

Übersicht

- Marktumfeld: Steigende Zinslast setzt die Staaten unter Zugzwang
- Aktienmarkt: Die Gewinne überzeugen, die Risikovergütung nicht
- Budgetplanung: Warum das Familienvermögen ein Jahresbudget braucht

Unsere Markteinschätzung: Riskantes Spiel mit der Staatsverschuldung

Der gestiegene Ölpreis hat die Inflation angeheizt. Die zögerliche Reaktion der Notenbanken, insbesondere der Fed, und die hohen Haushaltsdefizite in den USA sowie einigen europäischen Ländern haben massive Anleiheverkäufe ausgelöst. Die Renditen sind entsprechend gestiegen: US-Staatsanleihen rentieren mittlerweile bei 5,2 %, französische knapp unter 5 %. Die steigende Zinslast verschärft die angespannte Haushaltslage und stellt die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zunehmend infrage.

Nach den Midterms: Sparen oder Anleihekäufe

Nach den Midterm-Wahlen am 3. November dürften daher Sparmaßnahmen auf die Agenda rücken. Alternativ könnten Notenbanken durch Anleihekäufe versuchen, die Finanzierungskosten zu senken. Dies würde jedoch die Geldmenge erhöhen und mittelfristig zusätzlichen Inflationsdruck erzeugen. Höhere Zinsen verteuern Kredite und bremsen die Konjunktur. Gleichzeitig wirken Sparmaßnahmen dämpfend. Hinzu kommen die enormen Investitionen in KI-Infrastruktur, die zwar noch weiterwachsen dürften, sich aber nicht unbegrenzt in diesem Tempo fortsetzen können.

Stützende Faktoren vorhanden

Es gibt allerdings auch stabilisierende Faktoren. Die Stimmung unter Anlegern ist deutlich schlechter als in den Unternehmen. Deren globale Zuversicht ist so hoch wie seit 2021 nicht mehr und zeigt weiter nach oben. In vergleichbar robusten Konjunkturphasen waren größere Kursverluste bislang selten. Zudem kann eine kräftige Wirtschaft die Folgen staatlicher Sparmaßnahmen teilweise abfedern.

Auch die hohe Liquidität wirkt stabilisierend: In den USA wächst die Geldmenge M1 um mehr als 6 % gegenüber dem Vorjahr. Viele Anleger halten zudem erhebliche Mittel für günstigere Einstiegskurse zurück. Hohe Absicherungspositionen professioneller Investoren könnten stärkere Kursrückgänge ebenfalls abfedern. Schließlich sprechen auch die Inflationsrisiken gegen einen zu

hohen Cash-Anteil. Aktien sind Sachwerte und können langfristig einen gewissen Inflationsschutz bieten. Wer ausschließlich auf Liquidität setzt, riskiert einen realen Kaufkraftverlust.

Fazit: Vorsicht trotz stabiler Basis

Wir teilen die Sorgen über die Staatsfinanzen und die zunehmenden wirtschaftlichen Risiken, sehen aber zugleich mehrere stabilisierende Faktoren. Kurzfristig überwiegen für uns jedoch die Risiken. Wir reduzieren daher sukzessive die Aktienquoten.

Aktienmarkt: Gute Gewinne sind kein Freibrief für mehr Risiko

Die im vorangegangenen Abschnitt beschriebenen Risiken treffen auf einen Aktienmarkt, dessen Fundamentaldaten weiterhin überzeugen. Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 ist seit Jahresbeginn von rund 22 auf 19 gesunken. US-Amerikanische Aktien sind damit gemessen an ihren Gewinnen günstiger geworden. Allerdings sind gleichzeitig die Renditen von Staatsanleihen gestiegen. Entscheidend ist deshalb nicht allein, ob Aktien günstiger geworden sind, sondern ob ihre erwartete Rendite das zusätzliche Risiko noch rechtfertigt. Hier sind wir zunehmend skeptisch.

Rekordgewinne erhöhen die Messlatte

An der Ertragskraft der Unternehmen liegt es nicht. Nach Berechnungen des Finanzdatenanbieters FactSet dürften die Gewinne der S&P-500-Unternehmen im dritten Quartal um 29 % gegenüber dem Vorjahr steigen. Zehn von elf Sektoren weisen positive Wachstumsraten auf. Besonders kräftig wachsen Energie mit rund 128 % und Technologie mit 65 %.

Auch die Verbreiterung des Gewinnwachstums setzt sich fort. Für das vierte Quartal wird den 493 Unternehmen außerhalb der „Magnificent Seven“ ein Gewinnwachstum von 30,6 % zugetraut – gegenüber 23,6 % bei den sieben großen Technologiekonzernen. Das bestätigt unsere Einschätzung aus den vergangenen Monaten, dass der Aufschwung längst nicht mehr allein von wenigen Marktführern getragen wird. Die Herausforderung

liegt inzwischen weniger in der Gewinnentwicklung als in den Erwartungen, die Anleger bereits dafür bezahlen.

Alphabet und Amazon: Nicht jeder Gewinn ist operativ verdient

Wie wichtig dabei ein genauer Blick auf die Gewinnqualität ist, zeigen z.B. Alphabet und Amazon. Amazon meldete im zweiten Quartal einen Nettogewinn von 62,6 Mrd. US-Dollar. Darin enthalten waren jedoch 53,4 Mrd. US-Dollar nicht operative Erträge vor Steuern, vor allem aus der Neubewertung seiner Beteiligung an Anthropic. Auch Alphabet profitierte von erheblichen nicht realisierten Bewertungsgewinnen auf Beteiligungen.

Das schmälert nicht die operative Stärke dieser Unternehmen. Es zeigt aber, dass bilanzierte Wertsteigerungen den ausgewiesenen Gewinn erheblich erhöhen können, ohne unmittelbar Geld in die Kasse zu bringen. Wer die Ertragskraft eines Unternehmens beurteilen will, muss deshalb zwischen bilanziertem Gewinn und operativ erwirtschaftetem Cashflow unterscheiden.

Die Bilanz wird zum entscheidenden Qualitätsmerkmal

Bei steigenden Finanzierungskosten gewinnt diese Unterscheidung zusätzlich an Bedeutung. Unternehmen mit hoher Verschuldung oder kurzfristigem Refinanzierungsbedarf geraten unter Druck, selbst wenn ihre Umsätze wachsen. Dagegen können Unternehmen mit soliden Bilanzen, verlässlichen Cashflows und hoher Kapitalrendite, Investitionen aus eigener Kraft finanzieren. Nicht das höchste Wachstum verdient die höchste Bewertung, sondern das Wachstum, das sich dauerhaft und rentabel finanzieren lässt.

Europa: Der Abschlag ist nicht nur eine Bewertungsfrage

Auch in Europa entwickeln sich die Gewinne positiv. Nach Schätzungen des Finanzdatenanbieters LSEG dürften die Gewinne der Unternehmen im STOXX 600 im dritten Quartal um 20,7 % steigen, ohne den Energiesektor allerdings nur um 8,3 %. Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt mit rund 14 deutlich unter dem amerikanischen Niveau. Der Abschlag erklärt sich teilweise durch die unterschiedliche Branchenstruktur und den damit verbundenen Wachstumsperspektiven.

Unsere Präferenz für Europa beruht deshalb nicht allein auf der niedrigeren Bewertung. Wie in den

vergangenen Ausgaben beschrieben, sehen wir insbesondere bei Industrie-, Infrastruktur- und Energieunternehmen Chancen aus dem anhaltenden Investitionszyklus.

Fazit: Weniger Risiko heißt nicht weniger Überzeugung

Die aufgebaute Liquidität gibt uns die Möglichkeit, bei attraktiveren Bewertungen wieder zu investieren. Eine höhere Aktienquote kommt für uns infrage, wenn das erwartete Renditepotenzial die eingegangenen Risiken wieder überzeugender rechtfertigt. Wir zweifeln nicht an den Gewinnen. Wir zweifeln daran, dass die heutigen Kurse das Risiko ausreichend vergüten.

Rentenmarkt: Zwei Auswege aus der Zinslast

Den hoch verschuldeten Staaten bleiben im Kern zwei Wege: sparen oder auf Anleihekäufe der Notenbanken setzen. Für Anleiheanleger führen beide zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen.

Höhere Zinsen ja, höhere Inflation nein

Seit Mitte Juli ist die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um gut 50 Basispunkte auf rund 5,1 % gestiegen. Nur neun Basispunkte davon entfallen auf höhere Inflationserwartungen, der Rest auf gestiegene Realzinsen und eine höhere Laufzeitprämie, die mit gut einem Prozentpunkt den höchsten Stand seit fünf Jahren erreicht hat. Auch in Deutschland rechnet der Markt nicht mit dauerhaft höherer Inflation: Inflationsindexierte Bundesanleihen preisen für die kommenden Jahre im Schnitt nur gut 2 % ein, obwohl die Teuerung im Euroraum zuletzt bei 3,8 % lag. Anleger verlangen also mehr Rendite für das wachsende Angebot an Staatsanleihen, nicht für erhöhte Inflationserwartungen.

Zwei Wege, zwei Gewinner

Setzen sich nach den Midterm-Wahlen Sparmaßnahmen durch, sinkt das Angebot an neuen Anleihen und die Konjunktur kühlt ab. Die Renditen dürften dann fallen, wovon vor allem mittlere und längere Laufzeiten profitieren. Schwache Schuldner würden dagegen leiden: Die Renditeaufschläge der riskantesten Hochzinsanleihen sind allein im vergangenen Monat um über zwei Prozentpunkte gestiegen.

Kaufen dagegen die Notenbanken Anleihen, bleiben die Renditen zwar gedeckelt, die Inflation sollte aber anziehen, da mehr Liquidität in den

Marktdaten (Stand zum 30.09.2026)

Aktienmärkte	Indexstand	YTD (%)	1 Jahr (%)	Rohstoffmärkte	Indexstand	YTD (%)	1 Jahr (%)
MSCI WORLD (EUR)	4.276,60	13,4	25,7	Gold (Unze)	4.436,84	2,6	35,0
DAX	26.258,11	7,2	9,4	Silber (Unze)	70,26	-2,4	112,4
EURO STOXX 50	6.420,16	10,9	19,6	Rohöl WTI (Barrel)	87,03	52,0	41,6
S&P 500 (EUR)	6.616,57	13,5	27,1	Bloomberg Metals Index	465,17	13,0	34,1
NASDAQ 100 (EUR)	25.357,88	17,9	34,9				
MSCI Emerging Markets (EUR)	1.480,06	23,8	45,2				
Swiss Market Index (EUR)	15.221,30	6,7	16,1				
Shanghai Composite (EUR)	535,43	5,6	24,7				
Rentenmarkt				Immobilienmärkte			
IBOXX Euro Overall	88,17	-2,3	-3,4	EPRA Nareit Euro	1.597,72	-2,3	-5,9
				EPRA Nareit USA	3.590,02	14,2	13,8
Spezialstrategien				Devisenmärkte			
CS Hedge Fund USA/Europe	856,96	5,6	12,6	EUR/USD	1,16	1,1	-2,3
				EUR/JPY	185,50	-0,8	-13,2
				EUR/GBP	0,86	1,9	-1,8
				EUR/CHF	0,94	-0,9	-0,6
Zinssätze	Rendite			Kryptowährungen			
EURIBOR 3 Monate	2,27	2,03	2,00	Bitcoin BTC/EUR	67.871,19	-9,1	-26,4
Bund 10 Jahre	2,90	2,36	2,06	Ethereum ETH/EUR	2.123,53	-15,9	-4,9
US Treasury 10 Jahre	4,43	4,14	4,38	Litecoin LTC/EUR	41,77	-36,0	-44,6

Umlauf gelangt. Anleger verlieren dann nicht über den Kurs, sondern über die Kaufkraft. Eingepreist ist dieses Szenario kaum. Inflationsgeschützte Anleihen schneiden deshalb nur dann schlechter ab als herkömmliche, wenn die Teuerung im Schnitt unter gut 2 % bleibt.

Mittlere Laufzeiten als Kern

Welcher Weg sich durchsetzt, ist offen. Wir bevorzugen deshalb mittlere Laufzeiten, die im ersten Fall profitieren und im zweiten nur begrenzt verwundbar sind. Inflationsgeschützte Anleihen ergänzen sie für den Fall, dass die Notenbanken einspringen. Hochzinsanleihen sehen wir weiterhin kritisch.

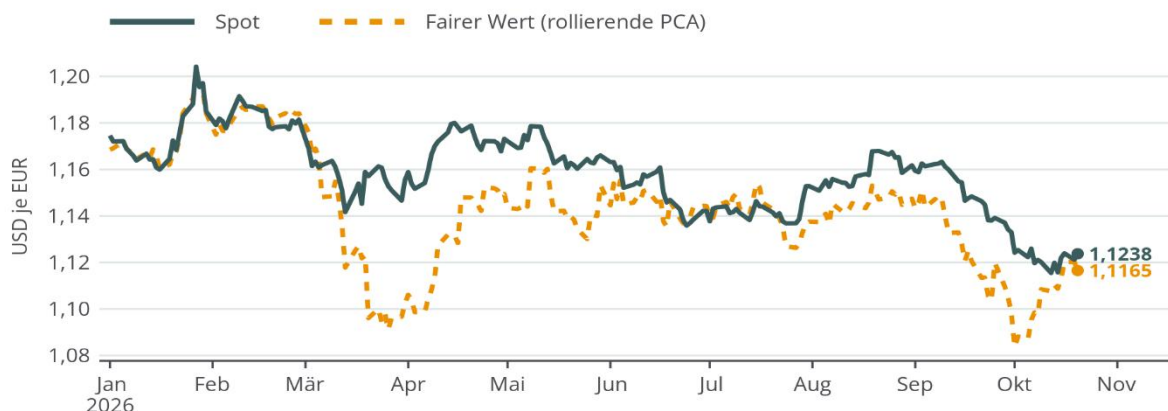
Währungen: Der Zinsvorsprung trägt den Dollar – vorerst

Der Euro hat seit seinem Septemberhoch von 1,163 US-Dollar gut 3 % an Wert verloren und am 12. Oktober mit 1,1155 ein Jahrestief markiert. Unsere Erwartung aus dem September, das sich der US-Dollar abschwächen würde, hat sich damit

nicht erfüllt. Unser hauseigenes Bewertungsmodell hatte den Euro dagegen schon seit Ende Juli als zu teuer ausgewiesen. Inzwischen ist er wieder fair bewertet (siehe untenstehende Grafik). Getragen wird die Bewegung vom Zinsvorsprung: Zweijährige US-Staatsanleihen rentieren 1,7 Prozentpunkte über Bundesanleihen, 30 Basispunkte mehr als Ende August. Solange der Markt weitere Zinserhöhungen der Fed erwartet, bleibt diese Stütze bestehen. Langfristig erwarten wir dennoch einen schwächeren Dollar. Beide im Rententeil beschriebenen Auswege aus der Zinslast, Sparen wie Anleihekäufe der Notenbank, würden ihm genau diesen Vorsprung nehmen.

Gold: Unter dem Druck des Zinsanstiegs

Steigende Realzinsen belasten auch Gold. Seit Anfang September fiel der Preis um gut 8 % auf rund 4.130 US-Dollar je Unze, die erwartete Stabilisierung bei 4.500 US-Dollar blieb aus. Die zehnjährige US-Realrendite liegt mit 2,7 % nahe ihrem höchsten Stand seit fünf Jahren. Das verteuert das



Quelle: Refinitiv, Tertium

Halten eines Metalls, das keine Zinsen abwirft. Hinzu kommt der festere Dollar. Für das Portfolio bleibt Gold dennoch wichtig: Greifen die Notenbanken zu Anleihekäufen, sinken die Realzinsen, und Gold dürfte zu den Gewinnern zählen. Es ergänzt damit die inflationsgeschützten Anleihen aus dem Rententeil.

Spezialthema: Ein Budget für das Familienvermögen

Für Unternehmen gehört die jährliche Budgetplanung zu den Selbstverständlichkeiten einer verantwortungsvollen Unternehmensführung. Einnahmen, Ausgaben, Investitionen und Liquidität werden geplant, regelmäßig überprüft und bei Bedarf angepasst. Kaum ein Unternehmer würde auf dieses wichtige Steuerungsinstrument verzichten wollen.

Erstaunlicherweise sieht es bei der Verwaltung großer Privatvermögen häufig anders aus. Obwohl die Vermögensstrukturen von Unternehmerfamilien oftmals eine erhebliche Komplexität aufweisen, fehlt es nicht selten an einer systematischen Jahresplanung.

Dabei stellt sich die Frage: Warum sollte für das über Jahrzehnte aufgebaute Familienvermögen etwas anderes gelten als für das eigene Unternehmen?

Vermögen zu kennen, bedeutet noch nicht, es vorausschauend zu steuern

Ein professionelles Vermögensreporting liefert detaillierte Informationen über Vermögenswerte, deren Entwicklung und die erzielten Erträge. Doch diese Betrachtung ist überwiegend rückwärtsgerichtet. Für eine verantwortungsvolle Vermögenssteuerung ist der Blick nach vorne mindestens ebenso wichtig.

Planung im November, Kontrolle jedes Quartal

Aus unserer täglichen Praxis wissen wir, welchen Mehrwert eine frühzeitige und strukturierte Jahresplanung bietet. Deshalb besprechen wir mit unseren Mandanten bereits im November die Budgetplanung für das kommende Kalenderjahr. Dabei werden erwartete Einnahmen aus Kapitalanlagen, Immobilien und Unternehmensbeteiligungen ebenso berücksichtigt wie laufende Ausgaben, steuerliche Verpflichtungen, geplante Investitionen und familiäre Bedürfnisse. Ziel ist eine

realistische Einschätzung der zu erwartenden Liquiditätsentwicklung und des finanziellen Handlungsspielraums.

Mit der einmaligen Erstellung eines Budgets ist es allerdings nicht getan. Entscheidend ist die regelmäßige Überprüfung. Deshalb erfolgt quartalsweise ein Soll-Ist-Vergleich mit entsprechender Abweichungsanalyse. Wo liegen die tatsächlichen Entwicklungen über oder unter den Erwartungen? Welche Ursachen sind dafür verantwortlich und welche Konsequenzen ergeben sich daraus?

So wird aus einer zunächst statischen Planung ein aktives Instrument der Vermögenssteuerung.

Moderne Technologien schaffen neue Möglichkeiten

Die Zusammenführung unterschiedlicher Vermögensinformationen und Zahlungsströme war in der Vergangenheit mit erheblichem manuellem Aufwand verbunden. Moderne Reporting-Technologien, automatisierte Datenverarbeitung und zunehmend auch künstliche Intelligenz ermöglichen heute eine deutlich effizientere Aufbereitung und Analyse dieser Informationen.

Bei Tertium nutzen wir diese technologischen Entwicklungen, um die klassische Vermögensberichterstattung um eine vorausschauende Budgetplanung zu ergänzen. Unser Ziel ist es, Transparenz nicht nur über das vorhandene Vermögen, sondern auch über dessen zukünftige finanzielle Entwicklung zu schaffen.

Gerade für Unternehmerfamilien, deren Vermögen häufig in langfristigen Beteiligungen und Immobilien gebunden ist, gewinnt die frühzeitige Liquiditätsplanung besondere Bedeutung.

Denn eines bleibt trotz aller technologischen Fortschritte unverändert: Technologie kann Entscheidungen vorbereiten und verbessern. Die Verantwortung für diese Entscheidungen bleibt beim Menschen.

Eine professionelle Jahresbudgetplanung ist deshalb für uns kein zusätzlicher Verwaltungsaufwand, sondern ein wesentlicher Bestandteil einer verantwortungsvollen, generationenübergreifenden Vermögensbetreuung.

Mit freundlichen Grüßen
Ihr Tertium Team

© Copyright 2026. Diese Ausarbeitung ist urheberrechtlich geschützt. Eine Verwendung außerhalb des Urheberrechts ohne unsere vorherige Zustimmung ist unzulässig und somit strafbar. Dies gilt insbesondere für die Vervielfältigung,

Übersetzungen, die Einspeicherung und Verbreitung über elektronische Medien.

Haftungsausschluss

Die von der Tertium Family Office GmbH erstellten Auswertungen enthalten ausgewählte Informationen und erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Auswertungen stützen sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten, die als zuverlässig gelten. Die Tertium Family Office GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der Tertium Family Office GmbH für Schäden gleich welcher Art. Insbesondere übernimmt die Tertium Family Office GmbH keine Haftung für in diesen Auswertungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Vermögensgegenstände, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzlicher Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Auswertungen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden.

Tertium Family Office GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in den Auswertungen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Die Tertium Family Office GmbH übernimmt insbesondere keine Haftung oder gar Garantie für einen Vermögenszuwachs oder sonstigen Erfolg eines etwaigen Investments. Ferner stellt diese Ausarbeitung weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf von Wertpapieren oder anderen Anlagevehikeln dar und ersetzt nicht die Anleger und produktbezogene Beratung. Sämtliche Inhalte dienen ausschließlich der internen Analyse und stellen somit keinerlei Handlungsempfehlung dar. Das Investieren in Wertpapieren birgt immer grundsätzlich das Risiko eines Totalverlustes.

Urheberrecht

Die Ausarbeitungen in dieser Präsentation sind geistiges Eigentum der Tertium Family Office GmbH. Eine Verwendung, auch in Teilen, ist nur mit der ausdrücklichen Genehmigung der Tertium Family Office GmbH erlaubt. Dies gilt insbesondere für die Vervielfältigung, Übersetzungen sowie die Einspeicherung und Verbreitung über elektronische Medien.