft fokussiert sich unverändert auf die positiven Effekte: Tendenz zu niedrigeren Zinsen in den USA – wenn auch unter dem Einfluss der Regierung, Sicherung günstiger Öl-Versorgung aus Venezuela und massiv erhöhte Ausgaben für Infrastruktur, Verteidigung und Wirtschaft in Europa und nicht zuletzt das Interesse der globalen, mehr oder weniger autokratischen Akteure an einem weiterhin funktionierenden Welthandel und stabiler Weltwirtschaft.

Sehen wir eine Sorglosigkeit oder eine berechtigte konstruktive Grundhaltung?

Björn Drescher, Vorstand der Drescher & Cie. AG, und einer der renommiertesten Fondsexperten Deutschlands eröffnete unseren 11. Vermögensverwalter-Dialog am 27. November mit der Frage, in welchem Zustand sich der „Patient“ Kapitalmarkt befände. Er eröffnete damit eine kurzweilige Podiumsdiskussion mit Dr. Ulrich Kaffarnik, Mitglied der erweiterten Geschäftsleitung und Kapitalmarktstrategie der DJE Kapital AG, Dr. Uwe Rathausky, Vorstand und Portfoliomanager der GANÉ Investment AG und Thomas Romig, Geschäftsführer der Assenagon Asset Management S.A. und seit 2015 verantwortlich für den Bereich Multi Asset Portfolio Management.

Ärztliche Diagnose der Märkte – Stabilisierung ohne Entwarnung

Dr. Ulrich Kaffarnik beschreibt den Jahresverlauf 2025 als belastend und von hohen Kreislaufausschlägen geprägt. Insbesondere das Frühjahr (Zollschock im April) markierte eine schwere gesundheitliche Attacke, die viele Marktteilnehmer unvorbereitet traf.

Zwar habe sich der Zustand der Märkte im weiteren Verlauf stabilisiert, von einer nachhaltigen Genesung könne keine Rede sein.

Thomas Romig ergänzt diese Einschätzung um eine strukturelle Perspektive. Die eigentlichen Krankheitserde lägen weniger an den Kapitalmärkten selbst, sondern zunehmend in den staatlichen Haushalten. Die fiskalischen Defizite vieler Länder seien nicht konjunkturell, sondern strukturell bedingt. Schuldenstände, demografische Belastungen und politische Zwänge führen zu einer Gemengelage, deren Tragfähigkeit zunehmend infrage gestellt werden müsse. Gleichzeitig sei klar, dass die bekannten Medikamente weiterhin verabreicht würden: niedrige Zinsen, erhöhte schuldenfinanzierte Staatsausgaben. Notenbankgeld bleibe ein zentrales Instrument, und die Erfahrung der vergangenen Jahre zeige, dass Zentralbanken im Zweifel bereit seien, erneut Liquidität bereitzustellen, um größere Verwerfungen, also gesundheitliche Krisen des Patienten, zu verhindern.

Zyklen unter permanenter Intervention

Vor diesem Hintergrund stellt sich die grundsätzliche Frage, ob klassische Marktzyklen überhaupt noch existieren. Dr. Ulrich Kaffarnik äußert deutliche Zweifel an einem sauber ausgeprägten, natürlichen Zyklus. Zu häufig und zu massiv griffen Notenbanken und Regierungen ein, um Marktbewegungen abzufedern oder umzulenken. Diese Eingriffe verzerrten Preissignale und erschweren eine klare Einordnung von Über- und Unterbewertungen.

Thomas Romig weist darauf hin, dass Notenbanken heute über erheblich mehr Erfahrung im Krisenmanagement verfügen als noch vor ein oder zwei Jahrzehnten. Sie seien es gewohnt, schnell, koordiniert und interventionistisch zu handeln. Intervention sei längst kein Ausnahmezustand mehr, sondern Teil der neuen Normalität. Für Investoren bedeute dies jedoch auch, dass klassische Lehrbuchmuster an Aussagekraft verloren hätten und Flexibilität wichtiger sei als starre Modelle.

Politik als dauerhafter Einflussfaktor

Die These, politische Börsen hätten kurze Beine, hält Dr. Uwe Rathausky für nicht mehr zeitgemäß. Politische Eingriffe wirkten heute tiefer und nachhaltiger auf die Kapitalmärkte ein als früher. Industriepolitische Programme, Subventionen, Handelsrestriktionen und Eingriffe in Eigentumsrechte beeinflussten Investitionsentscheidungen zunehmend. Insbesondere in den USA sei dieser Trend deutlich sichtbar.

Viele Märkte bewegten sich trotz politischer Spannungen auf Allzeithochs, da ein Gewöhnungseffekt eingesetzt habe. Die Börse sei keine moralische Veranstaltung, sondern reagiere primär auf Liquidität, Konsum und Gewinnerwartungen. Gerade in den USA ►►

sei eine stabile Börse notwendig, um den Konsum als wichtigsten Wachstumstreiber der Wirtschaft aufrechtzuerhalten.

Rohstoffe und staatliche Übergriffigkeit

Beim Thema seltene Erden mahnt Thomas Romig zur Zurückhaltung. Investiert werde weniger in einzelne Rohstofftitel als vielmehr in übergeordnete Investmentthemen. Sobald der Staat zu stark eingreife, steige das Risiko für Investoren erheblich. Überregulierung, Exportbeschränkungen oder staatliche Preisvorgaben könnten die Attraktivität solcher Investments schnell schmälern. In diesen Fällen sei es oft sinnvoller, Abstand zu halten.

Dr. Ulrich Kaffarnik betont, dass seltene Erden für ihn keine zentrale Rolle spielen. Der Rohstoffsektor insgesamt bleibe jedoch ein relevanter Baustein, insbesondere im Kontext von Inflation, geopolitischen Spannungen und langfristigen Angebotsengpässen.

Notenbanken und Unabhängigkeit

Zur Rolle der US-Notenbank äußert sich Dr. Ulrich Kaffarnik nüchtern. Formal sei die FED unabhängig, faktisch sei sie es auch in der Vergangenheit nicht vollständig gewesen. Die Märkte müssten sich darauf einstellen, dass politische Einflussnahme künftig weiter zunehmen könnte. Insbesondere personelle Veränderungen könnten dazu führen, dass geldpolitische Entscheidungen stärker politisch motiviert ausfallen. Für Investoren bedeute dies, geldpolitische Signale stets im politischen Kontext zu interpretieren.

Künstliche Intelligenz zwischen Euphorie und Realität

Die Diskussion um Künstliche Intelligenz ist von großer Euphorie geprägt. Dr. Uwe Rathausky weist darauf hin, dass Blasen nicht allein wegen hoher Bewertungen platzen. Entscheidend sei, ob die Kräfte, die ein Thema tragen, auseinanderbrechen. Ein solches Szenario sehe er derzeit nicht. Gleichwohl sei Vorsicht angebracht, da die Erwartungen hoch seien.

Dr. Ulrich Kaffarnik verweist auf die enormen Investitionssummen, die weltweit in KI fließen. Schätzungen zufolge könnten sich diese auf mehrere Billionen US-Dollar belaufen. Sollte sich jedoch zeigen, dass die erwarteten Produktivitätsgewinne und Erträge nicht in dem prognostizierten Umfang eintreten, könne das Fundament schnell bröckeln. Thomas Romig ergänzt, dass man bewusst mit einer geringeren Gewichtung im Technologiesektor agiere als viele Wettbewerber, um Klumpenrisiken zu vermeiden.

Aktives Management gewinnt an Bedeutung

Dr. Uwe Rathausky sieht die Zeit für aktives Fondsmanagement wieder gekommen. Die Märkte seien extrem heterogen, viele Branchen und Sektoren pauschal abgestraft worden. Dies eröffne ein breites Feld für aktive Titelselektion. Passive Strategien stießen dort an ihre Grenzen, wo Differenzierung und Fundamentalanalyse wieder stärker gefragt seien. Aktives Management erlebe daher eine Renaissance.

Rüstung, Schwellenländer und Gold

Rüstungsaktien werden von allen drei Marktbeobachtern als stark gehypt eingeschätzt. Dr. Ulrich Kaffarnik spricht von einer Spekulationsblase, die bei einem Waffenstillstand oder gar Frieden in der Ukraine rasch an Zugkraft verlieren könnte. Schwellenländer hingegen gewinnen wieder an Bedeutung. Dr. Ulrich Kaffarnik sieht deutliche Bewertungsvorteile, Thomas Romig bestätigt höhere Gewichtungen als in der Vergangenheit. Diese Märkte seien flexibler, weniger reguliert und verfügten über wachsende Binnenmärkte und einer jungen Bevölkerung. Bei Gold zeigt sich Dr. Ulrich Kaffarnik zurückhaltend und würde kurzfristig eher abwarten und mögliche Rücksetzer nutzen, statt auf dem aktuellen Niveau zuzukaufen.

Ausblick – mögliche Überraschungen

Trotz einer konstruktiven Grundhaltung für die Kapitalmärkte sind mögliche Überraschungen der kommenden Jahre vielfältig. Dr. Ulrich Kaffarnik nennt einen deutlichen Rückgang des Nasdaq als Negativszenario. Dr. Rathausky sieht im Gegenzug die Chance auf einen Frieden in der Ukraine, der insbesondere Immobilien- und Infrastrukturwerte befürworten könnte. Thomas Romig verweist auf das Risiko, dass ein als stabil und sicher eingestuftes Unternehmen mit einem hohen Volumen an ausstehenden Investment-Grade-Anleihen ins Wanken geraten könnte.

Sicher ist lediglich: Die Märkte bleiben anspruchsvoll und verlangen einen nüchternen, aktiven und breit diversifizierten Ansatz. Die notwendige Flexibilität, um auf länger anhaltende geopolitische Einflüsse an den Börsen zu reagieren, bringen die von uns favorisierten Vermögensverwalter in Ihr Depot – ohne Ihr Zutun und durch uns überwacht.



BÜRO MÜNCHEN

Tel.: (089) 215 299 939
Fax: (089) 215 299 930
muenchen@vermoegenswerk.com

BÜRO HAMBURG

Tel.: (040) 794 163 66
Fax: (040) 794 163 67
hamburg@vermoegenswerk.com

BÜRO BERLIN

Tel.: (030) 450 866 11
Fax: (030) 450 866 12
berlin@vermoegenswerk.com

HINWEIS

Datenstand: 31.12.2025, Quelle: VWD. Die vorliegenden Unterlagen wurden von VermögensWerk AG auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft werden, erstellt. VermögensWerk AG hat keine Garantie für die Richtigkeit der Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit ändern. VermögensWerk AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile sowie das Einkommen aus Anteilen können schwanken und nicht garantiert werden. Diese Unterlage stellt kein Angebot zum Kauf von Investmentfondsanteilen oder Aktien dar. Die Grundlage für den Kauf von Investmentfondsanteilen sind die jeweiligen gültigen Verkaufsprospekte und aktuellen Halbjahres- und Jahresberichte. Diese können jederzeit bei VermögensWerk AG, Ludwig-Ganghofer-Str. 1, 82031 Grünwald angefordert werden. Im Prospekt sind wichtige Angaben zu Risiko, Kosten und Anlagestrategie enthalten.



VERMÖGENSWERK AG
VERMÖGEN | VERWALTER | AUSWAHL

HABEN WIR IHR INTERESSE GEWECKT?

Gerne erläutern wir Ihnen alle Details in einem persönlichen Gespräch.

WWW.VERMOEGENSWERK.COM