

COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Office

# Investment Perspektiven

4. Quartal 2024





# Perspektiven 4. Quartal: Investiert bleiben!

## Herbstwind mit ausgewogenem Multi Asset Portfolio begegnen



**Thorsten Weinelt**  
Chefanlagestrategie

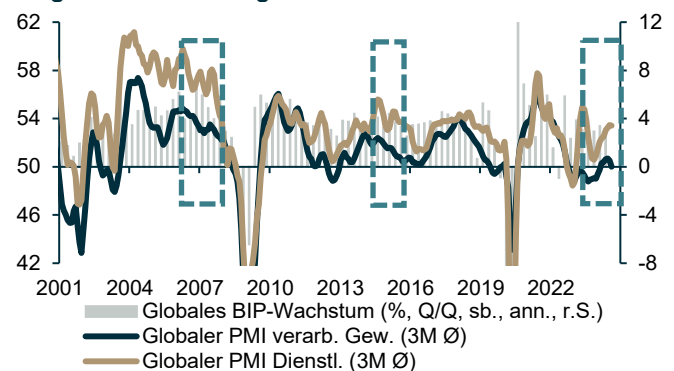
- **Weltwirtschaft:** Hauptszenario weiche Landung, d.h. Abschwächung, aber keine Rezession, Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA jedoch bei 33%
- **Inflation:** Basiseffekte drücken Gesamtinflationen unter 2%, Kernrate aber weiter hartnäckig über 2%
- **Notenbanken:** Niedrigere Inflationsraten öffnen Fenster für Zinssenkungen bis Mitte 2025
- **Anleihen:** Potential für weiteren Renditerückgang am langen Ende begrenzt, Zinskurven normalisieren sich. Unternehmensanleihen weiter attraktiv, Staatsanleihen als Beimischung zur Absicherung für Rezessionsfall.
- **Aktien:** Investiert bleiben! Rezessionsorgen und eine knappe US-Wahl sprechen für mehr Herbst-Volatilität, der wir mit einer defensiveren sektoralen Ausrichtung begegnen. Makro-Hauptszenario unterstützt, daher potenzielle Rücksetzer zum Aufbau von Positionen nutzen
- **Regionen:** Unsere regionale Aktienallokation spiegelt die unterschiedlichen Gewinnperspektiven wider. Wir präferieren weiterhin den japanischen und den US-Markt gegenüber dem europäischen
- **Sektoren:** Wir empfehlen einen ausgewogenen Mix aus IT (klassisches, strukturelles Wachstum) sowie defensivem Wachstum der Sektoren Gesundheit, Versorger und Versicherungen
- **Alternative Assets:** Positive Eigenschaften der Diversifikation, erhöhter Stabilität und Ertragskraft nutzen. Unsere präferierten Investments sind Private Equity, Erneuerbare Infrastruktur und konservative Immobilienfonds
- Ausgewogenes **Multi Asset Portfolio** beste Antwort für aufkommenden Herbstwind

### Rezessionsorgen nehmen wieder zu

Die Abschwächung wichtiger globaler Konjunkturindikatoren über die Sommermonate, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, hat die Rezessionsorgen wieder intensiviert.

Während China weiter mit den Folgen der geplatzten Immobilienblase zu kämpfen hat, ist im Euroraum die erhoffte Belebung der Konjunktur ausgeblieben. Im Gegenteil, Frühindikatoren, wie die Einkaufsmanagerindizes, deuten auf erhöhte Rezessionsgefahren; die Stimmung in der Industrie hat sich wieder spürbar eingetrübt. Insbesondere aus Deutschland erreichen uns fortwährend Hiobsbotschaften aus der Automobilindustrie; zudem ächzt der Mittelstand unter zu hohen Strompreisen, Arbeitskräftemangel und einer erodierenden Standortqualität.

### Eingetrübte Stimmung im verarbeitenden Gewerbe



Quelle: S&P Global, Bloomberg, Commerzbank-Research

Und die Unternehmensberichtsaison zum zweiten Quartal lässt nicht auf eine deutliche Belebung der Nachfrage im zweiten Halbjahr schließen. Hier waren auf den einschlägigen DACH-Investmentkonferenzen im September eher Molltöne zu vernehmen. Die Nachfrage stabilisiert sich auf niedrigem Niveau, aber die Visibilität ist weiterhin gering. Immerhin ist kein Abriss erkennbar und es besteht die Hoffnung auf eine Belebung der Nachfrage im Laufe des Jahres 2025.

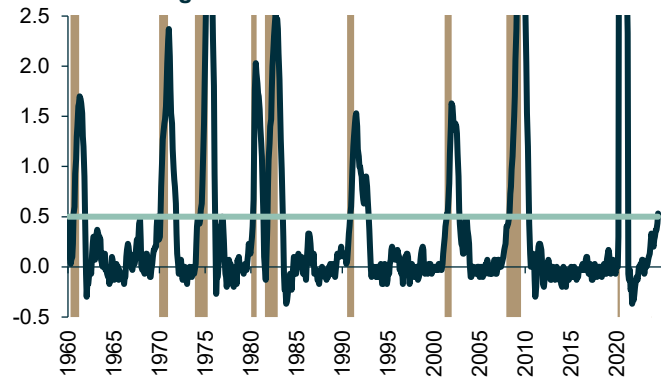
Auch die Frühindikatoren aus den USA deuten auf eine Abschwächung der erstaunlich robusten Konjunktur, die bislang durch den privaten Konsum und die Unternehmensinvestitionen vor allem in Künstliche Intelligenz getragen wurde. Hier hatten schwächere Arbeitsmarktzahlen bekanntlich Anfang August und Anfang September Aktienmarkturbulenzen ausgelöst, und auch die US-Notenbank hat ihren Start in den Zinssenkungszyklus mit einem großen 50 Bp.-Schritt mit dem Hinweis auf die Schwäche am Arbeitsmarkt begründet. Die gestiegene Arbeitslosenquote hatte nämlich dazu geführt, dass die nach der ehemaligen Fed-Ökonomin Claudia





Sahm benannte „Sahm-Regel“ ein Signal gab (siehe Grafik unten), wonach die US-Wirtschaft seit dem zweiten Weltkrieg immer in eine Rezession rutschte.

### Rezessionsorgen: US-Arbeitsmarkt im Fokus

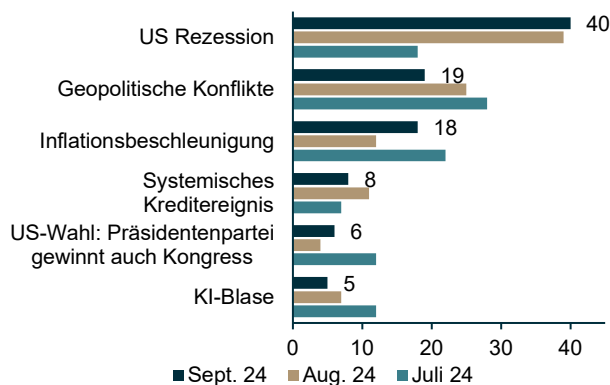


Die Sahm-Regel signalisiert den Beginn einer Rezession, wenn der Dreimonatsdurchschnitt der US-Arbeitslosenquote um 0,5 Prozentpunkte (grüne Linie) über das in den vorherigen zwölf Monaten erreichte Tief steigt. (Rezessionen in Gold unterlegt.) Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Es darf also nicht verwundern, dass die Investoren ausgehend von einem komfortablen Hauptszenario jetzt das aktuell größte Risiko für die Finanzmärkte in einer US-Rezession sehen (siehe Grafik unten).

### US-Rezession wichtigster Risikofaktor

Befragung Fondsmanager nach größtem „Tail-Risiko“?



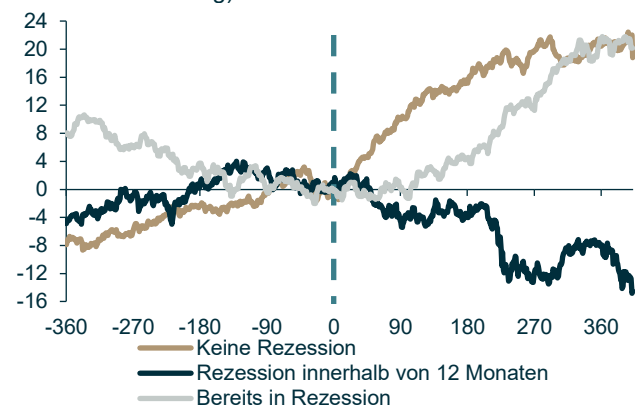
Quelle: September Bank of America Global Fund Manager Survey

Dabei ist nicht ausgemacht, dass die US-Volkswirtschaft in eine Rezession abgleiten wird. Im Gegenteil, unsere Volkswirte sehen nach wie vor die größte Wahrscheinlichkeit für ein sogenanntes „Soft Landing“, also nur eine (spürbare) Wachstumsabschwächung. Die Rezessionswahrscheinlichkeit wird mit lediglich 33% angegeben. Zum einen ist die Wirtschaft zuletzt kräftig gewachsen, zum anderen haben sich die Finanzierungsbedingungen wieder verbessert; der größte Bremseffekt der Zinserhöhungen der letzten zwei Jahre liegt hinter uns (siehe Seite 6). Zur Verbesserung der Finanzierungsbedingungen tragen mittlerweile auch die Notenbanken bei. So startete die EZB bereits im Juni mit der

ersten Zinssenkung, die Fed folgte jetzt. Welche Folgen ergeben sich daraus für die Finanzmärkte? Wie aus der Grafik unten zu sehen ist, ist für die USA ein Zinssenkungszyklus nicht automatisch mit einer positiven Entwicklung an den Aktienmärkten gleichzusetzen. Folgte binnen Jahresfrist nach der ersten Zinssenkung eine Rezession, haben die Aktienmärkte in der Regel für eine längere Phase einen Abwärtstrend verzeichnet. blieb diese hingegen aus, dann waren Aktien die Assetklasse der Wahl. Insofern verwundert es nicht, dass die Börsen vor dem Hintergrund des zuletzt noch soliden US-Wachstums (Atlanta Fed BIP Tracker für Q3 bei 2,9%) den großen Zinsschritt der Fed und die Ankündigung, weitere folgen zu lassen, positiv aufgenommen haben, weil die Wahrscheinlichkeit zunimmt, dass sie nicht „hinter die Kurve“ gerät.

### It's the economy, stupid!

Durchschnittliche Wertentwicklung des S&P 500 (in %) im Umfeld von Leitzinssenkungen (indexiert auf 0 am Tag vor der Leitzinssenkung)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

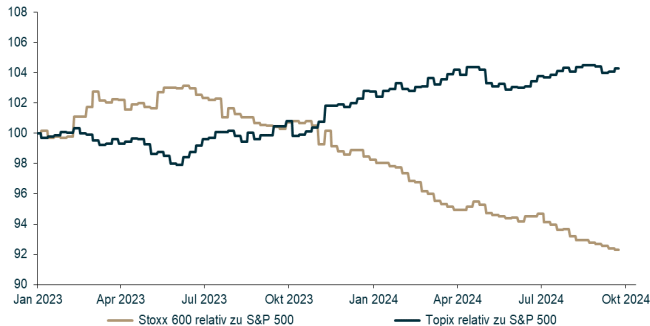
**Wir begegnen den Rezessionsrisiken mit einem ausgewogenen Multi-Asset-Portfolio. Mit der Aktienquote bleiben wir neutral investiert und bevorzugen dabei weiterhin den japanischen und US-Aktienmarkt vor Europa.**

Die günstigen Bewertungen und der deutliche Abschlag zu US-Unternehmen haben viele Marktteilnehmer im ersten Halbjahr veranlasst, Europa gegenüber Nordamerika oder anderen Regionen überzugewichten. Dies geschah vor dem Hintergrund der sich verbessernden Frühindikatoren zu Jahresbeginn und der damit verbundenen Hoffnung auf eine konjunkturelle Belebung im zweiten Halbjahr. Unsere damaligen Zweifel an dieser Entwicklung haben sich bestätigt. Auch jetzt bleiben wir weiter untergewichtet in Europa. Denn der Gewinnrend europäischer Unternehmen ist nach wie vor deutlich schwächer im Vergleich zu US- oder japanischen Unternehmen. Die schwache chinesische Nachfrage und die Rezession im verarbeitenden Gewerbe schlagen deutlich stärker auf den europäischen Aktienmarkt durch.



## Relativer Gewinnrend: Europa schlechter und Japan besser als die USA

Gewinnerwartungen für Europa (Stoxx 600) und Japan (Topix) relativ zu den USA (S&P 500)



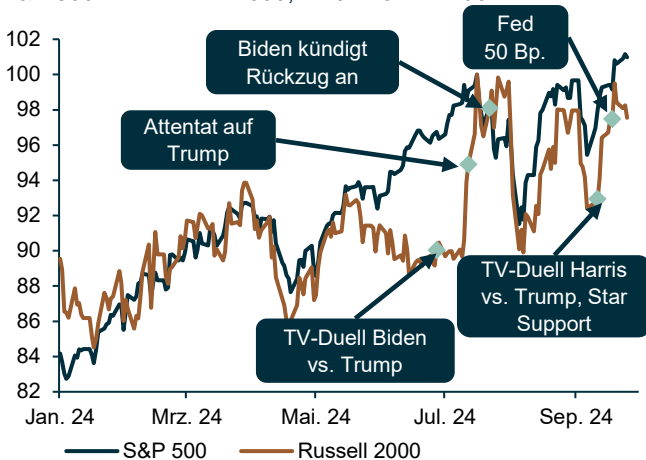
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

## Auch für ein Übergewichten der Small- und Mid-Caps ist es aus unserer Sicht noch zu früh.

Eine weitere Performancediskrepanz wurde dieses Jahr immer wieder thematisiert: Die Lücke zwischen den markttreibenden Großunternehmen und den zurückgebliebenen Kleinen. Viele Investoren sahen vor dem Hintergrund des historisch hohen Bewertungsabschlags von Small/Mid-Caps zu Large Caps mit der Perspektive potenzieller Zinssenkungen die Gelegenheit, die Gewichtungen im Bereich Small- und Mid-Cap-Aktien zu erhöhen. Und sie durften sich zwischenzeitlich bestätigt fühlen, denn nach dem historischen TV-Duell Biden vs. Trump und dem gescheiterten Attentat auf Trump konnte der Russell 2000 (Aktienindex für die 2000 kleineren der größten 3000 US-Unternehmen) einen signifikanten Sprung nach oben machen und den Großteil der Performancelücke in diesem Jahr zu den Large Caps ausgleichen (siehe Grafik).

## Zu früh für Small Caps? „Trump-Trade“ rückabgewickelt

S&P 500 und Russell 2000, 17.07.2024 = 100



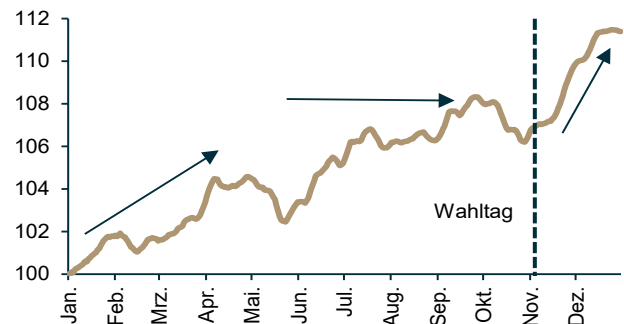
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Der Erfolg des „Trump-Trades“ Long Russell 2000/Short S&P 500, der durch die inlandsorientierte Trump-Kampagne

mit angekündigten 60% Zöllen auf Produkte aus China und 10% Zölle auf alle anderen importierten Produkte Rückenwind erhielt, hielt nicht lange an, denn seit dem Verzicht Bidens auf eine weitere Kandidatur und der schnellen und geräuschlos Übernahme durch Vizepräsidentin Harris ist das Rennen um das Weiße Haus wieder offen. Und die schwache Performance von Trump im TV-Duell gegen Harris hat die Chancen für die Demokraten weiter verbessert.

Das Fenster für ein Investment in Small- und Mid-Caps sowohl in den USA wie auch in Europa dürfte sich in den kommenden Monaten öffnen, insbesondere dann, wenn sich abzeichnet, dass der US-Wirtschaft ein Soft Landing gelingt und sich die Entlastung durch niedrigere Zinsen bemerkbar macht. Und dies auch unabhängig vom Ausgang der US-Wahl. Denn auch unter einer Präsidentin Harris dürfte sich der De-Globalisierungstrend fortsetzen mit weiteren Handelshemmnissen zum Schutze der heimischen Wirtschaft – wenn auch nicht im Trumpschen Ausmaß. Spannend wird die Frage, ob das Wahlergebnis klar und eindeutig sein wird.

## US-Wahljahr: Knappe Verhältnisse vor der Wahl führen in der Regel zu Jahresendrally nach der Wahl



Berücksichtigt wurden die Wahljahre 1952, 1968, 1976, 2004, 2012, 2016  
Quelle: S&P, DB Global Asset Allocation, Deutsche Bank

Denn bei einem klaren Ergebnis für Harris würde auch die Mehrheit der Republikanischen Partei den Willen der Wähler kaum anzweifeln. Ein klarer Wahlsieg dürfte vom Kapitalmarkt positiv aufgenommen werden. Eine Jahresendrally wie im Durchschnitt vergangener Wahlzyklen würde wahrscheinlicher werden (siehe Grafik). Zur Einschätzung der US-Wahl sowie der Wahlchancen von Harris und Trump finden Sie in dieser Publikation auf Seite 21 ein spannendes Interview mit dem Politikstrategieberater Julius van de Laar, der 2008 und 2012 Teil des Wahlkampfteams von Barack Obama war.

**Auf Sektorebene bevorzugen wir einen ausgewogenen Mix aus Technologieaktien und defensivem Wachstum aus den Bereichen Gesundheit, Versorger, Versicherungen (siehe Seite 15).**



**Neben den Aktien gehören Anleihen zu einem ausgewogenen Multi-Asset-Portfolio.** Wir bevorzugen kürzerlaufende Unternehmens- und Hochzinsanleihen, die von sinkenden Notenbankzinsen und einer weiteren Normalisierung der Zinskurve profitieren. Nach der jüngsten Ausweitung der Risikoprämien sind insbesondere Autoanleihen attraktiv (siehe auch Seite 11). Als Portfolioergänzung sehen wir länger laufende Staatsanleihen in EUR und USD, um den gestiegenen Rezessionsrisiken Rechnung zu tragen und potenzielle Verluste auf der Aktienseite zumindest in Teilen kompensieren zu können. In einem „Soft-Landing-Szenario“ dürfte das Potential für sinkende Renditen am langen Ende vom aktuellen Niveau gering sein, denn viel der erwarteten Zinssenkungen ist in den Renditen bereits vorweggenommen. Wir rechnen auf 6- bis 12-Monatssicht bei Anleihen mit längeren Laufzeiten mit einer Rendite in Höhe der laufenden Verzinsung.

**Alternative Assets:** Die Wachstumschancen der entwickelten Volkswirtschaften lassen sich vermehrt über Investitionen in alternative Assets realisieren, die mittlerweile weltweit den Großteil der Eigenkapitalopportunitäten ausmachen. Im Fokus stehen dabei Investitionsmöglichkeiten in erneuerbare Energieinfrastruktur und Infrastruktur zur Bewerkstelligung der KI-Explosion, allem voran „grüne“ Rechenzentren. Darüber hinaus lassen sich attraktive Renditen in den klassischen Bereichen der Private-Equity- wie auch Private-Debt-Lösungen erzielen. Immobilieninvestments komplettieren die Alternativen Assetklassen. Der Vorteil: neben der Vereinnahmung der Illiquiditätsprämie und attraktiven Renditen diversifizieren Alternative Assets und dienen in volatilen Phasen der liquiden Assets, z.B. in Rezessionsphasen, als Portfolio stabilisator.

### Meine Empfehlung für Sie

Die Weltwirtschaft hat sich abgeschwächt. Die Aktienmärkte und auch die Anleihemärkte reflektieren weitgehend ein Soft Landing mit deutlichen Zinssenkungen der Notenbanken. Diese positive Grundkonstellation dürfte in der saisonalen Phase der Herbststürme nochmal einem Test unterzogen werden, insbesondere wenn Unsicherheiten durch die US-Wahl auftreten oder schwache Wirtschaftszahlen die Rezessionsrisiken betonen. Wir empfehlen dieser Herausforderung mit einem ausgewogenen Multi-Asset-Portfolio zu begegnen und insbesondere alternative Assets (Private Equity, Erneuerbare Infrastruktur, konservative Immobilienfonds) zur Diversifikation, Portfolio stabilisierung und Renditesteigerung zu berücksichtigen. Rücksetzer sollten zur Aufstockung der Aktienquote genutzt werden.

### 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 type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Grundstoffe	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input 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 checked="" type="checkbox"/>	<input 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 type="checkbox"/>	<input checked="" 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 type="checkbox"/>	<input checked="" 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 type="checkbox"/>	<input checked="" 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

## Wende in der Geldpolitik

**Dr. Ralph Solveen**, stv. Leiter Economic Research

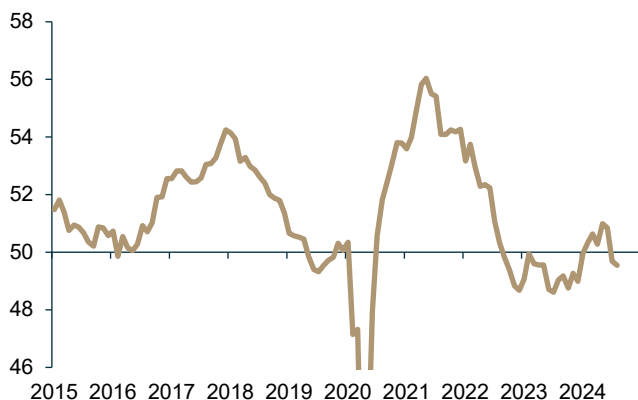
- Eine Rezession in den USA bleibt unwahrscheinlich. 2025 dürfte sich die Konjunktur wieder beleben
- Im Euroraum ist erst im kommenden Jahr mit einem etwas stärkeren Wachstum zu rechnen, unter anderem weil der Gegenwind von der Geldpolitik abnimmt
- In China bleibt die Inlandsnachfrage schwach
- Die Inflationsraten nähern sich den Zielen der Notenbanken. Daher lockern diese ihre Geldpolitik
- In den kommenden Monaten dürften die Leitzinsen in den meisten Ländern weiter sinken. Da die Inflationsraten sich aber wohl eher über 2% einpendeln werden, dürften die Zinssenkungen im Euroraum und den USA Mitte 2025 vorerst ein Ende finden

### Weltwirtschaft kommt nicht in Schwung

Die vor einigen Monaten allgemein gehegte Hoffnung auf eine Belebung der Weltwirtschaft hat sich bisher nicht erfüllt. So ist der globale Einkaufsmanagerindex für die Industrie nach einem kurzen Ausflug über 50 wieder unter diese Marke zurückgefallen, womit er wieder ein Schrumpfen dieses Sektors signalisiert.

### Globaler Einkaufsmanagerindex für die Industrie

Saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

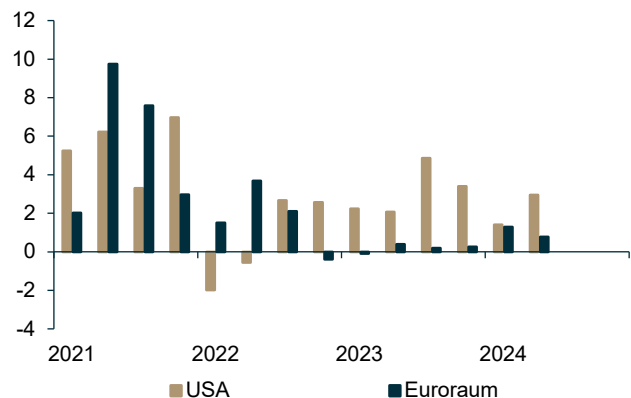
### US-Rezession weiter unwahrscheinlich

Wie üblich steht dabei die US-Wirtschaft im Fokus der Finanzmärkte. Viele sehen in der spürbaren Abkühlung des Arbeitsmarktes einen Vorboten einer baldigen Rezession. Wir halten diese weiterhin für unwahrscheinlich. Denn die

Finanzierungsbedingungen haben sich zuletzt wieder verbessert, was darauf deutet, dass der größte Effekt der Zinserhöhungen der Fed bereits hinter uns liegt. Zudem ist die Wirtschaft bis zuletzt recht kräftig gewachsen (Grafik unten). Wegen des nachlassenden Bremseffekts von Seiten der Geldpolitik dürfte das Wachstum im kommenden Jahr auch allmählich wieder anziehen.

### US-Wirtschaftswachstum weiter solide

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



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

### China bleibt schwach

Vergleichsweise schwach ist weiterhin die Entwicklung in China. Hier leidet die Inlandsnachfrage unverändert unter der geplatzten Immobilienblase und der auch deshalb angespannten Haushaltssituation 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. Vor diesem Hintergrund ist vorerst nicht mit einem stärkeren Wachstum zu rechnen.

### Moderate Belebung im Euroraum

Im Euroraum ist die Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte leicht gewachsen, wobei Deutschland den Durchschnitt durch die anhaltende Stagnation seiner Wirtschaft nach unten drückt. Schwächere Stimmungsindikatoren haben zuletzt den Hoffnungen auf eine Belebung der Wirtschaft noch in diesem Jahr einen spürbaren Dämpfer versetzt. Im Verlauf des kommenden Jahres dürften aber die Belastungen durch die höheren Zinsen und die hohen Energiepreise nachlassen,



sodass die Euroraum-Wirtschaft wieder etwas stärker zulegen dürfte. Deutschland dürfte sich dabei weiterhin auch wegen der verringerten Wettbewerbsfähigkeit eher unterdurchschnittlich schlagen.

### Niedrigere Inflationsraten lösen Zinssenkungen aus...

Gleichzeitig haben in den Industrieländern die Inflationsraten ihren Abwärtstrend fortgesetzt und nähern sich damit den Inflationszielen der Notenbanken, die zumeist bei 2% liegen. Als Reaktion hierauf und auch auf die schwache Konjunktur hat die US-Notenbank, die Federal Reserve, Mitte September ihre Zinsen zum ersten Mal nach fünf Jahren wieder gesenkt, und zwar direkt um 50 Basispunkte.

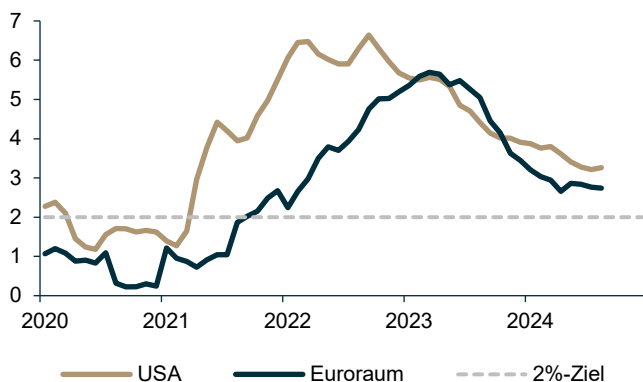
Die EZB hatte schon im Juni die geldpolitische Wende eingeleitet und im September einen zweiten Schritt folgen lassen, so dass der Leitzins auch hier nun 50 Basispunkte niedriger ist als an seinem Hochpunkt.

### ... aber unterliegende Teuerung bleibt hartnäckig hoch

Allerdings ist der jüngste Rückgang der Inflationsraten zu einem großen Teil auf niedrigere Energiepreise zurückzuführen. Rechnet man diese und die ebenfalls häufig volatilen Nahrungsmittelpreise heraus, ist die so berechnete Kernteuerungsrate zuletzt nur geringfügig gefallen und liegt weiterhin deutlich über 2%.

### Kernteuerungsrate zuletzt nicht mehr gefallen

Verbraucherpreisindex ohne Energie und Nahrungsmittel, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent



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

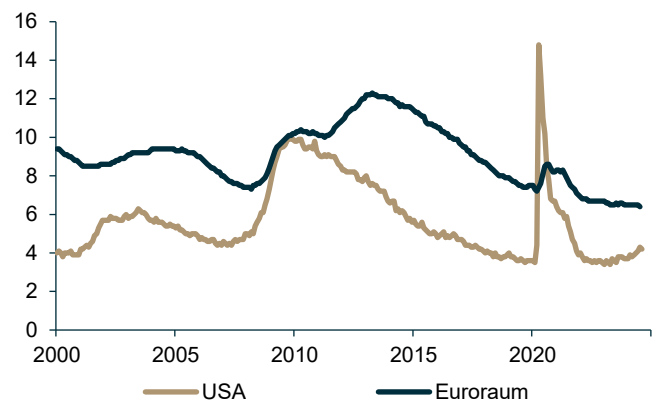
Dabei sind insbesondere die Dienstleistungspreise bis zuletzt kräftig gestiegen. Denn die Unternehmen in diesen zumeist sehr arbeitsintensiven Sektoren spüren am stärksten den deutlichen Anstieg der Arbeitskosten und geben diesen an ihre Kunden weiter. Die Löhne dürften im kommenden Jahr wohl nicht mehr so stark steigen wie zuletzt, da die durch die überraschend starke Inflation erlittenen Verluste bei den Realöhnen inzwischen weitgehend aufgeholt wurden.

Angesichts der weiterhin niedrigen Arbeitslosenquoten (Grafik unten) dürften sie aber weiter stärker zulegen als vor der Pandemie und damit die Dienstleistungspreise weiter anschieben.

Da zudem die Teuerungsrate bei den Warenpreisen ihren Tiefpunkt erreicht hat und wegen der höheren Arbeitskosten in den kommenden Monaten eher etwas zulegen dürfte, gehen wir davon aus, dass die Kernteuerungsrate auch im kommenden Jahr sowohl in den USA als auch im Euroraum über 2% liegen dürften, das Inflationsproblem also noch nicht gelöst ist.

### Arbeitslosenquoten weiter auf niedrigem Niveau

Arbeitslosenquote in Prozent, saisonbereinigte Monatswerte



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

### Zunächst weitere Zinssenkungen, ...

Dies wird weder Fed noch EZB davon abhalten, in den kommenden Monaten ihren Leitzins weiter zu senken, wobei die Fed mit Senkungen um 25 Basispunkten bei jeder Sitzung die Zinsen schneller verringern wird als die EZB, die voraussichtlich nur alle drei Monate einen Zinsschritt vornehmen wird. Folglich dürfte sich die Zinsdifferenz zwischen den beiden Seiten des Atlantiks allmählich verringern.

### ... die aber Mitte 2025 auslaufen

Mitte 2025 dürften die Zinssenkungen dann aber zu einem Ende kommen. Denn dann dürfte mehr und mehr klar werden, dass die Inflationsraten vorerst über 2% verharren werden. Zudem dürfte bis dahin das Wachstum sowohl in den USA als auch im Euroraum angezogen haben. Folglich werden Fed und EZB in der zweiten Jahreshälfte die Zinsen bei 3,5% bzw. 2,75% stabil halten.





# Anleihen

## Kommende Leitzinssenkungen größtenteils schon eingepreist

**Martin Hartmann**, *Seniorexperte Anleihen und Währungen*

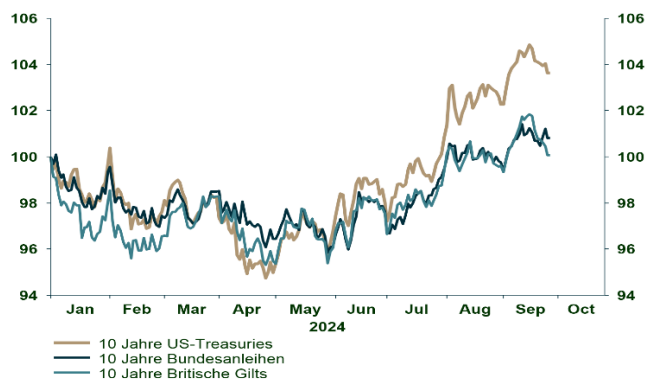
- Kaum noch Spielraum für Renditerückgänge
- Inflationsrate dürfte im Euroraum wieder ansteigen
- Mehr Zinssenkungen für die Fed erwartet

### Gute Performance ab Jahresmitte

Längerlaufende Staatsanleihen erzielten dank des Renditerückgangs ab der Jahresmitte 2024 eine recht gute Performance. Die Wertentwicklung war bei US-Treasuries deutlich höher als bei Bundesanleihen, da US-Treasuries einen Renditeaufschlag im Vergleich zu Bundesanleihen bieten. Zudem gingen die Renditen in den USA stärker zurück als im Euroraum, was zu höheren Kursgewinnen führte.

### Gute Performance ab Jahresmitte

US-Treasuries deutlich vor Bundesanleihen



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

### Weitere Renditerückgänge weniger wahrscheinlich

Normalerweise geht man davon aus, dass Leitzinssenkungen der Notenbanken positiv auf die Rentenmärkte wirken. Tatsächlich reagieren langlaufende Anleihen aber nicht ausschließlich positiv darauf. Dieses Mal scheinen die kommenden Zinssenkungen im Vorfeld schon weitgehend eingepreist worden zu sein. Deshalb sind weitere Renditerückgänge fraglich. Außerdem sind die Zinskurven sehr flach und teilweise auch noch invers, d.h. die Renditen kurzlaufender Anleihen sind höher als die längerlaufender Anleihen. Damit einhergehend liegt die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen mit rund 2,17% – trotz bereits zwei erfolgter Zinssenkungen der EZB im Juni und September – deutlich unter dem EZB-Einlagenzins von 3,5%. Um diese Anomalie auszugleichen, muss die Zinssenkungsfantasie schon weit reichen. Denn im

Normalfall liegen die Renditen von Langläufern über dem Leitzins. So war es zumindest seit dem Übergang der Geldpolitik von der Bundesbank zur EZB im Jahre 1999.

### Renditen der Langläufer deutlich unter dem Leitzins

Potenzial für weiteren Renditerückgang ist begrenzt



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Dass die Renditen deutlich unter dem Leitzins tendieren, liegt zum einen daran, dass der Markt schon länger davon ausgeht, dass die Geldpolitik zu restriktiv ist und korrigiert werden muss. Denn schon seit Frühjahr 2023 liegen die Kapitalmarktrenditen unter den Leitzinsen. Die Marktteilnehmer gehen von einer ganzen Reihe von Zinssenkungen aus. Momentan rechnen die Marktteilnehmer damit, dass bis ins dritte Quartal 2025 die EZB-Leitzinsen um 150 Basispunkte (Bp.) auf ein Zinsniveau von 2% gesenkt werden.

### Inflationsrate im Euroraum dürfte wieder ansteigen

Ob ein solches Leitzinsniveau realistisch ist, hängt natürlich von der Entwicklung mehrerer Faktoren ab. Wir gehen davon aus, dass die EZB die Geldpolitik weniger stark lockert. Wir rechnen noch mit einer Senkung in diesem Jahr und mit zwei im nächsten Jahr. Denn auch wenn kurzfristig die Märkte das Inflationsthema abgehakt haben (im August lag der Verbraucherpreisanstieg gegenüber Vorjahr mit 2,2% schon in Schlagdistanz zum Notenbankziel von 2%), dürften sich Sondereffekte umkehren. So dürfte der Rückgang beim Rohölpreis und den Energiepreisen die Inflationsentwicklung überzeichnet haben. So ging der Anstieg der Energiepreise von 1,2% J/J im Juli auf -3,0% im August J/J zurück. Deshalb liegt die Kernrate der Inflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) im August mit 2,8% höher als die allgemeine

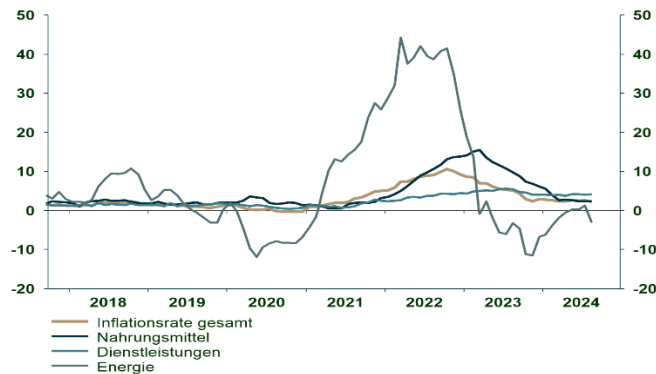




Inflation. Diese Entwicklung sollte sich im September noch verstärken, wodurch die gesamte Inflationsrate im September sogar unter die Marke von zwei Prozent rutschen kann. Dies dürfte allerdings, wie auf Seite 6 beschrieben, aufgrund weiterhin hoher Dienstleistungspreise, nur von kurzer Dauer sein.

### Verbraucherpreise im Euroraum

Rückgang der Inflationsrate wegen Energie überzeichnet



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Erst im Laufe des Jahres 2025 dürfte sich die Inflation bei 2,5% stabilisieren. Zwar ist die EZB in ihren Projektionen optimistischer, aber selbst sie sieht die Inflationsraten im Durchschnitt erst 2026 unter dem Notenbankziel von 2%. Wir gehen deshalb von einer vorsichtigen Gangart der EZB aus. Doch selbst wenn das Inflationbild die Tauben im EZB-Rat nicht überzeugt, bleibt das Abwärtspotential der Anleiherenditen gering. Denn die langfristigen Inflationserwartungen sind in den letzten Wochen gestiegen und liegen mit 2,1% derzeit zu perfekt auf dem Inflationsziel der EZB. Die von uns erwartete Stabilisierung der Inflationsrate deutlich oberhalb des Ziels der EZB dürfte die Inflationskompensation noch um den ein oder anderen Basispunkt steigen lassen.

### Projektionen der EZB-Experten im September, in Klammern: EZB-Juni-Projektionen

Wachstums- und Inflationsraten in %

	2024	2025	2026
Wachstum	0,8 (0,9)	1,3 (1,4)	1,5 (1,6)
Inflation	2,5 (2,5)	2,2 (2,2)	1,9 (1,9)
Kernrate	2,9 (2,8)	2,3 (2,2)	2,0 (2,0)

Quelle: EZB, Commerzbank-Research

### Mehr Zinssenkungen für die Fed erwartet

Die US-Notenbank Fed dürfte die Leitzinsen schneller und stärker senken als die EZB, da die Geldpolitik in den USA viel restriktiver war als im Euroraum. Die US-Notenbank Fed hat am 18. September ihre Leitzinsen um 50 Basispunkte gesenkt und damit stärker als von vielen erwartet, der Zielkorridor steht damit bei 4,75% bis 5,00%. Im Markt war ein Schritt

von 50 Bp. mit einer Wahrscheinlichkeit von nur rund 60% gepreist worden. Die Rentenmärkte reagierten allerdings nur kurzfristig positiv auf den großen Zinsschritt.

Wir erwarten, dass die Fed die Leitzinsen noch insgesamt um 150 Bp. senken wird. Die Marktteilnehmer rechnen dagegen mit rund 200 Bp. an Lockerungen. Die Reaktionen der US-Treasuries im längeren Laufzeitenbereich bleiben unsicher. Nur bei einer Rezession, von der einige Analysten ausgehen, was aber nicht unser Basisszenario ist, dürften noch deutlichere Renditerückgänge möglich sein. Insofern darf man davon ausgehen, dass der US-Bondmarkt weiterhin auf Konjunkturdaten reagiert und die US-Staatsanleihen volatil bleiben.

### Anlagestrategie: Solides Umfeld für Anleihen

Wir befinden uns in einem prinzipiell guten Umfeld für Anleihen. Die Notenbanken sind – bis auf wenige Ausnahmen – dabei, ihre Leitzinsen zu senken, und die Inflation geht weltweit zurück. Das Wirtschaftswachstum ist im Euroraum sehr schwach und in den USA dürfte es (kurzfristig) abnehmen. Dies haben die Märkte seit einem Jahr mit dem Renditerückgang vor allem bei den langen Laufzeiten auch schon deutlich gewürdigt. Bei Nachrichten, die in Richtung einer Konjunkturerholung gehen, könnte sich dieser Trend noch fortsetzen. Großen Spielraum sehen wir dafür nicht, umgekehrt bedeutet dies, dass der Kupon den Löwenanteil der Performance bilden dürfte.

Wir votieren Staatsanleihen aller Laufzeiten weiterhin mit Kauf, obwohl das Potenzial für weitere Renditerückgänge im längeren Laufzeitenbereich wie oben beschrieben nur begrenzt ist. Gegen Ende 2025 erwarten wir wieder leicht höhere Renditen im Euroraum und in den USA. Es dürfte sich nämlich im Laufe 2025 herausstellen, dass die Märkte zu viele Zinssenkungen eingepreist haben.

In diesem Umfeld präferieren wir kurze und mittlere Laufzeiten. Wir empfehlen längere Laufzeiten zur Diversifikation, falls eine stärker als erwartet konjunkturelle Abschwächung kommt. In den USA wird von einer Minderheit weiter mit einer Rezession gerechnet.

### Meine Empfehlung für Sie

Staatsanleihen der Industriestaaten bleiben mit der Erwartung weiterer Leitzinssenkungen attraktiv. Am interessantesten ist für uns der kürzere und mittlere Laufzeitenbereich. Längere Laufzeiten bleiben aber kaufenswert, um sich eine attraktive Rendite für längere Zeit zu sichern. Da das Potenzial für Renditerückgänge begrenzt ist, bleibt das Segmentvotum bei neutral.



# Währungen

## US-Dollar belastet von Fed-Zinssenkungen

**Martin Hartmann**, Seniorexperte Anleihen und Währungen

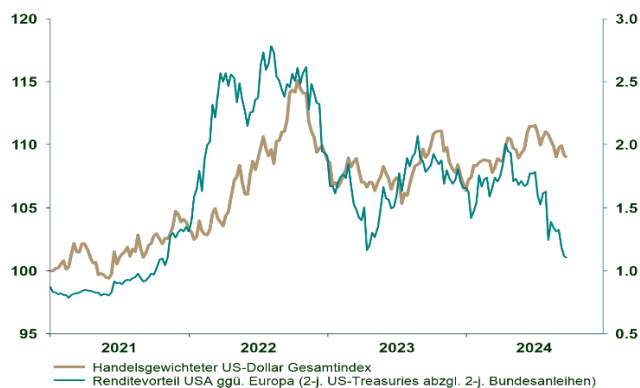
- Renditevorteil der USA geht zurück
- Euro dürfte davon profitieren
- Britisches Pfund bleibt Übergewichtet

### Leichte Abschwächung des US-Dollars

Der Euro steht aktuell mit gut 1,1150 US-Dollar etwas höher als zu Jahresbeginn (1,10 US-Dollar). Das liegt daran, dass sich der US-Dollar seit April in der Breite, also gegenüber vielen Währungen, abschwächt. Die zunehmenden Zinssenkungserwartungen für die Fed, die deutlich höher als für die EZB sind, belasteten. Handelsgewichtet (siehe Grafik), also gegenüber einem breiteren Währungskorb, liegt der US-Dollar noch oberhalb der Niveaus vom Jahresanfang; die Schwäche dürfte sich aber auch hier fortsetzen. Dafür spricht der abschmelzende Renditevorteil der USA. Aufgrund der höheren Zinssenkungserwartungen in den USA gingen die Renditen von US-Treasuries stärker zurück als z.B. die Renditen von Bundesanleihen. Dadurch fiel der Renditevorteil, die sogenannte Carry, die Investoren bei einer Dollarinvestition vereinnahmen.

### US-Dollar schwächt sich ab

Renditevorteil der USA schmilzt spürbar



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

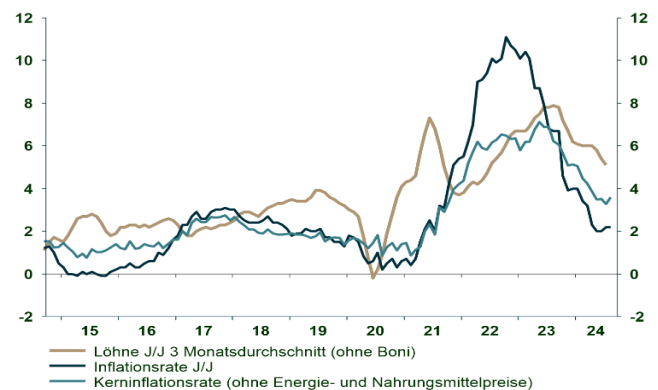
Gegen eine allzu große US-Dollarschwäche zum Euro spricht jedoch nach wie vor das höhere Wirtschaftswachstum in den USA im Vergleich zum im Euroraum. Dies dürfte den US-Dollar weiterhin unterstützen. Zudem sind die Zinssenkungserwartungen bereits eingepreist. Wir rechnen deshalb nicht damit, dass der US-Dollar kräftig abgibt und bleiben daher bei unserer neutralen Votierung.

### Pfund profitiert von Renditevorteil

Nach einer Zinssenkung um 25 Bp. im August hat die Bank von England (BoE) im September den Leitzins bei 5,00% belassen. Dies war wenig überraschend, nachdem die BoE im August betont hatte, dass man keine Reihe von Zinslockerungsmaßnahmen erwarten sollte. Denn die Inflationsrate liegt mit 2,2% noch über dem Notenbankziel. Das Lohnwachstum geht zwar zurück, allerdings stiegen die Löhne mit 5,6% immer noch stark. Die Entscheidung wurde mit 8:1 klar gefällt. Nur ein Notenbankmitglied wünschte sich aufgrund der konstruktiven Inflationsaussichten eine Zinssenkung. Wir gehen daher davon aus, dass BoE-Gouverneur Andrew Bailey eine breite Mehrheit für seinen geldpolitischen Kurs hat. Wir erwarten in den nächsten drei Quartalen drei weitere Zinssenkungen, und zwar auf jeder zweiten Sitzung, was den Leitzins bis Mitte nächsten Jahres auf 4,25% senken sollte. Diese Vorsicht, die aufgrund der weiterhin erhöhten Inflation auch angebracht ist, das weiterhin höhere Renditeniveau, und auch das erwartete, bessere Wachstum im Vergleich zum Euroraum dürften das britische Pfund unterstützen.

### Inflationsrate in Großbritannien nur noch knapp über 2%

Lohnwachstum geht deutlich zurück



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

### Meine Empfehlung für Sie

Der US-Dollar ist zwar durch die Zinssenkungserwartungen für die Fed und dem damit verbundenen abnehmenden Renditevorteil belastet, allerdings unterstützt der Wachstumsvorteil. Wir bleiben für den US-Dollar neutral gewichtet. Für das britische Pfund bleiben wir positiv und votieren es mit Übergewichten.



# Unternehmensanleihen

## Welche Chancen bieten die zuletzt unter Druck geratenen Autoanleihen?

**Burkhard Fehling**, *Seniorexperte Anleihen*

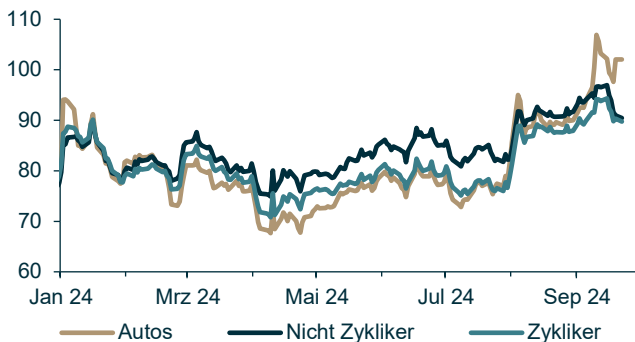
- Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen weiteten sich in den vergangenen Wochen deutlich aus
- Autoanleihen mit auskömmlichen Renditen

### Risikoaufschläge auf Jahreshochs

Die Risikoaufschläge (Spreads) von Unternehmensanleihen sind seit Mitte des Jahres deutlich angestiegen. Insbesondere die Autoemittenten trieben die Spreads im iBoxx NonFinancial Index auf neue Jahreshochs. Parallel dazu fielen die Aktienkurse der Automobilhersteller.

### Autoemittenten mit kräftiger Spreadausweitung

Sektoren im iBoxx NonFinancial Index, Z-Spread



Quelle: Markit, Commerzbank-Research

Generell stehen die Industrieunternehmen in Deutschland vor besonderen Herausforderungen. Hierzu zählen unter anderem hohe Energiepreise, ein akuter Fachkräftemangel, Lieferkettenschwierigkeiten und ineffiziente behördliche Prozesse. Die deutschen Automobilhersteller leiden zusätzlich unter der schwachen Konjunktur und der damit einhergehenden Kaufzurückhaltung. Dies betrifft nicht nur den deutschen Heimatmarkt oder Europa, sondern vor allem China, das für die deutschen Autohersteller von großer Bedeutung ist. Vor diesem Hintergrund haben sich auch die Absatzerwartungen für diesen Sektor eingetrübt.

### Margen auf Normalisierungskurs und ausreichende Liquidität

Während im Vorjahr dank eines außerordentlich positiven Preisumfelds – bei gleichzeitig wieder anziehender Produktion – meist neue Profitabilitätsbestmarken erreicht wurden, trat 2024 eine Normalisierung bei den Margen ein. Die

überwiegend sehr solide Liquiditätsausstattung der deutschen Autohersteller ist aus Sicht des Anleihekäufers weiterhin ein wesentlicher Pluspunkt und bietet ein gewisses Polster sowohl für eine etwaige länger andauernde konjunkturelle Abschwungphase als auch für die technologische Transformation dieser Branche.

### Trotz Spreadausweitung sind die Renditen gesunken

Renditen in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Der merkliche Rückgang der Kapitalmarktzinsen in den letzten Wochen glich die jüngste Ausweitung der Risikoaufschläge mehr als aus. Zur Einordnung: Der für die Unternehmensanleihen relevante fünfjährige Swapsatz sank seit Mitte des Jahres von rund 3% auf 2,30%. Im Vergleich zum Jahresanfang reduzierten sich die Anleiherenditen insgesamt. Dadurch fuhren Investoren eine bisherige Wertentwicklung von ca. 3% ein. Zwar könnten die Anleihekurse von Emittenten insbesondere in zyklischen Sektoren und bei niedrigeren Ratings in den kommenden Wochen noch etwas unter Druck geraten. Mittelfristig sehen wir für das vierte Quartal aber Einstiegschancen mit auskömmlichen Renditen zwischen 2,50% und 3,50%. Auch sollte sich dann die Visibilität in Bezug auf das Wirtschaftswachstum und potenziell auch die Handelspolitik (Stichwort drohende US-Zölle) verbessern.

### Meine Empfehlung für Sie

Unternehmensanleihen bauten mit der jüngsten Spreadausweitung einen ordentlichen Puffer für mögliche Risiken auf. Insbesondere die Emittenten deutscher Autohersteller stehen trotz der wirtschaftlichen Herausforderungen nach wie vor solide da. Wir sehen diese Entwicklung als Chance für einen weiteren Positionsaufbau.



# Aktien Europa, USA & Japan

## Inflationssorgen ade - wie lange halten sich die Rezessionsängste?

**Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie**

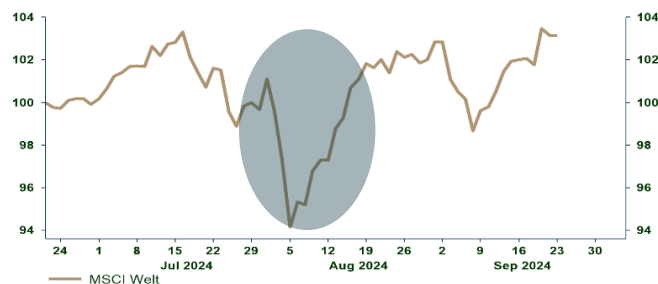
- Kursrutsch vom August schnell aufgeholt
- Kaum Bewegung auf der Regionenebene
- Defensive und zinssensitiven Sektoren im Fokus

### Wie zerronnen, so gewonnen

Er war heftig, und schnell wieder vorbei. Der Kursrutsch von Anfang August, der stark vom japanischen Markt geprägt war, brachte die Märkte zwar ins Wanken, aber nicht zu Fall. Bereits zwei Wochen später erreichten die Kurse wieder die vorherigen Niveaus und überschritten sie zum Teil sogar.

### Schnelle Erholung

MSCI Welt (vergangene drei Monate in USD)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Sind die Märkte also wieder zur Tagesordnung übergegangen? Nicht ganz. Zwar zeichnen sich auf der Regionenseite keine neuen Trends ab. Unter der Oberfläche der Indizes zeigen sich aber Veränderungen: Hier kam es in der Erholungsphase zu einem Favoritenwechsel auf Branchenebene. So waren es nicht die zuvor stark outperformenden Halbleiterwerte, die die Erholung anführten, sondern defensive Sektoren wie z.B. Gesundheit oder zinssensitive Sektoren wie Versorger oder Immobilien. Diese verloren beim Kursrutsch weniger als der Markt und legten im Aufschwung stärker zu.

### Konjunkturentwicklung wieder im Fokus

Nachdem lange Zeit das Thema Inflation als Risikofaktor im Mittelpunkt stand, zeigt die beschriebene Entwicklung ein Umdenken der Anleger an. Angesichts des anhaltenden Abwärtstrends der Inflationsraten und des nun auch zweifelsfrei von den Notenbanken eingeläuteten Leitzinssenkungszyklus ist das Thema Inflation in den Hintergrund gerückt. Stattdessen heißt der neue Risikofaktor jetzt eher: Rezession, Ja

oder Nein. Schließlich haben die Notenbanken auch auf die sich abschwächenden Konjunkturdaten hingewiesen. Mangels anderer größerer kursbeeinflussender Faktoren (die Berichtssaison für das zweite Quartal ist abgeschlossen) werden nunmehr alle Makrozahlen auf die Rezessionsfrage abgeklopft. Da auch diese Zahlen nicht immer nur in eine Richtung zeigen werden, wird es auch in den kommenden Wochen wahrscheinlich ein Hin und Her an den Märkten geben.

### Kurzfristig defensivere Ausrichtung sinnvoll

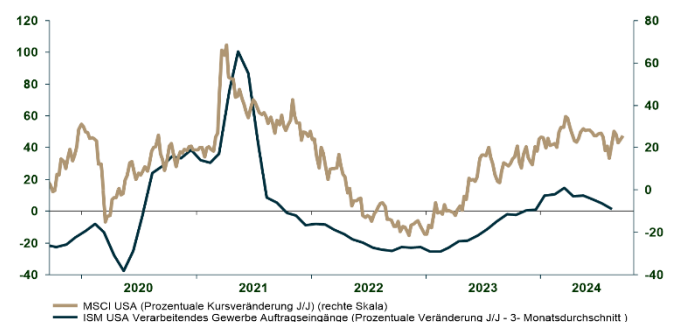
Das Risiko einer stärkeren konjunkturellen Abschwächung in den USA bleibt, die Leitzinsen dürften weiter gesenkt werden. Der Ausgang der US-Präsidentenwahl ist völlig offen, und vorab eng erwartete Wahlausgänge sorgen traditionell im Vorfeld der Wahl für volatilere und tendenziell schwächere Märkte. Eine weitere Defensivierung unserer Anlagestrategie für die nächsten Wochen erscheint uns daher angebracht. Diese lässt sich jedoch weniger über die Regionenseite als vielmehr über die Branchenseite darstellen (Vgl. Branchentext Seite 15). Sobald sich aber herausstellt, dass die Rezessionsängste übertrieben sind und sich das Bild unserer Volkswirte verfestigt, welches von einer konjunkturellen Abschwächung ohne US-Rezession ausgeht, werden wir wieder offensiver werden.

### USA –Konjunktursorgen bringen Unsicherheit

Nachdem die US-Konjunktur lange Zeit den Leitzinserhöhungen trotzte und nahezu unverwundlich erschien, machen sich mit der erwartbaren Verzögerung nun doch diverse Schwächezeichen etwa am Arbeitsmarkt bemerkbar.

### Am Ende ist es doch die Konjunktur

MSCI USA und ISM-Auftragseingänge (J/J)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research





Damit ist auch die Unsicherheit der Investoren gestiegen. Der US-Aktienmarkt hat deutlich an Dynamik verloren, was nicht nur an den korrigierenden IT-Werten lag.

### **US-Präsidentenwahl völlig offen**

Für zusätzliche Unsicherheit sorgt auch die mit der Dynamik des Wahlkampfes von Kamala Harris wieder offene US-Wahl. Zwar ist es ohnehin mehr als fraglich, das Depot stark auf vermeintliche Wahl-Gewinner auszurichten. Aber die Historie zeigt, dass es in USA vor Wahlen, deren Ausgang schwer absehbar war, am Aktienmarkt grundsätzlich ruckelte. Nach der Wahl erholen sich die Kurse dann üblicherweise wieder, ganz gleich welche Partei gewann. Auch dies ist eine Bestätigung der alten Börsenweisheit, dass politische Börsen kurze Beine haben und Klarheit honoriert wird.

Die aktuelle Unsicherheit resultiert diesmal nicht nur aus der Frage, wer Präsident(in) wird, sondern zunehmend auch aus der Frage, welche Partei in den Kammern des Kongresses die Mehrheit haben wird. Für den Aktienmarkt wäre ein geteilter Kongress (keine der beiden Parteien hält die Mehrheit im Repräsentantenhaus *und* im Senat) die beste Lösung. In dieser Konstellation würden sich die beiden Parteien wahrscheinlich weitgehend gegenseitig blockieren, was extremen Veränderungen – und damit höherer Unsicherheit – im Wege stehen dürfte.

### **Neutrale Gewichtung für US-Aktien bestätigt**

Der US-Markt als größter und langfristig auch erfolgreichster Markt ist im Grundsatz für Investoren immer wichtig. Wir raten deshalb wenigstens zu einer neutralen Gewichtung. Wir erwarten jedoch für die nächsten Monate immer wieder aufkommende Konjunktursorgen, und auch die Kursperformance der IT-Branche dürfte zunächst moderater ausfallen.

### **Europa – Billig ist nicht genug**

Die Investmentgeschichte für Europa lässt sich schnell zusammenfassen. Die erhoffte Konjunkturerholung ist ausgeblieben, und die nachlassende konjunkturelle Dynamik in den für die exportorientierte europäische Wirtschaft wichtigen Märkten USA und China sorgt für Gegenwind. Auch der weiterhin träge Konsum lässt noch zu wünschen übrig. Dennoch reicht die weltweit moderate wirtschaftliche Entwicklung für insgesamt solide Unternehmensgewinne. Allerdings kämpfen europäische „Spezialitäten“ wie Automobil und Luxusgüter mit einer sehr widrigen Absatzsituation. Der Markt hofft weiterhin auf stärkere Gewinnsteigerungen im kommenden Jahr. Diese Gemengelage hat dazu geführt, dass die europäischen Indizes zwar absolut gesehen 2024 gut dastehen, sich aber schlechter als der Weltindex entwickelt haben. Die insbesondere im Vergleich zu den USA niedrige Bewertung ist dabei zwar unverändert ein großer Pluspunkt, der aber allein nicht

ausreicht, dem Markt stärkeren Schwung zu verleihen. Die Untergewichtung Europas behalten wir weiterhin bei.

### **Japan – Yen-Stärke belastet Börse Tokio**

Die extreme Stärke des Yen hat nicht nur so manchen Finanzjongleur (Stichwort: Auflösung von Carry Trades) aus der Bahn geworfen, auch am japanischen Aktienmarkt kam die jüngste Yen-Stärke nicht gut an. Zu stark und zu schnell war die Bewegung. Damit kam die Befürchtung auf, dass sich die exportorientierten Unternehmen nur schwer auf die Yen-Stärke einstellen und damit die Unternehmensgewinne unter Druck geraten könnten. Die Sorge ist nicht unbegründet, aber mittlerweile geht der Konsensus davon aus, dass auch im Jahr 2025 mit einem Gewinnwachstum von rund 14% beim Topix zu rechnen ist.

Wir erwarten für 2025 ein Ende der bremsenden Yen-Stärke, zudem sollte die japanische Konjunktur im nächsten Jahr wieder an Dynamik gewinnen. Die längerfristigen Kurstreiber anhaltende Aktienrückkäufe, eine sich stetig verbessernde Dividendenpolitik und eine stärkere Fokussierung auf den Shareholder-Value-Gedanken bleiben ebenfalls positive Faktoren. Wir empfehlen japanische Aktien überzugeschichtet.

### **Meine Empfehlung für Sie**

Die Aktienmärkte haben derzeit Angst vor der eigenen Courage. Die Inflationsentwicklung steht nicht mehr als Belastungsfaktor im Fokus, und die überwiegende Mehrheit der Investoren erwartet eine sich zwar abschwächende, aber dennoch weiter solide konjunkturelle Entwicklung („soft landing“). Dennoch traut man den eigenen Erwartungen nicht ganz. Denn es ist (naturgemäß) nicht sicher, ob die sich abschwächende Konjunkturdynamik tatsächlich vor der Rezession zum Stillstand kommt. Die Rezessionsorgen steigen im aktuellen Marktumfeld bei jeder schwachen Makrozahl und sinken, wenn die Daten besser ausfallen. Entsprechend schwanken die Kurse. Die insgesamt vorsichtigere Stimmung zeigt sich weniger in den marktbreiten Länderindizes als vielmehr unter der Oberfläche. Defensive und zinssensitive Titel rücken stärker in den Fokus. Die Anlagestrategie sollte entsprechend angepasst werden. Da wir keine Rezession erwarten, sind wir grundsätzlich für Aktien positiv gestimmt. Eine etwas defensivere bzw. zinsorientiertere Ausrichtung innerhalb des Aktienssegmentes auf der Branchenseite halten wir angesichts der jüngsten Trends dennoch für angebracht. Auf der Regionenseite bevorzugen wir weiterhin den japanischen Markt und sind in Europa untergewichtet.



# Aktien Emerging Markets

## Entwicklung in China im Fluss

**André Sadowsky**, *Seniorexperte Aktien Emerging Markets*

- Jüngste Stimulusmaßnahmen nehmen vorläufig den Druck von chinesischen Aktien
- Brasiliens Aktienmarkt holt im 3. Quartal auf

### Stabilisierung der EM-Märkte setzt sich fort

Dank der zuletzt unverändert starken Performance in Indien, Taiwan und Brasilien setzte sich die von uns erwartete Stabilisierung der EM-Aktien auch im dritten Quartal fort. Nach einer starken Korrektur vor allem der KI-nahen Aktien im Juli und August erholte sich der technologielastige taiwanische Taiex-Index (+24% seit Jahresbeginn) zuletzt wieder. Robuste Makro- und Mikrodaten führten in Indien trotz einer hohen Bewertung zu neuen Rekordhochs beim Leitindex Sensex (+17% seit Jahresbeginn). Aufgrund der unverändert positiven strukturellen Faktoren (u.a. Demografie, Urbanisierung, Diversifizierung von Lieferketten) bestätigen wir unser Votum für den Aktienmarkt in Indien mit Neutral.

Die Aussicht auf weitere Leitzinssenkungen in den USA und somit auf einen weniger starken US-Dollar dürften EM-Aktien ebenso stabilisieren wie das solide BIP-Wachstum in den EM (2025e: +3,6% J/J), das ansehnliche Unternehmensgewinnwachstum (2025e: +16% J/J) sowie die günstige Bewertung (KGV 2025e: 11,3). Hinzu kommt die Aussicht auf weitere Zinssenkungen sowie einige strukturell positive Themen wie beispielsweise Demografie, Ersparnisbildung, Urbanisierung und eine verbesserte Schuldenstruktur.

### China – das Sorgenkind?

Im Gegensatz zu den oben erwähnten Highflyern zeigen sich die Leitindizes in China und Hongkong sehr volatil. Nach den kräftigen Kursavancen im Frühjahr wurden zuletzt die Jahrestiefs wieder getestet. Die bisherigen Maßnahmen der Regierung zur Befeuerung der Konjunktur und des Aktienmarktes haben sich als unzureichend erwiesen, um einen neuen Aufwärtstrend zu etablieren. Die jüngste Ankündigung weiterer Maßnahmen hat die Kurse erneut befeuert.

Das Politbüro dürfte auch die enttäuschenden Makrodaten für August zum Anlass für weiteren Stimulus genommen haben. So wuchs die Industrieproduktion nur noch um 4,5% (J/J). Auch das Wachstum der Infrastrukturinvestitionen verlangsamte sich. Das Einzelhandelsumsatzwachstum betrug nur noch (für China) anämische 2,1% (J/J), und auch die Kreditvergabe lässt zu wünschen übrig. Alles in allem ist es

somit fraglich, ob China sein BIP-Wachstumsziel von 5% für 2024 erreichen kann. Für chinesische Aktien sprechen die vergleichsweise günstige Bewertung sowie die Hoffnung, dass die jüngsten Maßnahmen die Konjunktur und den Aktienmarkt (längerfristig) revitalisieren. In der noch laufenden Diskussion über die Wirksamkeit der Maßnahmen behalten wir unser neutrales Votum für A-Aktien (China) und H-Aktien (Hongkong) vorläufig bei.

### Brasilien: Kräftige Erholung bis Ende August

Nach einer deutlichen Korrektur von Anfang 2024 bis Mitte Juni 2024, legte der Bovespa bis Ende August 2024 um rund 16% zu. Für Rückenwind sorgten u.a. bessere Makrodaten. Die wieder steigende Inflation führte im September zu einer Leitzinserhöhung, worauf weitere folgen könnten, was den Markt zurückwarf. 2025 könnte der Zinssenkungsprozess wieder aufgenommen werden. Aufgrund der günstigen KGV-Bewertung des brasilianischen Aktienmarktes (KGV 2025e: 8,5), des ansehnlichen Gewinnwachstums (2025e: +13% J/J), des soliden BIP-Wachstums (2025e: +1,9% J/J) sowie einer möglichen Aufwertung des brasilianischen Real im vierten Quartal 2024 bestätigen wir nochmals unser Übergewichten-Votum für die brasilianische Börse.

### Bovespa-Index versus MSCI-Welt-Index



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

### Meine Empfehlung für Sie

Die divergente Entwicklung in den EM hält an. Während Indien, Taiwan und Brasilien zuletzt weiter zulegten, testete China die Jahrestiefstände. Die EM-Aktien dürften ihre Stabilisierung im vierten Quartal 2024 fortsetzen. Brasilien billigen wir das meiste Kurspotenzial zu.



# Aktien Branchen

## Risiken beachten, aber Chancen nicht aus den Augen verlieren

*Hans-Jürgen Delp, Seniorexperte Aktien USA und Branchen*

- Weltkonjunktur derzeit fragil
- Gewinnentwicklung auf dem Prüfstand

### Rezessionsängste ade?!

Jeweils mit der Veröffentlichung der US-Arbeitsmarktdaten Anfang August und Anfang September gerieten die zuvor in den Hintergrund geratenen Rezessionsbefürchtungen wieder in den Fokus und führten zu deutlichen Kurseinbußen, die mit den latenten Zinshoffnungen aber jeweils schnell wieder aufgeholt wurden.

Der große Zinsschritt der US-Notenbank half der Anlegerstimmung kurzfristig auf und sorgte für neue Rekordstände in wichtigen Indizes.

Ob damit alle Konjunktursorgen in den USA weggewischt sind, dürfte mit den nächsten Arbeitsmarktdaten getestet werden. Klar ist, dass die Leitzinssenkung erst mit Verzögerung wirken kann und die strukturellen Probleme Chinas sowie die quälend langsame Erholung in Europa erhalten bleiben. Somit sind wir überzeugt davon, dass die Gewinnerwartungen weiter kontrovers diskutiert werden und die Kursentwicklung volatil bleibt.

### KI- Potenziale bleiben bestehen

Befürchtungen, die KI-Potenziale bei den wichtigen Marktplayern eindeutig überschätzt zu haben, bereiteten zwischenzeitlich ebenfalls Sorge. Dies führte nach den Quartalsvorlagen einiger Top-Konzerne aus dem Technologiesegment zu deutlich negativen Kursreaktionen. Diese waren angesichts der Qualität der vorgelegten Zwischenberichte zumeist überzogen, führten aber andererseits zu einem Realitätscheck der teilweise euphorischen Erwartungen und dürften nun eine deutlich solidere Basis für die Einschätzung der Geschäfts- und Gewinnerwartungen bilden.

### Fokus weiter auf IT

Dementsprechend bleibt der wesentliche Anlagefokus unserer Branchenstrategie weiter auf der Informationstechnologie, die auch angesichts weiterer wesentlicher Zukunftstrends im Rahmen, der sich ausweitenden Digitalisierung das mit Abstand größte Potenzial aufweist.

Weiterhin überzeugt bleiben wir auch von der Gesundheitsbranche, die zudem große defensive Qualitäten besitzt. Doch

auch hier stehen die Wachstumsperspektiven im Mittelpunkt. Dafür sprechen neben der demographischen Entwicklung der immer nachhaltigeren Gesundheitstrend sowie die im Fokus befindlichen Medikamente zur Gewichtsreduktion. Der Blick auf die Gewinnentwicklung der Gesundheitsbranche in der letzten Berichtssaison unterstreicht dies.

Überdurchschnittliche Perspektiven sehen wir künftig auch für die zinssensitiven Versorger. Der Gegenwind in Form steigender Renditen ist vorbei, im Falle einer weiteren Konjunkturabschwächung ergäbe sich sogar weiteres Potenzial. Überhaupt hat der Renditerückgang der vergangenen Monate die Sorgen bezüglich der Geschäftsmodelle vieler Titel aus den Alternativen Energien gemildert. Längerfristig spricht auch die wohl steigende Energienachfrage im Rahmen der beschriebenen IT-Trends für den Sektor. Daher haben wir Versorger auf „Übergewichten“ heraufgestuft. Darüber hinaus besitzt der Sektor ebenfalls besondere Defensivqualitäten.

Wie beschrieben, erwarten wir weiterhin eine fragile konjunkturelle Entwicklung. Besonders die extreme Schwäche der wichtigen chinesischen Wirtschaft dürfte weiterhin für Druck auf den Rohstoffpreisen sorgen. Dies wiederum belastet das wichtige Segment Metalle und Bergbau überproportional, und auch im Subsektor Chemie bahnt sich noch keine nachhaltige Erholung an. Wir haben entsprechend das Votum für Grundstoffe auf Untergewichten gesenkt. Auch die Gebrauchsgüter leiden wegen der anhaltenden Schwäche der chinesischen Volkswirtschaft. Das betrifft insbesondere die Automobil- und die Luxusgüterindustrie. Doch auch Bekleidung und Freizeit befinden sich in einem Umfeld schwieriger Konsumbedingungen. Gebrauchsgüter bleiben ebenfalls untergewichtet. Alle weiteren Branchen votieren wir neutral. Mit dieser Ausrichtung sehen wir uns gut gewappnet für die anhaltenden Risiken, aber auch gut ausgerichtet auf die besonderen Potenziale, die einzelne Branchen bieten.

### Meine Empfehlung für Sie

Attraktive Chancen wahren, aber auch Risiken ausschließen, bleibt das Credo unserer Branchenstrategie. Weiter im Fokus bleibt das IT-Segment, doch auch Gesundheit und Versorger besitzen besonderes Wachstumspotenzial bei gleichzeitig defensiven Qualitäten.



# Immobilien

## Fein, aber nicht mehr klein – Logistik und „Nischenanbieter“

**Torsten Schwarz**, Seniorexperte Immobilien & Immobilienaktien

- Die Gewichtung der Sektoren im führenden Immobilienbranchenindex EPRA hat sich aufgrund struktureller Trends seit 2009 deutlich verändert
- Logistik sowie spezialisierte „Nischenanbieter“ (z.B. Data Center/Funktürme, Gesundheit/Pflege) stiegen von ehemals 15% auf inzwischen rund 45% der Index-Marktkapitalisierung
- US-Gesellschaften bauten im gleichen Zeitraum ihre Marktdominanz zu Lasten von Europa und Asien aus
- Wir favorisieren weiterhin Titel aus den Segmenten Logistik, Wohnen, Data Center und Funktürme

### Logistik und Nischenanbieter wachsen von 15% auf ...

Wer nach der Finanzkrise im Sommer 2009 in einen Index börsennotierter Immobiliengesellschaften/REITs investierte, dessen Portfolio bestand im Wesentlichen aus Mischkonzernen und auf Handels- und Büroimmobilien fokussierten Unternehmen. Logistik und diverse „Nischenanbieter“ machten dagegen nur rund 15% der Marktkapitalisierung des EPRA-Branchenindex aus.

Viele strukturelle Entwicklungen steckten damals gerade im Anfangsstadium ihrer Entwicklung, z.B. kontinuierliches und dynamisches Wachstum bei E-Commerce & mobiler Datennutzung oder waren hinsichtlich des Potenzials noch nicht einschätzbar. Andere waren noch nicht absehbar, wie die verstärkte Nutzung von Home-Office.

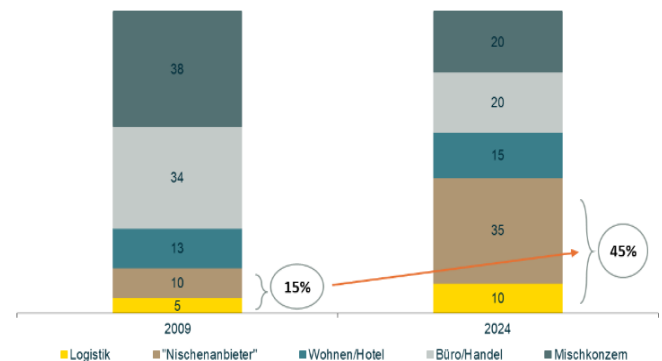
### ... rund 45% der Marktkapitalisierung des Branchenindex

Die aktuelle Sektorgewichtung des EPRA-Index mit rund 45% in den Bereichen Logistik und „Nischenanbieter“ spiegelt dabei sowohl das rasante Wachstum einiger neuer Marktführer, den starken Rückgang bei Büro/Handel als auch Konsolidierungstrends im Immobilienmarkt wider.

Hinzu kamen in den letzten 15 Jahren die Börsennotierungen neuer Immobilien-Unternehmen, wohingegen andere durch Fusionen und Übernahmen wieder vom Kurszettel verschwanden. Zudem fokussierten einige Mischkonzerne ihre Portfolios auf weniger Assetklassen und werden daher jetzt einer anderen Immobilienkategorie zugeordnet.

### Logistik und „Nischenanbieter“ jetzt bei rund 45%

EPRA-Immobilien-Index: Marktkapitalisierung Segmente (%)



Quelle: EPRA, Commerzbank Research

In der großen Gruppe der Nischenanbieter befinden sich neben den bekannten Schwergewichten aus den Bereichen Data Center und Funktürme viele weitere Unternehmen mit sehr heterogenen Investitionsschwerpunkten, beispielsweise aus den Bereichen Gesundheit/Pflege, Studentenwohnungen bis hin zu Ackerflächen oder Wäldern.

### US-Gesellschaften dominieren mit 66% den Index

Die drei größten börsennotierten Immobilienunternehmen nach Marktkapitalisierung kommen derzeit aus den Sub-Segmenten Logistik, Data Center sowie Funktürme und sind alle in den USA ansässig. Ähnlich wie in anderen Sektoren haben US-Gesellschaften ihre relative Gewichtung in den jeweiligen Branchen-Indizes ausgebaut (2009: rund 40%, mittlerweile rund 66% beim EPRA-Index) – Europa und Asien dagegen verloren an Boden. Mögliche Gründe für die Dominanz der US-Unternehmen sind die Nähe zum boomenden IT-Sektor, ein positiveres Kapitalmarktumfeld und die grundsätzliche Größe des inländischen US-Marktes sowie die stärkere globale Ausrichtung der US-Firmen.

### Meine Empfehlung für Sie

Für Investoren sehen wir im Immobiliensektor jenseits der klassischen Kategorien Chancen in attraktiven Nischen und Einzelaktien. Wir favorisieren weiterhin die Bereiche Logistik, Wohnen und attraktive „Nischenplayer“ aus den Segmenten Data Center und Funktürme.





# Gold

## Zinssenkungserwartungen stützen Goldpreis

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

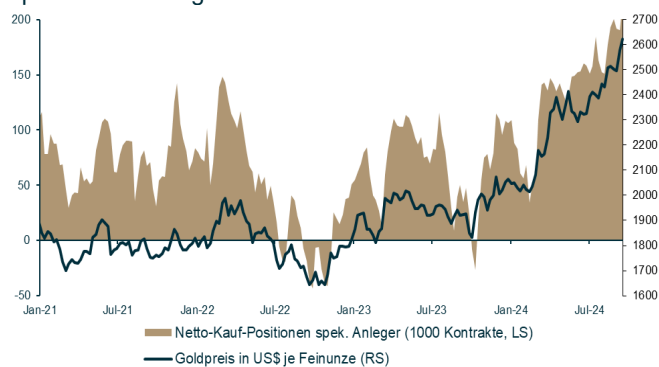
- Goldpreis getrieben durch Zinssenkungserwartungen
- Kurzfristig volatile Seitwärtsbewegung mit begrenztem fundamentalem Kurspotenzial
- Fortschreitender Zinssenkungszyklus in den USA als weiterer Kurstreiber, unterstützt durch Gold als Risikoabsicherung

### Goldpreis getrieben durch Zinssenkungserwartungen

Abflauende Inflationsrisiken, erneute Rezessionssorgen in den USA und damit einhergehende fallende US-Renditen haben den Zinssenkungserwartungen einen erneuten großen Schub verliehen. Deshalb war es nicht verwunderlich, dass der Goldpreis im September Allzeithoch um Allzeithoch erreichte. Dies hat auch dazu geführt, dass spekulative Finanzanleger ihre Kauf-Positionen, die nun den höchsten Stand seit Anfang 2020 erreicht haben, weiter aufgestockt haben.

### Spekulative Investoren stocken weiter Gold auf

Goldpreis in USD je Feinunze und Netto-Kauf-Positionen spekulativer Anleger



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Kurzfristig begrenztes fundamentales Preispotenzial

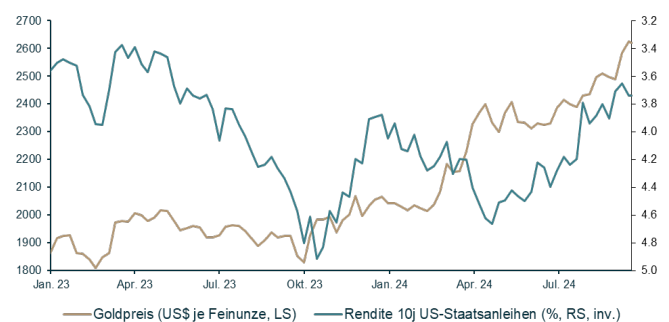
Daher erscheint uns das weitere fundamentale Kurspotenzial aber zunächst limitiert, da ein größerer Teil der derzeitigen Zinssenkungserwartungen bereits eingepreist sein sollte. Aktuell gehen viele Marktteilnehmer davon aus, dass die US-Notenbank bis zum Jahresende die Zinsen noch um mindestens 50 Basispunkte senken wird.

### Fortschreitender Zinssenkungszyklus in den USA als weiterer Kurstreiber, ...

Mittelfristig rechnen wir aber aufgrund weiterer Zinssenkungen der US-Notenbank mit einer Fortsetzung des Goldpreisanstiegs. Trotz der überraschenden Zinssenkung um 50 Basispunkte erwarten unsere Ökonomen bis Mitte 2025 weiterhin sechs Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte. Dabei sollte ein schwächerer US-Dollar zusätzlich unterstützen.

### Hohe Korrelation zwischen fallenden Anleiherenditen und Goldpreis sollte weiter bestehen bleiben

Goldpreis in USD je Feinunze und Rendite 10j US-Staatsanleihen (invertiert) in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### ... unterstützt durch Gold als Risikoabsicherung

Zusätzlich zu den fundamentalen Daten könnte eine erneute Zuspitzung geopolitischer Risiken u.a. die Krise im Nahen und Mittleren Osten, Ukraine Krieg, aber auch unvorhersehbare Entwicklungen des US-Wahlkampfes zu positiven Ausschlägen des Goldpreises führen.

### Meine Empfehlung für Sie

Getrieben durch hohe Zinssenkungserwartungen und weiter gestiegenen Kaufpositionen spekulativer Anleger hat der Goldpreis ein neues Allzeithoch erreicht. Deshalb erscheint uns das fundamentale Preispotenzial zunächst begrenzt. Mittelfristig rechnen wir aufgrund weiterer Zinssenkungen der US-Notenbank mit einer Fortsetzung des Goldpreisanstiegs. Dabei sollte ein schwächerer US-Dollar außerdem eine Unterstützung darstellen. Zusätzlich zu den fundamentalen Daten könnte eine erneute Zuspitzung geopolitischer Risiken zu positiven Ausschlägen des Goldpreises als Risikoabsicherung führen.



# Asset Allokation

## Lieber mit Schirm in der Herbstsonne stehen als ohne im Regen ...

Alexander Krämer, Seniorexperte Asset Allokation

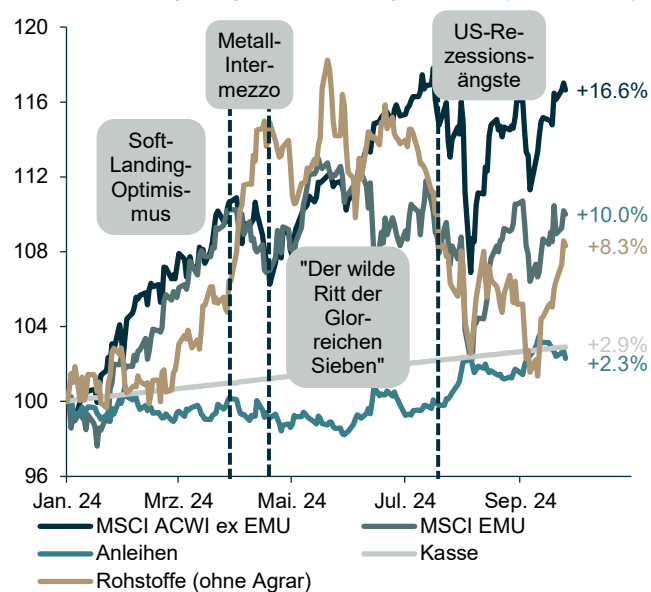
- Rezessions Sorgen, Saisonalität, US-Präsidentenwahl, US-Leitzinssenkungszyklus: Es droht ein volatiler Herbst an den Aktienmärkten
- Überzogene Zinssenkungserwartungen dürften auch für Volatilität an den Anleihemärkten sorgen
- Ausgewogene Portfolioausrichtung beibehalten

### US-Konjunktur im Herbst des Aufschwungs?

Der bisherige Jahresverlauf hatte für Anleger bereits einiges zu bieten: Soft-Landing-Hoffnungen zum Jahresstart, gepaart mit einem im Vergleich zu Q4 2023 eher schleppenden Rückgang bei der US-Inflationsrate, was die Aktienmärkte im ersten Quartal haussieren, und die Anleihemärkte verharren ließ. Es folgte eine erste Phase der Unsicherheit an den Aktienmärkten, in der Zinssenkungshoffnungen vom ersten Halbjahr Richtung Jahresende geschoben wurden, aber während der sich Rohstoffe noch einmal stark entwickelten. Danach kam der wilde Ritt der Glorreichen Sieben, die für den Großteil der positiven Wertentwicklung am Aktienmarkt verantwortlich waren.

### Rezessions Sorgen haben jüngst Anleihen beflügelt

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen (1.1.24=100)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Seit Ende Juli/Anfang August dominiert die erneute Angst, dass es doch zu einer Bruchlandung der US-Konjunktur

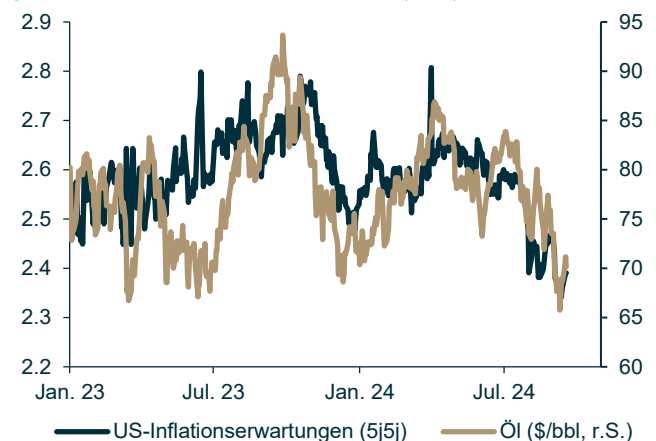
kommt – wodurch die Volatilität am Aktienmarkt deutlich zunahm und an den Anleihemärkten die Wertentwicklung ins Positive drehte. Folgt man der Prognose unserer und vieler anderer Volkswirte, dann sind die US-Rezessionsängste unbegründet und man sollte die Volatilität nutzen, um den Anteil risikobehafteter Anlagen wie Aktien auszubauen. Aber ist das die richtige Strategie zu Beginn eines Leitzinssenkungszyklus und einer anstehenden Präsidentenwahl?

### Leitzinssenkungen: gut oder schlecht für Aktien

Eine Zinssenkung ist nicht immer ein schlechtes Omen für risikobehaftete Anlagen. Historisch betrachtet waren es insbesondere die eher flachen Zinssenkungszyklen, die für eine positive Wertentwicklung gesorgt haben – natürlich, weil es eben nicht zu einer Rezession kam. Und es ist halt noch nicht entschieden, ob die Rezession kommt oder nicht. Was aber an dieser Stelle wichtig ist: auch ohne eine Rezession sind deutliche Leitzinssenkungen möglich. Zum Beispiel dann, wenn die Fed überzeugt ist, dass sie nicht nur das Inflationsproblem in den Griff bekommen hat, sondern dass sich der Arbeitsmarkt über Gebühr abschwächt.

### Inflationserwartungen fallen dank sinkender Ölpreise

Erwartete durchschnittliche Inflationsrate in fünf Jahren, abgeleitet aus Inflationsswaps; Ölpreis (WTI)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

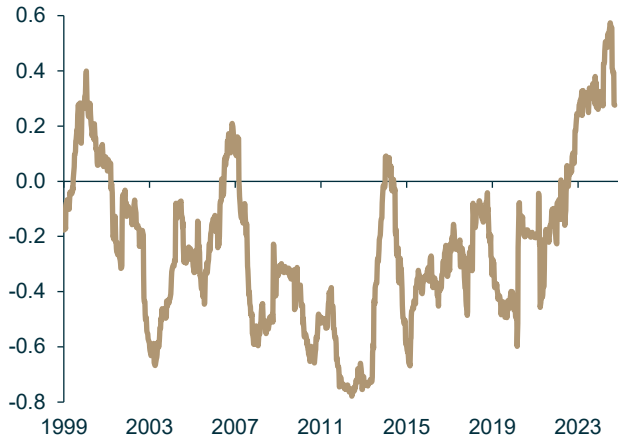
Dafür findet sich Evidenz zum Beispiel im Anstieg der Arbeitslosenquote – auch wenn diese auf Rückkehrer in den Arbeitsmarkt und nicht auf Entlassungen zurückzuführen ist. Zeitgleich dürfte dies auch den bereits abnehmenden Lohndruck weiter sinken lassen. Die aktuelle Schwäche des Ölpreises wirkt ebenfalls disinflationär, wie sich insbesondere in



den langfristigen US-Inflationserwartungen zeigt (siehe Grafik auf der vorherigen Seite).

### Stark positive Korrelation von Aktien und Anleihen sollte nicht von Dauer sein

Rollierende 52-Wochen-Korrelation zwischen S&P 500 und US-Staatsanleihenindex



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Grundsätzlich wäre dieser Umstand auch der Entwicklung der Anleiherenditen in den nächsten sechs Monaten zuträglich. Allerdings erscheint das Renditepotenzial mit Blick auf die bereits gepreisten Markterwartungen begrenzt, so dass Anleihen primär die Diversifikationsrolle für den Fall einer Rezession zukäme – was dann auch in einer wieder deutlich negativeren Korrelation zwischen Aktien und Anleihen als in den letzten Jahren münden sollte.

### Der saisonal schwache September geht in US-Präsidentenwahljahren gerne in die Verlängerung

Wertentwicklung des S&P 500 (Jahresbeginn = 100)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Erhöhte Volatilität im Vorfeld der US-Wahl

Eine US-Präsidentenwahl war in der Vergangenheit häufig von einer Phase erhöhter Volatilität begleitet,

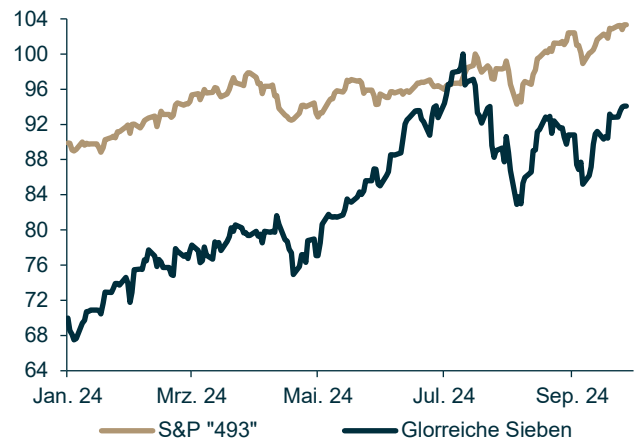
insbesondere in den vier bis acht Wochen vor der Wahl. Aber auch darüber hinaus kann eine vorsichtige Haltung angebracht sein, z.B. wenn der Wahlausgang äußerst knapp ist.

### KI-Konsolidierung, verbesserte Marktbreite

Die gerne vorgenommene Einteilung des US-Aktienmarktes in Glorreiche Sieben und den S&P 493 zeigt: Die jüngsten Marktkapriolen sind Ergebnis der Dominanz der Glorreichen Sieben. Seit dem jeweiligen Hoch im Juli konnte sich der S&P 493 deutlich besser entwickeln als die Glorreichen Sieben – insbesondere im Nachgang zu den Arbeitsmarktdaten von Anfang August. Damit gewinnt zwar die Aufwärtsbewegung des US-Aktienmarktes an Breite. Es bedeutet aber auch: Wir befinden uns derzeit in einer gesunden (trendbestätigenden) Konsolidierung des Megatrends KI. Hier droht im Fall tatsächlich aufkeimender Rezessionsängste deutlich größeres Ungemach.

### Bessere Marktbreite: S&P 493 im Aufwind

Wertentwicklung der „Glorreichen Sieben“ und des S&P 493 jeweils seit ihren Hochs am 10. bzw. 16. Juli 2024 (= 100)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Unternehmensanleihen noch mit leichten Vorteilen

Während die Risikoaufschläge bei Hochzinsanleihen mit der Erholung am Aktienmarkt wieder gefallen sind und sie derzeit außer einer Verbreiterung des Portfolios keine wesentlich abweichende Risikoeinschätzung im Vergleich zu Aktien aufweisen, sind die Spreads von Unternehmensanleihen sehr guter Bonität nicht im gleichen Maße zurückgegangen. Dies macht Unternehmensanleihen – auch aufgrund der tendenziell kürzeren Duration – weiterhin für eine moderate Übergewichtung im Anleihe segment des Portfolios interessant.



### Aktuelle qualitative Asset Allokation

Ausgewogene Positionierung beibehalten

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

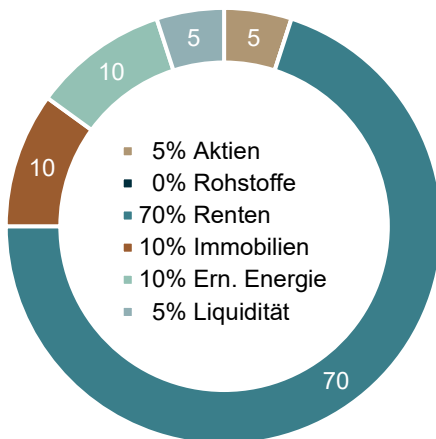
### Meine Empfehlung für Sie

Rezessionsorgen bei schwächeren Wirtschaftsdaten, der Start des Leitzinszyklus und die typische saisonale Schwächephase am Aktienmarkt legen zumindest bis zur US-Wahl eine vorsichtige und ausgewogene Positionierung über die Anlageklassen nahe. Mit einer stärkeren Akzentuierung des Aktiensegmentes sollte gewartet werden, bis sich der Nebel hinsichtlich der US-Konjunktur im vierten Quartal lichtet, wobei kräftigere Rücksetzer durchaus als Einstiegsgelegenheit genutzt werden sollten.

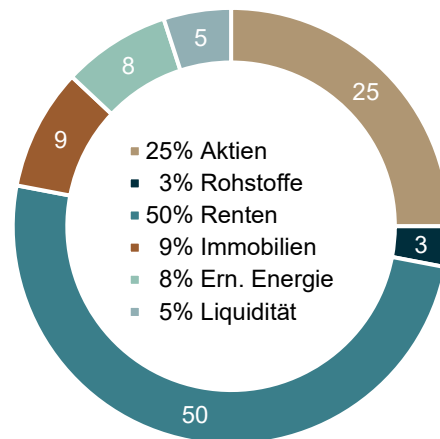
## Musterallokation

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

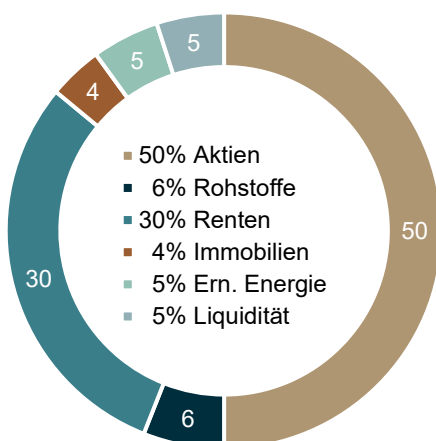
### Stabilität



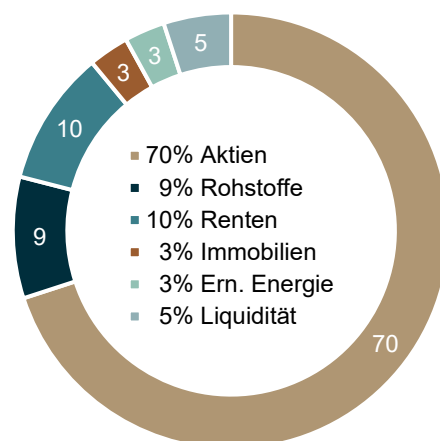
### Einkommen



### Wachstum



### Chance







# Interview zu den US-Wahlen

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Julius van de Laar

*Die Präsidentschaftswahlen in den USA am 5. November 2024 werfen zunehmend ihre Schatten voraus. Wahlentscheidungen in den USA besitzen aufgrund der globalen Rolle der USA in Wirtschaft und Finanz- und Börsenwesen eine zentrale Bedeutung bei der Einschätzung der Entwicklungen an den Finanzmärkten. Wir sind sehr froh, dass wir für das Interview mit Julius van de Laar einen profunden Kenner der USA im Allgemeinen und der US-Wahlen im Besonderen gewinnen konnten. Er ist Strategie- und Kampagnenberater und war Teil des Wahlkampfteams von Barack Obama in den Wahlkämpfen 2008 und 2012.*



**Herr van de Laar, der US-Wahlkampf drängt sich zunehmend auf die Titelseiten von Zeitungen und ist auch für die Finanzmärkte ein wichtiger Faktor. Die Konstellation ist einmalig: Ein abgewählter Ex-Präsident konkurriert mit der bisherigen Vize-Präsidentin, weil der Amtsinhaber aufgegeben hat. Ist das Rennen aus Ihrer Sicht aktuell offen?**

Ja! Dieser Wahlkampf ist quasi eine Achterbahnfahrt. So etwas haben wir bisher noch nicht gesehen. Das Rennen ist jetzt komplett offen. So urteilte gerade auch die New York Times, die schrieb, dass noch kein Wahlkampf vierzig Tage vor der Wahl in den Umfragen so eng war wie dieser.

**Mit der Nominierung von Kamala Harris haben die Demokraten plötzlich eine unerwartete Dynamik für ihre Kampagne erreicht. Aus Bidens Rückstand wurde in den Umfragen mit Harris zuletzt ein leichter Vorsprung**

**auf nationaler Ebene. Dies nutzte 2016 aber auch Hillary Clinton nichts. Ist es dieses Mal anders?**

Das Wahlrecht in den Vereinigten Staaten ist mit dem deutschen nicht zu vergleichen. Es kommt eben nicht auf die nationalen Umfragen an, sondern auf die Ergebnisse in den Swing States, den Staaten mit traditionell engen Ergebnissen und deshalb wechselnden Mehrheiten. Schlussendlich werden wenige Wähler in einer Handvoll Bundesstaaten wie Pennsylvania, Michigan, Wisconsin, Georgia, Nevada, Arizona und möglicherweise auch North Carolina diese Wahl entscheiden. Denn der Sieger auf Ebene des Bundesstaats erhält alle Stimmen der Wahlleute. Der Kandidat oder die Kandidatin, die schlussendlich zuerst auf die 270 notwendigen Wahlleute kommt, wird am Ende auch die Wahl gewinnen.

**Auf was kommt es denn in den letzten Wochen des Wahlkampfes besonders an? Welche Strategie legen die beiden Kandidaten jetzt an den Tag? Sehen Sie Unterschiede?**

Alles deutet darauf hin, dass die Wahl einmal mehr anhand von Wirtschaftsfragen entschieden wird. Das Gefühl der Amerikaner ist, dass die Wirtschaft im Keller ist und die Preise unendlich hoch sind. Dementsprechend fragen sie sich, wer die besseren Antworten für die Wirtschaft und bezüglich der hohen Inflation hat. Ich gehe davon aus, dass sowohl Kamala Harris als auch Donald Trump vor allem in den entscheidenden Swing States ihre Argumente dafür vor Ort vorbringen werden, warum sie die bessere Politik für niedrigere Preise und eine stabil wachsende Wirtschaft machen können.

**Aus europäischer Sicht überraschen immer wieder die „Teflon“-Eigenschaften eines Donald Trump. Sind bis zur Wahl noch juristische Einflüsse zu erwarten?**

Ich gehe nicht davon aus, dass juristische Manöver oder weitere Anklagen die Kampagne von Donald Trump maßgeblich beeinflussen. Warum? Naja, weil bei den Amerikanerinnen und Amerikanern das Verhalten Trumps mehr oder weniger eingepreist ist. In den letzten acht Jahren konnte das Verhalten von Trump genau beobachtet werden und wenn ich mir die Anklagen der letzten Jahre anschau

– jedes Mal sind Trumps Umfragewerte nach oben geschnellt! Oft gegen jegliche andere Erwartung.

**Sie waren für Obama ja zielgruppenspezifisch für die jüngere Generation erfolgreich im Einsatz. Wie sieht es aktuell bei den Kampagnen aus? Welche Rolle kommt dabei den sozialen Medien und der digitalen Welt zu? Wie sieht es mit Störungen oder Manipulationen etwa von russischer Seite aus?**

Sowohl Trump als auch Harris nutzen die sozialen Medien extrem intensiv, um noch einmal bestimmte Zielgruppen zu erreichen. Trump legt dabei den Fokus primär auf jüngere Männer. Dabei kommen Influencer wie Joe Rogan oder auch Jake Paul zum Einsatz, immer wieder mit sehr pointierten Botschaften und auch stark inszenierten Videos. Ähnlich wie auch schon 2016 kommt es aber auch wieder zu sogenannter „Election Interference“ oder Manipulationsversuchen, insbesondere von Russland. Das FBI hat aufgedeckt, dass Russia Today, der russische Nachrichtenkanal, Influencer in den Vereinigten Staaten bezahlt hat, um Pro-Trump-Inhalte zu publizieren und dies auch zur Anklage gebracht.

**Die US-Wirtschaft verliert derzeit zunehmend an Dynamik, der Arbeitsmarkt ist weniger robust und große Teile der Bevölkerung kämpfen mit den Folgen der hohen Inflation. Welche Rolle spielen inhaltliche oder programmatische Themen?**

Im Wahlkampf gilt der Grundsatz „Perception is Reality“, die Wahrnehmung ist die Realität. Die Realität sieht eigentlich so aus, dass die Konjunkturdaten viele von uns in Europa neidisch auf die Vereinigten Staaten blicken lassen. Vor allem das Wirtschaftswachstum ist in den USA deutlich höher als bei uns. Nichtsdestotrotz ist die Stimmung schlecht, obwohl es unter der Regierung Joe Biden und auch Kamala Harris gelungen ist, 15 Millionen neue Jobs zu kreieren, den Inflation-Reduction-Act durchzusetzen, den CHIPS Act umzusetzen und ein großes Infrastrukturpaket aufzusetzen. Dennoch ist die Wahrnehmung der Amerikaner, dass ihre persönliche wirtschaftliche Lage signifikant schlechter ist als in den Zeiten unter Donald Trump! Darüber hinaus spielt selbstverständlich auch die kontroverse Einwanderungsdebatte eine große Rolle. Wenn man sich Umfragen anschaut, welche Themen die Amerikaner am meisten beschäftigen, ist es aber die wirtschaftliche Lage.

**Die Denke einer „Schuldenbremse“ wird ja schon im europäischen Ausland nicht verstanden. Aus den Wahlprogrammen beider Kandidaten lässt sich nur ein**

**sehr unverkrampftes Verhältnis zu (neuen) Schulden ableiten. Spielt das Thema in den USA gar keine Rolle?**

Die republikanische Partei war immer die Partei der „Fiscal Conservatives“, also Leuten, die die Staatsverschuldung auf keinen Fall erhöhen, sie im Gegenteil eigentlich reduzieren wollen. Schaut man auf die Entwicklung der Staatsverschuldung unter Trump, sieht man, dass unter seiner Präsidentschaft die Staatsverschuldung in die Höhe geschnellt ist. Trumps neue Vorhaben, im Falle eines Wahlsiegs sowohl Gewerbesteuer als auch die Steuern aller Amerikaner zu senken, die so genannten „Trump Tax Cuts“ gepaart mit den protektionistischen Maßnahmen wie der Zollpolitik lassen darauf schließen, dass die Staatsverschuldung in einer zweiten Amtszeit unter Trump nochmals signifikant nach oben gehen wird.

**Für die Finanzmärkte war in Wahljahren meist im Frühjahr zur Zeit des Nominierungswahlkampfes und im Herbst in den letzten Wochen des Wahlkampfes eine ungünstige Zeit. Wir bewerten es so: Finanzmärkte reagieren auf Phasen der Unsicherheit. Kommen die Fakten, dann tun sie sich leichter – man kann sogar von einer Nachwahlrallye sprechen. Rechnen Sie mit einem Ergebnis im Verlauf des 6. Novembers und geordneten Übergabeprozessen in der Folge?**

Wir müssen von einem engen Wahlergebnis ausgehen – wenn dies überhaupt schon am 6. November vorliegt. Nach der letzten Wahl wurden in vielen Bundesstaaten die Wahlergebnisse angefochten und nachgezählt. Ich halte es für sehr wahrscheinlich, dass dies wieder geschehen wird. Wenn ich mir die Rhetorik insbesondere von Donald Trump anhöre, wird diesbezüglich schon wieder vorgebaut. Er äußert zumindest große Bedenken, ob bei dieser Wahl alles mit rechten Dingen zugeht. Rein objektiv betrachtet, gibt es keinerlei Hinweise dafür, dass es 2020 Wahlbetrug gab, und ich rechne damit, dass auch dieses Mal die Wahl fair und gerecht vonstattengeht. Die Bilder vom 6. Januar 2021 aus Washington haben uns nachhaltig schockiert. Ich gehe davon aus, dass die Behörden aus diesem Grund auch deutlich mehr Anstrengungen unternehmen werden, die Integrität der Wahl zu schützen und sich gegen solche Unruhen zu wappnen. Es gibt allerdings diverse Umfragen, die die Gewaltbereitschaft der Amerikaner abfragen, sollte ihre Partei die Wahl verlieren. Zuletzt sagten 15 % der Amerikaner „We will take action“, also „Wir sind bereit, zu handeln!“ Dies, gepaart mit den mehr als 400 Millionen Waffen in privaten Händen, macht mir große Sorgen.

**Wenn wir schon bei der Nachwahlzeit sind. Wie ist Ihr Blick auf die Situation nach einem so polarisierenden Wahlkampf? Wird es der neuen Präsidentin oder dem neuen Präsidenten gelingen, die sich gerade im Wahlkampf gefährlich vertiefenden Gräben zu überbrücken?**

Joe Biden ist bereits 2020 angetreten, das Land zu einen und Amerikas Wunden zu heilen. Offensichtlich ist ihm dies nicht gelungen, und die Gräben sind tiefer als je zuvor. Es ist schwer vorstellbar, dass Donald Trump, das gespaltene Amerika in einer zweiten Amtszeit zusammenführen kann und ähnliches gilt auch für Kamala Harris nach dem polarisierenden Wahlkampf. Dementsprechend bin ich wenig zuversichtlich, dass die United States of America auch nach der Wahl oder nach der Amtseinführung 2025 wirklich united und vereint sein werden.

**Julius van de Laar, ganz herzlichen Dank für diese Einblicke in den in diesem Jahr so besonders spannenden US-Wahlkampf. und die Meinungen und Haltung der Amerikanerinnen und Amerikaner vor der Wahl**



#### **Kurz-Vita: Julius van de Laar**

Julius van de Laar studierte in den USA Politik- und Kommunikationswissenschaften. 2007 wurde er Wahlkampfmitarbeiter bei der ersten Kampagne Barack Obamas. Im Speziellen war er in Ohio für die Zielgruppe der 18- bis 29-jährigen im Einsatz. 2012 war er erneut Teil von Obamas Wahlkampfteam. Dadurch besitzt er besondere Expertise für die Einschätzung der US-Politik und des US-Wahlkampfes.

Van de Laar ist als Politik-, Strategie- und Kampagnenberater sowie Vortragsredner tätig, berät Unternehmen, Verbände und Vereinigungen und ist als eloquenter und fachkundiger Gast häufig im TV in Gesprächssendungen zu Themen der US-Politik und US-Wahlen zu sehen.

## 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. September 2024

### Commerzbank AG

Zentrale  
Kaiserplatz  
Frankfurt am Main  
[www.commerzbank.de](http://www.commerzbank.de)

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

Group Research  
Chief Investment Office

