



„Es geht um weit mehr als nur um Rambo-Zambo oder Whatever-it-takes.“

Europa steht an einem Scheideweg. Geopolitische Spannungen, wirtschaftliche Umbrüche und technologische Disruptionen stellen uns vor die Frage: Quo Vadis Europa?

Wir befassen uns in dieser Ausgabe außerdem mit der fortschreitenden Entwicklung Künstlicher Intelligenz, die immense Chancen birgt, aber auch ethische und regulatorische Fragen aufwirft. Gleichzeitig sind Investitionen in eine zukunftsfähige Infrastruktur entscheidend, um nachhaltiges Wachstum, digitale Transformation und geopolitische Resilienz zu sichern. Wie kann Europa diese Herausforderungen meistern und seine Rolle in der Welt neu definieren?

Wir wünschen Ihnen wieder spannende „VIEWs“!

Inhalt

1. **Spotlight**
Clean Industrial Deal:
Bezahlbare Energie & weniger Bürokratie
2. **Märkte**
Quo Vadis Europa?
3. **Insights**
Infrastructure Mid-Market: Place to be
4. **Ein Espresso mit ...**
Entwicklungen in China
5. **Trends**
ESG auf dem Prüfstand
6. **Dialog**
DeepSeek: Der Sputnik-Moment für AI?
7. **Börsen-Podcast**
Amerika all in! Boom or Bust?

Spotlight

Clean Industrial Deal: Bezahlbare Energie & weniger Bürokratie

Ende Februar hat die EU-Kommission den „Clean Industrial Deal“ vorgestellt, der das Ziel hat, den regulatorischen Rahmen des „Green Deal“ besser mit einer wettbewerbsfähigen europäischen Wirtschaft zu verbinden. Dabei soll die Industrie in Europa bei der Dekarbonisierung unterstützt und die Wettbewerbsfähigkeit gestärkt werden.

Kernpunkte:

1. **Bezahlbare Energiepreise** (Action Plan Affordable Energy)
2. **Förderung emissionsarmer Technologien** (Clean Industry State Aid Framework)
3. **Bürokratieabbau** (Omnibusverfahren zur Nachhaltigkeitsberichterstattung)

Geplant sind Investitionen in Stromverteilnetze und Erneuerbare Energien sowie die Vereinfachung von Genehmigungsverfahren. Langfristige Stromlieferverträge (Power Purchase Agreements) sollen die Energiepreise senken. Die Finanzierung der Energiewende wird durch Förderprogramme und Steuererleichterungen unterstützt.

Die vorgeschlagene Vereinfachung der Nachhaltigkeitsberichterstattung gemäß CSRD soll den administrativen und finanziellen Aufwand für Unternehmen reduzieren. So sollen sich die Vorgaben dann nur noch auf die größten Akteure beschränken, circa 80 Prozent der Betriebe werden ausgenommen. Positiv sind auch die Vorschläge über Fristverschiebungen, Umfang der Datenpunkte und Streichung der sektorspezifischen Berichtsstandards.

Quo Vadis Europa?

In etwa 16 Monaten steht ein historisches Jubiläum an: Der 250. Jahrestag der Unabhängigkeitserklärung der USA. Er markiert den Aufstieg der Demokratie in der Welt, den Beginn der rasanten Entwicklung eines Verbundes von Kolonien zur führenden Supermacht derselben – und den ersten Bruch der „neuen Welt“ mit dem alten Europa. Mit der Wiederwahl von Donald J. Trump in eine zweite Amtszeit rückt die Zukunft des Verhältnisses zwischen den USA und Europa in den Vordergrund. Die Diskussion über Zölle, den (zeitweisen) Unterstützungszug für die Ukraine, die Fokussierung auf Asien, die abschätzigen Aussagen Trumps und seiner Administration über Europa, all dies spricht dafür, dass wir vor einem zweiten Bruch der „neuen Welt“ mit Europa stehen könnten. Damals wie heute stellt sich nun die Frage: Quo vadis Europa?

Der Abstieg Europas gerade in den ersten 25 Jahren dieses Jahrhunderts ist augenfällig, wirtschaftlich, aber auch an den Kapitalmärkten. Gab es während der Internet-Bubble zu Beginn des Jahrhunderts noch Marktführer auf beiden Seiten des Atlantiks, Motorola versus Nokia, Cisco versus Alcatel und andere, so sind im Bereich der berühmten MAG 7 keine europäischen Konkurrenten in Sichtweite, wenn überhaupt, nur chinesische. Die Lehman-Krise von 2008/2009 haben die Europäer weniger gut weggesteckt als die Amerikaner, die Differenz im Momentum des Wirtschaftswachstums wurde größer. Nur im Aufbau von Verschuldung haben beide Seiten des Atlantiks, motiviert durch mehr als eine Dekade der extremen Niedrigzinsphase, parallel agiert und beide stehen vor der Herausforderung, wie mit diesem potenziellen Mühlstein angesichts der Normalisierung der Zinslandschaft umzugehen ist. In der wirtschaftlichen Dynamik hat Asien in diesem Vierteljahrhundert Europa deutlich überholt und auf den abgeschlagenen 3. Platz verwiesen.

Gleichzeitig hat sich in den letzten Jahrzehnten die Form des europäischen Gedankens verändert. Der Austritt der Briten, der BREXIT, schwächte die ökonomische und politische Position nach außen und die Hoffnung, auf Augenhöhe zu den USA zu sein. Mit dem Fehlen der Briten begann sich in der EU immer stärker die französische, aber auch die italienisch getriebene Form der Staatsgläubigkeit und „Planification“ durchzusetzen, die schon immer ein Hindernis für die kreative Entfaltung unternehmerischer Aktivität war: Regulierung über Regulierung, Vorschrift über Vorschrift, alles hat seinen Sinn, aber der Berg an Regulierungen wird immer höher – und furchterregender. Politisch hat der ursprüngliche, von unten getragene, Gedanke eines Europas der Regionen, das ein erneutes Abrutschen in einen Krieg verhindert, durch den Krieg in der Ukraine, der die beiden größten Flächenstaaten Europas (beide nicht Mitglieder der EU) gegeneinanderstellt, an Effektivität verloren, obgleich eigentlich wichtiger denn je.

Und trotzdem hat es der europäische Aktienmarkt endlich – nach einer 5-jährigen Lethargie – geschafft, in diesem Jahr die USA bisher outzuperformieren. Was ist passiert? Eine Innovation? Eine Änderung der Altersvorsorge? Ein Rückfall in die Negativzinsphase? Nichts von alledem. Ein erhofftes, angekündigtes Fiskalpaket von nahezu einer Billion Euro in Deutschland, eine erhoffte und in Verhandlung

befindliche Regierung, die die Handlungsfähigkeit des größten EU-Staates wieder herstellt, die Ankündigung eines großen Fiskalpakets der EU, also ein riesiger staatlicher Ausgabenimpuls, über das kommende Jahrzehnt. Aus gegebenem Anlass beziehen sich die Fiskalpakete auf die Verteidigung, auf Infrastruktur, weniger aber auf Ausbildung oder Innovationsanreize.

Der angedachte Fiskalimpuls ist also groß, „huuuge“ wie die Amerikaner sagen würden, er verringert zunächst aktuell das Risiko einer Rezession. Die Reaktion der europäischen Aktienmärkte, die einen viel höheren Anteil zyklischer Werte haben als die USA, zeigen die Erleichterung. Aber es ist halt auch kein struktureller Befreiungsschlag, sondern gekauftes Wachstum, und zwar mit zusätzlicher Verschuldung gekauftes Wachstum, der Euphemismus des „Sondervermögens“ darf darüber nicht hinwegtäuschen. Damit ist es ein zyklischer, taktischer Befreiungsschlag, wenn er denn die jeweiligen institutionellen Hürden tatsächlich noch nimmt. Und dann?



„Europa mit einem zyklischen Befreiungsschlag, die strukturellen Probleme harren aber der Lösung.“

Dr. Jürgen Callies
Head of Research

Dann käme die harte Arbeit, die strukturelle, die nicht schuldenfinanzierte, die alte Zöpfe abschneidende. Hier fehlt es an Ansätzen. Der Draghi-Report nimmt viele Gedanken der klassischen „Planification“ auf, höhere Einheiten der Unternehmen, staatliche Steuerung, gemeinsame Kapitalmärkte etc. Aber erfolgte der Niedergang der letzten 25 Jahre nicht trotz einer gemeinsamen Währung, trotz des Entstehens des zweitwichtigsten Währungsraumes der Welt? Größe allein kann offensichtlich kein erfolgversprechendes Konzept sein.

Andere Fragen sind zu stellen: Ist Großbritannien nicht ausgetreten, weil der Druck der Regulierung und Gleichmacherei Innovation erstickte, weil die Regulierung die für den Wettbewerb so wichtige Geschwindigkeit herunterbremste? Ist das Businessmodell, das Skandinavien, Deutschland und die Benelux-Staaten in den 70ern, 80ern, 90ern so erfolgreich machte, nicht der Gegensatz von staatlicher Steuerung? Und welche Konzepte zum erfolgreichen Management der Periode der Überalterung der Gesellschaft oder der Flexibilisierung der Arbeitsmärkte gibt es? Hier liegt noch viel Arbeit vor den EU-Gremien, aber insbesondere den nationalen Regierungen. Ein klares Konzept sehe ich derzeit nicht. Dabei wäre es so wichtig, den zyklischen Impuls zu nutzen, um auch die strukturellen Probleme energisch anzugehen. Ohne dies spricht vieles dafür, dass die Outperformance der Aktien zyklisch sein wird, die höheren Zinsen aufgrund der höheren Verschuldung aber strukturell. Man kann die Party genießen, solange sie läuft, weiß aber, dass der DJ sie irgendwann beenden wird.

Infrastructure Mid-Market: Place to be

Investitionen in die Mid-Market-Infrastruktur werden für Anleger, die höhere Renditen und nachhaltiges Wachstum anstreben, immer attraktiver. Es gibt mehrere Gründe, warum dieser Sektor so vielversprechend ist: Transaktionsvolumen, Dealflow, Asset-Management-Vorteile, Performance und die steigende Nachfrage nach nachhaltigen Investitionen.

Im Vergleich zum Large-Cap-Markt verzeichnet der Mid-Market-Infrastruktursektor ein deutlich höheres Transaktionsvolumen. Die meisten Infrastrukturgeschäfte liegen unter 500 Millionen Euro, was den Mid-Market zu einem geschäftigen Zentrum macht. Dieses erhöhte Transaktionsvolumen bietet Anlegern mehr Möglichkeiten, ihre Portfolios zu diversifizieren und von aufkommenden Trends zu profitieren.

Mehr als 50 Prozent des gesamten Kapitals in Europa sind in Large-Cap-Fonds gebunden. Dadurch ist der Mid-Market besonders unterversorgt, was zu einem Dealflow führt, der von bestehenden Mitteln nicht ausreichend abgedeckt wird. Diese Lücke bietet Investoren die Gelegenheit, in einen wachsenden Markt mit weniger Wettbewerb und mehr Potenzial zu investieren.

Weniger ausgereifte Infrastrukturunternehmen ermöglichen es Investment Managern, ihre Asset-Management-Erfahrung und ihr Know-how zu nutzen, um diese von Small- zu Mid-Cap beziehungsweise Mid- zu Large-Cap zu entwickeln und damit höhere Wachstumsraten zu erzielen. Beispielhaft sind vor allem Investitionen in den Glasfasermarkt. Hier starten Investoren ihre Unternehmen als kleine Greenfield-Bauunternehmen und entwickeln sich zu großen Brownfield-Glasfasernetzbetreibern. Als Ergebnis bietet der Mid-Market mit überschaubaren Investitionen Vermögenswerte mit hohem Ausschüttungspotenzial, die ansonsten nur große, vollentwickelte Vermögenswerte mit begrenztem Wachstumspotenzial haben.

Durch solche Strategien haben Mid-Market-Fonds mit Core- und Core-Plus-Strategien in den letzten zehn Jahren deutlich besser abgeschnitten als Large-Cap-Fonds mit ähnlichen Strategien. Dies zeigt, dass der Mid-Market-Infrastruktursektor eine attraktive Option für Anleger ist, die auf einen Total Return abzielen.

Der Einfluss des Asset Managements auf Unternehmen hilft auch bei der Umsetzung von ESG-Strategien. Mid-Market-Unternehmen sind agiler, da sie meist weniger Stakeholder berücksichtigen müssen. Dies unterstützt Anleger, die zunehmend Investitionen suchen, die mit ihren ESG-Zielen im Einklang stehen.

MEAGs Infrastruktur-Programm fokussiert seit über zehn Jahren ausschließlich auf Mid-Market-Investitionen und bietet damit auch Dritten mit Rendite- und/oder Ausschüttungszielen eine Diversifikation des Portfolios durch Co-Investments und gleichzeitig die Möglichkeit zu einer nachhaltigen Zukunft beizutragen.

David Pecher
Senior Investment Manager Infrastructure Equity

Alexander George im Gespräch mit Holger Brüll

AG: China ist – wie angekündigt – das Hauptziel der Zollpolitik Trumps. Die Zölle gegen Kanada und Mexiko haben zwar deutlich mehr Schlagzeilen gemacht, wurden aber vorübergehend wieder mehrheitlich ausgesetzt. Gegen China sind aktuell schon zusätzliche Zölle im Umfang von 20 Prozentpunkten in Kraft. Wie reagiert China darauf?

HB: China hat bisher Gegenzölle auf Energie- und Lebensmittelimporte aus den USA im Umfang von 10 bis 15 Prozent verhängt und zusätzlich selektive Exportrestriktionen eingeführt, also eher eine gemäßigte Reaktion, um Raum für Verhandlungen mit den USA zu haben. Wichtiger ist aber, wie sie wirtschaftspolitisch auf den Handelskrieg reagieren.

AG: Und da ist ja gerade die Tagung des Nationalen Volkskongresses in Peking zu Ende gegangen ...

HB: Genau. Das chinesische Parlament tagt in voller Stärke nur einmal im Jahr und dabei stellt die Regierung die Pläne für das kommende Jahr vor. Fiskalpolitisch wird auf eine deutliche Ausweitung des offiziellen Budgetdefizits von 3 Prozent des BIP auf 4 Prozent gesetzt und zusätzlich wird die Quote zur Ausgabe von Spezialanleihen, die nicht zum offiziellen Budgetdefizit zählen und zum Beispiel für Infrastrukturprojekte, Sozialwohnungsbau und Konsumanreize verwendet werden können, deutlich erhöht. In Summe ergibt sich damit ein erheblicher Impuls zur Stabilisierung des Wachstums.

AG: Wo soll der Stimulus ansetzen?

HB: Als Hauptpriorität wurde die Unterstützung des privaten Konsums genannt. Allerdings erscheinen die direkt hierfür bereitgestellten Gelder überschaubar zu sein, zumal der chinesische Konsument auch wegen der schwachen Einkommensentwicklung und des Immobiliensektors verunsichert ist. Für den Immobiliensektor selbst wurden keine neuen Maßnahmen verkündet, aber zumindest sehen wir in den großen Städten teilweise bereits eine Stabilisierung. Als Wachstumstreiber wird weiterhin der Technologiesektor gesehen, der zuletzt auch von chinesischen Erfolgen bei der Nutzung künstlicher Intelligenz – Stichwort „DeepSeek“ – profitieren konnte.

AG: Reicht das alles, um das ausgegebene Wachstumsziel von „um die 5 Prozent“ zu erreichen?

HB: Ein Wachstum von 5 Prozent zu erreichen, dürfte in Anbetracht der externen Herausforderungen sehr schwierig werden. Wir würden damit rechnen, dass China im Laufe des Jahres noch einmal nachlegen muss, wenn sich das Wachstum verlangsamt. Allerdings erwarten wir auch dann nur ein Wachstum um die 4,5 Prozent herum.

Alexander George, Head of Institutional Sales D-A-CH
Holger Brüll, Senior Analyst Research



ESG auf dem Prüfstand

Spätestens seit dem Amtsantritt der neuen US-Regierung scheint eine neue Ära des Investierens unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten angebrochen zu sein. Bereits seit 2021 wurde in einigen US-Bundesstaaten das Investieren nach ESG-Kriterien eingeschränkt oder erschwert. Und auch der Chef des weltgrößten Vermögensverwalters kündigte 2023 an, den Begriff „ESG“ nicht mehr zu verwenden, nachdem er selbst in den Jahren zuvor maßgeblich dazu beigetragen hatte, dass nachhaltiges Investieren und ESG auf den großen Weltbühnen wie Davos diskutiert und debattiert wurde. In Europa haben neue geopolitische Realitäten ebenfalls die Prioritäten der EU-Kommission als europäischen Exekutive verschoben – wengleich übergeordnete Ziele wie Klimaneutralität weiterhin verfolgt werden – und kürzlich wurde mit dem Omnibus-Paket ein umfangreicher Anlauf gestartet, um Berichterstattungspflichten von Unternehmen zu Nachhaltigkeitsaspekten zu reduzieren.

Ist das also das Ende von ESG? Unwahrscheinlich. Als Investor möchte man kaum auf die zusätzlichen Informationen und Implikationen verzichten, die die Berücksichtigung von ESG liefern kann. Seien es mögliche Verzögerungen oder Reputationsverluste beim Bau großer Infrastrukturprojekte aufgrund von Protesten in Folge unzureichender Einbindung der lokalen Gemeinden oder die potenziell positiven Auswirkungen der Mitarbeiterzufriedenheit auf das finanzielle Ergebnis eines Unternehmens. Und es gibt auch weiterhin wertorientierte Investoren (oder deren Begünstigte), die neben einer finanziellen Rendite auch Ziele in Bezug auf ökologische oder soziale Kenngrößen verfolgen möchten. Die Betonung liegt in allen Fällen allerdings auf dem Konjunktiv. Hier besteht auch ein Kernproblem des ESG-Booms der vergangenen Jahre. Für Grautöne und Nuancen war oft nur wenig Platz. Zu schön ist auch das Win-Win-Narrativ von einer besseren Rendite und einer gleichzeitig ökologischeren und sozial besseren Welt.

Unzählige wissenschaftliche Studien haben den Zusammenhang zwischen der Berücksichtigung von ESG und der finanziellen Performance untersucht – mit unterschiedlichen Ergebnissen. Die meisten von ihnen unterliegen jedoch einem ganz grundsätzlichen Problem: ESG ist nicht gleich ESG. Während eine Anlagestrategie beispielsweise Nachhaltigkeitsaspekte durch eine Gewichtung eines übergeordneten ESG-Ratings berücksichtigt, versucht eine andere, die finanzierten Emissionen des Fonds zu reduzieren. Ob sich die Verbesserung von ESG finanziell auszahlt, hängt jedoch von vielen Faktoren ab. Für eine Fluggesellschaft in der EU wird es sich finanziell eher lohnen, ihre CO₂-Emissionen zu reduzieren, als für eine Fluggesellschaft aus einem der Golfstaaten. Dies hängt mit der bereits bestehenden oder zukünftig zu erwartenden Internalisierung, also Bepreisung, der durch den CO₂-Ausstoß verursachten, gesellschaftlichen Kosten zusammen. Und ob eine einzelne Aktie aufgrund von ESG ein positives Alpha generieren kann, hängt im Wesentlichen davon ab, ob der Markt die mit ESG verbundenen Chancen und Risiken bereits vollständig eingepreist hat oder nicht.

In einem ersten Schritt lohnt es sich daher, einerseits mehr Klarheit darüber zu schaffen, was mit der Berücksichtigung von ESG in der Kapitalanlage erreicht werden soll, und sich andererseits darüber bewusst zu sein, dass – zumindest in geografisch und sektoral diversifizierten Portfolios – eine unter ökologischen und sozialen Gesichtspunkten vorteilhafte Entwicklung von ESG-Indikatoren nicht notwendigerweise mit der finanziellen Performance korreliert. Dient die Berücksichtigung von ESG-Indikatoren der Erzielung einer besseren, risikoadjustierten Rendite und sind die dafür etablierten Prozesse zielgerichtet, kann dies einfach im Rahmen der finanziellen Bewertungsprozesse erfolgen. In diesem Fall ist die Integration von ESG aber nicht präskriptiv, was bedeutet, dass, wenn die US-Regierung die ökonomischen Anreize entsprechend verändert, Investitionen unter diesem Ansatz zumindest dort (kurzfristig) auch dem Ruf „Drill, Baby, Drill“ folgen können. Ebenso bedeutet es aber, dass Investoren Diversity-Initiativen in Unternehmen möglicherweise unterstützen wollen, auch wenn der Sammelbegriff DEI (Diversity, Equity and Inclusion) von der US-Regierung zum Tabuwort erklärt wurde.



„Investoren sollten nun die Chance nutzen, die eigenen Ziele klar zu definieren.“

Severin Buchwald
Senior Expert Sustainable Finance

Soll hingegen ein ESG-Indikator mit der Intention gesteuert werden, einen ökologischen oder sozialen Mehrwert zu generieren, sollten diese explizit definiert und mögliche Implikationen auf die risikoadjustierte Rendite mit den Investoren diskutiert werden. Dies legitimiert die Berücksichtigung von ESG für die definierten Ziele. Für solche Anlagestrategien gibt es nach wie vor genügend Interessenten, auch wenn zumindest in den USA bestimmten Investoren, wie zum Beispiel öffentlichen Pensionsfonds in ausgewählten US-Bundesstaaten, eine solche Kapitalanlage untersagt ist.

Fazit

Weniger als das Ende von ESG ist es das Ende eines Hypes, der durch zu starke Vereinfachung und überzogene Erwartungen sowohl von Befürwortern als auch von Gegnern einer ökologisch und sozial nachhaltigen Entwicklung kritisiert wurde. Anstatt sich von ESG-Aktivitäten gänzlich zu verabschieden, sollten Investoren nun die Chance nutzen, die eigenen Ziele klar zu definieren und Maßnahmen auf ihre Zweckmäßigkeit zu überprüfen. Mit der gewonnenen Klarheit können dann auch mögliche rechtliche Risiken durch Anti-ESG-Gesetzgebungen besser eingeschätzt und gemindert werden. Investoren stärken so letztlich die Legitimationsbasis für die Integration von ESG, auch über den Atlantik hinweg.

DeepSeek: Der Sputnik-Moment für AI?

In der Woche von Trumps Amtseinführung hat ein Start-up aus China das Rampenlicht am Aktienmarkt gestohlen und für deutliche Volatilität gesorgt. Marcus Henschel, Senior Client Relationship Manager, hat sich mit Fabian Bachl, Portfolio Manager Globale Aktien, zu DeepSeek ausgetauscht.

MH: Die Welt außerhalb der KI-Branche hat DeepSeek kennengelernt. Wie ordnest du die Geschehnisse ein?

FB: Eine Woche mit zwei sehr unterschiedlichen Botschaften. Auf der einen Seite haben wir Meta-CEO, Mark Zuckerberg, gesehen wie er auf seinen eigenen Social-Media-Kanälen ankündigt, im laufenden Geschäftsjahr über 60 Milliarden US-Dollar für Rechenzentren zu investieren und OpenAI in Kooperation mit Oracle und Softbank stellte das 500 Milliarden US-Dollar teure Stargate-Projekt vor. Auf der anderen Seite gelang es dem chinesischen Start-up DeepSeek für – laut eigenen Angaben – lediglich sechs Millionen US-Dollar ein führendes „Large Language Modell“ (LLM) zu trainieren, das mit OpenAIs GPT-Serie oder Googles Gemini mithalten kann. Das Urteil des Kapitalmarktes war ein Abverkauf von Tech-Aktien und der Nasdaq 100 verlor zwischenzeitlich fünf Prozent, getrieben durch Verluste von Nvidia und Co., die sich in den Folgewochen weiter vertieften.



„Innovation kommt vor allem aus den USA und China.“

Marcus Henschel
Senior Client Relationship Manager

MH: Wir sprechen hier von signifikanten Unterschieden. Kann man diese Zahlen überhaupt vergleichen?

FB: Auch wenn in der Presse diese beiden Zahlen gegenübergestellt wurden, sind die Zahlen nicht vergleichbar. Konzentrieren wir uns für den Vergleich auf Metas konkrete Capex-Pläne, da wir die Details hinter den 500 Milliarden US-Dollar für das Stargate-Projekt nicht kennen. Meta-Apps – Facebook, Instagram und WhatsApp – haben über drei Milliarden täglich aktive Nutzer. Um Apps in dieser Größenordnung zu betreiben, benötigt man hohe Infrastrukturausgaben. Die Kapitalinvestitionen der letzten drei Jahren übertrafen im Mittel schon über 30 Milliarden. Die Steigerung dieser Investitionen ist zwar auf KI zurückzuführen, fließt aber vor allem in die in Nutzung der Modelle, was man als Inferenz bezeichnet. Abgesehen davon sprechen wir einerseits von Kapitalinvestitionen und andererseits von Kosten. Die Vergleichsbasis ist dementsprechend nicht gegeben.

Hinzu kommt noch, dass sich die zitierten sechs Millionen US-Dollar nur auf Kosten für das Pre-Training des Basis-Modells beziehen. Stark vereinfacht, bringt man dem Modell im Pre-Training-Schritt bei, Muster in einem großen Datensatz zu erkennen. So baut das Modell

ein Grundverständnis von Sprache und Kontext auf. Das ist momentan der rechenintensivste Schritt. Nicht berücksichtigt bei dieser Berechnung sind die Kosten für Post-Training (dem Modell denken beibringen) und Inferenz-Skalierung (das Modell länger denken lassen). In der Tat basiert die starke Leistung des DeepSeek-Modells R1, dessen Veröffentlichung den Abverkauf im Nasdaq 100 verursacht hat, vor allem auf diesen beiden Säulen. Kosten dazu hat man nicht veröffentlicht. Nichtsdestotrotz hat das DeepSeek-Team interessante Ansätze entwickelt, die Kosten für das Training und die Inferenz von LLMs zu reduzieren.



„KI: Die Gewinner auf der Anwendungsseite stehen noch nicht fest.“

Fabian Bachl
Portfolio Manager Globale Aktien

MH: Sprechen wir hier von einem technologischen Durchbruch?

FB: Die Kosten für LLMs sind seit Anfang 2023 stetig gefallen. Wir sprechen hier um einen Faktor von 1.000 in circa zwei Jahren für gleichwertige Modelle. Die Innovationen, die DeepSeek implementiert hat, sind lediglich ein weiterer Schritt in diese Richtung. Googles neuestes Gemini Flash 2.0 Thinking-Modell zeigt eine vergleichbare Leistung zu DeepSeek-Modell R1 zu weitaus günstigeren Inferenzkosten.

MH: Warum ist DeepSeek dann so viral geworden?

FB: Das hat meiner Einschätzung nach zwei Gründe: Erstens sind die Modelle von DeepSeek Open-Weights. Das heißt, man kann sich das Modell runterladen und im eigenen Rechenzentrum oder bei seinem Cloud-Anbieter nutzen. Modelle von OpenAI, Anthropic oder Google DeepMind sind größtenteils Closed Source und dementsprechend nur über die Cloud-Anbieter zu beziehen. Zweitens kam für viele der technologische Fortschritt aus China sehr überraschend. Trotz Exportbeschränkungen der leistungsstärksten Chips von Nvidia ist es dem DeepSeek-Team gelungen, ein führendes Modell zu trainieren. Hier spielt sicherlich mit rein, dass Not erfinderisch macht und man mit der Hardware – China-spezifische Nvidia-Chips – effizienter umgehen musste.

MH: So viel zu den technischen Details. Als Portfolio Manager, wie ordnest du diese Entwicklungen ein? Was sind die Implikationen für Technologie-Aktien?

FB: Die große Debatte unter Investoren ist nun, wie geht es weiter mit Aktien, die stark von dem KI-Infrastrukturausbau profitieren, nach dem es zwei Jahre nur nach oben ging. Zwar haben die großen Cloud-Anbieter ihre Investitionspläne für 2025 gegenüber dem Vorjahr noch einmal erhöht, die entscheidende Frage ist jedoch die Nachhaltigkeit

dieses Investitionszyklus und dieser hängt letztendlich an der Rendite dieser Projekte. Das Marktumfeld, in dem alle Aktien in diesem Thema im Aufwärtstrend sind, ist nun erstmal vorbei und es gilt nun selektiv die Gewinner zu finden, die von der Massenverbreitung von Künstlicher Intelligenz profitieren, denn mit fallenden Kosten steigt die Nutzung. Bestimmte Hardware-Hersteller werden sicherlich weiter von dem Ausbau profitieren, aber die Wertschöpfung wird breiter ausfallen.

Die nächsten logischen Gewinner sind Software-Unternehmen. Die Umsatz- und Gewinnsteigerung wird aber deutlich gradueller ausfallen als bei den Hardware-Unternehmen. Eine Verzehnfachung des Gewinns, den wir bei Nvidia in den letzten zwei Geschäftsjahren gesehen haben, sollten wir bei Software-Unternehmen nicht erwarten. Software-Implementierungen dauern oftmals Monate oder sogar Jahre. Dafür werden die Einnahmequellen nachhaltiger und stabiler sein als bei Hardware-Aktien.

MH: Innovation kommt vor allem aus den USA und China. Welche Rolle kann Europa hier spielen?

FB: Die Organisationen, die führende Modelle entwickeln, sitzen größtenteils in den USA: OpenAI, Anthropic, Google DeepMind, Meta oder xAI. China ist im Rennen nicht nur mit DeepSeek, sondern auch mit den lokalen Tech-Firmen wie Alibaba. Europa hat Aufholbedarf. Mistral aus Frankreich hat letztes Jahr ein Milliarden-Investment von Microsoft erhalten und ist wahrscheinlich der aussichtsreichste Kandidat in Europa.

Das Entwickeln der Grundlagenmodelle wird jedoch nur ein Teil der entstehenden KI-Industrie sein. Die Grundlagenmodelle sind austauschbar und solange es hier viele vergleichbare Angebote gibt, wird ein großer Teil der Wertschöpfung in nachgelagerten Schritten – wie zum Beispiel in der Entwicklung von spezifischen Anwendungen, die auf den Modellen basieren – geschaffen. Die gute Nachricht ist: Wir stehen noch hier noch ganz am Anfang und die Gewinner auf der Anwendungsseite stehen noch nicht fest.

Amerika all in! Boom or Bust?

Podcast Folge 33

Dr. Jürgen Callies, Head of Research
Alexander Hauser, Head of Investment Management

Seit Antritt der neuen amerikanischen Führung reibt man sich mehrmals täglich ungläubig die Augen. Vor kurzem noch Unglaubliches wird angekündigt, zurückgezogen, es wird gedroht, beschwichtigt, internationale Vereinbarungen mit Füßen getreten, die Sicherheitsarchitektur tektonischen Änderungen ausgesetzt und all das in irrwitziger, rasender Abfolge.

Eines ist dabei gewiss, es wurde bereits viel Porzellan zerdeppert und wie sich die Stücke möglicherweise wieder zusammenfügen oder eben auch nicht, darüber sprechen wir im heutigen Podcast.



Die MEAG steht für alle Kapitalanlageaktivitäten von Munich Re und ERGO, ist institutionellen Kunden ein zuverlässiger und leistungsstarker Partner und gehört mit 362 Milliarden Euro (12/2024) Assets under Management zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.

Ihr Kontakt:
+49 89 2489-2929
view@meag.com



Abonnieren Sie uns!

Blieben Sie mit unseren Newslettern auf dem Laufenden.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Diese Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand März 2025.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München.

Fotos: MicroStockHub | iStock und jean-marc payet | Getty Images