

Blick über die Spitzenreiter hinaus: Ein Halbjahresrückblick auf globale Aktien

22. Juli 2026 ❖ <https://www.thornburg.com/article/looking-beyond-the-leaders-a-mid-year-perspective-on-global-equities/>

Trotz geopolitischer Unsicherheiten und Marktvolatilität bieten globale Aktien weiterhin Chancen, die über die kleine Gruppe von Titeln hinausgehen, die die Indexrenditen antreiben.

Nach sechs Monaten voller Überraschungen im Jahr 2026 sind viele Themen, die wir in den letzten 18 Monaten hervorgehoben haben, auch heute noch aktuell:

- Die Spannungen zwischen Politik und wirtschaftlicher Widerstandsfähigkeit
- Ob die Unsicherheit in den verschiedenen Anlageklassen und regionalen Märkten angemessen eingepreist ist
- Die Kapitalintensität des Wettlaufs um künstliche Intelligenz
- Das Gleichgewicht zwischen der Suche nach Rendite und einer angemessenen Vergütung für das Risiko

Wie bereits vor sechs Monaten (und vor einem Jahr) gehen wir in die zweite Hälfte des Jahres 2026 mit begrenzter Klarheit hinsichtlich der Entwicklung der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte. Nachdem wir die sich wandelnde US-Zollpolitik und den Konflikt im Nahen Osten verarbeitet haben, konnten wir bislang in weiten Teilen der Weltwirtschaft eine überraschende Widerstandsfähigkeit beobachten. Die globalen Aktienmärkte haben sich jedoch in den letzten Jahren erheblich verengt, insbesondere in den USA. Im zweiten Quartal kam es zu einem weiteren dramatischen Rückgang der Marktbreite, da AI-bezogene Aktien nach dem ersten Waffenstillstandsabkommen zwischen den USA und dem Iran die meiste Aufmerksamkeit auf sich zogen. Eine überraschende Beobachtung war, dass die Rallye des S&P 500 im 2. Quartal 26 den viertgrößten Quartalsanstieg in der Geschichte darstellte. Eine wichtige Nuance ist, dass die drei größten Kursbewegungen auftraten, als sich die Märkte von der

Tiefpunkt nach der globalen Finanzkrise und dem Höhepunkt der COVID-Pandemie, während es sich im letzten Quartal lediglich um eine Bewegung von bereits recht hohen Niveaus handelte. Angesichts des

derzeitigen Markt (insbesondere in den USA), der von Momentum und Mega-Cap-Beta geprägt ist, ist es unerlässlich, den Fokus auf die Analyse einzelner Wertpapiere und den Schutz vor Kursverlusten zu legen und gleichzeitig differenzierte Renditen anzustreben. Die folgenden Beobachtungen heben wichtige Überlegungen unseres breit aufgestellten globalen Aktien-Investmentteams hervor und bieten gleichzeitig eine differenzierte Perspektive, die auf aktivem Management basiert.

Eine widerstandsfähige Weltwirtschaft

Die Handelsunsicherheit war hoch, als die Trump-Regierung in den letzten 15 Monaten eine Vielzahl von Zöllen ankündigte, aushandelte, wieder aufhob und erneut verhängte. Das Ergebnis? Die Globalisierung, die über den Handel mit den USA hinausgeht, hat sich weitgehend unvermindert fortgesetzt.

Die Bruttoexporte stiegen in den wichtigsten Volkswirtschaften der Welt an, auch wenn einige Lieferketten im Zusammenhang mit den USA leicht umstrukturiert wurden. Die meisten Volkswirtschaften außerhalb der USA stehen trotz der zollbedingten wirtschaftlichen Spannungen weiterhin auf stabilem Boden und bieten nach wie vor ein solides Umfeld für gesunde Unternehmensgewinne weltweit.

MEHR ONLINE ANZEIGEN



AUTOR

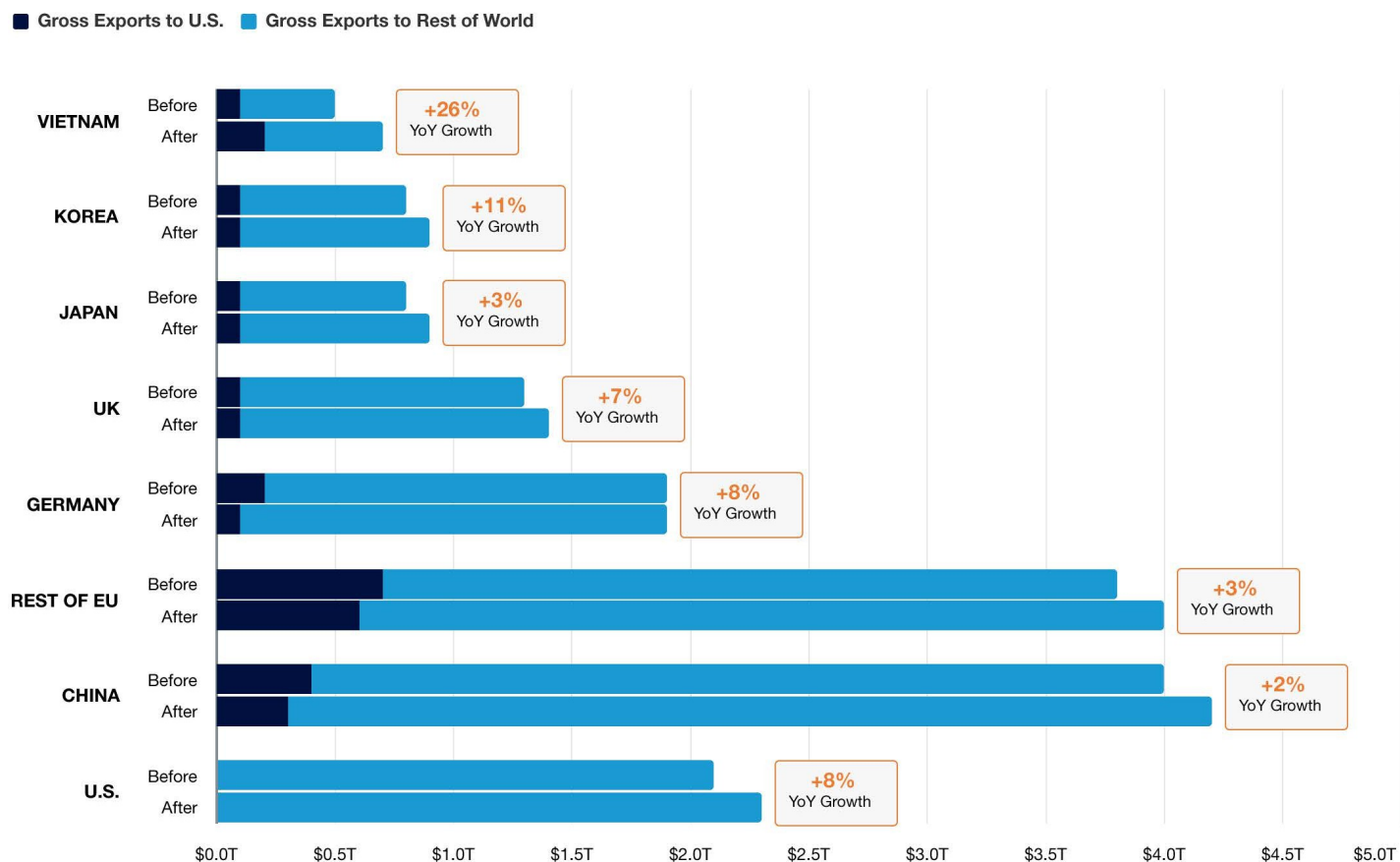


MATT BURDETT

Leiter Aktien,
Portfoliomanager und
Geschäftsführer

Das Wachstum des Welthandels hat sich trotz zollbedingter Spannungen fortgesetzt

Bruttoexporte 12 Monate vor und nach dem „Liberation Day“ (in Billionen US-Dollar)



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. März 2026

„Vorher“ bezeichnet den Zeitraum April 2024 bis März 2025 (das Jahr vor Trumps Zöllen bzw. dem „Liberation Day“); „Nachher“ bezeichnet den Zeitraum April 2025 bis März 2026 (das Jahr nach Einführung der Zölle)

Vor dem Iran-Konflikt hatte die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft gegenüber Handelskonflikten darauf hingedeutet, dass wir ein solides Umfeld für eine erfolgreiche Titelauswahl haben könnten, und dies hat sich im Januar und Februar auch bestätigt. Doch die Sperrung der Straße von Hormus erhöhte die Tail-Risiken, und wir haben einen engeren Markt erlebt – zunächst im März mit risikoaverm Handel und anschließend die von Halbleitern angeführte KI-Rallye im zweiten Quartal.

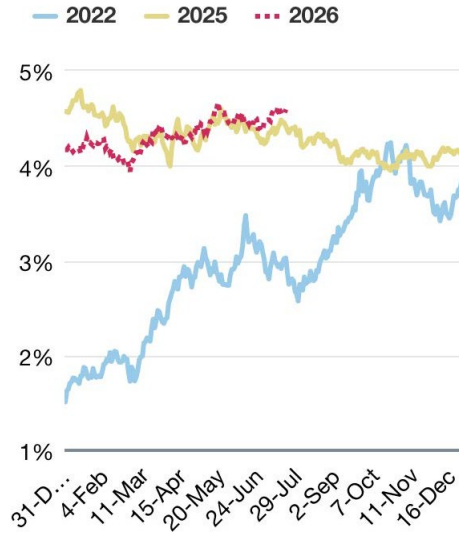
Mit dem Zusammenbruch des Waffenstillstands ist die Unsicherheit erneut gestiegen, doch die gute Nachricht ist, dass die Rückgänge der Rohstoffpreise im Juni gezeigt haben: Wenn Wirtschaftsakteure und Marktteilnehmer davon ausgehen, dass die Straße von Hormus auch nur teilweise offen bleibt, können viele wichtige Inputfaktoren und Indikatoren für die wirtschaftliche Gesundheit wieder auf das Niveau zurückkehren, das sie 6 bis 9 Monate vor März hatten. Dies steht im Gegensatz zu den Störungen, die durch den russischen Einmarsch in die Ukraine im Jahr 2022 verursacht wurden, als sich viele Verwerfungen erst nach mindestens 12 Monaten wieder normalisierten.

Wichtige Wirtschaftsindikatoren haben sich schneller normalisiert als bei früheren Energiekrisen

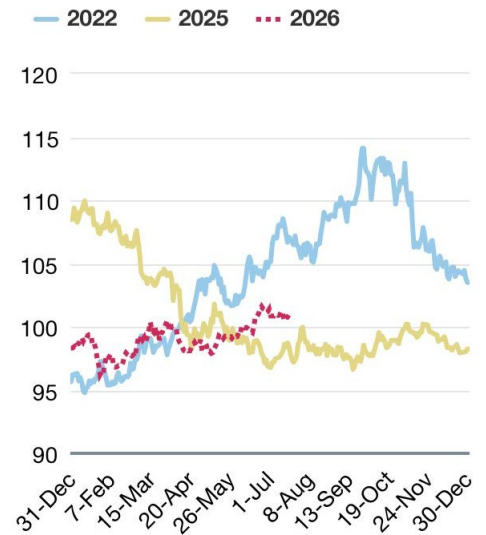
Brent Oil Price (USD/barrel)



U.S. 10-year Treasury Yield



The U.S. Dollar Index (DXY)



Quelle: Bloomberg, Stand: 20. Juli 2026

Während die Fortsetzung der Wachstumstrends im Rest der Welt nun besser abgesichert ist – da die Energiepreise niedriger sind als im März und die Zinssätze sowie die Währungen relativ stabil bleiben –, gibt es in den USA eine Diskrepanz zwischen Makro- und Mikrodaten.

Erstens deuten die Daten, wie bereits in unserem [Ausblick vom Januar 2026](#) erwähnt, darauf hin, dass der derzeitige Ausbau von KI-bezogenen Rechenzentren und Infrastruktur etwa die Hälfte des US-BIP-Wachstums ausmacht, d. h., während das Gesamtwachstum bei rund 2 % liegt, wächst die „Main Street“ um etwa 1 %. Das ist zwar „in Ordnung“, hebt sich aber nicht besonders deutlich vom BIP-Wachstum ab, das in weiten Teilen der übrigen Welt zu beobachten ist. In den 2010er Jahren übertraf die US-Wirtschaft die meisten anderen Länder weltweit deutlich. In den letzten Jahren haben sich jedoch andere Volkswirtschaften erholt, während die US-Wirtschaft in Sektoren, die nicht vom KI-Investitionszyklus betroffen sind, an Schwung verloren hat.

Zweitens: Da die USA ein großer Energieproduzent sind, fließt die sich verbessernde Handelsbilanz aufgrund höherpreisiger Energieexporte positiv in die BIP-Berechnungen ein. Allerdings arbeiten nur etwa 500.000 Amerikaner in der Energiebranche, während fast 200 Millionen Menschen in anderen Sektoren beschäftigt sind. Folglich sind weitaus mehr US-Verbraucher von den höheren Energiepreisen betroffen, als von höheren Einkommen durch den Anstieg von März bis Juni verzeichnen. Das BIP mag zwar auf ein starkes makroökonomisches Umfeld hindeuten, doch so wie das Wachstum der „Main Street“ derzeit auf europäischem Niveau liegt, waren die Geldbeutel der US-Amerikaner und Europäer gleichermaßen von den jüngsten Schwankungen der Energiepreise betroffen.

Zwar ist der von den USA angeführte, KI-getriebene Technologiezyklus derzeit stark, doch darf nicht vergessen werden, dass es sich um einen *Zyklus* handelt. Es gibt eine kleine Anzahl von

Unternehmen, die enorme Summen ausgeben, und der Großteil davon fließt in die US-Bauindustrie (Rechenzentren) und die globale Halbleiter-Lieferkette.

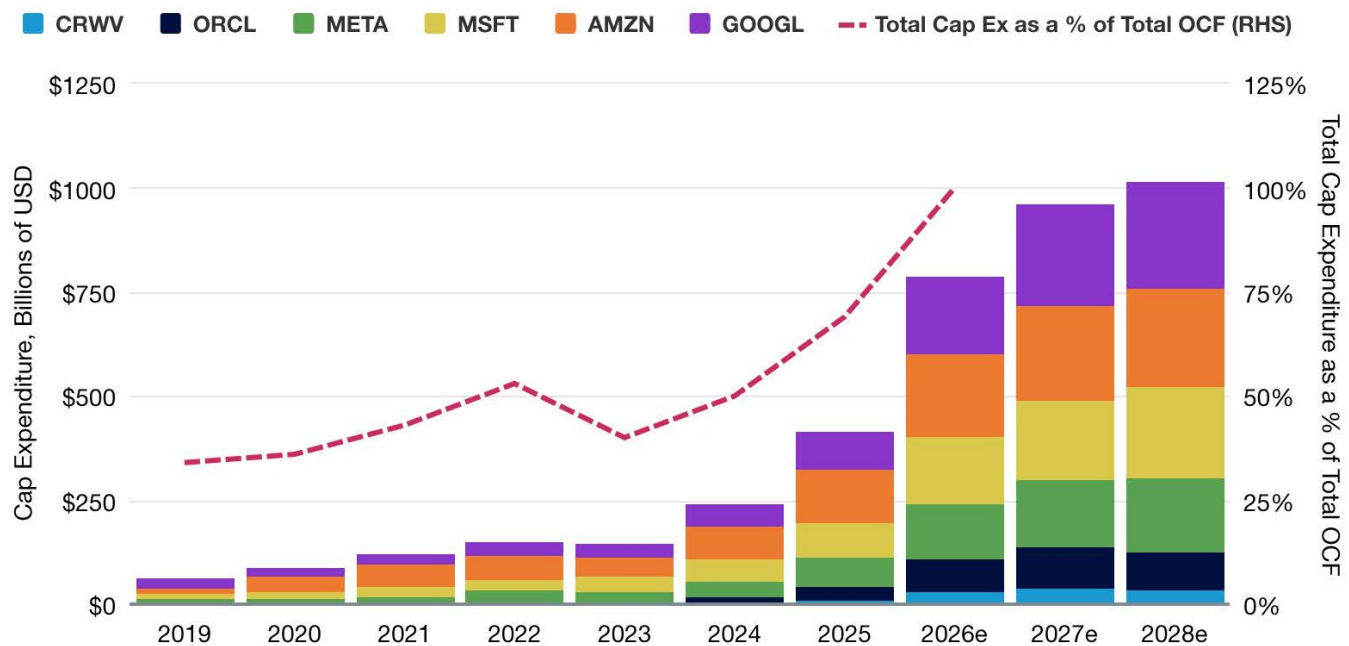
Zwei unterschiedliche Dynamiken bestimmen die Narrative und Investitionsentscheidungen:

1. Führende KI-Modelle haben sich als äußerst funktionsfähig erwiesen, weshalb mehrere Unternehmen durch den Einsatz ihrer Dienste beträchtliche – und weiterhin steigende – Umsätze erzielen. Allerdings haben die KI-Anbieter noch nicht unter Beweis gestellt, dass ihre Geschäftsmodelle hochprofitabel sein können.
2. Das Ausmaß der Investitionen hat zu Engpässen bei der physischen Technik und der allgemeinen Infrastruktur geführt, was zu Nutzungs- und Preisverhalten führt, wie es oft bei knappen Ressourcen zu beobachten ist. Das Potenzial der KI in Verbindung mit einer ungewissen Monetarisierungsdynamik könnte zu verstärkter Regulierung führen, weshalb es nach wie vor schwierig ist, vorherzusagen, wie die normalisierten Gewinne für das KI-Ökosystem aussehen könnten.

Die oben genannten Punkte verdeutlichen, warum Investoren begeistert sind, aber auch, warum sie diszipliniert bleiben müssen. Wir wissen, dass die „Hyperscale“-Unternehmen, die in KI investieren, nicht nur ihre Ausgaben mit einer fast unvorstellbaren Geschwindigkeit gesteigert haben, sondern dass sie – nachdem sie lange Zeit sehr cash-generativ waren – im Jahr 2026 (insgesamt) fast ihren gesamten operativen Cashflow für Investitionsausgaben aufwenden werden. In diesem Jahr waren sie zudem die größten Neuemittenten auf dem Markt für Unternehmensanleihen.

KI hat zu einem dramatischen Anstieg der Kapitalintensität in der Tech-Branche geführt

Gesamte Investitionsausgaben der Hyperscaler



Quelle: Bloomberg, Stand: 5. Juli 2026

Dennoch werden wir wohl erst in einigen Jahren wissen, ob KI-bezogene Gewinne attraktive Renditen auf diese Investition erzielen können. Wie bei allen Investitionen sind Szenarioanalysen und die Berücksichtigung der Asymmetrie verschiedener Ergebnisse unerlässlich. In überhitzten Märkten und insbesondere in engen Märkten, in denen „FOMO“ um sich greift, sollten Anleger die Bedeutung des Schutzes vor Kursverlusten nicht außer Acht lassen.

Eine Verbesserung der Marktbreite dürfte für Stock-Picker von Vorteil sein

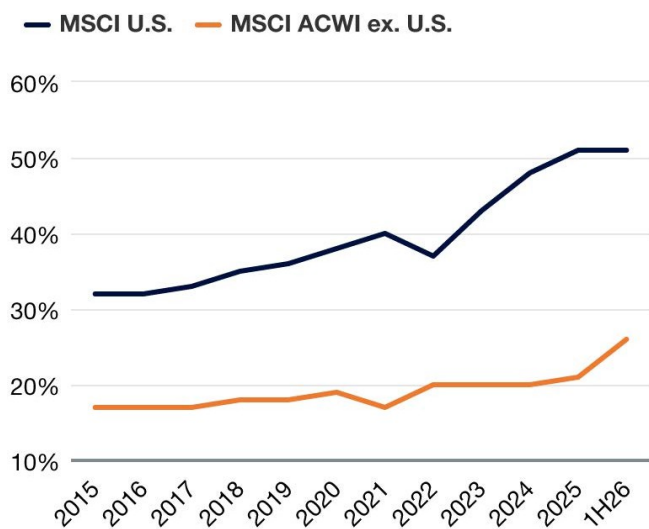
Es gibt gute Gründe dafür, titelspezifische Alpha-Chancen im KI-Bereich zu identifizieren, doch birgt eine zu pauschale Herangehensweise auch klare Risiken. In von Momentum und Narrativen getriebenen Märkten kann es schwierig sein, die Vorteile eines wirklich diversifizierten Aktienportfolios im Blick zu behalten.

Ein seltenes Phänomen im ersten Halbjahr 2026 war die geringe Marktbreite sowohl in den USA als auch weltweit. Der US-Markt hat sich im Laufe des letzten Jahrzehnts erheblich verengt, da passive und gehebelte ETFs die Korrelationen erhöhten und mitunter einen Kreislauf für Kapitalflüsse, die sich unabhängig von den Fundamentaldaten gegenseitig verstärkten. Nur ein Drittel der Aktien im S&P 500 entwickelt sich überdurchschnittlich – **der niedrigste Anteil seit mehr als 35 Jahren**. Bei internationalen Indizes stammt der Anteil der Renditen, der von den allergrößten Unternehmen stammt, in der Regel aus einem deutlich geringeren Teil des Portfolios, doch die Rallye bei KI-Halbleitern hat auch die Renditebreite außerhalb der USA eingeschränkt.

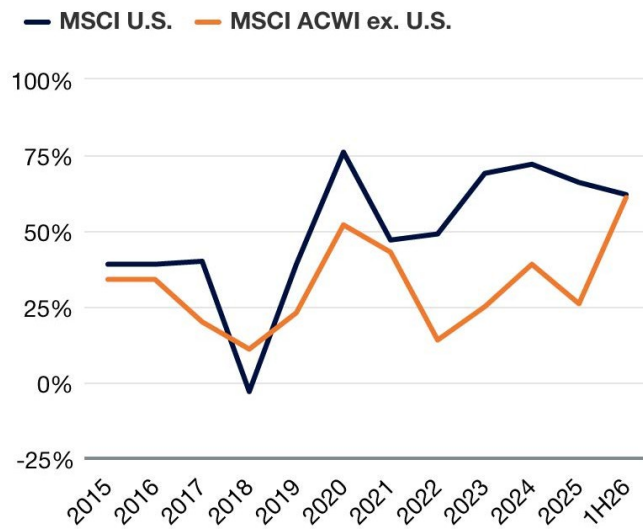
Die Marktführerschaft hat sich weltweit verringert, doch die USA bleiben stärker konzentriert

Konzentration der US-Indizes im Vergleich zur internationalen Breite

Largest 25 Stocks' Total Weight in Index



% of Index Return Coming from Largest 25 Stocks



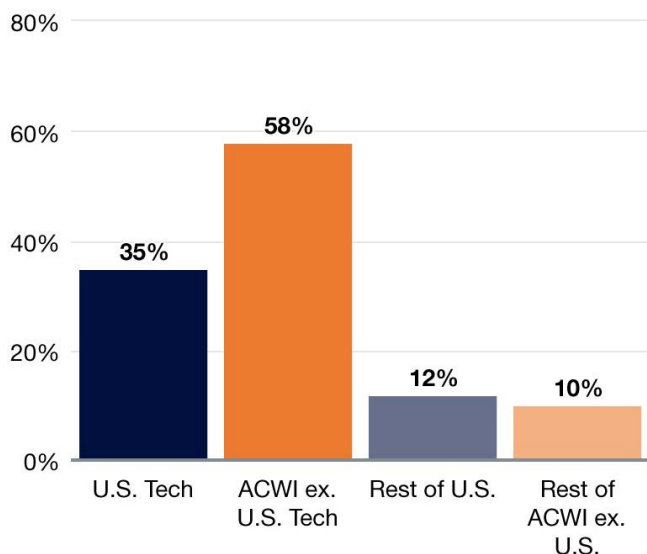
Quelle: Factset, Stand: 30. Juni 2026

Derzeit ist das Gewinnwachstum für die Nutznießer dieses KI-bedingten Ausgabenbooms unglaublich hoch. Doch andere Bereiche der Weltwirtschaft, die nur geringfügig oder gar nicht von der KI-Lieferkette abhängig sind, sollten nicht vergessen werden.

Während das globale nominale BIP im mittleren einstelligen Bereich wächst, wird für starke Unternehmen, die in vielen Sektoren und Regionen tätig sind, weiterhin erwartet, dass Gewinnzuwächse im zweistelligen Bereich erzielen. Doch trotz annähernd gleicher Wachstumsaussichten werden internationale Aktien aller Sektoren weiterhin mit einem Abschlag gegenüber ihren US-Pendants gehandelt (nachstehend ist ein vereinfachter Vergleich zwischen gleichgewichteten Indizes dargestellt, um die Auswirkungen von Mega-Caps zu mildern).

Internationale Märkte bieten vergleichbares Wachstum bei niedrigeren Bewertungen

2025-2028 Consensus Estimated EPS CAGR



2027 Estimated P/E



Quelle: Bloomberg, Stand: 5. Juli 2026

Wir stellen fest, dass die Konsensschätzungen der Wertpapierhäuser zwar davon ausgehen, dass die Gewinne von US-Unternehmen außerhalb des Technologiesektors etwas schneller wachsen werden als im Rest der Welt, es jedoch zu bedenken gilt, dass viele führende internationale Unternehmen in den letzten Jahren die Konsenserwartungen übertroffen haben. Es ist jedoch nicht notwendig, internationale Aktien in ein Portfolio aufzunehmen, nur um auf das „Beat-and-Raise“-Spiel zu setzen.

Anleger in internationale Aktien können zudem von der Optionalität im Zusammenhang mit einem schwächer werdenden US-Dollar und deutlich niedrigeren Bewertungen profitieren, während sie mit Dividendenrenditen, die in der Regel 2 bis 3 Prozentpunkte über denen vergleichbarer US-Aktien liegen, dafür „bezahlt, dass sie abwarten“.

Die Jahre 2022 und 2025 haben erst kürzlich gezeigt, dass Diversifizierung die absolute Rendite und insbesondere die risikobereinigte Rendite über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg steigern kann. In einer Welt, in der die Inflation relativ vorhersehbar bleibt (wenn auch über den von den Zentralbankern angestrebten Niveaus) und das Wirtschaftswachstum positiv bleibt (auch wenn es nicht so hoch ist, wie viele es sich wünschen würden), kann der Blick über die „Hot Spots“ der großen Tech-Unternehmen hinaus auf die breite Vielfalt wirklich beständigen Unternehmen auf der ganzen Welt kann nach wie vor einen Mehrwert für Kundenportfolios darstellen.

Abschließender Gedanke

In der zweiten Jahreshälfte sehen wir uns anhaltender Unvorhersehbarkeit gegenüber, da die Märkte Wahlen in den USA und anderen wichtigen Volkswirtschaften, Entscheidungen der Zentralbanken sowie klare Lösungen für unzählige geopolitische Komplexitäten bewerten. Und während die Auswirkungen der aktuellen KI-Ausgaben auf das BIP-Wachstum bekannt sind, bleibt die Frage, ob diese KI-Ausgaben tatsächlich eine ausreichende zukünftige Kapitalrendite generieren, eine, die Anleger sorgfältig abwägen müssen. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Tatsache, dass die US-Realwirtschaft nun auf Augenhöhe mit anderen globalen Volkswirtschaften steht, ist die Nachhaltigkeit des Kursanstiegs bei US-Aktien im 2. Quartal 2026 ungewiss. Angesichts des Schutzes vor Kursverlusten, der sich aus niedrigeren Ausgangsbewertungen und höheren Dividendenrenditen ergibt, lohnt es sich für Aktienanleger (unabhängig von ihrem Standort weltweit), eine Reduzierung ihrer US-Allokationen und eine Diversifizierung in andere Regionen in Betracht zu ziehen.

Hervorragende Unternehmen in allen Regionen passen sich weiterhin an, um in diesem sich wandelnden Umfeld erfolgreich zu sein. Wir behalten zwar „makroökonomische und politische Entwicklungen im Blick“, konzentrieren uns jedoch vor allem auf die Widerstandsfähigkeit und die einzigartigen Merkmale jeder einzelnen Anlage. Wir glauben, dass der wertvollste Service, Portfoliomanager ihren Kunden bieten können, besteht nicht darin, politische Entwicklungen oder makroökonomische Trends vorherzusagen, sondern vielmehr darin, den relativen Wert in den Aktien von Unternehmen zu identifizieren

Dieses Material ist ausschließlich für den Gebrauch durch Anlageexperten bestimmt.

Wichtige Informationen

Die geäußerten Ansichten können sich ändern und spiegeln nicht unbedingt die Ansichten von Thornburg Investment Management, Inc. wider. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Empfehlung noch eine Anlageberatung dar; es ist nicht dazu bestimmt, die Wertentwicklung einer Anlage oder eines Marktes vorherzusagen. Es sollte nicht als Beratung hinsichtlich der Anlage in oder des Kaufs oder Verkaufs von Wertpapieren oder als Tätigkeit zur Förderung eines Wertpapiergeschäftes.

Es handelt sich hierbei weder um eine Aufforderung noch um ein Angebot für ein Produkt oder eine Dienstleistung noch um ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Produkten oder Dienstleistungen, die von Thornburg oder seinen verbundenen Unternehmen angeboten werden. Es handelt sich auch nicht um eine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten bezüglich eines Marktes, einer Branche oder einer Anlage. Die Daten stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; Thornburg übernimmt jedoch keine Gewähr für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Informationen und ist nicht verpflichtet, Aktualisierungen oder Änderungen bereitzustellen. Thornburg übernimmt keine Verantwortung und haftet nicht für die Nutzung der hierin enthaltenen Informationen und Meinungen durch Dritte oder für das Vertrauen, das diese in diese Informationen und Meinungen setzen. Die hierin geäußerten Ansichten können sich jederzeit nach dem Datum dieser Veröffentlichung ändern. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Prognosen, Vorhersagen oder Meinungen in diesem

Dokument bewahrheiten werden. Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich eines möglichen Kapitalverlusts.