

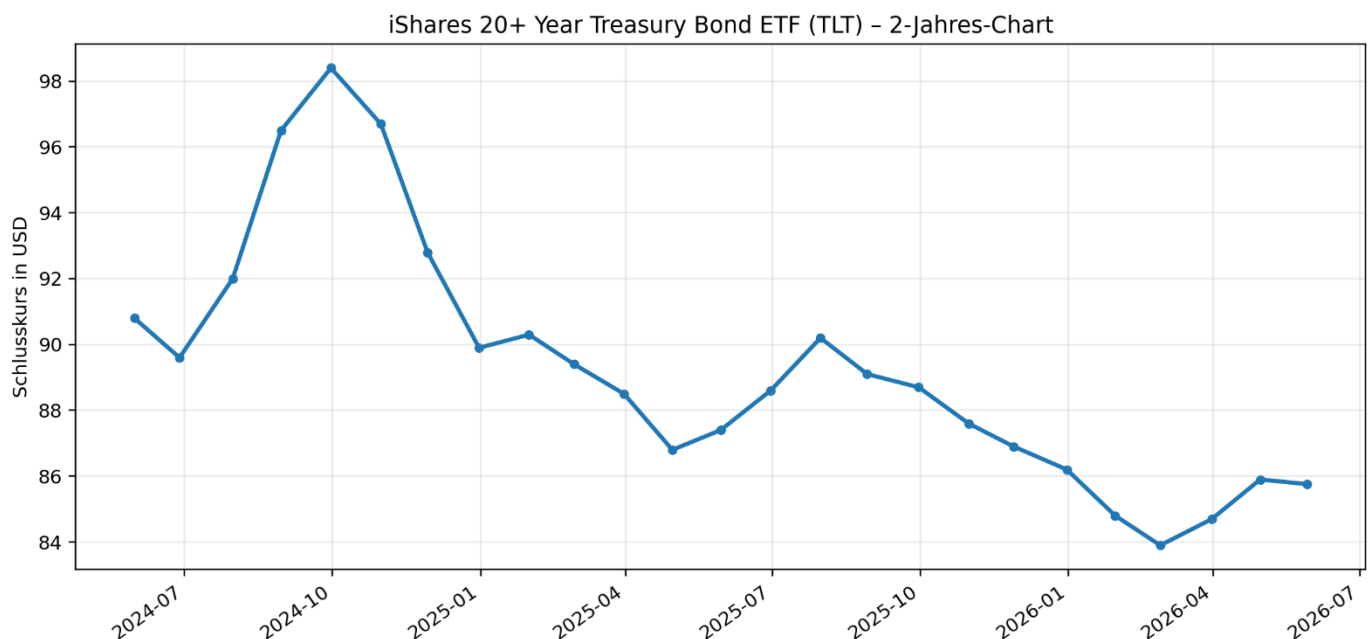
Die Börsen verweigern die Realität

Die Diskrepanz zwischen Anleihe- und Aktienmärkten wird immer größer. Langfristige US-Zinsen befinden sich wieder in einem Bereich um 4,7 Prozent, während die Aktienbörsen gleichzeitig so tun, als könnten steigende Finanzierungskosten, chronische Haushaltsdefizite und eine nur mäßig wachsende westliche Konjunktur dauerhaft ignoriert werden. Diese Kombination ist keine neue Normalität, sondern ein wachsender Bewertungswiderspruch. G.A.M.A.G Vola+Value hielt im Mai den Wert, G.A.M.A.G Black+White musste kleinere Verluste hinnehmen.

Strategie	Mai 2026	% gg. Vormonat	% seit Handelsstart
G.A.M.A.G Black+White	19.432,16	- 0,81 %	+ 589,46 %
G.A.M.A.G Vola+Value	11.914,01	- 0,04 %	+ 41,80 %

Der Zinsmarkt sendet das Warnsignal

Der Kurs des TLT, des großen börsengehandelten Fonds auf US-Staatsanleihen mit mehr als 20 Jahren Restlaufzeit, zeigt im Zweijahresbild, wie empfindlich der Markt auf das dauerhaft hohe Zinsniveau reagiert. Steigende langfristige Renditen drücken den Kurs bereits ausgegebener Anleihen. Genau das sieht man im TLT: Phasen kurzfristiger Erholung ändern nichts daran, dass der übergeordnete Trend unter dem Druck höherer Finanzierungskosten und wachsender Staatsverschuldung angespannt bleibt.



Wenn eine Staatsanleihe-Auktion nur noch gerade so gedeckt ist

Noch deutlicher wird das Warnsignal inzwischen am deutschen Primärmarkt. Bei der Neuemission der zehnjährigen Bundesanleihe am 8. Juli 2026 stellte die Finanzagentur ein Emissionsvolumen von 6 Milliarden Euro in den Markt. Eingereicht wurden jedoch lediglich Gebote über 4,022 Milliarden Euro. Tatsächlich zugeteilt wurden 3,902 Milliarden Euro; 2,098 Milliarden Euro - mehr als ein Drittel der vorgesehenen Emission - musste der Bund als „Marktpflegebestand“ selbst zurückbehalten. Deutschland leiht sich also jetzt selber Geld! Die offiziell ausgewiesene Bid-to-Cover-Ratio betrug nur noch 1,0. Noch aussagekräftiger ist die Bid-to-Offer-Ratio von lediglich 0,7: Das freie Marktgebot deckte nicht einmal das angekündigte Emissionsvolumen. Deshalb mussten rund 2 Milliarden Euro in die „Marktpflege“ genommen werden. Weit weg sind die Zeiten, wo jeder sich nach Angeboten die Hände rieb.

Technisch bedeutet eine Bid-to-Cover-Ratio von 1,0 nicht zwingend, dass jeder einzelne Bieter vollständig bedient wurde, weil auch der gebotene Kurs über die Zuteilung entscheidet. Wirtschaftlich bleibt das Bild aber eindeutig: Nahezu das gesamte gebotene Volumen musste zugeteilt werden; eine nennenswerte Reserve nicht zum Zuge gekommener Nachfrage war nicht mehr vorhanden. Umgangssprachlich: Es hat gerade so gereicht - und bezogen auf das ursprünglich angebotene Volumen nicht einmal das. Fallen bei einer der nächsten Auktionen weitere Käufer aus, muss der Staat entweder einen noch größeren Teil selbst zurückbehalten, deutlich höhere Renditen akzeptieren oder auf andere Formen offizieller Marktstützung zurückgreifen. Bei bereits hoher Verschuldung und schnell steigender Zinslast ist genau dies der Mechanismus, durch den aus einem Platzierungsproblem eine Refinanzierungs- und schließlich eine Staatsfinanzkrise werden kann.

Bei der US-Auktion zwanzigjähriger Treasuries war das Ergebnis dieses Mal, am 20. Mai, mit einer Bid-to-Cover-Ratio von 2,55 besser, dies allerdings nur wegen massiv gestiegener Renditen und eines gefallenen Dollar, der für Ausländer das Kursverlustrisiko reduzierte. Das schwächt die Warnung nicht, sondern zeigt vielmehr, dass die Nachfrageprobleme an den Staatsanleihemärkten nicht auf ein einzelnes Land oder Laufzeitsegment begrenzt sind. Die Finanzpresse berichtet zugleich über eine wachsende Abhängigkeit des US-Treasury-Marktes von preisempfindlichen und teilweise fremdfinanzierten Käufern. Solange diese Käufer mitbieten, wirken die Auktionen oberflächlich stabil. Ziehen sie sich in einer Stressphase zurück, kann sich die Lage sehr schnell ändern.

Quellen und Einordnung (Stand 21.7.2026): [Deutsche Finanzagentur - Emissionsergebnis vom 8.7.2026](#); [Deutsche Bundesbank - Auktionsresultat der neuen zehnjährigen Bundesanleihe](#); [Econostream, 8.7.2026 - nur 4,022 Mrd. Euro Gebote und 3,902 Mrd. Euro Zuteilung](#); [Wall Street Journal, 15.7.2026 - Hinweis auf schwache Nachfrage bei kürzeren deutschen Staatsanleihen](#); [Wall Street Journal - How Sky-High Deficits Threaten the Bond Market](#); [Reuters/Treasury-Daten zur US-20-Jahresauktion vom 20.5.2026](#)

KI ist ein hervorragendes Werkzeug - aber nicht automatisch ein hervorragendes Investment

Die Aktienmärkte beantworten den Zinsanstieg derzeit mit einer immer größeren Hoffnung auf künstliche Intelligenz. Diese Hoffnung vermischt jedoch zwei völlig verschiedene Fragen: Erstens, ob KI wirtschaftlich und gesellschaftlich außerordentlich nützlich ist. Das ist aus unserer Sicht eindeutig zu bejahen. Auch innerhalb der GAMAG wird KI inzwischen extensiv eingesetzt. Zweitens, ob die Anbieter der Rechenmodelle, Chips, Rechenzentren und Cloud-Infrastruktur auf den heute gezahlten Bewertungen dauerhaft eine angemessene Rendite für ihre Aktionäre erwirtschaften werden. Dafür gibt es keinen Automatismus.

Gerade bei grundlegenden Infrastrukturtechnologien wird der volkswirtschaftliche Nutzen häufig bei den Anwendern realisiert, während ein erheblicher Teil der Anbieter unter hohen Investitionen, intensivem Wettbewerb und fallenden Preisen leidet. Das Internet hat die Weltwirtschaft revolutioniert. Gleichwohl haben zahlreiche Telekommunikationsunternehmen, die den Backbone aufgebaut haben, und bis heute betreiben, ihren Aktionären über lange Zeiträume nur enttäuschende Renditen geliefert. Die Deutsche Telekom notiert auch mehr als ein Vierteljahrhundert später deutlich unter den Kursen der Euphorie um die Jahrtausendwende. Technologischer Erfolg und Aktionärsrendite sind eben nicht dasselbe.

Die Milliarden- und Billionenversprechen müssen erst verdient werden

Bei den für KI genannten Investitionssummen ist besondere Vorsicht nötig. Häufig werden bereits getätigte Investitionen, mehrjährige Investitionspläne, erwartete Infrastrukturkosten und sehr langfristige Marktprognosen addiert. So entstehen öffentlich kursierende Größenordnungen im zweistelligen Billionenbereich. Das sind jedoch keine bereits erwirtschafteten Gewinne und vielfach nicht einmal verbindlich investierte Beträge. Je größer die notwendige Kapitalbasis, desto höher müssen die späteren freien Cashflows sein, damit heutige Bewertungen gerechtfertigt werden können.

Die betriebswirtschaftliche Rechnung bleibt unerbittlich: Rechenzentren benötigen enorme Mengen an Kapital und Energie; Chips veralten schnell; Modelle werden austauschbarer; Open-Source-Angebote und Preiskämpfe drücken die Margen. Eine Technologie kann gleichzeitig revolutionär und für einen großen Teil ihrer Kapitalgeber unrentabel sein. Genau dieses Risiko wird in den aktuellen Aktienkursen kaum noch eingepreist.

Nachtrag: Der spekulative Technologieballon verliert bereits Luft

Die Entwicklung nach dem Monatsultimo bestätigt die Warnung. Die im Juni an die Börse gebrachte SpaceX-Aktie stieg zunächst auf über 220 USD und fiel anschließend wieder in die Nähe von 120 USD. Ein Rückgang von rund 45 Prozent vom Nach-Emissions-Hoch zeigt, wie schnell Euphorie in Neubewertung umschlagen kann. Dieses Beispiel gehört zeitlich nicht mehr in den Mai, ist aber ein aufschlussreicher Nachtrag zu dem bereits im Mai sichtbaren Bewertungsproblem.

Gesellschaftliche Risiken ohne Risikoprämie

Zu den finanziellen Ungleichgewichten kommen wachsende politische und gesellschaftliche Spannungen. In zahlreichen europäischen Ländern nehmen Gewalttaten, Polarisierung und das Misstrauen gegenüber staatlichen Institutionen zu. Unabhängig von der politischen Bewertung ist dies ökonomisch relevant: Unsicherheit belastet Investitionen, erhöht Sicherheits- und Regulierungskosten und schwächt die Planbarkeit. Ein vernünftiger Kapitalmarkt müsste dafür höhere Risikoprämien verlangen. Tatsächlich geschieht bei den teuersten Aktiensegmenten das Gegenteil.

Wir wissen nicht, welches Ereignis die Neubewertung auslösen wird und wann es geschieht. Wir wissen aber, dass ein System aus steigenden Zinslasten, permanenter Neuverschuldung und immer höheren Bewertungsmultiplikatoren nicht beliebig fortgeschrieben werden kann. Deshalb stellen wir uns auf einen harten, möglicherweise sehr harten Herbst ein.

Unsere Konsequenz: Ertrag statt Hoffnung, Absicherung statt Prognose

GAMAG bleibt bei einem strikt sachorientierten Strategiepaket. Wir investieren breit gestreut in Unternehmen und Strukturen, deren Rendite aus realen Zahlungsströmen stammt: nachhaltige Firmenbeteiligungen, Pipeline-Betreibergesellschaften, Infrastrukturinvestments und weitere alternative Finanzierungsformen. Aufgrund des höheren Zinsniveaus finden sich weiterhin weitgehend abgesicherte Anlagen mit attraktiven, teilweise bis in den zweistelligen Bereich reichenden Renditen. Entscheidend ist nicht ein spektakuläres Narrativ, sondern das Verhältnis von Ertrag, Substanz und Risiko.

Optionen erfüllen dabei zwei Aufgaben. Gekaufte Optionen schützen das Portfolio gegen extreme Marktbewegungen; angesichts der noch immer vergleichsweise niedrigen impliziten Absicherungskosten lässt sich Katastrophenschutz teilweise günstig erwerben. Der kontrollierte Verkauf von Optionen erzeugt zusätzliche Prämieinnahmen und ermöglicht den Erwerb ausgewählter Werte zu vorab definierten, deutlich niedrigeren Einstiegskursen. Diese Kombination hat nichts mit dem Versuch zu tun, den exakten Zeitpunkt eines Crashes vorherzusagen. Sie ist darauf ausgerichtet, auch dann handlungsfähig zu bleiben, wenn die Börsen ihre derzeitige Irrationalität abrupt korrigieren.

Fazit

Der Zinsmarkt verlangt bereits eine höhere Vergütung für die realen Risiken. Der Aktienmarkt blendet dieselben Risiken aus und setzt stattdessen auf nahezu unbegrenzte KI-Gewinne. Beides kann auf Dauer nicht gleichzeitig richtig sein. Wir bevorzugen reale Cashflows, breite Streuung, günstige Einstiegspreise und konsequente Absicherung. Denn Vermögen wird nicht dadurch geschützt, dass man an eine Geschichte glaubt, sondern dadurch, dass die Strategie auch dann funktioniert, wenn die Geschichte endet.