

COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Office

Investment Perspektiven

3. Quartal 2024





Auf einem Zylinder

KI-Euphorie überlagert die nicht mehr ganz so perfekte Welt



Thorsten Weinelt
Chefanlagestrategie

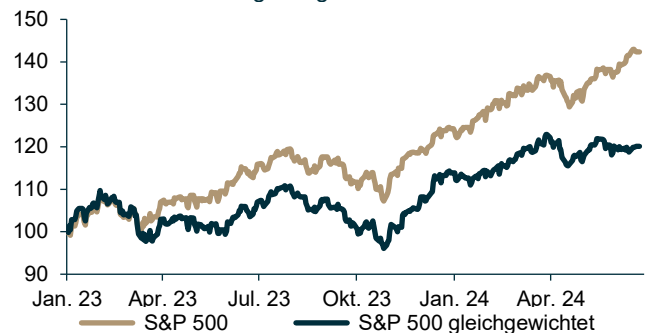
- **Weltwirtschaft:** Abschwächung der US-Konjunktur im zweiten Halbjahr, Europa und China nur mit holpriger Erholung. Unsicherheit vor der US-Wahl, die politische Entwicklung in Frankreich und erneute US-Rezessionsorgen sind Belastungsfaktoren.
- **Inflation:** Letzte Meile schwieriger; Inflation dürfte sich aufgrund struktureller Faktoren bei 3 % einpendeln.
- **Notenbankzinsen:** Niedrigere Leitzinsen, aber kein normaler Zinssenkungszyklus. Wir erwarten eine erste Zinssenkung der Fed im Dezember. Die EZB dürfte noch zweimal in diesem Jahr, einmal 2025 nachlegen.
- **Bondmärkte:** Anleihen bieten eine attraktive Verzinsung. Fokus auf Unternehmens- und Hochzinsanleihen. Staatsanleihen als Hedge gegen geopolitische Risiken.
- **Aktienmärkte:** KI-Megatrend bleibt das dominante Investmentthema; es dürften sich Zweit- und Drittrundenprofiteure herausbilden. Ambitionierte Bewertungen und eine ausgeprägte Positionierung bergen zwischenzeitliches Enttäuschungspotential. Wir würden Rückschläge nutzen, um Aktienanteil zu erhöhen.
- **Aktienregionen:** Wir bleiben in Europa wegen schwächerem Gewinnrend und politischer Sorgen untergewichtet, USA neutral, und Japan übergewichtet.
- **Aktiensektoren:** IT bleibt wegen positiver Gewinndynamik unser favorisierter Sektor, zusammen mit defensiven Wachstumssektoren Gesundheit und Versicherungen.
- **Investmentfokus:** Wir beleuchten neben dem Thema KI den Financial Services Sektor mit dem Fokus auf Zahlungsverkehr und das Thema Energienetze.
- **Alternative Assets:** Wir setzen weiter in einem Multi-Asset-Portfolio auf die stabilisierenden Elemente konservativer Investments in Energieinfrastruktur und Immobilien. Vor dem Hintergrund niedriger Bewertungen eignen sich insbesondere Private-Equity-Investments für den realen Vermögenszuwachs.

KI-Euphorie überlagert die nicht ganz so perfekte Welt

Das erste Halbjahr 2024 liegt hinter uns und die Aktienmärkte zeigten sich deutlich resilienter als gedacht. Anhaltende geopolitische Spannungen, ein Wiederaufflammen des Handelskonflikts mit China, negative Inflationsüberraschungen und ein Auspreisen von Zinssenkungserwartungen hatten – wie in unseren Investment Perspektiven für das zweite Quartal geschrieben – die lang erwartete Konsolidierung an den Aktienmärkten ausgelöst.

KI-Euphorie trägt US-Indizes auf neue Allzeithochs

S&P 500 und S&P 500-gleichgewichtet

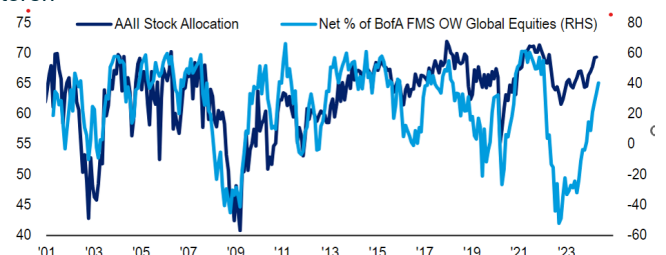


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Diese währte aber nur kurz, und nach einer milden Korrektur von 5 % - 8 % war auch schon Schluss, denn die KI-Fantasie feuerte den US-Tech-Mega-Cap-Schnellzug weiter an und schob die US-Indizes auf neue Höhen (siehe Grafik oben). Gleichzeitig nahm die Marktkonzentration im zweiten Quartal wieder deutlich zu, Performance war nur mit fünf der „Fabulous 7“ zu machen, der gleichgewichtete S&P 500 bewegte sich seitwärts, europäische Indizes gaben sogar ab.

Optimismus wieder ausgeprägt unter den Investoren

Aktienallokation der Privatanleger und institutionellen Investoren



Quelle: BofA Global Fund Manager Survey, Bloomberg (AAIL=American Association of Individual Investors)



Optimistische Positionierung lässt zwischenzeitliche Verschnaufpause an den Märkten erwarten. Privatanleger wie auch institutionelle Investoren haben sich von der KI-Euphorie anstecken lassen und seit Jahresbeginn netto ca. 200 Mrd. EUR in Aktienfonds investiert. Bei den Mittelflüssen werden aber auch die Herausforderungen der Euphorie deutlich: Während satte 400 Mrd. EUR in trendverstärkend wirkende passive Aktienfonds (ETFs und Indexfonds) gepumpt wurden, verzeichneten aktive Aktienfondsmanager in Summe Abflüsse von ca. 200 Mrd. EUR. Hier dürfte auch eine Rolle gespielt haben, dass diese aufgrund der Marktkonzentration und gleichzeitiger Obergrenzen in den Fonds für die hochkapitalisierten US-Tech-Werte enttäuschten und teilweise deutlich hinter der Benchmark zurückblieben. Mittlerweile ist die Positionierung der privaten wie auch institutionellen Investoren gemäß den jüngsten Umfragen wieder deutlich aggressiver, was zumindest eine Verschnaufpause an den Märkten in den ohnehin saisonal schwächeren Monaten Juli bis September wahrscheinlicher macht (siehe Grafik Seite 2).

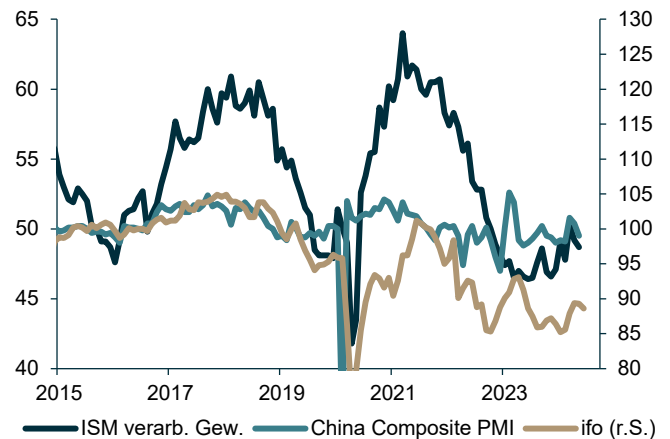
US-Präsidentenwahl wirft ihre Schatten voraus, und eine US-Rezession könnte an den Kapitalmärkten im zweiten Halbjahr wieder Thema werden. Das könnte Chancen für eine Aufstockung der Aktienquote bieten. Wahljahre sind in der US-Historie im Durchschnitt eigentlich gute Börsenjahre gewesen, mit der Ausnahme der Jahre 2000 (Platzen der Dot.Com Blase) und 2008 (Globale Finanzmarktkrise und Pleite von Lehman Brothers). In allen Wahlzyklen ist aber eine Zunahme der Nervosität der Marktteilnehmer einige Wochen vor der Wahl zu erkennen, in der die Aktienmärkte einer erhöhten Volatilität ausgesetzt waren. Dies dürfte vor dem Hintergrund der Diskussionen um die Fitness der Präsidentschaftskandidaten, der extremen Polarisierung in den Kampagnen sowie der unterschiedlichen Wahlversprechen und Positionierungen dieses Mal nicht anders sein, zumal die Performance der Aktienmärkte dieses Jahr bislang noch keine Phase erhöhter Volatilität zugelassen hat.

Zuletzt mehren sich wieder die Anzeichen einer Abschwächung der US-Konjunktur. Nicht nur die Dynamik am Arbeitsmarkt hat nachgelassen und die Arbeitslosenquote ist mittlerweile auf 4 % gestiegen, sondern das Verbrauchervertrauen ist deutlich eingebrochen und die Umfragen der Industrie wie z.B. die Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe (siehe Grafik rechts) deuten auf zunehmende Rezessionsrisiken im zweiten Halbjahr hin. In der Tat wären wir nicht überrascht, wenn das Thema US-Rezession – nachdem es von den meisten Ökonomen ad acta gelegt wurde – an den Märkten wieder auf den Tisch käme und zumindest kurzfristig zum Belastungsfaktor wird. Zwar rechnen unsere Volkswirte nicht

mit einer US-Rezession im zweiten Halbjahr, sehr wohl aber mit einer spürbaren Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit (siehe Seite 7).

US-Konjunktur zeigt zunehmend Schwächen

Einkaufsmanagerindizes und ifo-Geschäftsklima



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Auch die Konjunkturerholung in Europa und China dürfte holpriger ausfallen als von den meisten Ökonomen erwartet. Die Wahl in Frankreich belastet kurzfristig, bietet gleichzeitig aber Kaufgelegenheiten. Gerade die jüngsten Frühindikatoren (siehe Grafik oben) bestätigen unsere These, dass Europa nicht vor einer klassischen V-förmigen Erholung steht, sondern bestenfalls vor einer Stabilisierung oberhalb der Nulllinie. Auch China kämpft weiter mit den Folgen der schweren Immobilienkrise und der Assetpreisdelflation sowie mit höheren Handelshemmnissen und fällt als dynamischer Wachstumsmotor aus (siehe Seite 7).

Zudem belastet die anstehende Wahl in Frankreich kurzfristig die europäischen Renten- und Aktienmärkte. Nicht so sehr wegen eines absehbaren Rechtsrucks und einer im Gegensatz zum Präsidenten stehenden Regierung unter der Führung des Rassemblement National (RN) Marine Le Pens (sogenannte Co-Habitation), sondern aufgrund einer potenziellen Pattsituation im Parlament, in der weder die extremen Parteien am linken und rechten Rand noch die Parteien der Mitte eine stabile Mehrheit auf sich vereinen können. In einem solchen Fall käme es voraussichtlich zu einer wenig handlungsfähigen Übergangsregierung. Neben Klientelpolitik dürfte diese versuchen, die liberalen Reformen Macrons zumindest in Teilen zurückzudrehen, was das Staatsdefizit weiter in die Höhe treiben und dem Wirtschaftsstandort Frankreich schaden dürfte. Diese Risiken hat der Kapitalmarkt allerdings weitestgehend eingepreist: Die Risikoprämien französischer Staatsanleihen sind sprunghaft angestiegen wie zuletzt vor der Präsidentschaftswahl im Jahr 2017, und französische Aktien haben bereits deutlich nachgegeben. Gerade

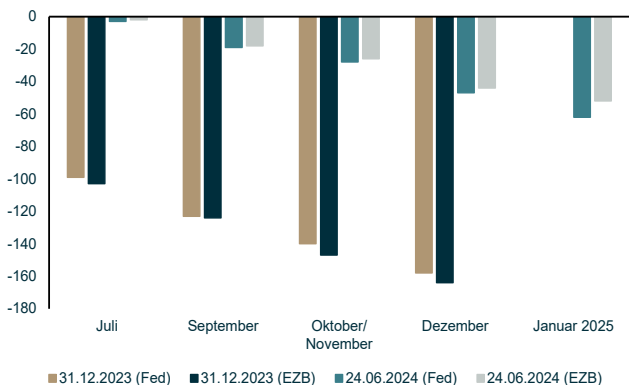


Bank- und Versicherungstitel erscheinen nach dem jüngsten Kursrückgang attraktiv gepreist. Auf der Staatsanleienseite bieten die höheren Risikoaufschläge einen Puffer; Budgetrisiken und höheres Angebot dürften aber verhindern, dass die Renditeabstände schnell in ihre alte Spanne zurückkehren.

Notenbanken vorsichtiger mit Zinssenkungen wegen struktureller Inflationstreiber. Trotz einer sich abzeichnender konjunktureller Abkühlung stehen die Ampeln für einen klassischen Zinssenkungszyklus nicht auf grün, da die Notenbanken auf der herausfordernden letzten Meile der Inflationsbekämpfung mit strukturellen Inflationstreibern konfrontiert sind. Immerhin ist die Euphorie in Bezug auf Zinssenkungen, die noch Ende des Jahres 2023 herrschte, realistischen Markterwartungen gewichen. Wie die Grafik unten zeigt, werden von der Fed wie auch von der EZB mit Blick auf das Jahresende 2024 mittlerweile nur noch knapp zwei Zinssenkungen von jeweils 25 Bp erwartet gegenüber sechs Zinssenkungen noch zu Jahresbeginn. Unsere Volkwirte erwarten gar nur eine Zinssenkung der Fed und zwei der EZB bis Jahresende.

„High for longer“: frühe Zinssenkungserwartungen haben einen Dämpfer erhalten

Markterwartungen zu Zinssenkungen der Fed und EZB in Bp



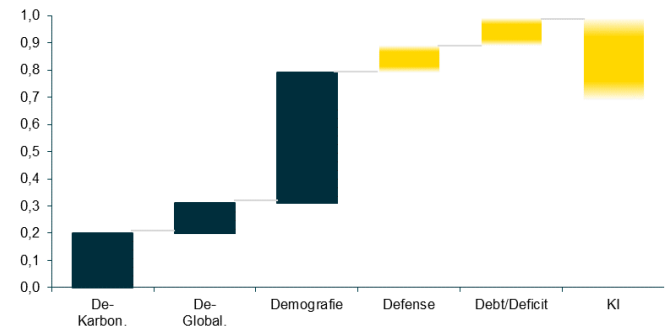
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Der Grund für die zurückhaltendere Haltung der Notenbanken sind die negativen Inflationsüberraschungen seit Jahresbeginn. Diese sind trotz nachlassender zyklischer Dynamik vor allem struktureller Natur. Studien der EZB und des IWF sowie Schätzungen unserer Volkwirte legen nahe, dass De-Globalisierung, De-Karbonisierung und vor allem Demografie sowie höhere Verteidigungsausgaben und Budgetdefizite die strukturellen Faktoren für eine langfristig höhere Inflation sind. Dies wird nur in Teilen durch die Produktivitätseffekte der Künstlichen Intelligenz aufgefangen. In Summe erhöht sich die durchschnittliche Inflationsrate pro Jahr um knapp 0,75 Prozentpunkte (siehe Grafik rechts oben). Infolge strukturell höherer Inflationsraten werden die Notenbanken die

Geldmarktzinsen ceteris paribus länger höher halten müssen, was für höhere Renditen spricht. Dies begrenzt das Kurspotential für längerlaufende Anleihen.

Höhere Inflation in den kommenden Jahren

Beiträge struktureller Inflationstreiber zur Inflationsrate, in Prozentpunkten



Quelle: EZB, IWF, Commerzbank-Research

Nichtsdestotrotz bieten insbesondere Unternehmensanleihen durch die attraktive laufende Verzinsung ein attraktives Risiko/Ertragsprofil (siehe Tabelle unten). Anleger dürfen auf 12 Monate bei unveränderter Zinskurve immerhin den attraktiven Kupon vereinnahmen, der bei fünfjährigen Laufzeiten für Unternehmensanleihen 3,5 % Verzinsung bringt, die erwartete Inflation schlägt und oberhalb der Dividendenrendite für den Euro Stoxx 50 liegt. Bei Hochzinsanleihen sind gar 6,3 % möglich. Im positiven Fall sinkender Renditen (-50 Bp) dürfen sich Anleger zudem auf Kursgewinne freuen, im negativen Fall steigender Renditen ist die Performance immer noch positiv. Den Renditekorridor der Tabelle halten wir für ein realistisches Marktbild für die nächsten zwölf Monate.

(Unternehmens-)Anleihen bieten ein attraktives Risiko/Ertragsprofil

Rentabilitätsanalyse über einen Horizont von 12 Monaten

Performance in 12 Monaten in %			
	+50 Bp	+/-0	-50 Bp
Bundesanleihen 5 Jahre	-0,12	2,44	4,52
Investmentgrade 5 Jahre	1,37	3,51	5,89
High Yield 5 Jahre	4,20	6,20	8,37

Quelle: Commerzbank-Research

Der KI-Megatrend wird auch in den kommenden Quartalen das dominante Investmentthema bleiben, und es werden sich Zweit- und Drittrundenprofiteure herausbilden. Wir bevorzugen weiterhin den IT-Sektor neben defensiven Wachstumssegmenten Gesundheit und Versicherungen. Meine Kollegen Thomas Becker und Marc Gemeinder zeigen in einem weiteren, spannenden Update zum Thema KI-Entwicklung (siehe Seite 19), dass der Megatrend KI für

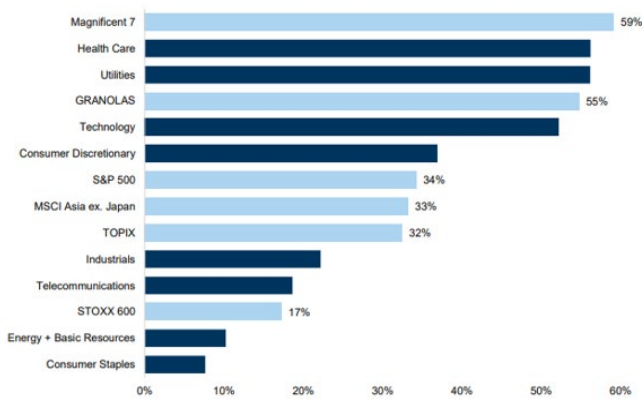


die Anleger auch in den kommenden Quartalen die dominante Investmentstory bleiben wird. Die nächste große Welle KI-optimierter Smartphones/PCs wird die Markteinführung der ersten Generation von KI-Anwendungen beschleunigen. Davon profitieren die KI-Marktführer der ersten Welle bereits überproportional. Unseres Erachtens werden sich aber bei einer Vielzahl der tech-affinen Zweittrundenprofiteure aus den Sektoren Software, IT-Services und Medien sichtbare, quantifizierbare Erfolge in den kommenden Quartalen einstellen.

Der erst am Anfang stehende KI-Megatrend offeriert also aus Unternehmens- wie auch aus Investorensicht weiterhin ein hohes Potential. Langfristig wird sich das hohe Investitionsvolumen gemessen an den Wachstumsinvestitionen und den Ausgaben für Forschung und Entwicklung für die KI bei den „Glorreichen Sieben“ und im Technologiesektor auszahlen (siehe Grafik unten). Auch im Gesundheitssektor erwarten wir aufgrund der hohen Investitionen auch in KI eine höhere Ertragsdynamik. Gleichzeitig gefällt uns in der Portfoliokonstruktion der defensive Charakter des Sektors, welcher ähnlich wie der Versicherungssektor ergänzend einem Aktienportfolio mit Fokus auf dem IT-Sektor Stabilität verleiht (siehe Seite 17).

Re-Investitionen treiben hohe Ertrags-/Innovationsdynamik

Growth Investment Ratio (Growth CAPEX + R&D/CFO) über 5 Jahre

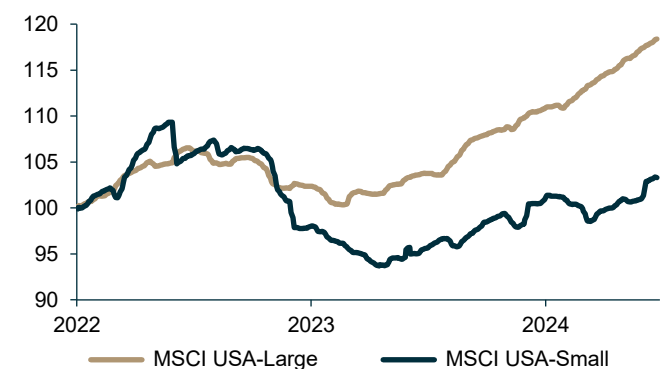


Quelle: Goldman Sachs, Commerzbank-Research

Alternative Assets stabilisieren ein Multi Asset Portfolio gerade in volatileren Marktphasen, lassen den Anleger ruhiger schlafen und bieten Inflationsschutz. Neben konservativen Immobilieninvestments und Investments in die Energieinfrastruktur finden wir insbesondere Private-Equity-Investments in der aktuellen Marktphase interessant. Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften investieren nämlich vornehmlich in kleinere und mittelgroße Unternehmen mit Wachstumspotential, die zurzeit mit einem KGV von 13 (MSCI Mid/Small Caps) im Vergleich zu den Large Caps (MSCI World KGV von 22) und zu ihrer eigenen Historie günstig bewertet sind. Zudem ist durch die gestiegenen Fremdkapitalkosten der Eigenkapitalanteil in den Transaktionen höher und damit das Risiko für den Anleger geringer. Aus unserer Sicht ist ein Investment in Private Equity aktuell die attraktivste Form eines Investments in Small- und Mid-Caps, die stärker als die Large Caps von gestiegenen Lohn-, Energie-, und Refinanzierungskosten betroffen sind und immer noch einen deutlich schwächeren Gewinnrend aufweisen (siehe Grafik unten). Zudem dürften die Small/Mid Caps bei aufkommenden Wachstumssorgen im zweiten Halbjahr stärker betroffen sein. Nichtsdestotrotz sollten sich in den kommenden Monaten Gelegenheiten ergeben, den Fokus auch wieder auf Small/Mid Cap Investments zu legen, insbesondere sollte sich deren Gewinnrend deutlich verbessern (siehe auch Seite 18).

Small Caps noch mit deutlich schwächerem Gewinnrend

Gewinnerwartungen (12 Monate) in Indexpunkten, 01.01.2022 = 100



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research



Meine Empfehlung für Sie

Nach einem fulminanten ersten Quartal an den Börsen kam die Hoffnung auf, dass die KI-Euphorie nicht nur die Glorreichen Sieben US-Tech-Megacaps nach oben katapultiert, sondern die Marktbreite zunimmt und sich auf Zweit- und Drittrundenprofiteure ausdehnt. Die Erwartung einer zunehmenden Marktbreite hat sich nicht erfüllt; im Gegenteil, die Aktienrally läuft mittlerweile gefühlt nur noch auf einem Zylinder, den US-Tech-Megacaps. Vor dem Hintergrund der ausgeprägten Positionierung der Anleger, insbesondere über trendverstärkende passive ETFs und Indexfonds, sowie potenzielle Belastungen über wieder aufkommende Konjunktur- und Inflationssorgen, der Unsicherheit in Bezug auf die Wahlen in Frankreich und den USA steigt unserer Ansicht nach die Wahrscheinlichkeit für eine Verschnaufpause an den Börsen. Wir sehen daher davon ab, am aktuellen Rand die Aktiengewichtung weiter hochzufahren, und bleiben mit einer neutralen Quote investiert. Größere Rücksetzer würden wir nutzen, um die Aktienquote zu erhöhen.

Wir differenzieren in der regionalen Aktienallokation, wo wir den japanischen Markt gegenüber Europa aufgrund der besseren Gewinndynamik, den aktionärsfreundlichen Maßnahmen und einem sich stabilisierenden Yen weiter übergewichten. Auf Sektorebene setzen wir auf eine Mischung aus IT, die von der KI-Euphorie und überzeugenden Gewinntrends weiter profitieren sollte, und den defensiven Wachstumssektoren Gesundheit und Versicherungen. Grundstoffe und Versorger haben wir auf neutral hochgestuft, und bleiben untergewichtet im Bereich Real Estate.

Bei den Anleihen präferieren wir weiter Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen mit kürzeren Laufzeiten im Portfolio und berücksichtigen zu einem geringeren Teil längerlaufende Staatsanleihen als Absicherung gegen eine Eskalation geopolitischer Risiken.

Alternative Assets in Form von konservativen Immobilieninvestments, Infrastrukturinvestments und Private Equity tragen zur Stabilisierung der Portfoliorenditen bei, lassen den Anleger ruhiger schlafen und helfen so bei der Erzielung eines realen Vermögenszuwachses. Insbesondere ein Einstieg in Private Equity erscheint vor dem Hintergrund attraktiver Bewertungen im Investmentuniversum Small-/Mid-Caps interessant.

Positionierungsempfehlungen

Assetklassen	--	-	0	+	++
Renten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Rohstoffe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidität	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Sonstige	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien Regionen	--	-	0	+	++
Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
USA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Japan	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
China	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Korea	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Brasilien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Indien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien Sektoren	--	-	0	+	++
Informationstechnologie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Finanzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Energie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kommunikationsdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Versorger	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Grundstoffe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Industrie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gebrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesundheit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renten	--	-	0	+	++
Staatsanleihen EUR/USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Deutsche Pfandbriefe EUR	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unternehmensanleihen EUR	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nachrangsanleihen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets EUR/USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Währungen aus Euro Sicht	--	-	0	+	++
USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
GBP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
NOK	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CHF	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CAD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
AUD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
RMB	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



Weltwirtschaft

Wie stark fällt die Erholung aus?

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

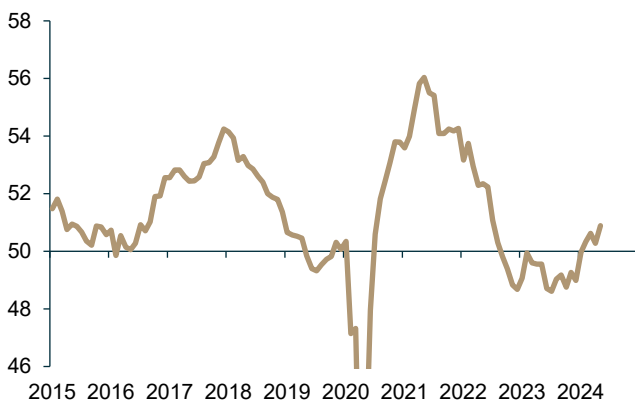
- Insbesondere weil der bremsende Effekt der massiven Zinserhöhungen abklingt, hat sich die Weltwirtschaft zuletzt etwas belebt
- Dabei haben sich die Wachstumsraten auf beiden Seiten des Atlantiks angeglichen. Während die US-Wirtschaft an Schwung verliert, wächst die Wirtschaft im Euroraum wieder
- China kämpft weiter mit den Nachwehen der Immobilienblase. Zudem belastet die Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik und die drohende Verschärfung des Handelskonflikts mit dem Westen
- Das Inflationsproblem ist weiter nicht gelöst und begrenzt für Fed und EZB den Spielraum für Zinssenkungen

Weltwirtschaft auf Erholungskurs

Die Zeichen mehren sich, dass die Weltwirtschaft das Tief durchschritten hat und wieder etwas schneller wächst. So liegt der globale Einkaufsmanagerindex für die Industrie seit einigen Monaten wieder über der 50er-Linie und zeigt damit eine Expansion dieses Sektors an, nachdem er zuvor eineinhalb Jahre unter dieser Marke notiert hatte (Grafik unten). Ausschlaggebend für diese Erholung dürfte sein, dass der bremsende Effekt der massiven Zinserhöhungen durch die westlichen Notenbanken mehr und mehr abklingt. Ein kräftiger Aufschwung zeichnet sich allerdings nicht ab.

Globaler Industrie-Zyklus hat gedreht

Globaler Einkaufsmanagerindex für die Industrie, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

China fasst wieder etwas Tritt, ...

In China hat das Wirtschaftswachstum zuletzt wieder etwas angezogen. Belebt haben sich dabei insbesondere die Exporte, während die Inlandsnachfrage schwach blieb. Letztere leidet weiterhin unter der geplatzten Immobilienblase und der auch deshalb angespannten Haushaltslage bei den Gebietskörperschaften. Hinzu kommt die Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik, die viele Investoren genauso zögern lässt wie die drohende Verschärfung des Handelskonflikts mit den USA und der EU.

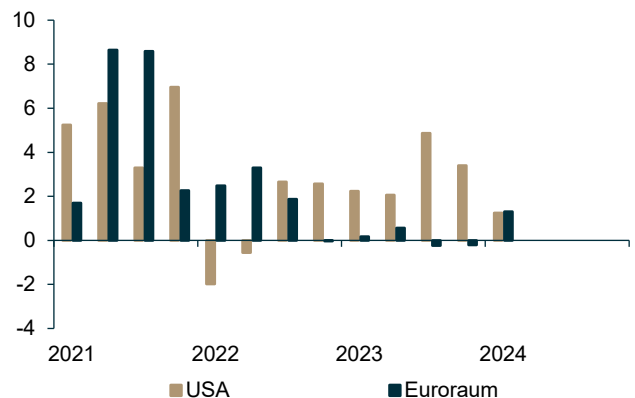
... und auch die Euroraum-Wirtschaft wächst wieder, ...

Auch im Euroraum scheint die Konjunktur allmählich anzuziehen. Neben dem nachlassenden Bremseffekt der EZB-Zinserhöhungen dürfte hierbei auch der Rückgang der Energiepreise geholfen haben. Im ersten Quartal ist die Wirtschaft auf das Jahr hochgerechnet um 1¼ % gewachsen, wobei es deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern gab. Während Spanien eine annualisierte Zuwachsrates von 3 % meldete, ist die Wirtschaft in den Niederlanden sogar geschrumpft.

Auch in Deutschland gab es auf das Jahr hochgerechnet ein mageres Plus von knapp 1 %, womit der deutliche Rückgang im Schlussquartal nur teilweise ausgeglichen wurde. Damit rangiert Deutschland im Euroraum weiter eher am unteren Ende der Wachstumstabelle.

Wachstumsraten haben sich angeglichen

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal aufs Jahr hochgerechnet, saisonbereinigt, in %



Quelle: BEA, Eurostat, S&P Global, Commerzbank-Research



... aber die US-Wirtschaft verliert an Schwung

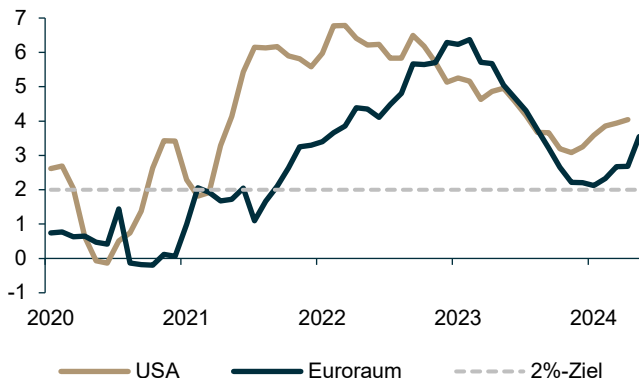
Hingegen hat sich das Wachstum der US-Wirtschaft zu Beginn des Jahres abgeschwächt und damit dem im Euroraum angeglichen (Grafik auf der vorherigen Seite). Denn die Finanzpolitik schiebt die Konjunktur nicht mehr so stark an wie über weite Strecken des vergangenen Jahres. Eine Rezession bleibt aber unwahrscheinlich. So gibt es am Arbeitsmarkt keine Anzeichen für einen Einbruch.

Inflation zuletzt wieder stärker, ...

Gleichzeitig ist der Rückgang der Inflationsraten dies- und jenseits des Atlantiks ins Stocken geraten, und zwar auf einem Niveau, das weiter über dem 2 %-Inflationsziel von EZB und Fed liegt. In den vergangenen Monaten sind die Preise von Monat zu Monat sogar wieder stärker gestiegen. Dies gilt auch, wenn man die sehr schwankungsanfälligen Preise von Energie und Nahrungsmitteln herausrechnet. Der so ermittelte Kernindex ist in den vergangenen sechs Monaten sowohl in den USA als auch im Euroraum aufs Jahr hochgerechnet um deutlich mehr als 3 % gestiegen (Grafik unten). Dies ist in erster Linie auf die kräftig gestiegenen Löhne zurückzuführen, die gerade bei den Unternehmen im häufig sehr arbeitsintensiven Dienstleistungssektor die Kosten steigen lassen, die sie durch entsprechende Preiserhöhungen zumindest teilweise an ihre Kunden weitergeben. Aber auch bei den Waren hat sich der Preisauftrieb zuletzt nicht mehr weiter abgeschwächt. Offensichtlich verliert der Effekt der zwischenzeitlichen Probleme in den Lieferketten, der die Teuerungsrate bei Waren deutlich nach oben getrieben hatte, immer mehr an Bedeutung.

Preisauftrieb zuletzt eher wieder stärker

Verbraucherpreisindex ohne Energie und Nahrungsmittel, auf das Jahr hochgerechnete Veränderung gegenüber 6 Monate zuvor, saisonbereinigt, in Prozent



Quelle: BEA, Eurostat, S&P Global, Commerzbank-Research

... und dürfte vorerst weiter eher über 2 % liegen

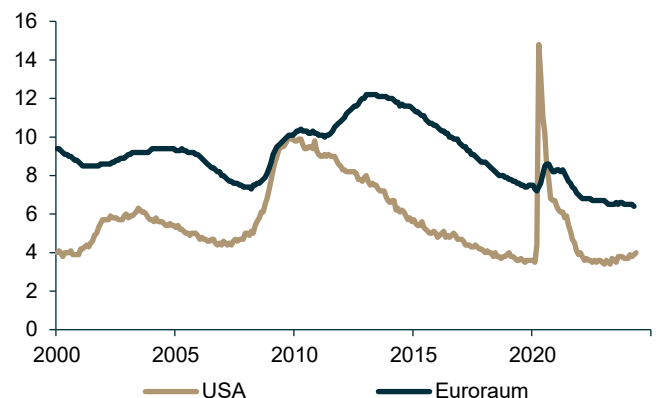
Auch wenn bei der recht hohen Dynamik der letzten Monate wohl einige Sondereffekte im Spiel waren und sie deshalb bald wieder etwas abnehmen dürfte, wird sich die Kernteuerungsrate in den kommenden Monaten sowohl in den USA als auch im Euroraum wohl deutlich über den von den Notenbanken anvisierten 2 % stabilisieren. Denn die Lohnkosten dürften auch im kommenden Jahr kräftig zulegen. Zwar verliert das Argument der durch die hohe Inflation verursachten Reallohnverluste in den Verhandlungen angesichts der gefallen Inflationsraten an Bedeutung. Aber die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer wird dadurch gestärkt, dass sich die Arbeitslosenquoten weiterhin auf Mehrjahrestiefs befinden oder von diesen nicht weit entfernt sind (Grafik unten). Auf längere Sicht sprechen zudem einige strukturelle Effekte wie die ungünstige demographische Entwicklung, die fortschreitende Deglobalisierung und die Kosten der Dekarbonisierung dafür, dass die Teuerungsrate auch auf längere Sicht höher sein wird als vor der Pandemie.

Nur begrenzter Spielraum für Zinssenkungen

Eine sich damit abzeichnende Kombination aus einer weiterhin recht ordentlichen (USA) bzw. sich belebender (Euroraum) Konjunktur und einer weiter über dem Notenbank-Ziel von 2 % liegenden Kernteuerungsrate sprechen gegen eine spürbare Lockerung der Geldpolitik. Die Fed hat auch bereits signalisiert, dass sie sich mit der ersten Zinssenkung Zeit lassen wird. Wir rechnen erst für Dezember mit einem ersten Schritt um 25 Basispunkte, dem auch nur wenige weitere folgen sollten. Auch die EZB dürfte ihre Zinsen inklusive des jüngsten Schritts nur um 100 Basispunkte senken, sodass sich der Impuls von Seiten der Geldpolitik auf die Konjunktur sehr in Grenzen halten wird.

Arbeitslosenquoten weiter auf niedrigem Niveau

Arbeitslosenquote in Prozent, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: BEA, Eurostat, S&P Global, Commerzbank-Research



Anleihen

Zinskurve nähert sich der Normalität an

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

- EZB hat Zinssenkung geliefert
- Zinskurve dürfte sich wieder normalisieren
- Starke Spreadausweitungen im Euroraum

Lockerungsprozess der Notenbanken hat begonnen

Die EZB hat ihre Leitzinsen im Juni wie erwartet um 25 Basispunkte gesenkt. Der Einlagensatz liegt nun bei 3,75 %, der Reposatz bei 4,25 %. Nach der EZB-Ratssitzung hat sich herausgestellt, dass nicht alle EZB-Ratsmitglieder mit der Zinssenkung einverstanden waren. Ein Ratsmitglied stimmte sogar mit Nein. Zudem hat die EZB keine weiteren Zinssenkungen angekündigt. Sie möchte datenabhängig handeln. Die Zinssenkungserwartungen für die EZB sind damit kräftig gesunken. Die nächste Senkung dürfte frühestens im September anstehen.

Auf den globalen Rückgang der Inflationsraten haben bereits einige Notenbanken reagiert und die Leitzinsen gesenkt. Die EZB folgte den Notenbanken in Schweden, der Schweiz und Kanada. Diesen Lockerungen dürften die Bank of England und die US-Notenbank Fed folgen. Bei der Fed dürften wir die erste Senkung aber erst im Dezember sehen. Sie selbst erwartet nach der Kommunikation in der Juni-Sitzung nur noch eine Zinssenkung in diesem Jahr; bisher waren es drei.

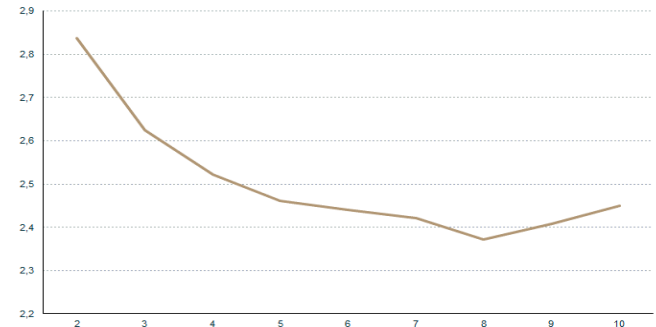
Renditerückblick und -ausblick

Nach der Zinssenkung der EZB stiegen die Renditen noch einmal kräftig an. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen erreichte kurzzeitig fast 2,70 % und kam dem Jahreshoch von Ende Mai sehr nahe. Danach setzte ein kräftiger Renditerückgang ein. Innerhalb weniger Tage fiel die Rendite um über 30 Basispunkte. Gründe waren ein über den Erwartungen liegender Rückgang der Inflationsrate in den USA sowie höhere Nachfrage nach sicheren Häfen nach der Europawahl in 27 Ländern.

Wir gehen davon aus, dass die Bundrenditen im Jahresverlauf weiter zurückgehen. Allerdings ist das Potenzial dafür begrenzt. Denn die Renditen sind bereits im Vergleich zum Leitzins sehr niedrig und die Renditekurve weiter invers. So dürfte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen zwischen 20 und 30 Basispunkte abschmelzen, die Rendite kurzer Laufzeiten dagegen deutlich mehr. Aufgrund der Volatilität an den Rentenmärkten und der Unsicherheit ist ein stärkerer Rückgang trotzdem nicht auszuschließen.

Seit Sept. 2022 invers: Renditekurve Bundesanleihen

Renditen in % (x-Achse), Laufzeit in Jahren (y-Achse)



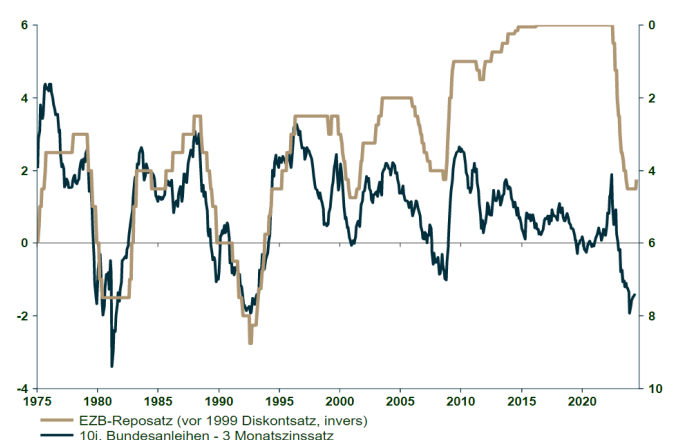
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Inverse Zinskurve dürfte sich normalisieren

Im Normalfall steigt der Zinssatz mit der Dauer der Anlage an, denn bei verzinslichen Geldanlagen erhält der Anleger eine Entschädigung dafür, dass er länger auf alternative Verwendungen seines Geldes verzichtet. Außerdem bietet ein höherer Zinssatz auch eine Risikoprämie für das auf längere Sicht größere Inflations- und Zinsänderungsrisiko. Man spricht dann auch von einer normalen Zinskurve. Bei Bundesanleihen ist die Zinskurve aber schon seit September 2022 invers, d.h. der 3-Monats-Geldmarktsatz liegt deutlich über der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen.

Inverse Zinskurve dürfte sich normalisieren

10J Bundesanleihen – 3 Monats Geldmarktsatz



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Wie in der Grafik zu sehen, wird die Renditekurve typischerweise nach einem deutlichen Anstieg der Leitzinsen invers. Dies war in den 80er Jahren der Fall, Mitte der 90er Jahre (Wiedervereinigung), Anfang des neuen Jahrtausends



(Neuer-Markt-Boom), in den Jahren 2007 bis 2009 (Finanzkrise) und zuletzt seit 2023. Stärke und die Dauer der Inversion war unterschiedlich. Im Zuge von Zinssenkungen normalisiert sie sich schnell wieder.

Wir gehen davon aus, dass auch dieses Mal die Zinskurve dadurch weniger invers wird, dass die kurzen Renditen kräftiger zurückgehen als die langfristigen Renditen. Möglich ist auch, dass die Zinskurve von beiden Seiten her steiler wird, also bei fallenden kurzen Renditen die länger laufenden Renditen ansteigen. Dass die Kurve schnell wieder „normal“ wird, ist dagegen kaum zu erwarten.

Spreadausweitung bei Euro-Staatsanleihen

Aus der Europawahl sind vor allem die rechten Kräfte und Europaskeptiker gestärkt hervorgegangen. In Italien wurde die Partei von Ministerpräsidentin Meloni, die Fratelli d'Italia (FdI), mit 29 % stärkste Kraft. In Frankreich gewann Le Pens Rassemblement National (RN) über 30 % der Stimmen und damit rund doppelt so viele wie das Macron-Bündnis Renaissance. Der französische Präsident Macron hat überraschend die Nationalversammlung aufgelöst und Neuwahlen für den 30. Juni und 7. Juli ausgerufen.

Die politische Unsicherheit hat zu einer massiven Spreadausweitung französischer Staatsanleihen ggü. Bundesanleihen geführt. Innerhalb einer Woche erhöhten sich die Spreads um 30 Basispunkte (Bp.); im 10-Jahresbereich stiegen die Spreads kurzzeitig auf 83 Bp., den höchsten Stand seit 2017. Eine deutliche Spreadausweitung gab es fast überall im Euroraum, insbesondere beim hochverschuldeten Italien.

Die Ratingagentur Moody's äußerte sich zu Frankreich skeptisch. So bedrohe die politische Situation die Kreditwürdigkeit des Landes, denn die vorgezogenen Neuwahlen erhöhen die Risiken für die Haushaltskonsolidierung. Dies sei für das Länderrating negativ. Moody's bewertet Frankreichs Kreditwürdigkeit derzeit mit Aa2. Bereits Ende Mai hatte die zweite große Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) das Rating Frankreichs um eine Stufe von AA (Ausblick negativ) auf AA- (Ausblick stabil) abgewertet. S&P begründete damals den Schritt mit der ungünstigen fiskalischen Entwicklung sowie der politischen Zersplitterung des Landes.

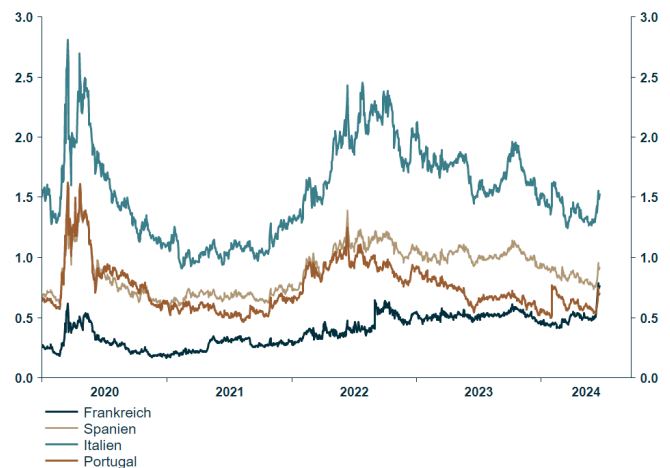
Die steigenden politischen Risiken treffen unglücklicherweise auf Staatsfinanzen, die sich in vielen EU-Mitgliedsländern bereits in einer heiklen Situation befinden. Mit Frankreich, Italien und Spanien ist die Staatsschuldenquote in drei der vier größten Länder der Währungsunion deutlich höher als während der Staatsschuldenkrise (2010-2012). In Frankreich ist sie mittlerweile auf 111 % gestiegen; in Italien ist die Schuldenquote mit 137 % mehr als doppelt so hoch wie die laut Maastricht-Vertrag höchstens erlaubten 60 %.

Das Land, immerhin die drittgrößte Volkswirtschaft im Euroraum, verfehlt seit Jahren das jährliche Maastrichtkriterium

eines Budgetdefizits von maximal 3 %. Italien hat aufgrund seines schwachen Wachstums Probleme, die Verschuldung zurückzuführen und muss die höchsten Renditen im Euroraum bieten. Durch den kräftigen Renditeanstieg 2022/2023 hat sich der Schuldendienst für Italien spürbar erhöht.

Politische Unsicherheit in Frankreich erhöht die Spreads

Renditeaufschläge in Prozentpunkten im Euroraum, 10J Staatsanleihen



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Insgesamt sind für uns die Spreadrisiken überschaubar. Die Partei von Le Pen (RN) fordert keinen „Frexit“ (Austritt Frankreichs aus der Währungsunion) mehr wie früher. Bis zu einer Beruhigung nach den Wahlen in Frankreich sollte man sich aber dennoch bei französischen Staatsanleihen und bei den Euro-Peripherieländern in langen Laufzeiten zurückhalten, da noch erhöhte Spreadrisiken bestehen. Bei italienischen und spanischen Langläufern bleiben wir negativ, da hier auch längerfristig die Risiken hoch bleiben dürften. Italienische und spanische Staatspapiere mit kurzen und mittleren Laufzeiten sind dagegen attraktiv.

Meine Empfehlung für Sie

Staatsanleihen bleiben in Erwartung weiterer Leitzinssenkungen attraktiv. Allerdings wird die Rentenmarktvolatilität in Abhängigkeit von den Inflationszahlen hoch bleiben. Am stärksten sehen wir für den kürzeren Laufzeitenbereich die Möglichkeit von Renditerückgängen. Deshalb präferieren wir aktuell das kurze Laufzeitsegment. Die Spreadrisiken bleiben im Euroraum überschaubar, obwohl mit den Wahlen in Frankreich weitere Spreadausweitungen durchaus möglich sind.



Währungen

Neuwahlen in Frankreich belasten den Euro

Martin Hartmann, *Seniorexperte Anleihen und Währungen*

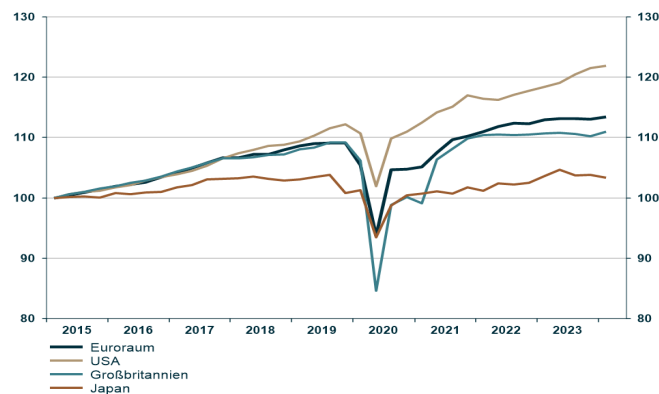
- Der US-Dollar dürfte stark bleiben
- Neuwahlen in Frankreich belasten den Euro
- Keine Zinssenkung in Australien in diesem Jahr

Starkes Wachstum und spätere Zinssenkung

Die US-Volkswirtschaft hat sich in den letzten Jahren sehr gut entwickelt und zu den anderen großen Industrienationen einen beeindruckenden Wachstumsvorteil erzielt. Dies hat den US-Dollar gestärkt, wenngleich der US-Dollar auch keinen nachhaltigen Aufwärtstrend vorlegt. Vor allem die verzögerten Zinssenkungserwartungen, die aufgrund des starken Wachstums immer weiter nach hinten geschoben wurden, haben den US-Dollar in diesem Jahr unterstützt. Bei einem Sieg von Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen am 5. November würde der US-Dollar vermutlich zulegen.

Wachstumsvorsprung der USA wird größer

Entwicklung des BIP indexiert



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Im Euroraum belastet der Ausgang der Europawahlen, bei denen es Zugewinne vornehmlich rechter und europaskeptischer Parteien gab. Vor allem wegen der Ankündigung des französischen Präsidenten Macron, Neuwahlen abzuhalten, weiteten sich die Renditeabstände französischer zu deutschen Staatsanleihen aus. Die Unsicherheit ist auch gestiegen aufgrund der Tendenz einiger Staaten wie gerade Italien und Frankreich, die Verschuldung zu erhöhen. Es drohen möglicherweise Ratingherabstufungen. Der Euro ist daher von dieser Seite neuen Belastungen ausgesetzt. Wir gehen davon aus, dass der Euro sich tendenziell weiter abschwächen dürfte. Trotzdem erwarten wir kaum, dass der Euro sehr

stark und nachhaltig schwach wird. Wir bleiben in diesem Umfeld bei einem neutralen Votum für den US-Dollar.

Euro-Kurs (USD pro Euro)

Kein ausgeprägter Trend des Euro



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Australische Notenbank senkt erst noch später

In Australien fiel die Inflationsentwicklung im Mai mit einer Rate von 3,6 % ggü. Vj. schlechter als erwartet aus. Die Disinflation scheint hier etwas ins Stocken geraten zu sein. Wie erwartet, hat die australische Notenbank in ihrer Juni-Sitzung den Leitzins bei 4,35 % unverändert belassen. Weiterhin erklärt sie in ihrer Stellungnahme, nichts auszuschließen, also auch keine Zinserhöhung. Mehrfach wurde auch betont, dass zwar eine Abschwächung der Realwirtschaft und Fortschritte bei Inflationsindikatoren zu sehen sind. Gleichzeitig gibt es aber weiterhin Risiken dafür, dass der Inflationsrückgang zum Notenbankziel holpriger als zuvor erwartet verlaufen dürfte. Sie geht also weiterhin vorsichtig vor. Wir rechnen nicht mehr mit einer Zinssenkung in diesem Jahr, eine Zinserhöhung halten wir ebenfalls für unwahrscheinlich. Die Märkte preisen nur eine Zinssenkung für Februar 2025 ein, was die Währung kräftigt. Der australische Dollar bietet sich daher als Alternative zu einer Anlage in US-Dollar für den Euro-Investor an.

Meine Empfehlung für Sie

Der US-Dollar dürfte noch weiter zur Stärke neigen. Wir belassen das Votum bei neutral. Als Alternative zum US-Dollar bietet sich für Euro-Investoren der australische Dollar an.



Unternehmensanleihen

Attraktive Risikoaufschläge von Unternehmens- und Bankenanleihen

Burkhard Fehling, *Seniorexperte Anleihen*

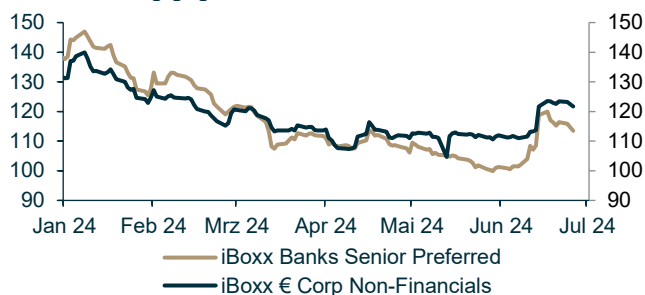
- Die Spreads von Unternehmensanleihen und Bankenanleihen haben sich bisher unterschiedlich entwickelt
- Unternehmensanleihen sind besonders in Zeiten sinkender Leitzinsen attraktiv

Bank-Spreads auf dem niedrigsten Stand seit 2 Jahren

Der Risikoaufschlag – auch Spread genannt – einer Anleihe wird am Abstand zum laufzeitgleichen Swapsatz oder zu einer Staatsanleihe gemessen. Im bisherigen Jahresverlauf haben sich die Spreads der Anleihen von Banken und derjenigen von Unternehmensanleihen (Non-Financials) unterschiedlich entwickelt.

Risikoaufschläge von Banken gingen stärker zurück

Risikoaufschlag gegenüber Bundkurve



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Zwischen Januar und Mitte Juni verringerten sich die Risikoaufschläge von Bankenanleihen gegenüber der Bundkurve in der für Privatkunden relevanten Haftungsklasse „Senior-Preferred-Anleihen“ von 138 auf zwischenzeitlich 100 Basispunkte. Damit lagen die Risikoaufschläge der Senior-Preferred-Anleihen so niedrig wie zuletzt im Frühjahr 2022. Dagegen fiel das Ausmaß der Einengung bei den Unternehmensanleihen viel geringer aus. Betrachtet man den Abstand zum Swapsatz, weiteten sich die Spreads der Unternehmensanleihen in diesem Zeitraum sogar leicht aus.

Banken profitierten von hohen Zinsmargen

Die Kurse von Bankenanleihen profitierten in erster Linie vom hohen Zinsniveau und der damit einhergehenden großen Zinsmarge. Im Vergleich zu der bis 2022 herrschenden Niedrigzinsphase brachte dies den Banken einen deutlichen Ertragsschub. Die positive Risikostimmung am Markt

unterstützte ebenfalls die Spreadeinengung. Ein anderer Treiber für die Divergenz der Risikoaufschläge liegt in dem höheren Angebotsvolumen an Neuemissionen von Non-Financials gegenüber Financials. Denn auch hier gilt der klassische Mechanismus: Ein hohes Angebot lässt die Preise sinken bzw. die Risikoaufschläge erhöhen sich dementsprechend.

Non-Financials robuster in volatilen Marktphasen

Der Ausgang der Wahlen zum EU-Parlament und die daraufhin überraschende Ankündigung für Neuwahlen in Frankreich führte im Euroraum wieder zu Spreadausweitungen. Die zunehmenden Sorgen um die Staatsfinanzen der hochverschuldeten EU-Länder ließ die Risikoaufschläge von Bankenanleihen kräftiger ansteigen als diejenigen von Non-Financials. Dies ist ein altbekanntes Muster, denn in der Vergangenheit hat sich häufig gezeigt, dass die Spreads von Bank- und Staatsanleihen stark miteinander korreliert sind.

Wir gehen davon aus, dass die volatile Spreadentwicklung noch einige Zeit anhalten wird. Denn es braucht Zeit, bis eine neue Regierung in Frankreich gebildet ist und die Märkte einschätzen können, welche Maßnahmen sie beschließen wird. Diesbezügliche Unsicherheiten stufen wir als Kaufgelegenheit ein, da wir auf mittlere Sicht wieder von einer Beruhigung ausgehen.

Trotz niedriger Spreads auskömmliche Renditen

Interessant wird es bei der Renditebetrachtung der Unternehmensanleihen im iBoxx-Index. Mit Bankenanleihen (Senior-Preferred) können mit spürbar kürzeren Laufzeiten die gleichen Renditen wie mit Industrieunternehmen (Non-Financials) erzielt werden, damit also mit deutlich geringeren Durationsrisiken, was wir aktuell bevorzugen. Banken weisen zudem eine bessere Ratingverteilung auf. 82 % der Senior-Preferred-Anleihen haben ein Index-Rating von mindestens Single A, verglichen mit nur 44 % für das Non-Financial Segment.

Meine Empfehlung für Sie

Unternehmensanleihen bleiben auch in Zeiten sinkender Leitzinsen attraktiv. Dies gilt vor allem für den Bankenbereich. Wir legen unseren Fokus auf den kurzen Laufzeitenbereich.



Aktien Europa, USA & Japan

Von guten und schlechten Nachrichten

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

- Das Thema Künstliche Intelligenz bleibt ein wichtiger positiver Treiber
- Es herrscht Unsicherheit darüber, welches Konjunkturszenario sich in den kommenden Monaten durchsetzt
- Trotz aller Unsicherheit sehen wir angesichts eines soliden US-Wachstums, einer tendenziell sinkenden Inflation und steigenden Unternehmensgewinnen noch Kurspotenzial

Markt kann sich nicht entscheiden

Wie Märkte auf Nachrichten reagieren, sagt einiges über die jeweilige Marktphase aus und wie man sich sinnvollerweise positioniert. Üblicherweise reagieren Märkte auf gute Nachrichten auch positiv. Gute Nachrichten sind für die Aktienmärkte gute Konjunkturdaten. Läuft die Wirtschaft rund, geht es auch den Unternehmen gut. So war es in der Zeit zwischen Ende 2022 und Anfang 2024. Nach den vorherigen Rezessionsorgen gab es 2023 positive Konjunkturüberraschungen, und diese wurden entsprechend aufgenommen. Gute Nachrichten wurden als gute Nachrichten gepreist. In diesem Jahr ist die Lage allerdings etwas anders. Gab es im Jahr 2023 ein sehr positives Umfeld, in dem die Inflation fiel und die Erwartungen für die Konjunktur stiegen, hat sich dies verändert. Die Inflation hält sich hartnäckiger als erwartet, so dass die Inflationserwartungen nach oben korrigiert wurden. Das galt zwar auch für die Erwartungen an das Wirtschaftswachstum, aber die guten Konjunkturdaten wurden nun als „schlechte Nachrichten“ eingeschätzt. Denn eine zu starke Konjunktur könnte die Notenbanken vor den – vom Markt erwarteten – Zinssenkungen abhalten. Man könnte an dieser Stelle noch einige Beispiele für ein sich veränderndes Marktverhalten aufzählen. Letztendlich gilt: Es gibt aktuell kein klares Narrativ für die Märkte, wie es 2023 der Fall war. Die Investoren spielen mal das viel zitierte Goldlöckchen-Szenario (eine Metapher für: Alles ist bestens!), dann das „Überhitzungsszenario“ (die Konjunktur läuft zu gut, verbunden mit der Sorge, dass die Notenbanken auf Zinssenkungen verzichten, wenn nicht sogar die Leitzinsen anheben) und das Abschwungsszenario (die USA rutschen doch noch mit Verspätung in die Rezession). Das Problem daran ist, dass für jedes dieser Szenarien andere Investmentopportunitäten gelten und man mit einem ständigen Anpassen an die kurzfristig herrschende Meinung gar nicht hinterher käme.

Um es vorwegzunehmen: Keines dieser Szenarien ist unrealistisch. Wir bewegen uns mit unseren Erwartungen zwischen dem Goldlöckchen- und dem Überhitzungsszenario.

Was bedeutet das für die Aktienmärkte in den kommenden Monaten?

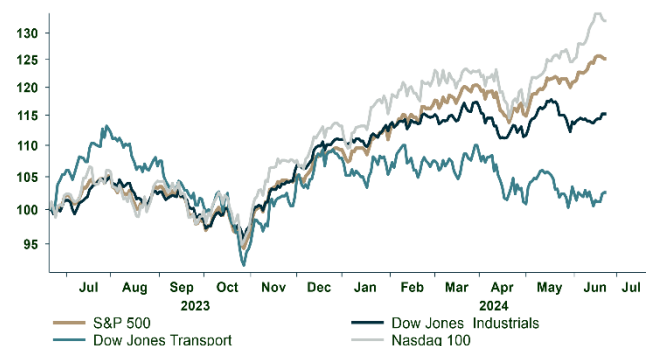
Die aktuelle Gemengelage mit – wieder – steigenden Inflationserwartungen und Wachstumsprognosen ist ein typisches Muster, wenn es der Konjunktur wieder besser geht. Ein Umfeld, in dem Aktien üblicherweise zulegen. Zudem bleibt aus unserer Sicht auch das längerfristige Bild unverändert: Die Konjunktur weltweit läuft zumindest solide und die Inflation wird tendenziell weiter zurückkommen.

Die Investoren verunsichert derzeit allerdings, dass zum einen die Erwartungshaltung eine andere war (nämlich eine deutlich stärker sinkende Inflation) und zum anderen uneinheitliche Signale von verschiedenen Seiten.

So gibt es neben negativen Makroüberraschungen noch weitere Warnsignale. Das Verbrauchervertrauen in den USA trübt sich deutlich ein und die konjunkturellen Frühindikatoren drehen teilweise wieder nach unten und signalisieren damit eine wieder mögliche schwächere Konjunktur. Die Rohstoffpreise sinken als mögliches Zeichen einer schwächeren Nachfrage, und die konjunktursensiblen Transportaktien bewegen sich gegen den Trend der Marktindizes nach unten.

Ein schwacher Transportsektor als Warnsignal?

US-Indizes im Vergleich, indiziert



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Dem steht aber unter anderem ein weiterhin sehr solider Arbeitsmarkt gegenüber, und auch von Seiten der Unternehmensanleihen deutet das Segment der stark konjunktursensiblen Hochzinsanleihen (in früheren Zeiten auch gerne als Ramschanleihen bezeichnet) nicht auf einen Abschwung hin.



Zudem drehten jüngst die Erwartungen für den Gewinntrend der Unternehmen wieder nach oben.

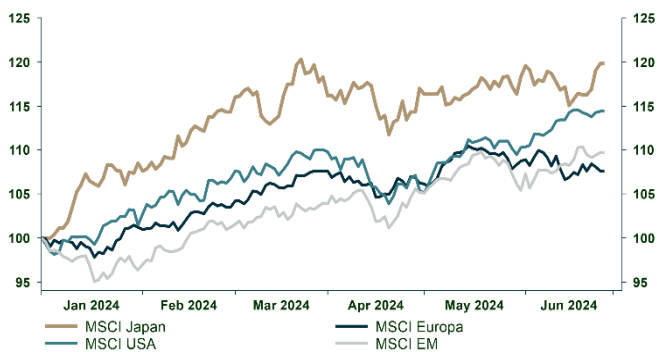
Auch wenn man aus dieser Gemengelage vieles herauslesen kann, betrachten wir die angesprochenen negativen Makro-überraschungen analog zum Markt als „positive Nachrichten“. Halten sie doch die Inflationssorgen im Zaum und Leitzinssenkungshoffnung am Köcheln. Solange es nicht zu einem konjunkturellen Einbruch kommt, kann der Aktienmarkt daraus eine positive Marktconstellation machen.

Breite Aufstellung sinnvoll

In diesen Zeiten ist eine breite Aufstellung die „sicherste“ Option. Die vergangenen Monate haben auf der Regionen- bzw. Länderebene keine klaren Gewinner hervorgebracht. Jeder Markt hat seine eigenen, unterschiedlichen Einflussfaktoren.

Wenig Bewegung in der Regionenperformance

Relative Performance USA, Emerging Markets, Europa und Japan gegenüber dem MSCI-Welt (in lokalen Währungen)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

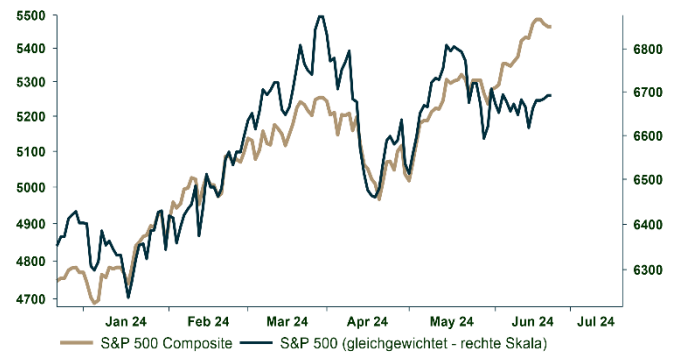
Erst in den vergangenen Wochen kam hier Bewegung in die Charts, was aber an politischen Sorgen in Europa, vor allem in Frankreich, lag. Die Schwäche des französischen Aktienmarktes und damit auch des europäischen Marktes sorgte dafür, dass sich der US-Markt im Vergleich deutlich besser entwickeln konnte.

USA – One-Trick-Pony?

Der US-Markt zeigte bis zuletzt neue Rekordhochs. Der Blick auf die Einzelwerte zeigt allerdings, dass – wieder einmal – ein Großteil der Performance aus dem Sektor Informationstechnologie (IT) bzw. den IT-nahen Sektoren kam. Deutlich wird die geringe Marktbreite beim Vergleich der Kursentwicklung zwischen dem (marktkapitalisierungsgewichteten) S&P 500 und seinem gleichgewichteten „Avatar“. Bei letzterem ist also die Übermacht der Marktkapitalisierungsgiganten wie Nvidia, Microsoft und Apple gestützt. Im „normalen“ S&P 500 machen beispielsweise die sogenannten „Glorreichen Sieben“ bereits mehr als 30 % des Index aus.

Die Schwergewichte treiben den Markt nach oben

S&P 500 (kapitalisierungsgewichtet und gleichgewichtet)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Damit erinnert der US-Markt ein wenig an das Zirkuspferd, welches nur einen einzigen Trick kann. Hier ist es das Thema Künstliche Intelligenz, welches den Markt nach oben treibt. Dabei muss man allerdings konstatieren, dass dieses Kursfeuerwerk aktuell auch von entsprechend starkem Umsatz- und Gewinnwachstum untermauert ist und das Thema KI sich auch verbreitern dürfte (siehe auch Seite 19). Die Aufwärtsrevisionen (Startpunkt September 2023) für die erwarteten Unternehmensgewinne am US-Aktienmarkt im Jahr 2024 kommen vor allem von den mit KI-verknüpften großen Titeln (Nvidia, Alphabet, Apple, Microsoft, Meta und Amazon). Für diese wurden die Gewinnschätzungen um rund 15 % angehoben. Für den gesamten S&P 500 wurde die Schätzung im Verlauf dagegen nur um 0,3 % angehoben. Ohne die positiven Revisionen bei den großen Werten wären die S&P 500-Gewinnschätzungen um rund 3 % gesenkt worden.

Damit reicht es – auch angesichts der recht hohen Bewertung – im Regionenranking lediglich für ein „neutral gewichtet“. Das KI-Thema läuft und läuft, aber das Feld dahinter kommt noch nicht hinterher. Auch gilt es zu berücksichtigen, dass sich das konjunkturelle Umfeld insgesamt eher verschlechtert hat und die Präsidentschaftswahl im Herbst für zusätzliche Volatilität sorgen könnte. Erfahrungsgemäß tut sich der Aktienmarkt vor Wahlen, die knapp ausgehen könnten und deshalb nicht prognostizierbar sind, schwer. Erst wenn nach der Wahl Klarheit herrscht – egal welcher Couleur – geht es regelmäßig wieder aufwärts.

Europa – unerwartete politische Risiken

Zwar sind am europäischen Aktienmarkt (Untergewichten) viele Zutaten für eine positive Entwicklung inklusive einer Outperformance gegenüber dem MSCI Welt vorhanden. Gleichwohl kann der europäische Markt seine PS nicht auf die Straße bringen. Leicht verbesserte Konjunkturdaten nach der Mini-Rezession, eine niedrige Bewertung insbesondere



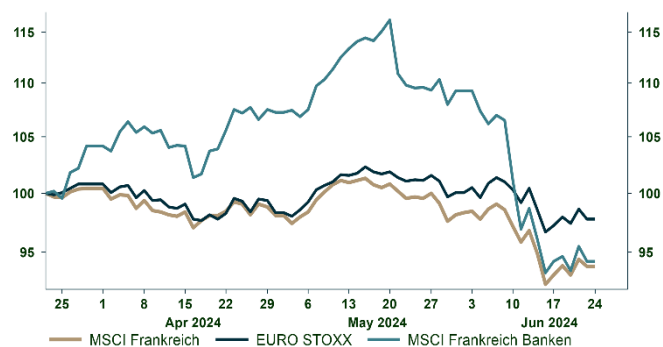
im Vergleich zum US-Markt, höhere Dividendenrenditen und ein EU-Recovery-Fonds, aus dem viele Gelder noch gar nicht ausgeschöpft sind und noch ihrer – gewinnbringenden – Verwendung harren, sprechen derzeit für Europa. All dies reicht jedoch noch nicht aus, da die Gewinndynamik immer noch der des von der KI-Story getriebenen US-Marktes hinterherhinkt, Europa verstärkt in den Handelsstreit mit China hineingezogen werden könnte und zusätzlich neue politische Risiken insbesondere die internationalen Anleger abschrecken.

Parlamentswahlen in Frankreich als Belastungsfaktor

Mit der Ankündigung der Neuwahl der Nationalversammlung hat der französische Präsident Macron für Unruhe gesorgt. Das Unbehagen der Aktienmärkte resultiert auf der Sorge vor einer möglichen Umsetzung der populistischen Agenda extremer Parteien mit den entsprechenden Folgen für die Stabilität im Finanzsystem (angesichts der ohnehin hohen Staatsverschuldung) und einer gewissen Sprengkraft für das politische Europa insgesamt. Diese Unsicherheit drückt sich, da konkrete fundamentale Anhaltspunkte fehlen, durch verstärkten Abgabedruck bei möglicherweise negativ betroffenen Sektoren (Finanzwerte, Versorger, Infrastruktur) aus. Der französische Aktienindex CAC-40 verlor in der Woche nach der Ankündigung rund 6 % von seinem vorherigen Hoch. Banken und Finanzwerte gehörten zu den stärksten Verlierern.

Frankreich unter Druck

MSCI Frankreich/MSCI Frankreich Banken/Euro Stoxx – indiziert



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Bis zu den Wahlen (30. Juni und 7. Juli) dürfte die nervöse Marktstimmung anhalten. Angesichts der aktuellen Umfragen gehen wir allerdings davon aus, dass der Markt möglicherweise über das Ziel hinausschießt und entsprechend bereits viel Negatives eingepreist hat. Sollten sich die Befürchtungen im Wahlergebnis nicht materialisieren, ist zumindest kurzfristig eine deutliche Erholung zu erwarten, wenngleich ein gewisses politisches Risiko bleiben wird, da die Präsidentschaftswahlen im Oktober 2025 ihren Schatten vorauswerfen werden. Dennoch dürften hier in den kommenden Wochen in

Schwächephasen eher Kaufchancen entstehen. Dies gilt insbesondere für den Finanzsektor. Dieser ist nach dem Kursrutsch attraktiv. Technisch sind viele Titel überverkauft, und zum Beispiel Banken werden beim Preis/Buch-Verhältnis mit einem Abschlag von 35 % gegenüber den Banken des Euroraums gehandelt. Die französischen Banken sind ausreichend kapitalisiert und rentabel. Sie werden auch von den im Vergleich zum letzten Jahrzehnt strukturell höheren europäischen Zinssätzen profitieren.

Japan – Im Bann des schwachen Yens

Der japanische Aktienmarkt hat nach seinem Höhenflug im ersten Quartal eine Verschnaufpause eingelegt. Die rückläufigen Zinssenkungserwartungen in den USA, tendenziell vorsichtige Unternehmensausblicke in Japan und die deutliche Abwertung des Yen drückten auf die Stimmung. Zwar wirkt sich eine Abschwächung des Yen aufgrund der hohen Exporttätigkeit vieler Unternehmen grundsätzlich positiv auf die Unternehmensgewinne aus, allerdings verstärkt der schwächelnde Yen die Spekulationen über eine Zinserhöhung durch die Bank of Japan. Dies könnte wiederum die Inlandsnachfrage beeinträchtigen. Wir halten diese Sorgen für übertrieben. Die Konjunktur dürfte auch weiterhin solide laufen, die Unternehmensgewinne steigen, und die KI-Euphorie sorgt auch in Japan für Kursgewinne. Anhaltende Aktienrückkäufe, eine sich stetig verbessernde Dividendenpolitik und ein verstärkter Fokus auf den Shareholder-Value-Gedanken bleiben zudem strukturell positive Faktoren.

Meine Empfehlung für Sie

Die Gewinnrends an den Aktienmärkten sind in den großen Regionen intakt. Die Inflation sollte tendenziell weiter zurückkommen und die konjunkturelle Entwicklung solide bleiben. Dies spricht grundsätzlich für Aktien, so dass wir weiterhin absolutes Kurspotenzial im Bereich von rund 5 % zum Jahresende sehen. Die Unsicherheit der Investoren darüber, welches der verschiedenen, derzeit am Markt diskutierten Szenarien eintritt, ist allerdings hoch. Bisher konnte sich kein „Narrativ“ durchsetzen. Solange hier keine klare Richtung erkennbar ist, ist eine breite Aufstellung mit kleineren Schwerpunkten sinnvoll. Auf der Regionen- und Länderebene bevorzugen wir weiterhin den japanischen Markt. In den USA (neutral) ist das KI-Thema die treibende Kraft, während die restlichen Sektoren keine größeren Impulse setzen (können). Europa (Untergewichten) leidet noch unter einer blutleeren konjunkturellen Erholung und politischen Belastungen (Stichwort: Frankreich). Sollte sich die politische Lage aber entspannen und eine stärkere konjunkturelle Dynamik greifbarer werden, ist die Region ein Hochstufungskandidat.



Aktien Emerging Markets

Schwellenländer dürften Stabilisierung fortsetzen

André Sadowsky, Seniorexperte Aktien Emerging Markets

- Maßnahmen in China helfen Emerging-Markets-Index
- Modi geht geschwächt in seine dritte Amtszeit
- Brasilien weiter Übergewichten

Maßnahmen in China wirken

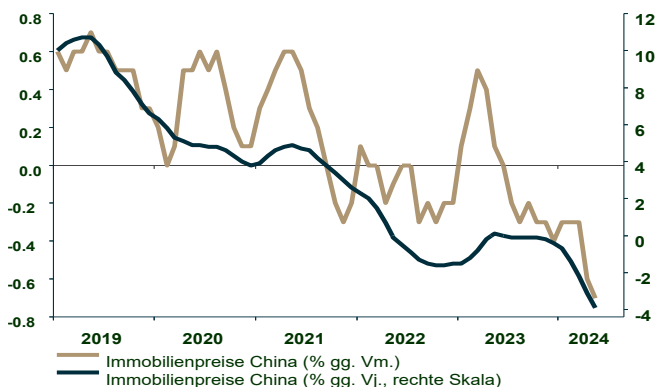
Die Maßnahmen in China zur Stützung des Aktien- und Immobilienmarktes haben nach dem Ausverkauf zu Jahresbeginn zu einer deutlichen Erholung an den Börsen in China und Hongkong geführt. Durch das nach wie vor hohe Gewicht des MSCI China-Index (rund ein Drittel) kam es auch zu einer Erholung des gesamten MSCI Emerging Markets-Index (+6 % seit Jahresbeginn). Allerdings bleibt die Volatilität weiter hoch. Das gilt vor allem für einige Branchenindizes. So schwanken Immobilienwerte unverändert stark. Anleger haben nach wie vor Zweifel, ob die bislang bereitgestellte Summe zur Abmilderung der strukturellen Immobilienkrise ausreicht, um den Häusermarkt rasch zu stabilisieren. Hinzu kommen belastende geopolitische Faktoren (Z.B. drohende Eskalation des Taiwankonfliktes), ein schwacher heimischer Konsum sowie Handelsstreitigkeiten mit den USA und der EU.

Für China und Hongkong sprechen unverändert moderate Bewertungen. Nach der jüngsten Konsolidierung liegen die KGVs für wichtige Indizes wieder unter ihren langjährigen Durchschnittswerten.

Wir empfehlen in Summe eine neutrale Gewichtung für A- und H-Aktien sowie für die EM-Aktien, die ihre Stabilisierung im dritten Quartal 2024 fortsetzen dürften.

Immobilienpreise in China weiter unter Druck

Preisindex für Immobilien (zu Vorjahr und Vormonat)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Indien: Modi geht geschwächt in seine dritte Amtszeit

Die Partei des Regierungschefs Modi (BJP) erlitt bei den Unterhauswahlen deutliche Verluste und verlor die absolute Mehrheit. Da Modis Machtbasis nun geschwächt ist, dürften geplante Reformvorhaben (u.a. Arbeitsmarkt- und Landreform) schwieriger umzusetzen sein. Indiens Volkswirtschaft ist aber nach wie vor wachstumsstark und dürfte mittel- bis langfristig unverändert von positiven strukturellen Faktoren (u.a. Demografie, Urbanisierung, Diversifizierung von Lieferketten) profitieren. Aufgrund der hohen Bewertung der indischen Börsen (KGV 24e ca. 25), bestätigen wir unser neutrales Votum für indische Aktien.

Brasilien: Weiter Übergewichten

Nachdem der Bovespa-Index Ende 2023 ein Allzeithoch markierte, ging es im ersten Halbjahr 2024 überraschend deutlich bergab. Auch der brasilianische Real wertete merklich ab. Für Kursdruck sorgten vor allem die weiterhin hohen Zinsen. Die schweren Überschwemmungen im Süden des Landes schürten Sorgen vor höheren Preisen und Fiskaldefiziten. Verschobene US-Leitzinssenkungen stärkten den USD und belasteten den Real. Nicht zuletzt sorgte die Furcht vor politischer Einflussnahme in halbstaatlichen Konzernen wie Petrosbras sowie der Kursverfall bei Eisenerz für Gegenwind, worunter das Marktschergewicht Vale deutlich litt.

Aufgrund der mittlerweile sehr günstigen KGV-Bewertung des brasilianischen Aktienmarktes von unter 8, des starken Gewinnwachstums für 2024 (+17 %) und 2025 (+12 %, jeweils ggü. Vorjahr), sowie – nach Beginn des Zinssenkungszyklus der Fed – einer erwarteten Aufwertung des leicht unterbewerteten Real im zweiten Halbjahr 2024 bestätigen wir unser Übergewichten-Votum für die brasilianische Börse.

Meine Empfehlung für Sie

Chinas Maßnahmen zugunsten des Aktien- und Immobilienmarktes stützten die Börsen in China und Hongkong und somit auch die Emerging-Markets-Aktien, die wir wegen der fairen Bewertung unverändert mit Neutral einstufen. Wir bestätigen das Übergewichten-Votum für Brasilien. Die Bewertung ist sehr günstig und das Unternehmensgewinnwachstum für 2024 und 2025 stark.



Aktien Branchen

KI läuft und läuft und läuft ...

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

- Das Thema Künstliche Intelligenz dominiert weiterhin
- Defensive Sektoren wieder stärker gefragt

Zaghafte Sektorrotation

Nachdem bis ins erste Quartal dieses Jahres hinein die Erwartung einer konjunkturellen Erholung auch die Branchenperformance bestimmte, hat sich das Bild zumindest teilweise verändert. Auch wenn das Umfeld durchaus für Zyklischer spricht, steigt die Unsicherheit über die weitere konjunkturelle Entwicklung. Entsprechend ist die Outperformance zyklischer Sektoren ins Stocken geraten. Sektoren wie Industrie, Grundstoffe oder Energie konsolidieren. Defensive Sektoren wie Healthcare oder auch Versorger rücken stärker in den Fokus.

Healthcare bleibt die defensive Absicherung mit einem längerfristigen Wachstumsappeal

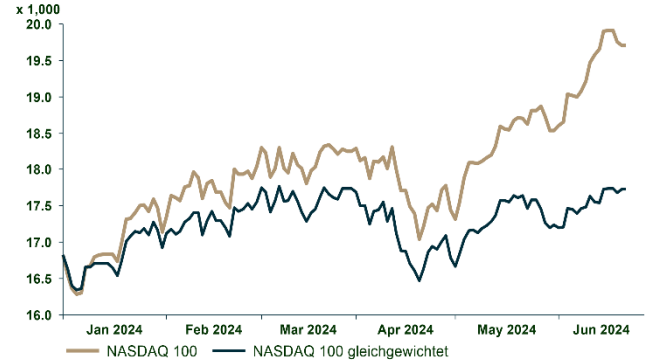
Der Gesundheitssektor hatte nach der Corona-Sonderkonjunktur mit Gewinnenttäuschungen zu kämpfen. Der Boom bei Abnehmpräparaten sorgte zwar für schwindelerregende Kursgewinne bei Herstellern wie Novo Nordisk oder Eli Lilly, dem Gesamtsektor brachte das Thema aber keinen Schwung. Zudem waren defensive Sektoren angesichts der zyklischen Investmentstory am Markt nicht gefragt. Dies ändert sich nun. Die alles übergreifende Wachstumsstory für den Sektor ist der demografische Wandel, der langfristig für stetiges Umsatzwachstum bürgt.

Informationstechnologie läuft, aber die Marktbreite sinkt

IT wird auch 2024 strukturelles Gewinnwachstum liefern, was in Kombination mit Megatrendthemen wie der Künstlichen Intelligenz (KI) die hohe Bewertung unterstützt. Der Sektor dürfte davon profitieren, dass die Ausgaben für KI-Software und -Hardware insgesamt weiter steigen werden. Gleichwohl gibt es auch im Technologiesektor ein Team, das die Branche kursmäßig beherrscht. Und der „Goalgetter“ ist klar erkennbar: Nvidia führt den Sektor und ist mittlerweile zum „wertvollsten“ Konzern der Welt aufgestiegen. Kurs- und Gewinnmomentum sind zwar bei den großen Titeln unwahrscheinlich stark, gleichwohl sorgt die große Abhängigkeit des Sektors (s. folgende Grafik) von einigen wenigen Titeln für etwas Unbehagen.

Die großen Titel sorgen für die Performance

Nasdaq 100 (Marktkapitalisierungs- und gleichgewichtet)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Aber getreu dem Motto: „Gewinne laufen lassen“ bleiben wir bei unserer Übergewichten-Empfehlung, zumal die fundamentale Story unverändert intakt ist.

Auch Versorger mit KI-Story

Auf der Suche nach KI-Profiten ist jüngst der Versorgersektor in den Fokus der Anleger geraten. Die steigende Anzahl von KI-Anwendungen und die dafür notwendigen Rechen- und Datacenter sollten den Verbrauch von (Öko-)Strom nach oben treiben. Mit der fortschreitenden Elektrifizierung/Automatisierung/Digitalisierung insgesamt ist (laut Schätzungen von Goldman Sachs) eine Steigerung des Stromverbrauchs von 40 % bis 50 % in den kommenden zehn Jahren denkbar. Für die USA schätzen Analysten von Morgan Stanley, dass der Stromverbrauch von Rechenzentren von 3 % des gesamten US-Verbrauchs im Jahr 2023 auf 10 % bis zum Ende des Jahrzehnts steigen wird. Die steigende Nachfrage nach Strom und notwendige Investitionen in die Infrastruktur sollten dem Sektor helfen. Jenseits der KI-Thematik dürfte aber auch der Gegenwind von der Zinsseite nachlassen. Wir haben den Sektor entsprechend von Übergewichten auf Neutral angehoben.

Meine Empfehlung für Sie

Die aktuell laufende Sektorrotation aus zyklischen Branchen hin zu defensiven Sektoren hat noch Luft nach oben, bis sich die konjunkturelle Entwicklung klarer abzeichnet.



Small & Mid Caps Aktien

Large Caps überzeugen weiterhin mit einem starkem Gewinntrend

Andreas Hürkamp, Seniorexperte Aktienstrategie

- Small-Cap-Aktien bieten niedrigere KGV-Bewertung
- Gewinntrend der Large Caps jedoch weiterhin besser
- Es ist noch zu früh, verstärkt auf Small Caps zu setzen

Small-Cap-Aktien enttäuschen im ersten Halbjahr

In unserem Ausblick für 2024 hatten wir den Small-Cap-Aktien noch ein schwieriges erstes Halbjahr vorhergesagt, bevor zur Jahresmitte eine Trendwende einsetzen könnte. Und in der Tat hat in Deutschland der DAX im Börsenjahr 2024 bislang 8 % zugelegt, während der MDAX knapp 7 % verloren hat (Stand: 26. Juni 2024).

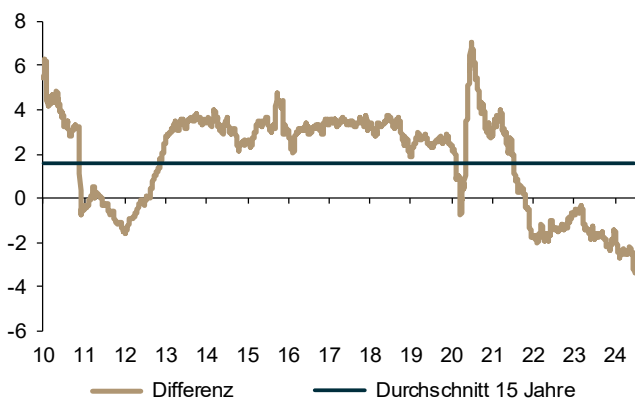
Auch in den USA hat sich der S&P 500 mit einem Gewinn von 15 % deutlich besser geschlagen als der US-Small-Cap-Index Russell 2000, der seit Jahresbeginn unverändert notiert.

Rekordhoher KGV-Abschlag für Small-Cap-Aktien

Die enttäuschende Kursentwicklung der Small Caps hat dazu geführt, dass sich deren Bewertungsabschlag seit Jahresbeginn nochmals ausgeweitet hat. So liegt für den MSCI World-Small-Cap-Index das KGV mit 16 derzeit fast 3,5 KGV-Punkte unter dem des Large-Cap-Index von 19,5. In den vergangenen 14 Jahren hatten Small Caps dagegen durchschnittlich einen Aufschlag von zwei KGV-Punkten gegenüber Large-Cap-Aktien.

Small-Cap-Aktien mit Bewertungsabschlag

KGV-Differenz: MSCI World-Small-Cap minus -Large-Cap



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

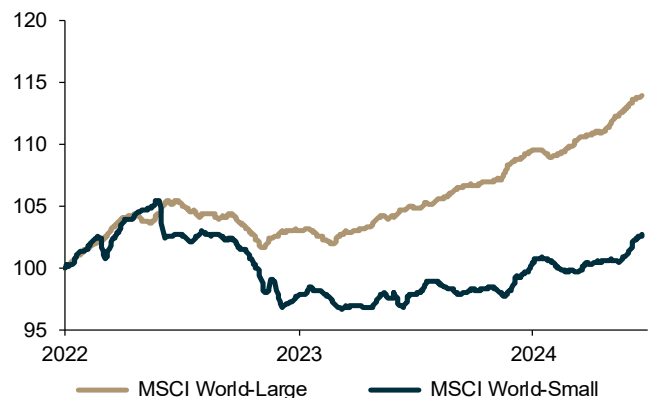
Large Caps profitieren von einem starken Gewinntrend

Der Blick auf die Entwicklung der Gewinnerwartungen der Unternehmensanalysten für Small und Large Caps erklärt, warum Small-Cap-Aktien derzeit trotz einer niedrigeren Bewertung immer noch nur die Rücklichter von Large Caps sehen. So ist für den MSCI World-Large-Cap-Index der Trend der Gewinnerwartungen seit Anfang 2022 um 15 % gestiegen, und der Gewinntrend zeigt aktuell einen beeindruckenden Aufwärtstrend. Der Gewinntrend des Small-Cap-Index ist zwar zuletzt auch wieder moderat gestiegen, liegt aber immer noch nur leicht über dem Niveau von Anfang 2022.

Die Small Caps mit ihren überdurchschnittlich höheren Verschuldungsquoten leiden derzeit unter den zuletzt deutlich gestiegenen Leitzinserwartungen. Auch weht der für Small Cap-Aktien wichtige Rückenwind von der Weltkonjunktur derzeit schwächer als ursprünglich erwartet, und der deutliche Anstieg der Arbeitskosten drückt insbesondere bei kleineren Unternehmen auf der Kostenseite.

MSCI World-Large Caps mit einem starken Gewinntrend

Gewinnerwartungen in Indexpunkten, 1.1.2022 = 100



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Die Bewertung von Small-Cap-Aktien relativ zu Large Caps wird immer attraktiver. Jedoch entwickeln sich die Trends der Unternehmensgewinne für Small-Cap-Aktien weiterhin deutlich schlechter als für Large Caps. Dieser unterdurchschnittliche Gewinntrend dürfte noch anhalten, so dass es zur Jahresmitte 2024 wohl noch zu früh ist, größere Engagements im Small-Cap-Bereich zu wagen.



Aktien Spezial – Kurstreiber KI

Erste Generation KI-optimierter Endgeräte und Anwendungen ante portas

Thomas Becker, Leiter Aktien Einzelwertanalyse

Marc C. Gemeinder, Seniorexperte Technologieaktien

- KI-optimierte Smartphones/PCs beschleunigen Markteinführung der ersten Generation von KI-Anwendungen
- Wertschaffende Anwendungen mit KI-Unterstützung sind in der Produktwelt der Marktführer bereits sichtbar
- Roll-Out von kommerziellen Anwendungen der KI-Zweit-rundenprofiteure nimmt langsam, aber stetig Fahrt auf

Investitionen in KI-Infrastruktur bleiben weiter hoch

Das konkrete Potential des Megatrends KI ist weiterhin nur schwer quantifizierbar. Ein Grund ist, dass die signifikanten Investitionen in IT-Data Center und Netzwerkinfrastruktur und, darauf aufbauend, die umfangreiche Kommerzialisierung in Form von KI-Anwendungen, noch auf sich warten lässt. Die hohe Investitionsdynamik in den Ausbau des KI-Rückgrats wird auch mittelfristig Bestand haben. Denn aktuell sind erst ca. 10 % der IT-Data Center für das Training und Betreiben von KI-Modellen/Anwendungen und die steigenden Datenvolumen ausgelegt. Richtig ist aber auch, dass über die bekannten Chatbots hinaus KI-Funktionalitäten, nur punktuell verfügbar sind und kommerzielle KI-Anwendungen und -Dienstleistungen für Unternehmen und Privatkunden erst am Anfang des Lebenszyklus stehen.

KI-Endgerät wird intelligenter persönlicher Assistent

Um KI für den Endanwender aber wertschöpfend nutzbar und erfahrbar zu machen, bedarf es neben sicheren und marktreifen „Must-have“-Anwendungen, auch einer nächsten Generation von Endgeräten. Zentral für die Aspekte Geschwindigkeit, Sicherheit und Personalisierung ist die Verlagerung von KI-Rechenleistung auf das Endgerät („Edge AI“). Damit wird die Basis für lokale KI-Funktionalitäten gelegt, die das Smartphone zum intelligenten persönlichen Assistenten machen.

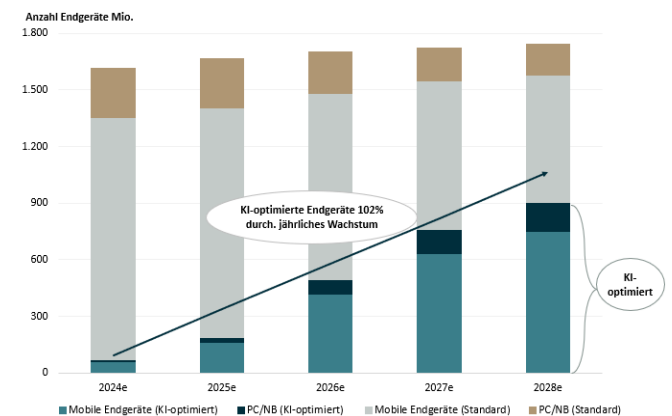
Der selbstlernende persönliche Assistent klassifiziert und optimiert bspw. Inhalte (Dokumente, Audio, Video) nach den vom Anwender gewünschten Vorgaben, übersetzt und fasst Mails und Gespräche zusammen oder übernimmt die Restaurantbuchung und vermerkt dies im Terminkalender. Neben direkt produktivitätssteigernden Anwendungen werden auch Hintergrundaufgaben intelligenter erledigt, bspw. das Management der Akkulebensdauer oder des IT-Sicherheitsstatus des Smartphones.

KI-optimierte Hardwarearchitektur der Endgeräte

Die effiziente Verarbeitung von anwenderbezogenen und externen Daten zur Generierung von Antworten ohne großen Zeitversatz, bedingt Veränderungen in der Hardwarearchitektur der Endgeräte. Dabei wird die Hardware- oder Prozessorarchitektur der „KI-PCs“ oder „KI-Smartphones“ durch spezialisierte KI-Verarbeitungskapazitäten ergänzt. Diese übernehmen, beschleunigen, und optimieren KI-spezifische rechenintensive Aufgaben.

Anteil der KI-optimierten Endgeräte rd. 50 % in 2028

Volumen von PC/Notebooks und mobilen Endgeräten (Smartphones und Tablets) 2024-2028e



Quelle: Goldman Sachs, BofA, IDC, Commerzbank-Research

Die erste Generation der KI-optimierten Endgeräte steht kurz vor der Markteinführung. Wir erwarten, dass bis 2028 der Anteil an den verkauften Endgeräten (Smartphones/Tablets/PCs/Notebooks) auf rd. 50 % ansteigt, was einem Wachstum von ca. 100 % p.a. (2024-2028) entspricht.

Positive Wechselwirkung – Leistungsfähigere KI-Hardware trifft auf innovative Software-Anwendungen

Wir sehen eine sich wechselseitig positive verstärkende Wirkung zwischen neuen KI-Applikationen/Dienstleistungen und dem steigenden Anteil von KI-optimierten Endgeräten. Die daraus ableitbare Beschleunigung des Hardware-Ersatzzyklus generiert mittelfristig zusätzliches Wachstumspotential durch Volumen und positive Preiseffekte. Auch wenn der Wettbewerbsdruck hoch bleibt, erwarten wir Rückenwind speziell für die Anbieter von Premium-Endgeräten/Smartphones.



Praxisnahe Anwendungen halten mit deutlichem Mehrwert Einzug in Produkte und Geschäftsprozesse

Neben den unmittelbar vom KI-Boom partizipierenden Hardware- und Halbleiterunternehmen, steht bei vielen KI-Produktanbietern der Sektoren Software und IT-Services die Kommerzialisierung erst am Anfang. Allerdings zeichnen sich bereits konkrete Funktionalitäten und Anwendungsszenarien ab, die einen spürbaren Mehrwert leisten. Den Kern bilden dabei höher entwickelte Versionen von KI-Modellen, mit denen sich komplexere und damit immer weitreichendere Aufgabenstellungen erledigen lassen.

Die Interaktion mit der KI und die Qualität der Resultate, auch bei komplexen Aufgabenstellungen, hat in den letzten Monaten deutliche Fortschritte erzielt. Die Produkte bzw. Applikationen werden mit jeder neuen Version leistungsstärker im Sinne von schnelleren, deutlich präziseren und belastbareren Resultaten. Damit ist die Basis für die Hebung der Produktivität im privaten und unternehmerischen Umfeld bereitet.

Interaktive KI löst Aufgabenstellungen mit hohem praktischem Nutzwert für Unternehmen und private Anwender

KI erledigt exemplarische Aufgaben (Bearbeitungszeit durch den Anwender 10 Sekunden bis 5 Stunden) in Sekunden

Exemplarische Bearbeitungszeit durch den Anwender

10 Sekunden	10 Minuten	30 Minuten	1 Stunde	5 Stunden
<ul style="list-style-type: none"> • Übersetze... • Was ist ein Synonym für... • Finde einen Titel für... 	<ul style="list-style-type: none"> • Erstelle ein Diagramm... • Schreibe einen Absatz über... 	<ul style="list-style-type: none"> • Fasse den Bericht zusammen... • Erkläre mir die wichtigsten Punkte... 	<ul style="list-style-type: none"> • Detaillierte Zusammenfassung und Analyse des Berichtes inkl. Diagrammen... 	<ul style="list-style-type: none"> • „Brainstorming“ für eine Arbeit – nutze gezielt die Quellen „x“ und „y“ und erstelle Ergebnisse, Anhänge etc...

Quelle: Morgen Stanley Research, Commerzbank-Research

Anwendungen der KI-Erstrundenprofiteure sind bereits im Praxiseinsatz

Microsoft bietet unter der Bezeichnung „Copilot“ Anwender-Assistenzfunktionen an. Unter Nutzung eines KI-Sprachmodells und diverser Datenquellen werden produktübergreifend KI-Funktionalitäten bereitgestellt. Dies führt zu einer allgemeinen Aufwertung des Office-Produktportfolios, der Suchfunktionen des Browsers, bis hin zu verbesserten Algorithmen der IT-Sicherheitsprogramme.

Google setzt mit „Gemini“ auf ein KI-Modell, welches Texte, Audio und vor allem Videos bzw. Bilder analysiert, kombiniert und neu generiert, wodurch vielseitige Aufgabenstellungen erledigt werden können. Eingebunden wird Gemini z.B. in die Google-Internetsuchmaschine. Der Mehrwert zeigt sich aber auch in Applikationen rund um die Nutzung und Erstellung diverser werbekreierender Leistungen. Werbetreibende können

schneller und kreativer Inhalte maßgeschneidert erstellen und direkt – z.B. auf YouTube – platzieren.

Meta Platforms setzt KI ein, um noch zielgerichtetere und ertragreichere Werbeschaltungen in Apps wie Instagram oder WhatsApp und auf der von rd. drei Milliarden Nutzern verwendeten Facebook-Plattform zu generieren.

Apple integriert KI in die nächste Version seines Betriebssystems iOS 18 sowie in die zukünftigen Versionen des gesamten Produktportfolios (iPhones/iPads, Mac-Computer etc.). Mit „Apple Intelligence“ setzt das Unternehmen sowohl auf eigene, aber auch OpenAI/ChatGPT KI-Modelle, die u.a. Texte zusammenfassen, Bilder bearbeiten oder komplexe Aufgaben lösen sollen. Ein Fokus liegt dabei auf der Aufwertung von „Siri“ zum persönlichen digitalen Assistenten.

Kommerzialisierung von KI bei technologie-affinen Unternehmen der zweiten Reihe steht noch am Anfang

Die sichtbaren Fortschritte und Ankündigungen bestätigen, dass KI ein gerade erst begonnener Megatrend ist und die Basis für anhaltendes strukturelles Wachstum in den nächsten Jahren gelegt ist. Die erwartete Welle der KI-Zweitundenprofiteure baut sich allerdings gerade erst auf. Wir bestätigen unsere Einschätzung, dass sich viele weitere KI-Gewinner aus der zweiten Reihe in den technologie-affinen Sektoren Software, IT-Services und Medien mit entsprechend spürbaren (Umsatz-)Effekten erst in den nächsten Quartalen richtig zeigen werden. Gleichfalls warten wir, wie auch die Marktteilnehmer, weiterhin auf eine bahnbrechende, sogenannte „KI-Killer-Applikation“, welche dem KI-Megatrend auch sektorübergreifend endgültig zum Durchbruch verhelfen wird.

Meine Empfehlung für Sie

Die an Dynamik gewinnende Markteinführung von KI-optimierten Smartphones/PCs beschleunigt die Kommerzialisierung von sicheren KI-Applikationen und Dienstleistungen. Davon profitieren die KI-Marktführer der ersten Welle bereits spürbar. Bei einer Vielzahl der tech-affinen KI-Zweitundenprofiteure aus den Sektoren Software, IT-Services und Medien werden sich sichtbare quantifizierbare Erfolge erst in den nächsten Quartalen und spürbar wohl erst nächstes Jahr einstellen. Insgesamt offeriert der erst am Anfang stehende KI-Megatrend aus Unternehmens- aber auch Investorensicht weiterhin hohes Potenzial.



Aktien Spezial – Trendmarkt Zahlungsverkehr

Viel Verkehr im Zahlungsverkehr

Michael Cloth, Seniorexperte Bank- und Versicherungsaktien

- Struktureller Wachstumstrend im Zahlungsverkehr hält an, unterstützt durch neue Zahlungsarten und Kundengruppen
- Bedeutungszuwachs elektronischer „Geldbörsen“ und zugleich ...
- ... nimmt Anteil von Kartenzahlungen ab, Relevanz bleibt
- Zahlungsverkehrs-Netzwerke bieten Größenvorteile, Diversifikation und weltweite Präsenz

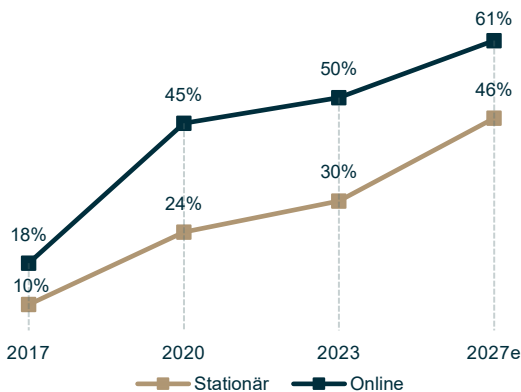
Digitale Transformation des Zahlungsverkehrs hält an

Längst hat die Digitalisierung im Zahlungsverkehr Einzug gehalten. Exogene Schocks wie Corona haben den Trend zu bargeldlosen Zahlungen noch einmal verstärkt. Zwar wird unverändert der überwiegende Teil der Zahlungen **stationär** (also in physischen Geschäften) und dabei elektronisch durchgeführt, aber der Anteil der weltweiten **Online-Zahlungen** (Kauf und Zahlung im Internet) wächst mehr als doppelt so schnell. Die Pandemie brachte hier einen Schub und beschleunigte das Wachstum. Danach verlangsamte sich die Wachstumsrate zwar, lag bis Ende 2023 mit durchschnittlich 10 % pro Jahr aber noch immer beachtlich hoch. Bis 2027 wird gemäß einer Prognose von Worldpay, einem renommierten Unternehmen im Zahlungsverkehr, die Steigerung bei soliden 9 % pro Jahr liegen.

Gewinner dieses Trends werden die elektronischen Geldbörsen („digital wallets“) sein, deren Anteil (online oder „im Geschäft“) am Zahlungsvolumen zunehmen wird.

Anteil elektronischer Geldbörsen steigt dynamisch

Anteil der digitalen "Geldbörsen" am globalen Transaktionswert 2017-2027e



Quelle: Worldpay, Commerzbank-Research

Allerdings – auch wenn der Anteil der bargeldlosen Zahlungen ansteigt – Bargeld wird weiter eine Rolle spielen. Laut Worldpay wurden im Jahr 2017 noch 32 % aller Zahlungen in bar durchgeführt. Diese Quote halbierte sich bis 2023 und soll prognostiziert im Jahr 2027 noch bei 11 % liegen.

Globales Wachstum speist sich aus mehreren Quellen

Das globale Wirtschaftswachstum fördert mittels Waren-, Handels- und Dienstleistungsverkehr die internationale Kaufkraft, was sich im steigenden Transaktionsvolumen spiegelt. Das Kartengeschäft (Kredit-/Debitkarten) wurde von der Finanzindustrie zur Vereinfachung von Zahlungsvorgängen privater Kunden (z.B. im Rahmen von Einkäufen) entwickelt. Wenngleich das weltweit umgesetzte Kartenvolumen wächst, dürfte die Nutzung im Zahlungsverkehr abnehmen. Das ist unproblematisch, denn führende Unternehmen wie Mastercard und Visa profitieren von ihrer globalen Präsenz in der Zahlungsabwicklung. Damit sind sie der prädestinierte Partner für viele andere Zahlungsverkehrsdienstleister wie bspw. PayPal, die auf Abwicklung ihrer Kundengeschäfte setzen. Zudem erschließen diese Unternehmen neue Kundengruppen und bieten zusätzliche Zahlungsverkehrsangebote an, wie Pre-Paid-Karten (geschätzter Umsatz >1.000 Mrd. USD im Jahr 2024), sogenannte Konto-zu-Konto-Zahlung (A2A im Fachjargon) und die Tokenisierung von Zahlungsvorgängen (sensible, schützenswerte Daten werden in sogenannte transferierbare Token „gepackt“).

Durch Kooperationen oder Übernahmen von FinTechs stärken etablierte Zahlungsverkehrsunternehmen die Position mit Blick auf neue Zahlungsmethoden (Stichwort Buy Now Pay Later/Request to pay/Click to pay). Überhaupt wird der Anteil wiederkehrender Erträge durch den Ausbau Dienstleistungen (z.B. Hilfe zur Betrugsvermeidung) erhöht.

Meine Empfehlung für Sie

Der globale Zahlungsverkehr garantiert auch weiter dynamisches Wachstum. Neue Zahlungsmethoden und -formen fordern und fördern die Innovationsfähigkeit von Marktführern, die in der Lage sind, sich aktiv auf Veränderungen einzustellen. Der Ausbau von Dienstleistungen hilft zusätzlich der Ertragsdynamik und der Verbreiterung der Erlösbasis.



Aktien Spezial – Strom nicht nur für KI

Energiewende und Strombedarf erfordern Modernisierung der Stromnetze

Tanja Markloff, *Senioexpertin Versorger- und Investitionsgüteraktien*

- Der Zubau erneuerbarer Energien, die Elektrifizierung der Sektoren Heizung, Verkehr und Industrie und der steigende Strombedarf durch IT-Megatrends wie KI ...
- ... erfordern massive Investitionen in die Modernisierung und den Ausbau der europäischen Stromverteilnetze
- Netzbetreiber aus dem Versorgersektor und die Zulieferer aus dem Industrieunternehmen profitieren langfristig

Europas Klimaschutzziele: Eine Herausforderung für die Stromverteilnetze

Mit dem Ziel, die Treibhausgasemissionen innerhalb Europas bis 2030 um 55 % gegenüber dem Niveau von 1990 zu senken, geht ein signifikanter Ausbaubedarf an erneuerbaren Energien zum Ersatz fossiler Kraftwerke einher, die größtenteils direkt an die Stromverteilnetze angeschlossen werden müssen.

Der Europäische Verband der Stromindustrie, „Eurelectric“, geht davon aus, dass sich die Kapazität der erneuerbaren Energien innerhalb der EU27-Staaten plus Norwegen bis zum Jahr 2050 gegenüber dem in 2020 erreichten Niveau in etwa versechsfachen wird. Zudem sollte die zunehmende Elektrifizierung des Energieverbrauchs der Sektoren Heizung, Verkehr und Industrie von derzeit rund 23 % auf ca. 60 % im Jahr 2050 zu einem sukzessiven Anstieg der Stromnachfrage beitragen. Hinzu kommt der KI-induzierte stetig steigende Stromverbrauch. Bereits heute hat der IT-Sektor den gleichen Stromverbrauch wie die ganze Welt 1985.

Massiver Investitionsbedarf in intelligente Stromnetze

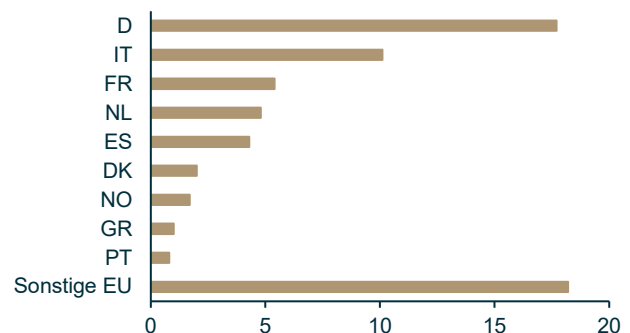
Damit die Stabilität der Stromverteilnetze auch unter den sich ändernden Marktbedingungen längerfristig gewährleistet bleibt, werden in Zukunft nachhaltig höhere Investitionen in die Modernisierung und Erweiterung der Stromverteilnetze benötigt. Hinzu kommen die Herausforderungen, die der Renovierungsbedarf älterer Stromleitungen mit sich bringt. So sind gemäß Eurelectric bereits heute über 30 % des Stromverteilnetzes innerhalb der EU27-Staaten plus Norwegen mehr als 40 Jahre alt. Auch die inzwischen häufiger vorkommenden Wetterextreme und Cyber-Angriffe stellen eine wachsende Belastung für das Stromnetz dar.

Eurelectric erwartet in der kürzlich gemeinsam mit Ernst & Young veröffentlichten Studie, dass sich der jährliche

Investitionsbedarf in das Stromverteilnetz der EU27-Staaten plus Norwegen in den Jahren 2025 bis 2050 von bisher durchschnittlich rund 33 Mrd. Euro auf rund 67 Mrd. erhöhen könnte. Rund 50 % des jährlichen Investitionsbedarfs sollen dabei auf Deutschland, Italien und Frankreich entfallen.

Jährlicher Investitionsbedarf in das Stromverteilnetz der EU27-Staaten plus Norwegen in 2025 bis 2050

67 Mrd. Euro Investitionsbedarf p.a.



Quelle: Eurelectric, Ernst & Young, Commerzbank-Research

Rahmenbedingungen müssen Investitionsanreize setzen

Aufgrund der gesellschaftlichen Bedeutung der erforderlichen Investitionen in die Netzstabilität sollten die regulatorischen Rahmenbedingungen für Europas Stromnetzbetreiber hinreichend attraktiv gestaltet werden. Investitionsanreize sind notwendig. Neben den regulierten Netzbudgets und Renditen sollte dies auch die Vereinfachung/Beschleunigung der Genehmigungsprozesse betreffen sowie Maßnahmen zur Stärkung von Rohstofflieferketten und Dienstleistungen.

Meine Empfehlung für Sie

Die Investitionserfordernisse in das europäische Stromverteilnetz versprechen nachhaltige Wachstumschancen für Versorgungsunternehmen, die Stromnetze betreiben. Dabei können diese Unternehmen von regulatorisch festgesetzten und damit vergleichsweise gut vorhersehbaren Renditen profitieren. Gute Wachstumschancen ergeben sich zudem für Industrieunternehmen, die Produkte und Dienstleistungen zur Modernisierung der Stromnetze und Wahrung der Stabilität bereitstellen.



Immobilien

Talsole bald erreicht?!

Torsten Schwarz, *Seniolexperte Immobilien und Immobilienaktien*

- Die Hauspreise stabilisieren sich langsam, allerdings bei geringem Transaktionsvolumen
- Börsennotierte Immobilienunternehmen und deren Gutachter geben vorsichtig optimistische Ausblicke
- Erschwinglichkeit verbessert sich aufgrund fallender Immobilienpreise, leicht rückläufiger Zinsen für Immobilienfinanzierungen und einem robusten Arbeitsmarkt
- Deutlich positive langfristige Entwicklung deutscher Wohnimmobilien spricht weiter für die Anlageklasse

Rückgang der Hauspreise schwächt sich ab

Die jüngsten Daten vom Immobilienmarkt deuten auf eine Stabilisierung der Häuserpreise hin. Nach Angaben des Verbandes der Pfandbriefbanken (vdp) fielen die Wohnimmobilienpreise im ersten Quartal 2024 insgesamt um nur noch 0,2 % (ggü. Dezember 2023).

In den letzten 12 Monaten betrug der Rückgang 4,3 %; seit dem Hoch im Sommer 2022 ging der entsprechende Gesamtindex um 8,6 % zurück. Die Preise von Ein- und Zweifamilienhäusern waren dabei mit -3,7 % auf Jahressicht etwas weniger rückläufig als bei Eigentumswohnungen mit -4,6 %. Die Kapitalwerte von Mehrfamilienhäusern sanken um 4,7 %, trotz um 5,6 % gestiegener Neuvertragsmieten aufgrund eines höheren Liegenschaftszinssatzes (Kapitalisierungsfaktors).

Auch wenn die Anzahl und das Volumen der Kauf-/Verkaufstransaktionen im ersten Quartal sehr gering ausfiel, scheint sich eine Stabilisierung am Wohnimmobilienmarkt abzuzeichnen. In diese Richtung deuten ebenfalls die jüngsten Aussagen der wichtigsten Gutachter und einiger börsennotierter Immobilienunternehmen, die nur noch geringen Abwertungsbedarf zum Halbjahr bzw. zum Ende des Geschäftsjahres 2024 sehen.

Trendwende beim Erschwinglichkeitsindex

Auch der Commerzbank „Erschwinglichkeitsindex“, basierend auf Hauspreisen, Einkommen und Zinsen, zeigt nach dem steilen Anstieg mittlerweile eine etwas verbesserte Situation für potenzielle Käufer/Finanzierer an.

Fallende Preise und rückläufige Zinsen machen Immobilienkäufe wieder etwas erschwinglicher



Quelle: Commerzbank-Research

Zudem trifft die Nachfrage nach Wohnraum in vielen Lagen Deutschlands weiterhin auf ein unzureichendes Angebot. Die Mietpreise bewegen sich daher (wie u.a. von vdp Research veröffentlicht) vielerorts deutlich nach oben. Diese fundamentale Entwicklung dürfte auf Sicht – neben der Zinsentwicklung – ebenfalls zur Stabilisierung der Kaufpreise beitragen.

Attraktive Anlageklasse für langfristige Investoren und Eigentümer

Auch wenn die in den letzten Quartalen gesehene Preisrückgänge bei vielen Investoren und Eigentümern zu Besorgnis geführt haben, sollte ein Blick auf die Wertentwicklung der letzten 10 bis 15 Jahre positiv stimmen. Je nach Kaufzeitpunkt dürfte bei den meisten immer noch eine solide Wertsteigerung in den Büchern stehen, die neben den vereinnahmten oder eingesparten Mieten zu einer attraktiven Gesamtertragsrendite geführt haben dürfte.

Meine Empfehlung für Sie

Wohnimmobilien sind trotz der jüngsten Preisrückgänge eine relativ stabile und attraktive Anlageklasse für langfristig orientierte Investoren und Eigennutzer. Die fundamentalen Einflussfaktoren haben sich in den letzten Monaten etwas verbessert, was für eine Stabilisierung am (Wohn-) Immobilienmarkt sorgen dürfte.



Rohstoffe Gold

Kurzfristig volatil seitwärts, mittelfristig weiter gut unterstützt

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

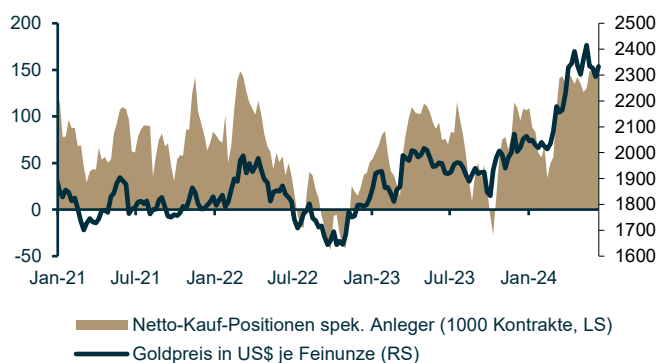
- Fundamentaldaten sollten wieder an Bedeutung gewinnen
- Kurzfristig volatile Seitwärtsbewegung mit begrenztem Kurspotential
- Der Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA sollte nachhaltige Unterstützung darstellen

Goldpreis losgelöst von den Fundamentaldaten

Obwohl die Erwartungen auf eine baldige Zinssenkung der US-Notenbank in den letzten Monaten immer weiter zurückgingen, konnte der Goldpreis im Mai ein erneutes Allzeithoch von 2.450 US\$ je Feinunze erreichen, bevor er wieder konsolidierte. Hauptverantwortlich waren weniger Fundamentaldaten als die anhaltenden Risiken im Nahen Osten, die durch den Unfalltod des iranischen Präsidenten bislang ihren Höhepunkt fanden. Zudem haben spekulative Finanzanleger ihre Kauf-Positionen, die nun den höchsten Stand seit 2020 erreicht haben, weiter aufgestockt.

Spekulative Investoren stützen Goldpreis

Goldpreis in US\$ je Feinunze und Kauf-Positionen spekulativer Anleger



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Fundamentaldaten gewinnen wieder an Bedeutung

Trotz der anhaltenden Unterstützung durch die geopolitischen Risiken und durch spekulative Investoren sehen wir aktuell, dass auch Fundamentaldaten wieder an Bedeutung gewinnen. Positive wirtschaftliche Daten in den USA und einhergehende steigende US-Renditen haben den Zinssenkungserwartungen erneut einen Dämpfer versetzt. Dies trug dazu bei, dass der Goldpreis zuletzt konsolidierte. Wir sind der Meinung, dass dieses Spannungsfeld zunächst weiter

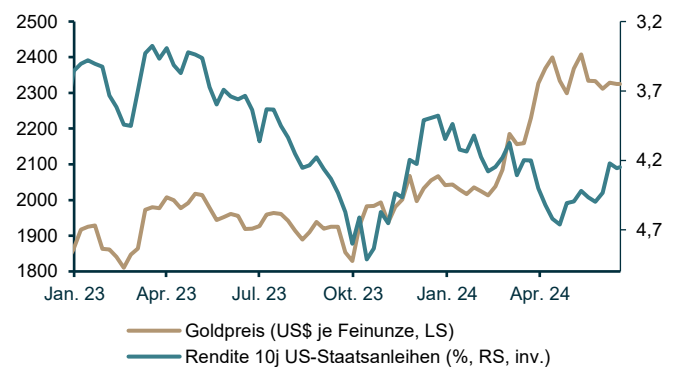
anhalten sollte. Aus diesem Grund dürfte der Goldpreis kurzfristig weiterhin eine volatile Seitwärtsbewegung einschlagen und somit das Preispotential erst einmal begrenzt bleiben.

Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA als nachhaltige Unterstützung

Nach unserer Einschätzung sollte der Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA den Goldpreis nachhaltig unterstützen. Dies sollte dann auch zur Folge haben, dass sich die Korrelation zwischen fallenden Anleiherenditen und dem Goldpreis, als renditelosem Investment, wieder signifikant erhöht. Unsere Ökonomen rechnen mit der ersten Zinssenkung im Dezember. Insgesamt prognostizieren sie bis Mitte 2025 jetzt nur noch drei statt fünf Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte.

Korrelation zwischen fallenden Anleiherenditen und Goldpreis sollte wieder steigen

Goldpreis in US\$ je Feinunze und Rendite 10j US-Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Das Spannungsfeld zwischen geopolitischen Risiken, hohen Kaufpositionen spekulativer Anleger und niedrigeren Zinssenkungserwartungen sollte zunächst anhalten und kurzfristig weiterhin zu einer volatilen Seitwärtsbewegung des Goldpreises führen. Somit dürfte das Preispotential erst einmal begrenzt bleiben.

Bei Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA – nach unserer Einschätzung ab Dezember – rechnen wir wieder mit einer nachhaltigen Unterstützung des Goldpreises.



Asset Allokation

Zwischen KI-Euphorie und Inflations(beschleunigungs)angst

Alexander Krämer, Seniorexperte Asset Allokation

- KI-Euphorie, Inflations(beschleunigungs)angst und politische Unsicherheit treiben die Finanzmärkte
- Gratwanderung US-Wachstumsverlangsamung: inflationsdämpfende Wirkung überwiegt noch
- US-Wahl als Quell für Herbstvolatilität

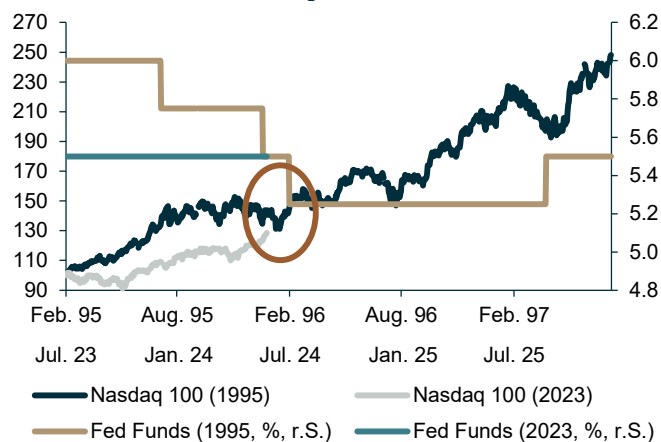
Die Menge macht's!

Paracelsus schrieb einst „Allein die Dosis macht, dass ein Ding kein Gift ist.“¹ Und auch wenn Paracelsus damit Arzneien im Sinn hatte, gilt dies ebenfalls für die Allokation von Vermögenswerten. Die richtige Dosierung von Aktien, Anleihen und anderen Anlagen und damit ein wohldosiertes Risiko ist dem Wertzuwachs zuträglich. Was die richtige Dosis ist, hängt dabei wie in der Medizin von den Umständen ab.

Worauf muss man derzeit achten? Die Finanzmärkte schwanken zwischen KI-Euphorie und Inflations(beschleunigungs)angst, politischer Unsicherheit ob der Wahlen in Frankreich, dem Vereinigten Königreich, und den USA, sowie unerschwelligen Wachstumsdepressionen – mitsamt der dazugehörigen, zeitweiligen „Alles-wird-gut“-Mentalität.

Die KI-Euphorie hat gerade erst begonnen ...

Vergleich der Wertentwicklung des Nasdaq 100 nach der letzten Fed-Leitzinserhöhung 1995 und 2023



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

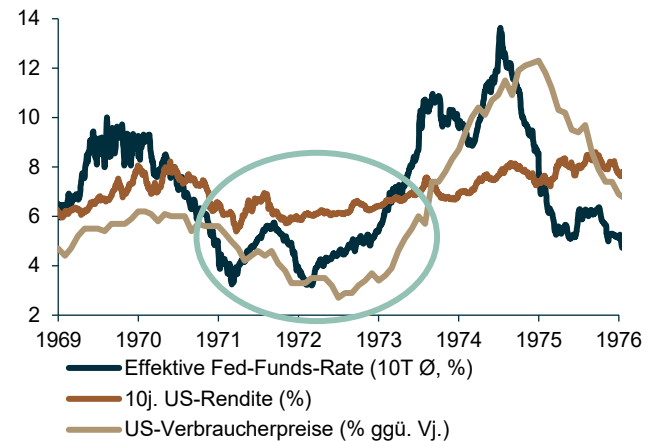
In der medikamentösen Behandlung eine Gratwanderung zwischen Antidepressiva und Sedativa, und auch an den Finanzmärkten keine einfache Aufgabe, das Portfolio richtig „einzustellen“.

Wohl noch zu früh für das Ende der KI-Hausse ...

Allein auf das Sedativum zu setzen und Aktien unterzugeschichten, ist – rein historisch betrachtet – keine gute Idee: Vergleicht man die aktuelle KI-Euphorie mit dem Beginn des Internet-Hypes in den 90ern, wird schnell klar, dass der KI-Zyklus erst am Anfang stehen dürfte (siehe auch Seite 19). Aber auch die „Antidepressiva“ haben ihre Tücken. Auf eine potenzielle Wachstumsabschwächung zu setzen und das Anleihe-segment insbesondere am längeren Laufzeitband überzugewichten, ist die falsche Medizin für die Inflations(beschleunigungs)angst, denn hier dürfte gerade dieses Segment stärker leiden.

Erneute Inflationsbeschleunigung wie Anfang der 70er?

Effektiver Fed-Funds-Zins (%), 10j. US-Rendite (%), US-Verbraucherpreis-inflation (% ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

... ebenso wie für ein Ende der erhöhten Anleihevolatilität

Und dann wären da noch die Wechselwirkungen. Gewinnt die Inflations(beschleunigungs)angst die Oberhand, dann dürfte dies in der Erwartung *steigender* Leitzinsen gipfeln. Neben einem Abverkauf der Rentenmärkte würde bei einer entsprechenden Dynamik auch der Aktienmarkt in

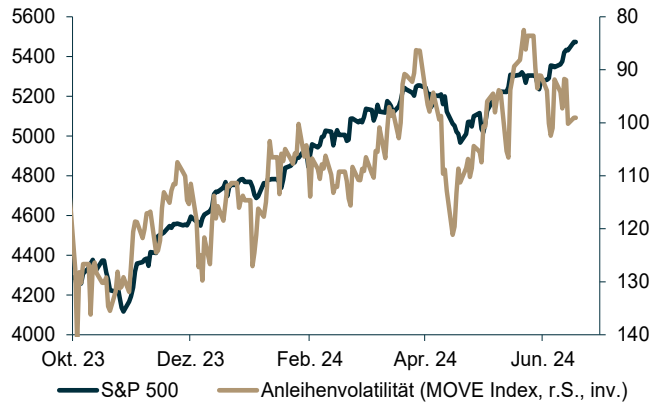
¹ Paracelsus, „Septem Defensiones“, 1538



Mitleidenschaft gezogen. Dann hieße es wie schon 2022 „Cash is King“. Auch Rohstoffmärkte bieten in diesem Umfeld nur wenig Schutz: Steigende Realrenditen sind Gift für Gold, und Energierohstoffe profitieren nur in dem Fall, dass ihr Anstieg ursächlich für die Inflations(beschleunigungs)angst war.

Steigende Anleihenvolatilität ist Gift für die Aktienmärkte

S&P 500 vs. US-Anleihenvolatilität (MOVE Index)



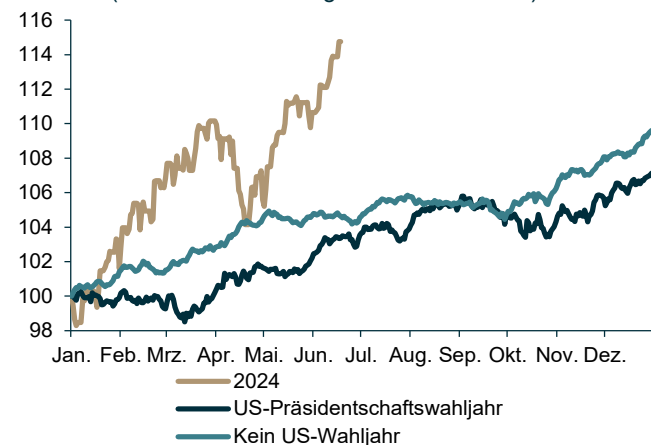
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

US-Wahl als Quell für Herbstvolatilität bei Aktien

Die politische Unsicherheit lässt sich natürlich wegwischen mit der altbekannten Weisheit „Politische Börsen haben kurze Beine.“ Dies hilft einem aber nur als Reaktionsformel, wenn es aufgrund eines politischen Ereignisses zu einer unvorteilhaften Entwicklung kommt. Im besonderen Fall der anstehenden US-Präsidentenwahl hilft nur der Verweis, dass es an den Aktienmärkten regelmäßig in den Wochen vor dem Wahltermin zu erhöhten Schwankungen kommt. Da wohl unabhängig vom Wahlausgang die USA die fiskalischen Spenderhosen anlassen werden, dürfte ihre Verschuldung weiter ansteigen – mitsamt der Konsequenz dauerhaft höherer Renditen als in der vergangenen Dekade.

Ab dem Herbst ist in US-Präsidentenwahljahren mit unruhigeren Aktienmärkten zu rechnen

S&P 500 (durchschnittliche tägliche Performance)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Ausgewogene Allokation bleibt Trumpf

Die eierlegende Wollmilchsau gibt es leider auch bei der Assetallokation nicht. Im aktuellen Umfeld beschränken wir uns daher darauf, keine Überdosis zu verabreichen und empfehlen eine neutrale Positionierung über die Anlageklassen hinweg. Anders gesagt, es gibt wenig Grund, aktuell von den langfristig als optimal angesehenen Gewichtungen taktisch abzuweichen. Etwas differenzierter allokatieren wir innerhalb des Anleihe-segmentes. Zwar sollte man langlaufende Anleihen nicht aus dem Portfolio verbannen. Aber das von uns erwartete Umfeld einer auch im nächsten Jahr erhöhten Inflationsrate im Euroraum und den USA begrenzt das mittelfristige Kurspotential längerlaufender Anleihen, sodass ein Fokus auf dem kurzen Laufzeitband liegt. Und hier nicht allein auf Staatsanleihen, sondern aufgrund unseres in Summe konstruktiven Bildes für die globale Wirtschaft auch in Unternehmensanleihen, wobei sich auch Hochzinsanleihen als Beimischung für den risikofreudigeren Anleger lohnen können.

Aktuelle qualitative Asset Allokation

Renten übergewichtet, Liquidität untergewichtet

Assetklassen	--	-	0	+	++
Renten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Rohstoffe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidität	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Sonstige	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Quelle: Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

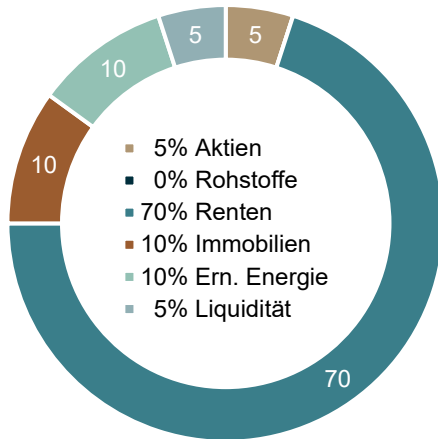
In der aktuellen Gemengelage bietet sich eine neutrale Assetallokation an. So schwimmt man aktienseitig auf der KI-Euphoriewelle mit, ohne sich über Gebühr dem Risiko einer einzeltitelinduzierten Korrektur auszusetzen. Auch die Schwankungen in den Anleihenmärkten lassen sich so besser verkraften, insbesondere bei einer stärkeren Akzentuierung kürzerer Laufzeiten. Dies hilft auch, wenn steigende Anleihevola-tilität auf korrekturanfällige Aktienmärkte trifft.



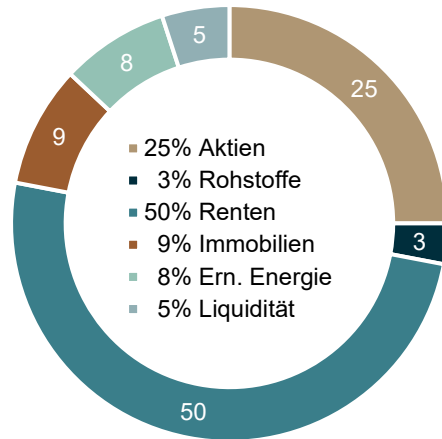
Musterallokation

Unsere Musterallokationen unterscheiden sich nach Ihrer Risikoneigung. Diese ermittelt Ihr Berater gerne in einem persönlichen Gespräch mit Ihnen. Am einfachsten lässt sich unsere Allokationsempfehlung über unser aktiv gemanagtes "Vermögensmanagement" bzw. eine individuelle Vermögensverwaltung (beides verfügbar in unterschiedlichen Risikoausprägungen) in Kombination mit einem offenen Immobilienfonds (z.B. hausInvest) und einem passenden Rohstoffprodukt umsetzen. Teile der Allokation von Erneuerbaren Energien können auch durch Private Equity abgedeckt werden

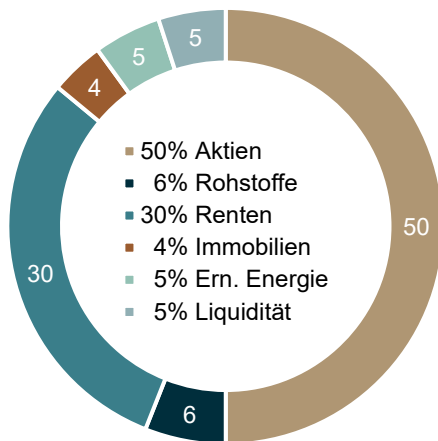
Stabilität



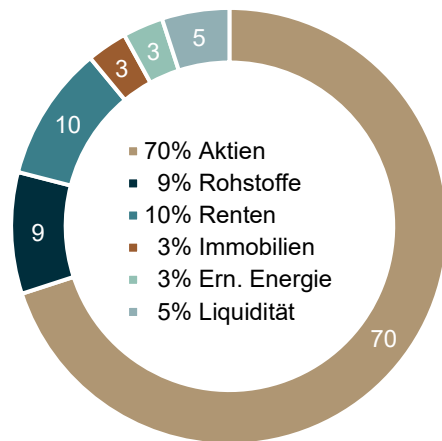
Einkommen



Wachstum



Chance



Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Auswirkung von Inflation

Grundsätzlich beeinflusst die Entwicklung der Inflationsrate Ihren Anlageerfolg. Ein daraus resultierender Kaufkraftverlust betrifft sowohl die erzielten Erträge als auch Ihr investiertes Kapital.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Detaillinformationen zu den Chancen und Risiken der genannten Produkte hält Ihr Berater für Sie bereit.

Abgeschlossen am 27. Juni 2024

Commerzbank AG

Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

Postanschrift
60261 Frankfurt am Main
Tel. 49 (0)69/136-20
CIODirekt@commerzbank.com

Group Research
Chief Investment Office

