

COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Office

# Investment Perspektiven

Jahresausblick 2025





# Jahresausblick 2025

## America First – auch im Aktienportfolio



**Thorsten Weinelt**  
Chefanlagestrategie

- Trumps expansive Fiskalpläne sollten die US-Wirtschaft anschieben, während China nicht nur wegen der Gefahr eines Handelskriegs mit den USA nur mit zusätzlichen Maßnahmen sein Wachstumsziel erreichen dürfte. Chance auf konjunkturelle Belebung im Euroraum auch dank sinkender Leitzinsen im Jahresverlauf.
- Das positive Konjunkturbild sollte die Aktienhausse der letzten Quartale verlängern. Insbesondere US-Titel, z.B. Finanzwerte und Small- & Mid-Caps, sollten von Trump profitieren. KI dürfte neben IT auch Kommunikationsdienstleister und Zweitundenprofiteure beflügeln.
- Keine Chance ohne Risiko: Trumps Politik sollte inflationär wirken, sodass die globalen Anleiherenditen trotz Zinssenkungen auf Jahressicht kaum sinken dürften. Wir gewichten daher Anleihen unter, zugunsten von Aktien.
- Die Beimischung von Private Market Assets stabilisiert das Multi-Asset-Portfolio und steigert die Portfoliorendite durch die Vereinnahmung von Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien.

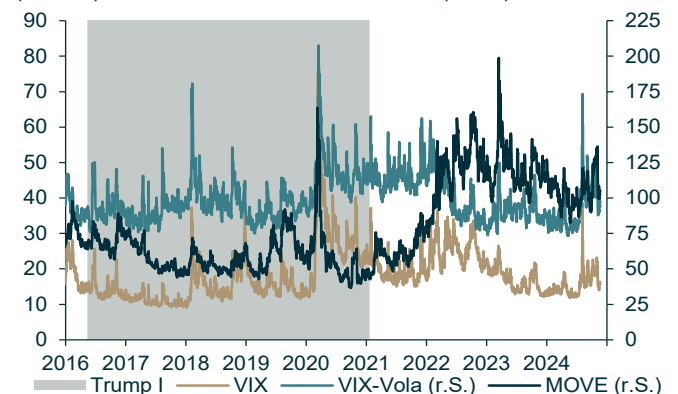
### Trump-Wahl und Aus der Ampel: Höhere Unsicherheit, aber auch neue Chancen für die Kapitalmärkte!

Auch wenn die Wettbüros einem Wahlsieg Donald Trumps die höchste Wahrscheinlichkeit zugebilligt hatten – die Deutlichkeit des Trump-Siegs mit klaren Mehrheiten sowohl im Senat wie im Repräsentantenhaus und auch der absoluten Mehrheit der Stimmen der Wähler („Popular Vote“) hat dann doch überrascht. Die rote Welle bedeutet: Trump kann durchregieren. Steuersenkungen für Unternehmen und Verlängerung der Einkommenssteuersenkungen, aber auch Importzölle in Höhe von 60 Prozent auf chinesische Produkte und zehn bis zwanzig Prozent auf alle anderen importierten Waren werden somit wahrscheinlicher. Dennoch sind viele der Trumpschen Wahlkampfaussagen wie die Zollandrohungen, die Halbierung des Ölpreises oder die Beendigung des

Ukraine-Kriegs in 24 Stunden eher als Agenda denn wörtlich zu nehmen. Denn vieles dürfte völlig unreflektiert auf Stimmungsgewinn und ohne Beachtung von Nebenwirkungen auf Wahlvolk oder Sponsoren geäußert worden sein. Man muss nach der Erfahrung von Trump 1.0. von Androhungen und dann folgenden Deals ausgehen. Was aber heißt das für die Kapitalmärkte im Jahr 2025? Die vielleicht einfachste und zugleich wichtigste Schlussfolgerung für die Anleger: der erratische Politikstil und die Unberechenbarkeit Trumps erhöht die politische Unsicherheit für die Kapitalmärkte und führt damit zu Unruhe. Vermehrte Volatilitätsspitzen bei Anleihen, Aktien und Rohstoffpreisen dürften die Folge sein.

### Post Trump: „Volatilere Volatilität“

Volatilitätsindizes für Aktien (VIX - S&P500), Anleihen (MOVE) und die Volatilität der Volatilität (VVIX)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Es überwiegen unserer Ansicht nach 2025 die Chancen für Anleger.

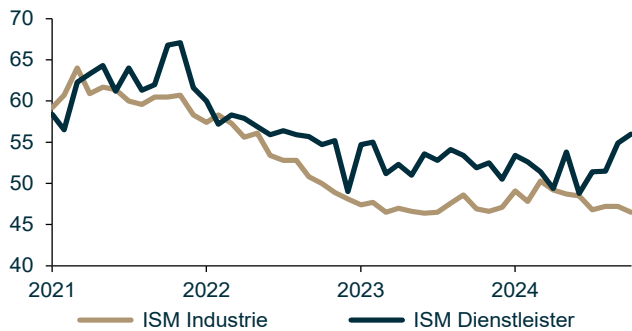
So dürfte sich das globale Wirtschaftswachstum im Laufe des Jahres 2025 erholen; eine Rezession ist deutlich unwahrscheinlicher geworden. Denn im bisherigen Problembereich, der Industrie stabilisieren sich z.B. die Einkaufsmanagerindizes in China, in Europa und in den USA auf niedrigem Niveau. Der Dienstleistungsbereich war bisher ohnehin recht robust und sollte es auch bleiben. Zudem gab es in der Berichtssaison für das 3. Quartal die ersten Lichtblicke; einige große Industrieunternehmen konnten die Märkte mit ihren Zahlen und Umsatz- und Gewinnaussichten überzeugen.





## Stimmung in der (US-)Industrie dürfte sich aufhellen

US-ISM-Indizes für Industrie und Dienstleister

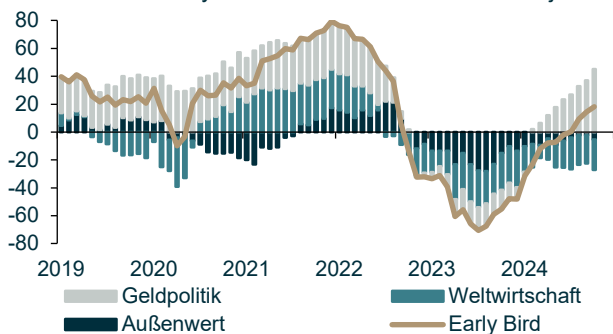


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Ein wesentlicher Faktor ist dabei die Geldpolitik, denn die Belastung durch höhere Leitzinsen ebbt zunehmend ab. Zudem haben die Notenbanken aufgrund des disinflationären Trends die Möglichkeit ihre Zinssenkungen fortzusetzen. Dabei sehen unsere Volkwirte mehr Potential für die EZB als für die Fed (siehe Seite 10). Denn neben einer weitgehend dem Notenbank-Ziel entsprechenden Inflationsrate dürfte sich die Konjunktur im Euroraum nur langsam erholen, was Zinssenkungen bis in den Sommer ermöglicht sollte. Ein Einlagensatz von 2% nahe dem neutralen Niveau dürfte die Konjunktur dann unterstützen.

## Geldpolitischer Impuls deutet im Euroraum und in Deutschland auf eine Erholung im zweiten Halbjahr

Commerzbank Early Bird Indikator für deutsche Konjunktur



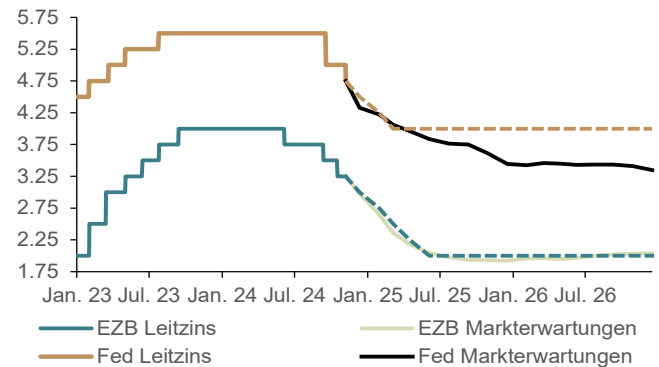
Quelle: Commerzbank-Research

Die Fed hingegen dürfte sich mit einer stabilen Konjunktur und einer inflationären Wirtschaftspolitik der neuen US-Regierung konfrontiert sehen und deshalb bei der Lockerung der Geldpolitik eher vorsichtig vorgehen. Unsere Volkwirte gehen davon aus, dass sie ihre Zinssenkungen im Frühjahr bei vier Prozent beenden wird, womit der Leitzins sich weiterhin auf einem eher restriktiven Niveau bewegen würde. Dabei könnte der politische Druck unter einer Trump-Administration für die Fed zunehmen, die Zinsen schneller und prononcierter zu senken. Das Thema Einflussnahme auf die US-Notenbank dürfte spätestens im ersten Halbjahr 2026 für die Marktteilnehmer relevant werden, wenn der Posten des Fed-

Chefs besetzt werden muss. Sollte die Unabhängigkeit der Fed vom Finanzmarkt infrage gestellt werden, dürfte das mittelfristig auch negativ auf den US-Dollar wirken.

## EZB hat mehr Spielraum für Zinssenkungen als die Fed

Fed-Funds-Rate, EZB-Einlagensatz, Commerzbank Prognosen und Markterwartungen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

In Summe sollte der fortschreitende Zinssenkungszyklus aber die Kreditvergabe weiter ankurbeln und die Unternehmensgewinne dürften wieder stärker zulegen, nicht zuletzt durch die bereits erwähnten US-Steuersenkungen und Deregulierungsmaßnahmen. Daher sehen wir auch die zu erwartenden Volatilitätsspitzen als Chance zur weiteren Aufstockung der Aktienquote. Auch in Deutschland könnte die Aussicht auf eine neue stabile Regierung nach dem Aus der Ampelkoalition dem Aktienmarkt einen neuen Schub geben, insbesondere dann, wenn marktwirtschaftliche Reformen wahrscheinlicher werden und Steuersenkungen für Unternehmen und Bürger sowie staatliche Investitionen in Infrastruktur, Bildung und Verteidigung im Mittelpunkt stehen sollten. Dieses könnte ein Thema für den Jahresverlauf werden.

## Was ist nach dem Machtwechsel in den USA das größte Risiko für die Kapitalmärkte?

Aus unserer Sicht und aus Sicht vieler institutioneller Investoren ist nach der Wahl Trumps die Antwort klar: Das größte Risiko für die Kapitalmärkte liegt mittel- bis langfristig in einem erneuten Anstieg der Inflationserwartungen und damit einhergehend einem ungeordneten, rasanten Anstieg der Kapitalmarktrenditen. Denn die Trumpsche Agenda wirkt insgesamt inflationstreibend. Zum einen dürften höhere Zölle über höhere Importpreise die Inflation anschieben, zum anderen dürften die geplanten Steuersenkungen nur zu einem geringen Teil durch höhere Zolleinnahmen gegenfinanziert werden. Es drohen – ohne weitere Maßnahmen – noch höhere Staatsdefizite und eine ausufernde Staatsverschuldung (siehe auch Seite 11). Darüber hinaus dürfte die restriktivere Migrationspolitik die Lohninflation vor allem im Niedriglohnssektor antreiben.



## Investorenumfrage: Was ist das größte Risiko für die Kapitalmärkte im Jahr 2025?



Quelle: BofA Global Fund Manager Survey. "Nach der Trump-Wahl" zeigt nur die Antworten, die nach der US-Wahl eingegangen

An den Anleihemärkten zeigte sich dies – einhergehend mit einer höheren Wahrscheinlichkeit für einen Wahlsieg von Donald Trump – bereits seit Mitte September: Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist um gut 80 Basispunkte nach oben geschneilt, wobei gut die Hälfte des Anstiegs auf höhere Inflationserwartungen zurückzuführen ist (siehe Grafik unten). Diesen rasanten Anstieg der Anleiherenditen hat der US-Aktienmarkt über die besseren Gewinnperspektiven und die Deregulierungsfantasie gut verdaut. Die Kurzfristperspektive rückläufiger Inflationsraten und weiterer Zinssenkungen seitens der Fed dürfte zunächst für Beruhigung am Rentenmarkt sorgen. Das Thema „Risikofaktor steigende Anleiherenditen“ könnte aber spätestens im zweiten Halbjahr 2025 – wenn die Auswirkungen der Trumpschen Politik absehbarer werden – wieder eine Rolle spielen. Für die Aktienmärkte dürften steigende Anleiherenditen und eine höhere Volatilität an den Rentenmärkten insbesondere dann zu einem Belastungsfaktor werden, wenn sich die 10-jährige US-Treasury-Rendite ähnlich dynamisch wie im Oktober 2023 der 5%-Marke nähern sollte, befeuert von Diskussionen über eine Wiederaufnahme von US-Leitzinserhöhungen.

### Steigende US-Treasury-Renditen durch Trumps Agenda sind das Hauptrisiko für die Aktienmärkte



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

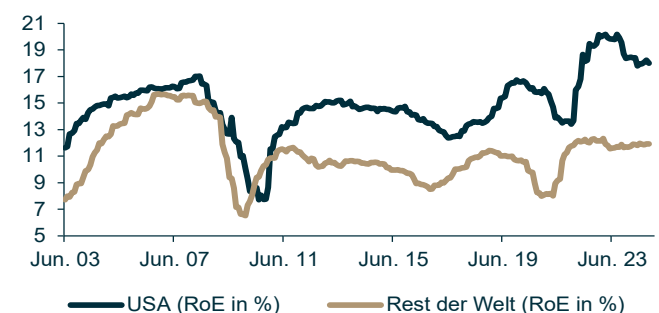
Eine globale Eskalation des Handelskonfliktes zwischen China und den USA wird als zweitgrößtes Risiko gesehen. Auf Basis der im Wahlkampf aufgezeigten Trumpschen Zollagenda erscheint dies berechtigt, zumal mit Gegenmaßnahmen zu rechnen wäre, die im Falle Chinas zu einem Belastungsfaktor für die großen US-Tech-Unternehmen werden könnten. Gerade deshalb dürfte es aber nicht im US-Interesse liegen, den Handelskonflikt mit China auf die Spitze zu treiben. Generell bleibt dabei abzuwarten, inwieweit Trump durch seine Zollpolitik, niedrige Energiekosten und niedrigere Unternehmenssteuern ausländische Unternehmen überzeugen kann, Produktionskapazitäten in die USA zu verlagern, um damit das Wachstum anzukurbeln. In jedem Fall erhöht die Trumpsche Agenda den Druck auf europäische Nationen und insbesondere Deutschland, die Standortqualität zu verbessern.

### Aktienthemen für 2025 sind Made in USA: Künstliche Intelligenz, Deregulierung & Altersvorsorge, Infrastrukturinvestitionen, sowie ein Revival der Small- & Mid-Caps.

Der US-Aktienmarkt dürfte 2025 erneut den Ton angeben. Dies liegt an den geschilderten Makrotrends, den Trumpschen Steuerplänen aber auch am besonderen US-Branchenmix. Hinzu kommt der grundsätzliche Vorsprung der US-Unternehmen bezüglich der Profitabilität, denn die US-Unternehmen weisen seit vielen Jahren eine deutlich höhere Eigenkapitalrendite auf.

### US-Unternehmen sind weltweit Benchmark in puncto Profitabilität

Eigenkapitalrendite (RoE) in %



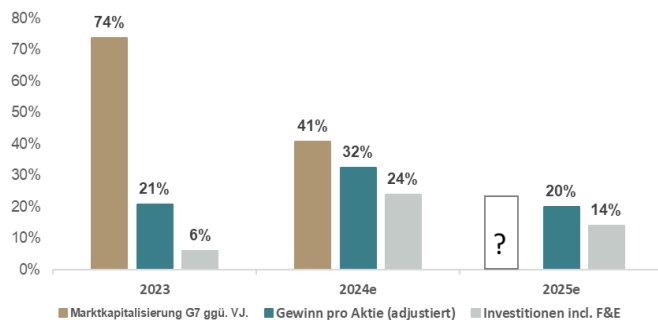
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aus unserer Sicht wird 2025 – wie 2023 und 2024 – das Thema Künstliche Intelligenz und die Entwicklung der großen US-Tech Unternehmen (Glorreiche 7) für die Aktienmärkte maßgeblich sein. Dabei stehen die US-Tech-Mega-Caps vor der Herausforderung, die Marktteilnehmer trotz der gestiegenen Markterwartungen und der ambitionierten Bewertungen mit ihren Ergebnissen und Ausblicken überzeugen bzw. immer wieder positiv überraschen zu müssen.



## Glorreiche 7: Herausforderungen werden größer!

Veränderung ggü. Vj in %: Marktkapitalisierung, Gewinn je Aktie (adjustiert), Investitionen u.a. Forschung & Entwicklung



\*Glorreiche 7/G7: Alphabet, Apple, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla  
Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Für 2025 rechnet der Markt mit einem weiteren Anstieg der Gewinne von rund 20 %. Gestützt durch massive Investitionen sollte dies zwar erreichbar sein. Die Bewertungen bilden diese hohen Wachstumserwartungen allerdings weitgehend ab. Mit nachlassender Überraschungs- und Gewinndynamik dürften die US-Tech-Mega-Caps dann anfälliger für Kursrücksetzer werden. Eine Diversifikation in KI-Zweitundenprofitereure wird unseres Erachtens 2025 wichtiger, wobei der strukturelle KI-Wachstumstrend intakt bleibt und Anwendungsszenarien speziell in den Bereichen Automatisierung/ Robotik mittelfristig neue Kurspotentiale eröffnen (siehe Seite 21 „KI-Diversifikation chancenreicher als Konzentration“).

## Wir bleiben übergewichtet im Tech-Sektor und stufen den Kommunikationssektor hoch auf Übergewichten.

Die Forschungs- und Entwicklungsausgaben (F&E) und Investitionen, die in diesem Jahr um 24% ggü. Vj. aufgestockt werden sollten (siehe obige Grafik), stehen dabei indikativ für das Potential des Megatrends. Darin sind auch Investitionen in Rechenzentren von rd. 230 Mrd. US-Dollar enthalten. Neben den notwendigen Investitionen in Rechenzentren dürften auch Investitionen in mobile Endgeräte erfolgen, denn diese bilden im Zusammenhang mit der nächsten Generation der KI-Modelle den Nährboden u.a. für „Killerapplikationen“, welche KI dann zum endgültigen Durchbruch verhelfen sollten.

## Deregulierungsfantasie und Wachstumstrend Altersvorsorge sprechen für eine nachhaltige Outperformance der Finanzbranche.

Die Perspektive auf eine erneute Deregulierungswelle durch die Trump-Administration dürfte die Finanzbranche nachhaltig beflügeln. Zudem kommt mit der Überalterung der Gesellschaft die staatliche Altersversorgung an ihre Grenzen. Die steigende Nachfrage nach privater und individualisierter Absicherung und Vorsorge führt zu strukturellem Wachstum, das speziell Asset Manager begünstigt (siehe Seite 23).

## Industrie/Versorger: Modernisierung und Ausbau der Infrastruktur erfordert signifikantes Investitionsvolumen.

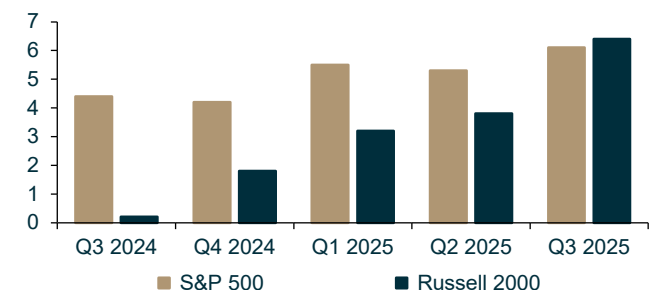
Der hohe Investitionsbedarf in den Auf- und Ausbau sowie in die Modernisierung veralteter Infrastruktur verspricht langfristig strukturelles Wachstum. Profiteure sind Infrastrukturbetreiber, bspw. von Energie-, Transport-, Telekommunikationsnetzen, und deren industrielle Zuliefererkette (siehe Seite 24).

## Sich aufhellende US-Frühindikatoren, sinkende Zinsen und Trumps binnenorientierte Politik verbessern die Aussichten für US-Mid- & Small-Caps.

In den letzten drei Jahren waren die Mid- & Small-Caps nicht gefragt. Nicht zuletzt hatten der Zinserhöhungszyklus, höhere Energiekosten und der enge Arbeitsmarkt den kleineren und mittleren Unternehmen stärker zugesetzt; der Gewinnrend gegenüber den Large Caps fiel deutlich ab. Das Blatt dürfte sich aber im Laufe von 2025 zugunsten der Small- & Mid-Caps wenden. Zum einen profitieren diese überproportional von sinkenden Leitzinsen und den zuletzt fallenden Energiepreisen, zum anderen verbessern die geplanten Steuersenkungen und die binnenorientierte und protektionistische Politik Trumps die Gewinnperspektiven. In der Tat rechnen die Analysten mit einer regelrechten Aufholjagd der Small- & Mid-Caps gegenüber den Large Caps (siehe Grafik unten). Damit dürften Investoren 2025 wieder stärker die Small- & Mid-Caps ins Visier nehmen. Zudem winkt Rückenwind durch M&A-Fantasie, da M&A-Transaktionen bei Small- & Mid-Caps zuletzt deutlich zugenommen haben (siehe auch Seite 19). Auch bei europäischen und deutschen Mid- & Small-Caps dürften sich die Perspektiven im Jahresverlauf mit der allmählichen konjunkturellen Erholung und den sinkenden Zinsen verbessern.

## Aufholjagd: Kehren US Small- & Mid-Caps zu starkem Umsatzwachstum zurück?

Erwartetes Umsatzwachstum für die Quartale in %



Quelle: Bloomberg Markterwartungen, Commerzbank-Research

Für die Emerging Markets (neutral gewichtet) hängt eine bessere Einstufung an überzeugenden Wachstumsprogrammen Chinas. Favoriten sind für uns aus dieser Ländergruppe neben dem niedrig bewerteten brasilianischen Aktienmarkt neu



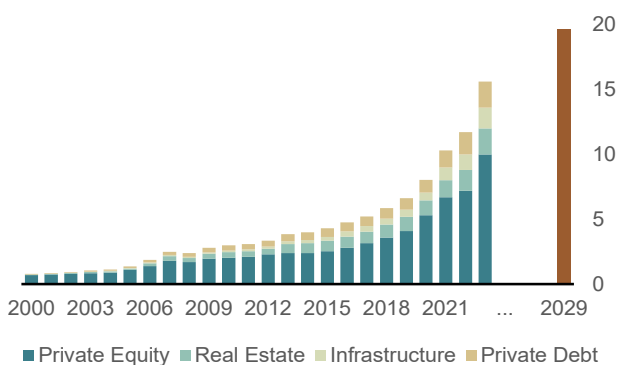
Indien, das das Prädikat Wachstumsland besonders verdient (Details Seite 17). Zurückhaltend bleiben wir vorerst bei den europäischen Aktienmärkten. Im weiteren Jahresverlauf sollten es aber zum Beispiel ein sich verbessernder Gewinnrendrend oder eine politische Reformagenda durchaus ermöglichen, diese Haltung aufzugeben.

**Alternative Assets: Mit den neuen ELTIF Strukturen ergeben sich für Privatanleger Chancen, ihre Portfolios mit attraktiven Private Markets Lösungen zu diversifizieren, die eine Verbesserung des Risiko/Ertragsprofils ermöglichen. Wir präferieren Private Equity, (erneuerbare) Infrastruktur und Private Debt Lösungen.**

Der starke Trend zu semi-liquiden Private Markets Lösungen für Privatanleger setzt sich fort, die in Europa vor allem über neue flexible ELTIF (European Long-Term Investment Fund) Strukturen abgebildet werden. Privatanleger erhalten damit regelmäßig Zugang zu einem renditestarken Marktsegment, das bislang institutionellen Anlegern vorbehalten war. Die Private Markets Produkthanbieter verbreitern dadurch ihre Investorenbasis und werden unabhängiger von institutionellen Produktzyklen. Private Markets Assets dürfte in den nächsten fünf Jahren ein Volumen von rund 19.500 Mrd. USD erreichen (siehe Grafik unten), was derzeit etwa der doppelten Marktkapitalisierung des MSCI World All Countries Small Cap und rund 25% des MSCI World All Countries Index entspricht.

**Stark wachsendes Segment der alternativen Assets bietet Chancen für Privatanleger**

In alternativen Assetklassen verw. Vermögen (in Bio. USD)



Quelle: Blackrock, Preqin "The Future of Alternatives 2029" Report, September 2024, Werte beziehen sich aufs Jahresende. 2029 Prognose.

Das rasante Wachstum ist zum einen auf den nachhaltigen Erfolg der Private Equity Branche zurückzuführen, zum anderen auf die Innovationskraft und die Eigenmittelbeschaffung der alternativen Asset Manager, die es immer wieder geschafft haben, neue Wachstumstrends zu erkennen und in erfolgreiche Investitionsstrategien umzusetzen. Aktuelle

Wachstumschancen bieten sich neben den klassischen Bereichen der Private Equity und Private Debt Investments insbesondere in den Bereichen erneuerbare Energieinfrastruktur und „grüne“ Rechenzentren.

**Unsere Renditeerwartungen für Private Markets Assets für die nächsten 10 Jahre**

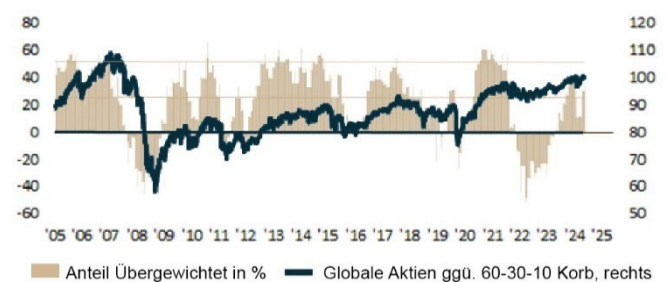
Anlageklasse	Erwartete Rendite (% p.a.)
Private Equity (PE)	12,0 %
Private Debt (PD)	8,5 %
Infrastruktur (inkl. „grüner“ Rechenzentren)	12,0 %
Erneuerbare Energien mit Leverage	7,0 %
Erneuerbare Energien ohne Leverage	4,5 %
Immobilien	3,5 %

Quelle: Commerzbank Research

Das Aufkommen des Angebotes durch semi-liquide ELTIF-Strukturen ermöglicht auch Privatinvestoren eine Partizipation an diesen attraktiven Risiko/Ertragsprofilen. Vorteile dieser semi-liquiden alternativen Assets liegen für den Privatanleger in der Vereinnahmung von Illiquiditäts- oder Komplexitätsprämien in der Größenordnung von einem bis fünf Prozentpunkten oberhalb der entsprechenden liquiden Assets Aktien und Unternehmensanleihen. Darüber hinaus ermöglicht eine Beimischung von alternativen Assets eine Verbesserung des Risiko/Returnprofils eines Multi-Asset Portfolios. Dabei kommt der Manager-Auswahl eine entscheidende Rolle zu.

**Optimismus ist zurückgekehrt, aber noch keine Euphorie**

Netto Anzahl Investoren mit Aktienübergewicht in %



Quelle: BofA Global Fund Manager Survey

**Investorenstimmung und Positionierung: Der Optimismus ist zurückgekehrt, aber noch nicht auf einem extremen Niveau.**

In der jüngsten Umfrage unter internationalen Asset Managern wird deutlich, dass der Risikoappetit wieder zugenommen hat. Rund ein Drittel der Befragten gab an, übergewichtet in Aktien zu sein (siehe Grafik oben). Das ist aber noch weit weg von den extremen Werten von über 60 Prozent, die



in den letzten zwanzig Jahren immer wieder erreicht wurden. Damit ist etwas Optimismus zurückgekehrt, von Euphorie kann aber bei Weitem noch keine Rede sein. Es gibt also noch genügend „marginale Käufer“, die bei einer weiteren Aufhellung der Konjunktur ihren Risikoappetit hochfahren und risikobehaftete Assets zukaufen können.

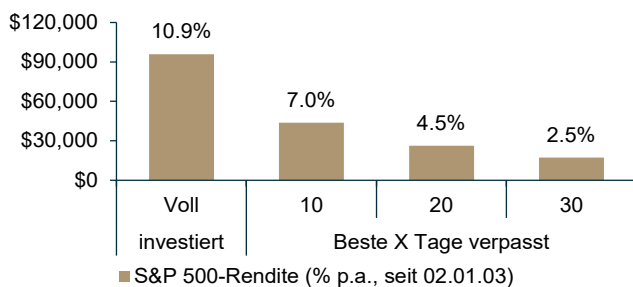
### Asset Allokation: Mit mehr Aktien ins Jahr 2025!

Mit der Trump-Präsidentschaft besteht zwar das Risiko einer erratischeren Politik, die an den Finanzmärkten nach den berechenbaren Biden-Jahren für mehr Unruhe sorgen kann. Mit dem Machtwechsel dürfte zugleich die Sorge vor zu hohen Staatschulden zunehmen und eine weitere Ursache für Volatilitätsspitzen an den Finanzmärkten darstellen. Wie aber sollten sich Anleger auf eine Phase erhöhter Unsicherheit und potenzieller Volatilität bei gleichzeitiger Weichenstellung für unternehmerische Chancen an den Finanzmärkten einstellen? Wie die Portfolios ausrichten? Aus unserer Sicht ist die beste Antwort: Investiert bleiben unter Betonung der unternehmerischen Komponente. Dies setzen wir mit einer Höhergewichtung der Aktie, aber auch entsprechenden alternativen Assets um. Hierbei legen wir das Hauptaugenmerk auf Private Equity, (erneuerbare) Infrastrukturlösungen und Private Debt. Insbesondere die letztere Assetklasse hat mittlerweile mit aktienähnlichen Renditen zwischen 8-10% ein hochattraktives Risiko/Ertragsprofil. Daneben bieten sich konservative Immobilieninvestments zur Diversifikation an.

Durch Positionen auch in Renten und Gold verbessern sich so die Portfolioeigenschaften durch die Erhöhung der erwarteten Rendite bei gleichzeitiger Reduktion des Risikos durch Diversifikation. Insbesondere bei steigenden Inflationserwartungen ohne Anstieg der Realrenditen dürfte Gold sich als Inflationsabsicherung bewähren. Eskalieren geopolitische Risiken dürfte es zusammen mit Staatsanleihen aus sicheren Häfen portfoliostabilisierend wirken.

### Investiert bleiben! Risiko auch durch Nicht-Investition

Jährliche Performance eines S&P 500-Investments in Höhe von 10.000 US-Dollar; Zeitraum Jan. 2003 bis Okt. 2024



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die Grafik links zeigt die Opportunitätskosten für Anleger des „Nicht-Investiert-Seins“. Der Versuch den Markt zu timen und sich vom Markt „rechtzeitig“ zu verabschieden, führt in der Regel zu erheblich schlechteren Ergebnissen. Denn die Performance wird vor allem in den Erholungsphasen gemacht, bei denen der Anleger dann meistens nicht dabei ist. Hätte man am Aktienmarkt die besten 10 Tage aus den letzten 20 Jahren verpasst, so sinkt die durchschnittliche Performance eines Investments z.B. in den S&P 500 von 10,9% auf gerade einmal 7,0%. Ohne die besten 30 Tage schrumpft die Performance auf 2,5% zusammen. Der wesentliche Performancetreiber für einen Privatanleger ist – mit großem Abstand – weder die Asset Allokation noch die Einzeltitelauswahl, sondern der Umstand, mit einem wesentlichen Teil des Vermögens mit einem der Risikotragfähigkeit und den Ertragserwartungen angemessenen Investmentprofil investiert zu sein.

### Meine Empfehlung für Sie

Mit Trump 2.0, der nach seinem klaren Sieg und einer republikanischen Mehrheit im Senat und Repräsentantenhaus durchregieren kann, haben sich die Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte nachhaltig geändert. Trumps erratischer Politikstil und seine inflationären Wirtschaftspläne dürften regelmäßig zu Volatilitätsspitzen an den Finanzmärkten führen. Wir sehen dadurch überwiegend Chancen, denn die Weltwirtschaft dürfte sich nach der jüngsten Verlangsamung im nächsten Jahr wieder auf Erholungskurs befinden. Inflationsraten nahe den Notenbankzielen und weitere Zinssenkungen dürften in den kommenden Monaten die Rentenmärkte beruhigen und die Basis für eine positive Performance risikobehafteter Anlagen legen. Vor diesem Hintergrund bleiben wir positiv gestimmt und sehen auch für das Jahr 2025 – nach den zwei sehr guten Jahren 2023 und 2024 für risikobehaftete Assets – Chancen mit einem Multi-Asset-Portfolio mit Fokus auf der Aktie, die Inflation nachhaltig und deutlich zu schlagen. Es gilt, investiert zu bleiben und die Marktchancen zu nutzen!





## Positionierungsempfehlungen

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

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 type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Energie	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kommunikationsdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" 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 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 type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesundheit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Immobilien	<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 type="checkbox"/>	<input checked="" 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

## Fünf Fragen für 2025

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

- Der neue US-Präsident dürfte mit höheren Zöllen und einer expansiven Finanzpolitik das Wachstum der US-Wirtschaft 2025 etwas anschieben.
- Nicht nur wegen des sich abzeichnenden Handelskriegs mit den USA dürfte die chinesische Wirtschaft auch 2025 relativ schwach zulegen.
- In Deutschland und im Euroraum dürfte sich die Konjunktur allmählich beleben, wobei das Wachstum aber voraussichtlich sehr verhalten bleiben wird.
- In den USA wird die Inflation wohl durch höhere Zölle und eine stärkere Konjunktur angeschoben, während die schwache Konjunktur sie im Euroraum bremst.
- Die Fed dürfte ihre Zinssenkungen früher beenden als die EZB.

Wie immer ist der Ausblick auf das kommende Jahr unsicher. Für uns stellen sich in Hinblick auf die wirtschaftliche Entwicklung fünf Fragen:

### 1. Was macht Trump?

Die dringendste Frage nach dem Wahlsieg Trumps ist sicherlich, inwieweit er seine Ankündigungen während des Wahlkampfes tatsächlich umsetzen wird. Wir gehen davon aus, dass er die Importzölle insbesondere für chinesische Produkte anheben wird. Und auch die EU könnte hier ins Visier geraten, wobei es hier sicherlich zuerst Verhandlungen zwischen den beiden Parteien geben dürfte, sodass etwaige Zölle wohl erst 2026 greifen würden.

Zudem dürfte die Trump-Administration eine expansive Finanzpolitik betreiben und dabei unter anderem die Unternehmenssteuern senken. Zusammen mit den höheren Zöllen wird dies die Nachfrage nach in den USA gefertigten Gütern stärken. Damit wird eine Rezession in den USA noch unwahrscheinlicher. Einen großen Wachstumsschub dürfte es aber auch kaum geben, da die Wirtschaft schon stark ausgelastet ist, weshalb die Unternehmen ihre Produktion kaum im gleichen Umfang hochfahren werden wie die Nachfrage zulegen. Damit dürfte die Wirtschaftspolitik Trumps in erster Linie die Inflation anschieben (siehe auch Punkt 4).

### 2. Schafft China die Wende?

Der sich abzeichnende Handelskrieg mit den USA trifft die chinesische Wirtschaft zu einem sehr ungünstigen Zeitpunkt.

Denn sie leidet immer noch unter den Nachwirkungen der geplatzten Immobilienblase. Hinzu kommt eine Politik, die zunehmend versucht, die Wirtschaft zu lenken, und dabei nur bestimmte Branchen fördert. Die Politik der vergangenen Jahre scheint das Vertrauen bei Investoren und auch den Konsumenten nachhaltig erschüttert zu haben. So mögen die zuletzt beschlossenen Stimulierungsmaßnahmen und Zinssenkungen die Konjunktur stützen. Die Nachfrage nach Gütern aus Europa dürfte aber weiter schwach bleiben, so dass sie – anders als vor der Pandemie – die Konjunktur in Deutschland und den anderen Euro-Länder weiter nicht anschieben wird.

### 3. Euroraum/Deutschland: Wann dreht die Konjunktur?

Mit der voraussichtlich weiter schwachen Nachfrage aus China bleibt einer der Faktoren bestehen, die die Wirtschaft im Euroraum und insbesondere in Deutschland in diesem Jahr gebremst haben. Andere Belastungsfaktoren wie die hohen Energiepreise und die hohen Zinsen dürften aber zunehmend an Bedeutung verlieren, da sich Unternehmen und private Haushalte hieran weitgehend angepasst haben. Vielmehr werden sich im Verlauf des kommenden Jahres wohl zunehmend die Zinssenkungen der EZB bemerkbar machen und eine Erholung der Wirtschaft unterstützen.

### Stimmung bei Unternehmen weiter verhalten

Euroraum, Zusammengefasster Einkaufsmanagerindex für die Industrie und den Dienstleistungssektor, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Angesichts der bis zuletzt schwachen Stimmungsindikatoren (siehe Grafik) ist mit dieser Belebung aber wohl erst im Frühjahr des kommenden Jahres zu rechnen ist. Zudem dürfte



diese eher verhalten ausfallen. Denn viele Euro-Länder wie Frankreich und Italien müssen ihre Budgetdefizite verringern, sodass die Finanzpolitik die Konjunktur eher bremsen wird, und gerade in Deutschland dürften die strukturellen Probleme einem starken Aufschwung im Wege stehen.

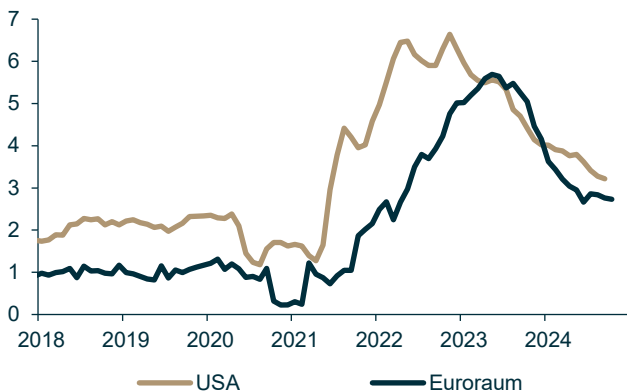
Ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor ist die Handelspolitik der Trump-Administration. Denn ein Handelskrieg mit den USA würde die europäische Wirtschaft sicherlich spürbar belasten.

#### 4. Ist das Inflationsproblem gelöst?

Im Verlauf dieses Jahres ist die Inflationsrate sowohl in den USA als auch im Euroraum deutlich gefallen und liegt inzwischen wieder recht nahe am Ziel der Notenbanken von 2%. Rechnet man die häufig sehr volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise heraus, liegt die Teuerungsrate noch etwas höher, aber auch bei der so definierten Kernteuerungsrate zeigt die Tendenz nach unten.

#### Kerninflationen deutlich gefallen, aber noch über 2%

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

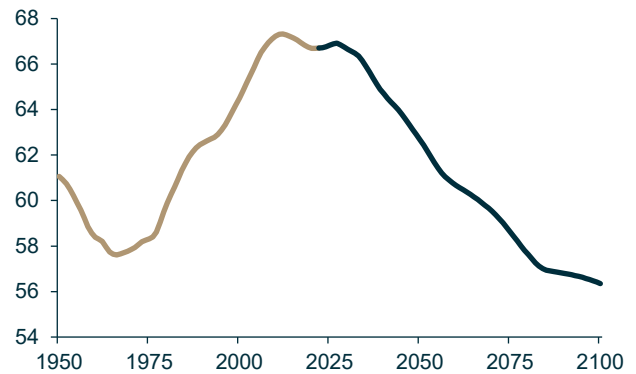


Quelle: S&P Global, BEA, Eurostat, Commerzbank-Research

Gelöst ist das Inflationsproblem damit aber wohl noch nicht. So verringert sich weltweit Demographie bedingt das Angebot an Arbeitskräften, was die Löhne für sich genommen schneller steigen lässt, während in den vergangenen fünfzig Jahren das Arbeitskräfteangebot zunahm und damit die Löhne bremste (siehe Grafik rechts). Hinzu kommen die Kosten der Klimawende und ein zunehmender Protektionismus.

#### Demographische Zeitenwende

Anteil der 15- bis 64-jährigen an der Gesamtbevölkerung, in Prozent, Welt ohne Afrika und Südamerika, ab 2024 Prognose



Quelle: UN, Commerzbank-Research

Trotz dieser Faktoren kann eine schwache Konjunktur und ein deshalb schwächerer Arbeitsmarkt die Inflation für eine gewisse Zeit bremsen. Dies ist im kommenden Jahr für Deutschland und den gesamten Euroraum zu erwarten. Hier dürfte sich 2025 auch die Kernteuerungsrate dem EZB-Ziel von 2% annähern. Bei einer besseren Konjunktur werden die Preise in den folgenden Jahren aber voraussichtlich wieder stärker zulegen als sie es in den zehn Jahren vor Ausbruch der Corona-Pandemie getan haben.

In den USA wird die Kernteuerungsrate nächstes Jahr weiter über dem Notenbank-Ziel liegen. Denn die sich abzeichnenden deutlich höheren Zölle zumindest auf chinesische Importe werden diese Güter deutlich verteuern. Zudem dürfte hierdurch und infolge der zu erwartenden expansiven Finanzpolitik die Nachfrage nach in den USA gefertigten Gütern zunehmen. Diese zusätzliche Nachfrage trifft auf bereits hoch ausgelastete Kapazitäten, woraufhin die Preise anziehen dürften.

#### 5. Wann stoppen EZB und Fed ihre Zinssenkungen?

Die wohl inflationäre Wirtschaftspolitik der neuen US-Regierung und die weiterhin stabile US-Konjunktur dürften die Fed bei der Lockerung der Geldpolitik eher vorsichtig vorgehen lassen. Wir gehen davon aus, dass sie ihre Zinssenkungen im Frühjahr bei 4,0 % beenden wird, womit der Leitzins sich weiterhin auf einem eher restriktiven Niveau bewegen würde. Die EZB wird hingegen die Zinsen angesichts einer sich nur allmählichen belebenden Konjunktur und einer weitgehend dem Notenbank-Ziel entsprechenden Inflationsrate bis in den Sommer senken. Mit 2,0 % dürfte sich der Einlagensatz dann eher unter dem neutralen Niveau befinden, so dass die Geldpolitik mit Blick auf 2026 die Konjunktur anschieben dürfte.



# Anleihen

## Zurück zur Normalität

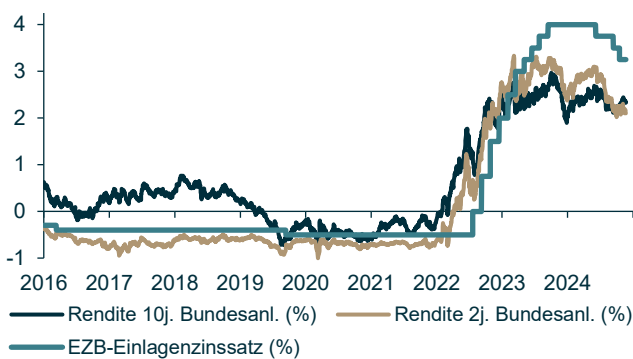
**Martin Hartmann**, *Seniolexperte Anleihen und Währungen*

- Zinskurven dürften vom kurzen Ende her steiler werden.
- Langes Ende von rekordhohen Emissionen belastet.
- EZB-Nachfrage fällt ganz weg.

### Steilere Zinskurven bei Staatsanleihen

In weiten Teilen von 2023 waren die Zinskurven im Bereich von zwei bis zehn Jahren invers, d.h. die Renditen im kürzeren Laufzeitenbereich lagen über dem Renditeniveau im langen Laufzeitenbereich. Das hat sich rasch geändert. Treiber dafür war der Beginn der Leitzinssenkungen u.a. der Europäischen Zentralbank (EZB), der US-Notenbank (Fed) und der Bank of England (BoE), die die kurzlaufenden Renditen kräftig nach unten gedrückt haben. Im längeren Laufzeitenbereich liegen die Renditen meist wieder höher, ausgelöst unter anderem durch erneut steigende Inflationserwartungen. Insbesondere in den USA haben im Vorfeld und nach der Präsidentschaftswahl die Inflationserwartungen wieder kräftig zugelegt. Im Euroraum werden die Renditen längerer Laufzeiten von den USA her belastet. Der Zinssenkungsprozess der Notenbanken wird die Geldmarktsätze und die Renditen kurzlaufender Anleihen weiter nach unten führen. Mit der Aussicht auf steilere Zinskurven, ausgehend vom kurzen Laufzeitenbereich, stufen wir den kurzen und mittleren Laufzeitenbereich am attraktivsten ein.

### Längerlaufende Renditen liegen wieder über den kurzen Bundesanleihen; Rendite in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Wir präferieren weiterhin kurze und mittlere Laufzeiten

Die Renditen an den Staatsanleihemärkten sind zuletzt wieder deutlich gestiegen. Denn mit dem Wahlsieg Trumps zeichnen sich in den USA deutlich umfangreichere Staats-

anleiheemissionen ab, was sich schon jetzt am Rentenmarkt auswirkt. Im Euroraum ist die Lage nach dem Aus der deutschen Ampelregierung ähnlich. So erhöht sich die Unsicherheit an den Märkten deutlich und ließ nicht nur die Bundrenditen kurzfristig ansteigen, sondern auch die Renditen anderer europäischer Staatsanleihen. Der weitere Ausblick lässt kaum auf rückläufige längerfristige Renditen hoffen. In den nächsten Monaten können die rückläufigen Inflationsraten und die Leitzinssenkungen die Renditen zwar noch einmal etwas nach unten bringen, das Potenzial für Rückgänge bleibt aber bei den längeren Laufzeiten gering. Sie liegen immer noch deutlich unter den aktuellen Leitzinsen und haben die Zinssenkungen größtenteils schon eingepreist. Vielmehr spielt die hohe Verschuldung eine Rolle. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sehen wir in diesem Umfeld im nächsten Jahr wenig verändert in einer Spanne von 2 % bis 2,5 % und in den USA leicht höher zwischen 4,2 % bis 4,7 %.

Die Performanceaussichten für Bundesanleihen in verschiedenen Szenarien zeigt nachfolgende Tabelle. Mit der Aussicht auf zum Teil deutliche Renditerückgänge am kurzen Ende und eher unveränderten bei langen Laufzeiten ergibt sich eine vorteilhafte Positionierung im Bereich von 1-5-jährigen. Zur Diversifikation und Sicherung der aktuellen Rendite eignet sich aber auch der längere Laufzeitenbereich.

### Horizontanalyse

Performanceerwartungen auf Sicht von 12 Monaten

Laufzeit	Rendite	Performance* in % in 12 Monaten bei Renditeverschiebung um						
		20.11.2024	-100 Bp.	-75 Bp.	-50 Bp.	0 Bp.	+50 Bp.	+75 Bp.
1	2,37	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
2	2,14	3,6	3,1	2,7	1,7	0,7	0,3	-0,2
3	2,05	4,7	4,0	3,2	1,8	0,4	-0,3	-1,0
4	2,12	6,3	5,3	4,3	2,4	0,5	-0,4	-1,3
5	2,18	7,3	6,1	4,9	2,5	0,2	-1,0	-2,1
6	2,11	7,5	6,0	4,6	1,8	-1,0	-2,3	-3,6
7	2,17	9,2	7,5	5,8	2,5	-0,6	-2,2	-3,7
8	2,23	10,3	8,3	6,4	2,7	-0,9	-2,6	-4,3
9	2,30	11,4	9,2	7,0	2,9	-1,1	-3,0	-4,9
10	2,35	12,1	9,7	7,3	2,8	-1,5	-3,6	-5,6

\*Performance in % inkl. Renditerutsch

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, eigene Berechnungen

### Globale Verschuldung steigt, insbesondere durch die USA

Die ohnehin schon hohe Verschuldung dürfte weltweit in den nächsten Jahren zulegen. So warnt der IWF, dass die globale Verschuldung in diesem Jahr 100 Billionen US-Dollar, also 93 % des weltweiten BIPs, übersteigen könnte. Bis zum Jahr 2030 wird ein Anstieg der Verschuldungsquote auf 100 % der

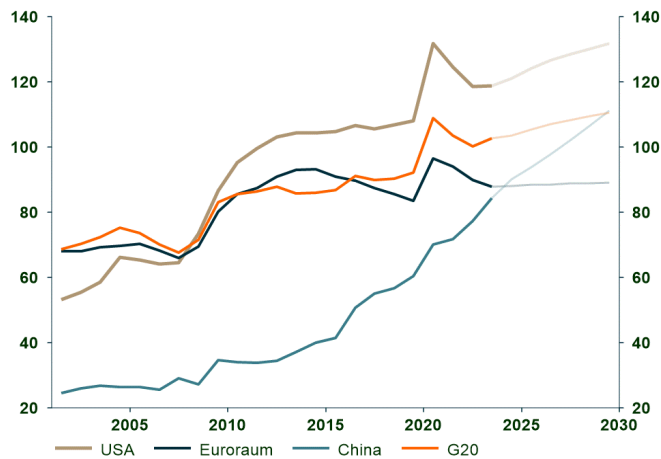


globalen Wirtschaftsleistung erwartet, obwohl sich in zwei Drittel der Länder die Verschuldungsquote stabilisiert oder sogar zurückgeht. Trotzdem tendiert auch dort die Schuldenhöhe meist über dem Niveau von vor der Coronakrise. Die höheren Staatsdefizite werden meist durch Anleihen finanziert und belasten tendenziell die Rentenmärkte.

Vor allem die Kongressmehrheit der Republikaner lässt befürchten, dass Trump viele seiner Pläne für die Wirtschaftspolitik durchsetzen kann. So könnten die umfangreichen Steuersenkungen für Unternehmen, die Beibehaltung der gesenkten Einkommensteuer und die versprochene Steuerfreiheit der Rentenbezüge das Defizit kräftig in die Höhe treiben. Gegenfinanziert werden soll das zum Teil durch Zolleinnahmen. Zusammen mit den erhöhten Ausgaben in einigen Bereichen (vor allem der Verteidigung) drohen bei einer Umsetzung zusätzliche Defizite von 7 bis 8 Billionen Dollar. Durch Trump könnte das Defizit auf über 8 % des BIP ansteigen und über Jahre hoch bleiben. Das Haushaltsbüro des Kongresses (CBO) rechnet dagegen auf Basis der aktuellen Gesetze mit einem Defizit von 6,3 % des BIP.

### Ansteigende Verschuldung

Gesamtverschuldung in % des BIP



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Anders sieht es im Euroraum aus. Dort dürfte das Defizit von 3,6 % 2023 auf 3,2 % 2024 und 2,8 % 2025 sinken. Insbesondere die Länder mit einem ausgesprochen hohen Defizit planen eine Rückführung. So möchte Frankreich das Defizit um einen Prozentpunkt und Italien um 0,5 Prozentpunkte senken. Aber auch Deutschland plant eine Defizitreduktion um 0,8 Prozentpunkte. Doch dies sind Pläne. Nach dem Zerfall der Ampelkoalition sind die Aussichten mit großen Risiken behaftet. Auch in der Vergangenheit wurden die Defizitziele in der EU meist nicht eingehalten.

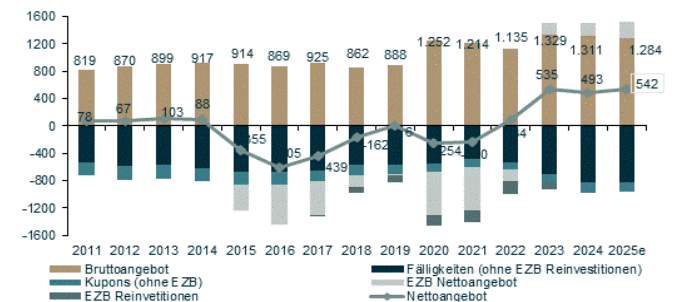
Seit April 2024 ist die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts in Kraft. Seitdem legen die EWU-Staaten nicht nur einen Haushaltsentwurf, sondern auch einen mittelfristigen Fiskalplan in Brüssel vor. Ziel ist es nach wie vor, die Staatsschuldenquote auf unter 60 % und das Budgetdefizit auf unter 3 % des BIP zu bringen.

### Rekordhohes Angebot ohne EZB-Nachfrage

Das Bruttoangebot von Staatsanleihen im Euroraum dürfte nächstes Jahr von 1.311 Mrd. auf 1.284 Mrd. Euro leicht zurückgehen, da die meisten Regierungen ihre geplanten Defizite reduzieren. Es bleibt damit trotzdem auf einem sehr hohen Niveau. Während Deutschland und Italien das Bruttoangebot etwas zurückfahren können, dürfte Frankreich 2025 ein größeres Volumen als in diesem Jahr emittieren. Bereinigt man das Angebot um auslaufende Anleihen, Kuponzahlungen und die EZB-Nachfrage, so ergibt sich im Euroraum ein Nettoangebot von 542 Mrd. Euro – ein Rekordniveau nach 493 Mrd. Euro 2024. Die EZB trägt durch den Reinvestitionsstopp maßgeblich dazu bei. Denn ab dem nächsten Jahr werden die auslaufenden Anleihen aus dem Coronakaufprogramm PEPP und Kuponzahlungen nicht wieder angelegt. In Summe entfällt damit die Nachfrage der EZB von ungefähr 120 Mrd. Euro völlig.

### Geplante Emissionen von Staatsanleihen im Euroraum

Staatsanleiheemissionen, Schätzungen in Mrd. Euro



Quelle: Finanzagenturen, Finanzministerium, Bloomberg, Commerzbank-Research

### Meine Empfehlung für Sie

Die Leitzinssenkungen der großen Notenbanken (außer Japan) dürften die Staatsanleiherenditen im kurzen Laufzeitenbereich 2025 weiter nach unten drücken. Die wieder steigenden Inflationserwartungen sowie steigende Verschuldungen belasten dagegen die Staatsanleihen im längeren Laufzeitenbereich. Die Zinskurven dürften steiler werden. Wir bevorzugen daher kurze und mittlere Laufzeiten.





# Währungen

## Wirtschaftspolitik von Trump unterstützt den US-Dollar

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

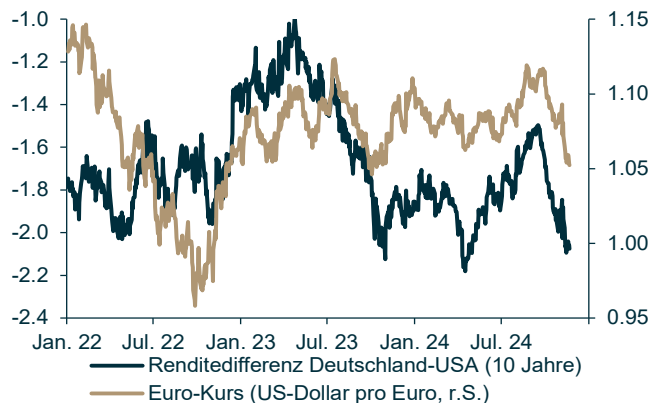
- Trump-Politik wirkt wachstums- und inflationstreibend.
- Steigender Rendite- und Zinsvorteil der USA.
- US-Dollar sehen wir als attraktive Anlage.

### Höherer Zins- und Renditevorteil der USA nach Wahlen

Der klare Ausgang der US-Wahlen für Trump inklusive der Mehrheit in den beiden Kammern des Kongresses (Senat und Repräsentantenhaus) dürfte – zumindest eine Zeitlang – wachstums- und inflationstreibend wirken. Die geplante Senkung der Körperschaftssteuer, die Beibehaltung der Einkommensteuersenkung und andere Maßnahmen dürften aber auch die Verschuldung erhöhen. Längerfristig kann sich eine solche Politik auch als Bumerang erweisen. So dürfte die steigende Inflation den US-Konsum belasten. Außerdem dürfte eine unabhängige US-Notenbank gegen die Inflation mit Zinserhöhungen vorgehen.

### US-Dollar stärkt sich gegenüber dem Euro

Renditevorteil der USA wächst



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die Entwicklung wird auch an den Kapitalmärkten gespiegelt. So stieg der Renditevorteil der USA ggü. dem Euroraum im Vorfeld und nach den US-Präsidentenwahlen kräftig an, und zwar in allen Laufzeitenbereichen. Auch der Realzinsvorteil hat sich deutlich erhöht. Im kurzen Laufzeitenbereich unterstützen vor allem die rückläufigen Zinssenkungserwartungen für die Fed und die tendenziell zunehmende Lockerungserwartung für die EZB den Dollar. Für die Fed werden in den Markterwartungen rund zwei Zinssenkungen im nächsten Jahr weniger erwartet als vor den Wahlen, was auch unseren Erwartungen entspricht. Damit bliebe der Leitzins über dem

neutralen Zins, der bei rund 3% gesehen wird. Die EZB dürfte dagegen weiter die Zinsen senken, auch wenn die Fed schon den Senkungszyklus beendet hat. Der US-Dollar hat bereits reagiert und sich handelsgewichtet und ggü. dem Euro deutlich aufgewertet.

### Risiken für den US-Dollar

Natürlich ist noch nicht bekannt, was Trump von seinen Wahlversprechen tatsächlich umsetzen kann. Zudem spielen auch die Gegenreaktion der Handelspartner – vor allem auf die Einführung von Zöllen – und geopolitische Entwicklungen eine wichtige Rolle. Das größte Risiko für den US-Dollar ist, wenn Trump sich in die Geldpolitik einmischen würde und die Unabhängigkeit der Fed in Frage stellt. Sollte der Markt dies thematisieren, könnte der US-Dollar Schaden nehmen. Auch ein zu kräftiger Anstieg der US-Schulden dürfte belasten. Ein höherer Anstieg des Defizits als auf 8 % des BIP dürfte die Frage der Schuldentragfähigkeit aufwerfen. Das könnte zu einer Herabstufung der Bonität der USA führen und je nachdem auch die Währung nachhaltig schwächen.

### US-Dollar Übergewichten

Wie weit kann sich der US-Dollar stärken? Das hängt vor allem davon ab, was Trump von seinen Wahlversprechen wirklich umsetzen will bzw. kann und wie schnell. Eine Entwicklung des US-Dollars zum Euro hin zur Parität halten wir nicht für ausgeschlossen. Auch handelsgewichtet dürfte der Dollar zulegen, vor allem auf kurze Sicht von drei bis sechs Monaten. Zusammen mit dem Renditevorteil ist der US-Dollar für eine Anlage sehr attraktiv geworden. Wir haben das Votum von Neutral auf Übergewichten angehoben.

### Meine Empfehlung für Sie

Aufgrund der geplanten Wirtschaftspolitik von Trump spricht vieles dafür, dass der US-Dollar zum Euro und auch in der Breite in den nächsten Monaten zur Stärke neigt. Selbst eine Parität des US-Dollars zum Euro ist nicht ausgeschlossen. Zusammen mit dem hohen Zins- und Renditevorteil der USA ist eine Anlage im US-Dollar attraktiver geworden.



# Unternehmensanleihen

## Auch in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten bleiben Corporates attraktiv

**Burkhard Fehling**, *Seniorexperte Anleihen*

- Risikoaufschläge mit geringem Einengungspotenzial.
- Renditen gegenüber Staatsanleihen weiter attraktiv.

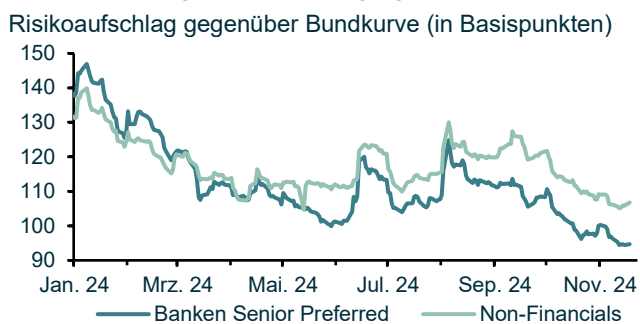
### Euroraumkonjunktur bietet Firmen wenig Rückenwind

Die Fundamentaldaten europäischer Unternehmen hinken denen ihrer Pendanten aus USA hinterher, da die Gewinne aufgrund schwacher Produktion, gebremstem Konsum und noch hohen Lohnsteigerungen sinken. Dies dürfte sich – zumindest im ersten Halbjahr 2025 – nur langsam bessern.

### Risikoaufschläge handeln eher auf niedrigen Niveaus

Trotz der eher schwächelnden europäischen Wirtschaft haben sich 2024 die Risikoaufschläge (Spreads) von Investmentgrade-Unternehmensanleihen im Euroraum überwiegend eingeeengt. Dabei verringerten sich die Spreads von Finanzemittenten und insbesondere Bankenanleihen (Senior Preferred) in einem größeren Umfang als diejenigen von Non-Financials. Der Markt sieht also für Konjunktur und für das Finanzsystem keine erhöhten Risiken.

### Risikoaufschläge von Banken gingen stärker zurück



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Wir sehen für 2025 nur noch geringes Einengungspotenzial, zumal sich die wirtschaftlichen Aussichten im Euroraum nicht so schnell verbessern werden. Sollte es nächstes Jahr zu einem Zollstreit zwischen den USA und der EU kommen, dürften sich die Spreads ausweiten. Für steigende Risikoaufschläge sprechen außerdem die vom Markt erwarteten höheren Emissionsvolumina sowie auch geopolitische Risiken.

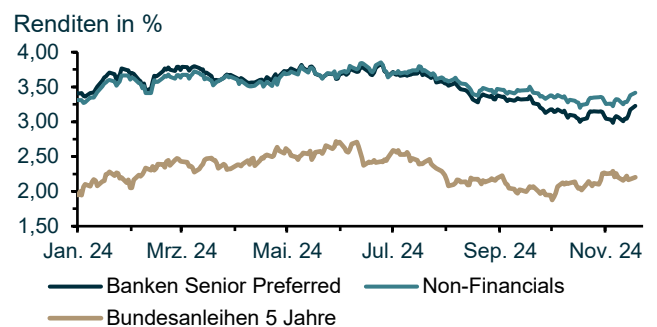
### Renditen bleiben gegenüber Staatsanleihen attraktiv

Für das kommende Jahr rechnen wir mit leicht steigenden Renditen bei mittleren und längeren Laufzeiten. Dagegen

werden die kürzeren Laufzeiten eher sinkende Renditen aufweisen – als Reaktion auf die anhaltenden Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank.

Die Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite von Bundesanleihen und Unternehmensanleihen liegt bei rund 100 Basispunkten. Wir halten diesen Risikoaufschlag angesichts der zunächst unsicheren Konjunkturaussichten noch für ausreichend, um für Risiken kompensiert zu werden.

### Renditeabstand über Bundesanleihen auskömmlich



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### High Yields als Beimischung interessant

Hochzinsanleihen (englisch High Yields) bieten nach wie vor eine deutlich höhere Rendite als Unternehmensanleihen mit Investmentgrade, allerdings auch bei einem größeren Risiko. Europäische High-Yield-Anleihen weisen eine durchschnittliche Rendite um die 6 % auf und damit rund 2,5 %-Punkte mehr als Unternehmensanleihen. Wir bewerten dieses Renditeniveau zwar als interessant, den Risikoaufschlag aber als niedrig. Zum Vergleich: Anfang 2024 lag die Rendite noch bei 7%. 2025 könnten die Risikoaufschläge zunächst sogar ansteigen, insbesondere, wenn die USA Zölle verhängen sollten. Daher ist eine sorgfältige Emittentenanalyse wichtig.

### Meine Empfehlung für Sie

Unternehmensanleihen (Financials und Non-Financials) weisen im Vergleich zu Staatsanleihen attraktivere Renditen auf. Zudem bieten die Kupons einen ausreichenden Puffer für etwaige Spreadausweitungen. Hochzinsanleihen (High Yields) sind lediglich zur Beimischung interessant. Hier sollten Anlagen in Fonds bzw. ETF getätigt werden, um das Risiko breit zu streuen.



# Aktien Europa, USA & Japan

## Aufwärtstrend intakt

**Andreas Wex**, Leiter Kapitalmarktstrategie

- Umfeld insgesamt positiv für Aktien.
- USA sind aktuell der Favorit.
- Europa wartet weiter auf die konjunkturelle Erholung.
- Unsicherheitsfaktor Zinsentwicklung.

### Politische Umbrüche voraus

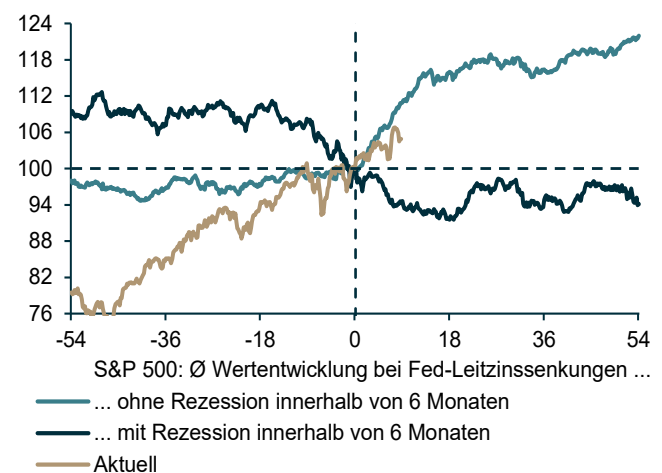
Während das laufende Jahr 2024 noch von der latenten Angst vor einem stärkeren konjunkturellen Abschwung geprägt war, welche die Aktienmärkte zumindest zeitweise unter Druck brachte, stellt sich die Ausgangslage für das Jahr 2025 etwas anders dar. Das Thema Rezession ist derzeit abgehakt und das Szenario einer sanften Landung der US-Konjunktur mit moderater Inflation ist Konsens. Inwieweit sich Trumps Programm hier auswirkt, hängt davon ab, welche Wahlkampfaussagen den Weg in die Umsetzung finden. Auch das geopolitische Umfeld u.a. mit dem Wettstreit zwischen den USA und China und der Frage, wie die USA den Krieg in der Ukraine sehen, bleibt ein Unsicherheitsfaktor. Die Neuwahlen in Deutschland sind hier ein weiterer Aspekt, der zu berücksichtigen ist. Die Aktienmärkte werden sich 2025 auf ein Umfeld mit politischen und auch wirtschaftspolitischen Veränderungen bzw. Umbrüchen einstellen müssen.

### Das Big Picture für Aktien bleibt positiv

Das dürfte ihnen aber auch im kommenden Jahr gut gelingen. Das große Bild für Aktien bleibt positiv und wir erwarten eine positive Performance im Bereich von vier bis acht Prozent je nach Region. Die globalen konjunkturellen Frühindikatoren haben sich jüngst wieder verbessert und dürften auch in den kommenden Monaten nicht enttäuschen. Die Unternehmensgewinne sollten entsprechend auch im Jahr 2025 weiter steigen. Historisch gesehen haben sich Aktienmärkte in Phasen von Leitzinssenkungen ohne Folgerezession positiv entwickelt und wir erwarten, dass sich dieses Muster auch im Jahr 2025 wiederholt. Die KI-Euphorie ist zwar etwas abgeebbt. Der positive Gewinntrend der – in den Indizes hoch gewichteten – IT-Werte sollte auch weiterhin intakt bleiben. Zudem sollten sich nach und nach Produktivitätsfortschritte durch KI bemerkbar machen. Die insbesondere in den USA anspruchsvollen Bewertungen dürften aber das Kurspotenzial begrenzen, zumal die Aktienmärkte einen Großteil der kommenden Veränderungen bereits eingepreist haben dürften.

### Aktien profitieren üblicherweise von Leitzinssenkungen

S&P 500 vor und nach dem Start von Fed-Leitzinssenkungen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Trotz oder wegen Trump: USA sind der „place to be“

Die US-Wahl ist ein Faktor, der das beschriebene positive Bild unterstützt, aber nicht der entscheidende. Denn die Lage während Trumps erster Präsidentschaft 2016 unterscheidet sich von der heutigen Situation: Der Wahlausgang war diesmal keine große Überraschung. Die Unsicherheit über die Vorgehensweise eines Präsidenten Trump ist geringer als im Jahr 2016 und die Administration diesmal vorbereitet. Entsprechend haben US-Aktien auch in Erinnerung an die Marktentwicklung der ersten Trump-Amtszeit prompt deutlich zugelegt. Der S&P 500 verzeichnete mit die beste Performance nach einem Wahltag in seiner Geschichte. Allerdings ist der makroökonomische Kontext diesmal ein anderer. Die Trends von Wachstum und vor allem Inflation unterscheiden sich zu 2016. Sowohl die Aktienbewertung als auch die Renditen sind aktuell deutlich höher. Damit könnte eine Wiederholung der Politik der ersten Amtszeit zu mehr Inflation und höheren Zinssätzen führen, was dann mittelfristig das Wirtschaftswachstum sogar belasten könnte. Die Frage ist entsprechend, wie nachhaltig die aktuelle Kursentwicklung ist. Hier dürfte die Entwicklung der US-Anleiherenditen ein wichtiger Faktor sein. Sollten die Zehn-Jahres-Renditen in Richtung 5 % laufen, könnte dies für den Aktienmarkt wieder Gegenwind bedeuten. Entscheidend wird auch sein, auf welche Prioritäten sich die neue Regierung konzentriert. Wir gehen davon aus, dass der „Trump-Trade“ noch in das Jahr 2025 hineinläuft und es dann vom weiteren Vorgehen Trumps abhängt, wie die Märkte reagieren.



Insgesamt sind US-Aktien (übergewichtet) für 2025 unser Favorit. Die positiven fundamentalen Faktoren sind intakt, das US-Wirtschaftswachstum bleibt höher als z.B. in Europa und auch die technischen Trends sprechen für den Markt. So notieren fast drei Viertel der Aktien im S&P 500 über der Durchschnittslinie der letzten 200 Tage, der Aufschwung ist also breiter geworden.

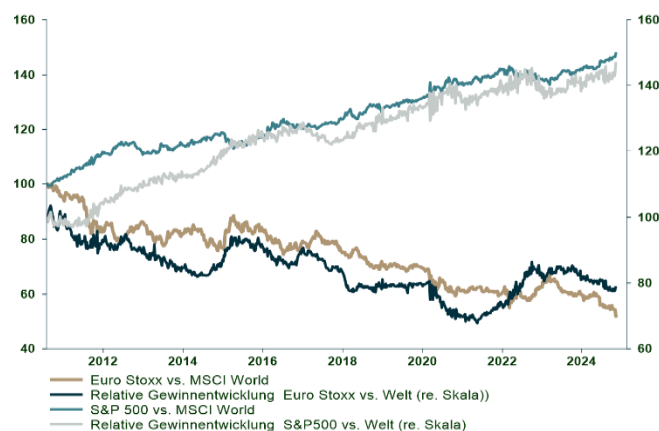
Dies zeigt, dass der Markt zunehmend unabhängiger von den hochkapitalisierten IT-Werten wird, ohne dass bei diesen ein Einbruch zu erwarten wäre. Das robuste konjunkturelle Umfeld und Maßnahmen der neuen Regierung wie Steuer-senkungen und weniger Regulierung dürften zu einer größeren Marktbreite führen. So gehörten bereits in den Tagen nach der Wahl nicht die IT-Werte, sondern die Sektoren Finanzen, Gebrauchsgüter, Energie und Industrie zu den stärksten Sektoren. Darüber hinaus sollten auch US-Nebenwerte im kommenden Jahr überdurchschnittliches Kurspotenzial bieten. Der US-Aktienmarkt steht also auf mehreren Säulen. Mehr dazu in unserer Sektorstrategie auf Seite 18 und unserer Einschätzung zu Small- & Mid-Caps auf Seite 19.

### Europa hinkt hinterher

Unsere Präferenz für die USA ist trotz aller positiver Faktoren nicht für das Gesamtjahr 2025 in Stein gemeißelt. Denn auch in den anderen Regionen werden sich die Gewinne früher oder später wieder deutlicher verbessern. Dann könnte die niedrigere Bewertung den Ausschlag für Europa geben. Noch ist die niedrige Bewertung insbesondere im Vergleich zu den USA aber nicht der entscheidende Treiber.

### Der Gewinntrend spricht gegen den Euroraum

S&P 500 und Euro Stoxx – relative Gewinn- und Kursentwicklung ggü. MSCI World (jeweils indexiert auf 100)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Für eine Änderung braucht es in Europa eine stärkere Gewinnentwicklung. Hier ist allerdings noch keine Trendwende zu erkennen. Der immer noch mit angezogener Handbremse laufende Konsum in Europa ist das eine, und auch

international läuft es für die stärker exportorientierten europäischen Unternehmen derzeit nicht. Die Aussicht auf einen Zollkrieg ist wenig hilfreich.

Entsprechend hakt es auch bei den Gewinnen. Deren erwartetes Wachstum für 2025 und 2026 liegt für Europa bei 8 % bzw. 10 % und für die USA bei 14 % bzw. 13 %. Damit ergibt sich im Vergleich zum MSCI World für die europäischen Unternehmensgewinne weiterhin ein Abwärtstrend (siehe vorherige Grafik). In absoluten Zahlen dürfte der europäische Markt 2025 weiter zulegen. Die Chance auf eine Outperformance könnte sich aber erst im Laufe von 2025 ergeben.

### Japan – Eine Frage des Yen

Der japanische Markt war im fragilen globalen konjunkturellen Umfeld der letzten Jahre ein sicherer Hafen. Die Konjunktur besserte sich nach langer Stagflationsphase und der schwache Yen half den Unternehmensgewinnen angesichts der starken Exportorientierung vieler Unternehmen. Mit dem Wechsel an der Regierungsspitze, der geldpolitischen Wende mit Yen-Stärke und einer gewissen Unsicherheit über die Folgen der politischen Neuausrichtung der US-Regierung hat die Dynamik des japanischen Aktienmarktes deutlich gelitten. In diesem Umfeld raten wir zu einer neutralen Gewichtung des Marktes. Die längerfristigen strukturellen Treiber sind nach wie vor intakt. Da jedoch eine Yen-Abwertung als positiver Aktienmarkttreiber im Jahr 2025 ausfallen dürfte, halten wir das Potenzial für japanische Aktien für begrenzt.

### Meine Empfehlung für Sie

Aktien dürften auch 2025 weiter zulegen. Auch wenn es zwischenzeitlich – wie in jedem Börsenjahr – Unsicherheiten und Rücksetzer geben wird. So werden die Märkte nach dem deutlichen Anstieg der vergangenen Wochen früher oder später zumindest kurzzeitig konsolidieren. Das Wirtschaftswachstum ist zwar regional unterschiedlich, aber insgesamt solide. Die weitere Lockerung der Geldpolitik (fast) weltweit, die Ausweitung des KI-Themas und die Stabilisierung des Wachstums in China sind positive Eckpfeiler. Entsprechend sollten die Unternehmensgewinne weiter steigen und die Kurse nach oben treiben, wenn gleich die Bewertung teilweise schon recht hoch ist und damit das Potenzial begrenzen. Deutlich steigende Renditen am Rentenmarkt sind hier das größte Risiko. Ein Hoffnungsfaktor für 2025 bleibt die potenziell margenausweitende Wirkung durch den Einsatz von KI-Anwendungen. Wir erwarten je nach Region ein Kurspotenzial von vier bis acht Prozent.

Regional bevorzugen wir die USA vor Japan, den Emerging Markets und Europa. Die Zeit für eine stärkere Entwicklung Europas könnte in H2 kommen.





# Aktien Emerging Markets

## China als Zünglein an der Waage

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

- China könnte 2025 fiskalpolitisch nachlegen.
- Börse in Indien nach Korrektur wieder attraktiver.
- Börse in Brasilien bleibt Hoffnungskandidat.

### China stützt schrittweise die Märkte

Nachdem China im September 2024 zahlreiche Maßnahmen zur Stützung des kriselnden Immobilien- und Aktienmarktes lanciert hatte, lag der Fokus im November auf ein Schulden-Swap-Programm im Volumen von 10 Billionen Yuan (1,4 Billionen USD) zur Stützung der lokalen Regierungen. Durch die „Sichtbarmachung“ von bislang „versteckten Schulden“ sollen die lokalen Regierungen „bessere Schuldner“ werden und dadurch von niedrigeren Zinsen profitieren. Laut Finanzminister Lan Foan soll deren Zinslast um 600 Mrd. Yuan sinken. Die von vielen Anlegern erhofften Programme zur Revitalisierung des privaten Konsums blieben auch dieses Mal aus, was an den Börsen in China und Hongkong zu Gewinnmitnahmen führte. Chinas Finanzminister betonte aber, dass weitere expansive Impulse im ersten Quartal 2025 oder darüber hinaus jederzeit möglich seien, vor allem dann, wenn die neue US-Regierung Ernst machen sollte mit ihren Zollandrohungen gegen China. Das KGV der chinesischen Börsen (CSI 300 und MSCI China) liegt knapp unterhalb der langjährigen Durchschnitte. Mögliche expansive fiskalpolitische Impulse könnten 2025 das Interesse an chinesischen Aktien beleben. Wir bestätigen unsere Voten mit Neutral.

### Emerging Markets-Börsen weiterhin mit neutral votiert

Unser Votum für die EM-Aktien bestätigen wir mit Neutral. Der nach China zweitgrößte EM-Markt Indien hat seine Attraktivität durch die jüngste Korrektur verbessert, weshalb wir unser Votum von Neutral auf Übergewichten heraufstufen. Auch wenn das KGV für 2025 mit 21 immer noch nicht günstig ist, sprechen die mittel- bis langfristig unverändert positiven strukturellen Faktoren (u.a. Demografie, Urbanisierung, Diversifizierung von Lieferketten) für die wachstumsstarke indische Volkswirtschaft (Wachstum BIP 2025e 6,6%). Diese dürfte zudem weniger unter negativen Auswirkungen der neuen US-Regierung leiden, wie einige andere EM-Länder. Der Regierungswechsel in den USA führt tendenziell zu mehr Gegenwind in den EM. Höhere US-Zölle, ein festerer US-Dollar (Stichwort Auslandsverschuldung!), eine höhere Inflation und weniger US-Leitzinssenkungen machen das Leben für

die EM-Anleger nicht leichter. Auf der anderen Seite ist das geschätzte EM-BIP-Wachstum für 2025 mit 3,4 % (J/J) weiterhin robust. Auch das prognostizierte Unternehmensgewinnwachstum für 2025 ist mit 14,4 % (J/J) vielversprechend und das KGV ist mit 11,8 recht moderat.

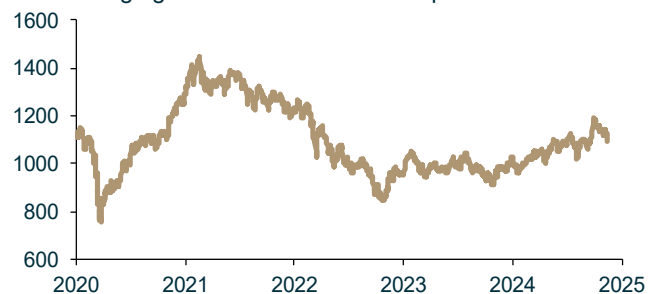
### Brasilien bleibt ein Hoffnungskandidat

Der sehr schwache Real, die hohe Inflation, die sogar zu überraschenden Zinsanhebungen führte, sinkende Preise für Öl und Eisenerz sowie die lahrende Konjunktur in China haben zu einer enttäuschenden Entwicklung der Börse in Brasilien geführt. Die robuste Konjunktur, ein solides Unternehmensgewinnwachstum (2025e: +18,4 % J/J) sowie die günstige Bewertung (KGV 2025e: 8,7) sprechen aber weiter für Brasilien.

Die südkoreanische Börse litt 2024 vor allem unter der Schwäche der Halbleiterindustrie (16 Prozent der Gesamtexporte) und der blutleeren Konjunktur in China. So büßte die Aktie von Samsung Electronics mehr als 30 Prozent an Wert ein. Südkorea lancierte zwar Maßnahmen zur Stärkung der Halbleiterindustrie. Kurzfristig dürfte die Situation aber unverändert schwierig bleiben, weshalb wir unser Votum für Koreas Börse taktisch auf Untergewichten herabstufen.

### Emerging Markets 2024 aufwärts mit Rücksetzern

MSCI Emerging Markets in USD in Indexpunkten seit 2020



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Meine Empfehlung für Sie

Mögliche Fiskalimpulse in China im Jahr 2025 könnten die EM-Börsen stützen. Das EM-BIP- und Firmengewinnwachstum für 2025 ist vielversprechend. Die US-Wahl belastet die EM aber über einen stärkeren USD, höhere Zinsen und US-Zölle. Wir favorisieren Indien und Brasilien.



# Aktien Branchen

## Zyklischere Ausrichtung

**Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe**

- US-Unternehmen geben den Takt vor.
- Übergewichten: Informationstechnologie, Finanzen, Kommunikationsdienstleistungen.
- Untergewichten: Energie, Grundstoffe.

### **US-Unternehmen geben den Takt vor**

Bei der Allokation der globalen MSCI-Sektorindizes gilt es zu berücksichtigen, dass die einzelnen Sektoren überwiegend von der Entwicklung von US-Unternehmen abhängen, da diese oft die stärkste Gewichtung besitzen. Deshalb findet deren derzeit günstigeres wirtschaftliches Umfeld und damit verbesserten Gewinnaussichten – auch gespeist durch eine mögliche US-Steuerreform – bei einer Sektorallokation für 2025 Berücksichtigung. Dies führt auch dazu, dass wir eine zyklischere Ausrichtung anstreben.

### **Anhaltend hohe US-Zinsen begünstigen Finanzwerte, aber bremsen die Sektoren Versorger und Immobilien**

Trotz weiterer Zinssenkungen der US-Notenbank dürfte die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen ein relativ hohes Niveau halten. Während dies für die zinssensitiven Sektoren wie Versorger oder Immobilien eine Bürde darstellen und somit deren Perspektiven eintrüben sollte, begünstigt dies weiterhin US-Finanzwerte. US-Investmentbanken sollten auch von Deregulierungsvorhaben des neuen Präsidenten Trump und anziehenden M&A-Aktivitäten profitieren.

### **Gebrauchsgüter größtenteils schon stark abgestraft durch lahmende chinesische Wirtschaft**

Die schwache konjunkturelle Entwicklung Chinas hat insbesondere bei den Kursen von Gebrauchsgüterherstellern wie Autos und Luxusgütern bereits starke Spuren hinterlassen. Auf der anderen Seite konnte sich der Vertrieb von Basiskonsumgütern (z.B. Amazon) und der Freizeit- und Reisebereich recht gut halten. Obwohl mögliche weltweite Zölle und Absatzschwierigkeiten die Autobranche weiter bedrohen und das Potenzial immer noch begrenzen, sollte eine Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft den Absatz von Luxusgütern perspektivisch verbessern. Aus diesen Gründen stellen wir den gesamten Sektor mit Ausnahme von Autos von Untergewichten auf Neutral.

### **Kommunikationsdienstleistungen begünstigt durch wachsende US-Wirtschaft**

Innerhalb des Sektors Kommunikationsdienstleistungen besitzen die zwei US-Unternehmen Meta und Alphabet ein Gewicht von fast 72% am größten Sub-Sektor Medien & Unterhaltung. Beide Titel sollten von den guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den USA bei ihren Werbeeinnahmen weiter profitieren können. Auf der anderen Seite dürfte der kleine und eher defensive Subsektor Telekommunikation aufgrund der teilweise hohen Verschuldung einiger Unternehmen weiter unter anhaltend hohen Zinsen leiden.

### **Sektor Energie weiter unter Druck - Untergewichten**

Obwohl Donald Trump ein Freund fossiler Brennstoffe ist und die Kurse von (US-)Energieunternehmen zuletzt von seiner Wahl profitieren konnten, dürfte der Sektor wegen eines schwachen Ölpreises unter Druck bleiben: Ein Angebotsüberschuss sollte weiter auf eine zu niedrige Nachfrage (insbesondere in China) treffen und das Potenzial des Ölpreises begrenzen.

### **Informationstechnologie weiter getrieben durch KI**

Das Wachstum im Bereich IT dürfte weiter durch KI bestimmt sein, auch wenn die für das Jahr 2025 erwartete Gewinndynamik im Bereich Halbleiter an Momentum verliert. Dennoch halten wir an einer Übergewichtung für IT fest, da dies durch die Bereiche Software (u.a. Microsoft) und Hardware (u.a. Apple) kompensiert werden sollte. Dabei darf aber nicht das Risiko vergessen werden, dass der Handelsstreit zwischen USA und China weiter eskalieren und sich somit negativ auswirken könnte.

### **Meine Empfehlung für Sie**

Die Sektorallokation in das Jahr 2025 hinein sollte breiter und insgesamt etwas zyklischer ausgerichtet werden. Hier helfen insbesondere positive Gewinnaussichten von großen US-Unternehmen. Diese geben in einem großen Teil der globalen Branchen den Takt an. Informationstechnologie, Finanzen und Kommunikationsdienstleistungen sollten übergewichtet werden.



# Aktien Small & Mid Caps

## US-Small-Cap-Aktien sind ein spannendes Investment für 2025

**Andreas Hürkamp**, Seniorexperte Aktienstrategie

- Sinkende US-Leitzinsen unterstützen US-Small-Caps.
- Trumps binnenorientierte Politik hilft Small Caps.
- Gewinnwachstum dürfte sich 2025 beschleunigen.

### US-Small-Cap-Aktien 2024 verbessert dank Notenbank

In Europa haben Small-Cap-Aktien 2024 erneut enttäuscht. So liegt in Deutschland der DAX Mitte November 15 % vorne, während der MDAX 3 % nachgab. Doch in den USA verbessert sich das Umfeld für Small-Cap-Aktien stetig, seitdem die US-Notenbank begonnen hat, ihre Leitzinsen zu senken. Zwar ist der S&P 500 bis November um beeindruckende 25% gestiegen. Aber auch der US-Small-Cap-Index Russell 2000 liegt 15% vorne. Für 2025 sehen wir gute Chancen, dass sich US-Small-Cap-Aktien weiter positiv entwickeln.

### Konjunktur: Zinssenkungen helfen Small Caps

Drei Makrotrends sprechen unserer Meinung nach für US-Small-Cap-Aktien: sinkende Leitzinsen, verbesserte Frühindikatoren und die sich abzeichnende Politik des US-Präsidenten Trump mit niedrigeren Steuern und weniger Regulierung. So profitieren Small-Cap-Aktien oft überdurchschnittlich von sinkenden Leitzinsen, da die Bilanzen der kleinen Unternehmen durchschnittlich höhere Verschuldungsquoten aufweisen. Zudem sind die kleinen Unternehmen in ihrer Refinanzierung stärker auf Kredite von Banken mit kurzen Laufzeiten angewiesen, die langfristige Refinanzierung über Unternehmensanleihen spielt kaum eine Rolle. Daher sollte es Small Cap-Aktien 2025 Rückenwind geben, wenn die US-Notenbank ihre Leitzinsen weiter senken dürfte. Auch erhoffen wir uns Unterstützung durch wieder steigende US-Frühindikatoren wie den ISM-Index. Das Gewicht von zyklischen Sektoren liegt in US-Small-Cap-Indizes bei 80 %, während es im S&P 500 40 % sind. Und schließlich dürfte die Politik von Donald Trump die US-Binnenkonjunktur stärken. Dies hilft insbesondere US-Small-Cap-Aktien, da sie stärker als die S&P 500-Unternehmen vom Inland abhängig sind.

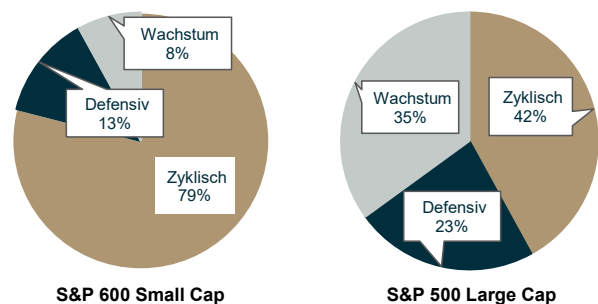
### Unternehmensgewinne: Small-Caps wachsen wieder

In den vergangenen zwei Jahren sind die Gewinne der S&P 500-Unternehmen um jeweils zehn Prozentpunkte pro Jahr stärker gestiegen als für US-Small-Cap-Aktien. Fallende Leitzinsen, verbesserte Frühindikatoren und die binnenorientierte Trump-Politik werden 2025 wahrscheinlich für einen

Trendwechsel sorgen. Die Markterwartungen gehen davon aus, dass ab Mitte 2025 die US-Small-Cap-Aktien beim Gewinnwachstum die S&P 500-Unternehmen einholen bzw. sogar überholen werden.

### US-Small-Cap-Aktien stark von der Konjunktur abhängig

Gewichtung Zyklischer, Wachstum, Defensiv in %



Quelle: Morgan Stanley, Commerzbank-Research

### Bewertungsabschlag dürfte sinken

Der S&P 500 notiert aktuell mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 4,5. Dagegen müssen Investoren für die Russell 2000-Unternehmen nur durchschnittlich das 2,2-fache des Buchwerts zahlen. Die weiter vielversprechenden Perspektiven für die US-Aktienmärkte sind in Large Caps bereits stärker eingepreist. Der historische hohe Bewertungsabschlag von Small Caps dürfte 2025 schrumpfen.

### Anlegersentiment: Small Cap-Aktien derzeit unbeliebt

In den vergangenen zwei Jahren hat sich das Investoreninteresse immer stärker Richtung Large Caps verschoben. Mit den verbesserten Gewinnperspektiven dürften Investoren 2025 wieder stärker Small Caps ins Visier nehmen. Zudem winkt Rückenwind durch M&A-Fantasie, da M&A-Transaktionen bei Small Caps zuletzt deutlich zugenommen haben.

### Meine Empfehlung für Sie

US-Small-Cap-Aktien sind 2025 ein spannendes Investment dank fallender US-Leitzinsen, verbesserten US-Frühindikatoren und einer binnenorientierten Politik von Donald Trump. Im Jahresverlauf könnten auch europäische Small-Caps wieder interessant werden, sobald sich die Konjunkturperspektiven in Europa wieder verbessern.



# Aktien Spezial

## Die Zeichen stehen auf Wachstum

Thomas Becker, Leiter Aktien Einzelwertanalyse

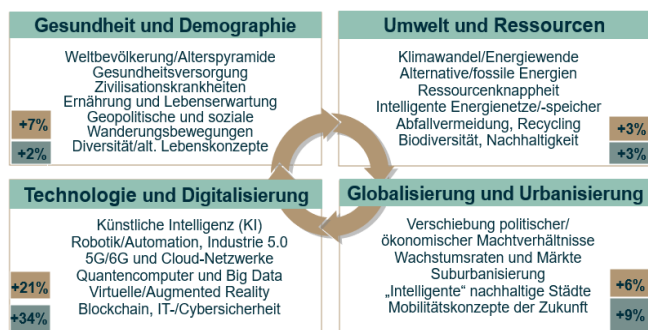
- Wachstum hat 2025 Priorität – sowohl zyklisches als auch defensives ...
- ... kombiniert mit strukturellen Investmentthemen – „Künstliche Intelligenz“, „Altersvorsorge“ und „Infrastrukturprogrammen“.
- Unsere Sektor- und Themenfavoriten 2025: IT, Kommunikationsdienste, Finanzdienstleister (Asset Manager) sowie selektiv Industrie und Versorger.

### KI dominiert die Megatrends auch 2024

Das zweite Jahr in Folge wurde der Kapitalmarkt und der Megatrend „Technologie und Digitalisierung“ von den hochkapitalisierten „Künstliche Intelligenz (KI)“-Profiteuren aus den IT-/Kommunikationssektoren dominiert. Der Megatrend „Gesundheit/Demographie“ erholte sich von der Post-Corona-Normalisierung des letzten Jahres und der Lockerung regulatorischer Auflagen. „Globalisierung/Urbanisierung“ konnte gleichfalls profitieren. Allerdings nehmen die Infrastrukturprogramme erst langsam Fahrt auf, was auch den geopolitischen Konflikten geschuldet ist.

### Alle Megatrends mit positivem Beitrag 2024 – Technologie/Digitalisierung dominiert erneut den Kapitalmarkt

Kursentwicklung themenbezogener Aktienfonds, Indizes und ETFs; Box Gold 2024 und Petrol 2023



Quelle Bloomberg, Commerzbank-Research

„Umwelt/Ressourcen“ bildet erneut das Schlusslicht. Belastend erweist sich weiterhin das Spannungsfeld erneuerbare und grüne gegenüber fossilen Energieträgern. Auch die kritischere Sichtweise hinsichtlich der Definition von Nachhaltigkeit, belastete den Markt.

### 2025 präferieren wir thematisch unterstütztes zyklisches und defensives Wachstum

Für 2025 liegt unser Fokus auf thematisch unterstützten Sektorthemen. Chancenreich erachten wir strukturelle Wachstumstrends mit hochzyklischem („KI“) und defensivem („Altersvorsorge“ und „Infrastruktur“) Charakter.

### IT/Kommunikationsdienste: Diversifikation aussichtreicher als Konzentration auf die „Glorreichen 7“

Bleiben Sie weiter in KI-Titeln investiert! Allerdings erwarten wir stärkere Kursschwankungen der KI-Erstrundenprofiteure („Glorreiche 7“). Deshalb präferieren wir eine ausgewogenere und diversifizierte Anlage durch Beimischung der heterogeneren Gruppe der techaffinen KI-Zweitundenprofiteure.

### Finanzdienstleister: Asset Manager als Profiteure der Wohlstandsmehrung und privater Altersvorsorge

Mit der Überalterung der Gesellschaft, speziell in den entwickelten Ländern, kommt die staatliche Altersversorgung an ihre Grenzen. Die steigende Nachfrage nach privater und individualisierter Absicherung und Vorsorge führt zu strukturellem Wachstum, das speziell Asset Manager begünstigt.

### Industrie/Versorger: Modernisierung und Ausbau der Infrastruktur erfordert signifikantes Investitionsvolumen

Der hohe Investitionsbedarf in den Auf- und Ausbau sowie in die Modernisierung veralteter Infrastruktur verspricht langfristig strukturelles Wachstum. Profiteure sind Infrastrukturbetreiber, bspw. von Energie-, Transport- und Telekommunikationsnetzen, sowie deren industrielle Zuliefererkette.

### Meine Empfehlung für Sie

2025 liegt unser Fokus auf strukturellem Wachstum sowohl mit hochzyklischem („KI“) als auch defensivem („Altersvorsorge“/„Infrastruktur“) Charakter. Das attraktivste Chancen-Risikoprofil billigen wir folgenden Sektoren zu: (1) IT und Kommunikationsdiensten durch Diversifikation über die KI-Erstrundenprofiteure hinaus, (2) Asset Managern als Profiteure steigender Nachfrage nach privater und individualisierter Vorsorge und Absicherung, (3) Industrie und selektiv Versorger aufgrund des signifikanten Investitionsbedarfs in den Auf- und Ausbau sowie die Modernisierung der Infrastruktur.





# Aktien Spezial – Künstliche Intelligenz

## Diversifikation chancenreicher als Konzentration

**Thomas Becker und Marc C. Gemeinder, Seniorexperten Technologieaktien**

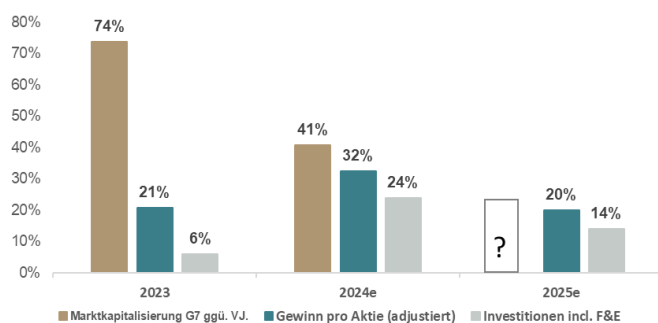
- Auch 2025 bleibt ein intakter KI-Zyklus der dominierende Megatrend für den Kapitalmarkt.
- KI-Erstrundenprofiteure aufgrund hoher Wachstumserwartungen und Bewertungen anfällig für Kursrücksetzer.
- Diversifizierte Anlage durch Beimischung von KI-Zweitrendenprofiteuren ist aussichtsreicher als alleinige Konzentration auf die „Glorreichen 7“.

### Kurshausse der Glorreichen 7 untermauert durch dynamisches Wachstum der Unternehmensgewinne

Nicht nur die Vergabe der Nobelpreise an KI-Pioniere zeugt vom langfristigen Potenzial des Megatrends, sondern auch die Monetarisierung nimmt Fahrt auf. Vor diesem Hintergrund haben sich die KI-Erstrundenprofiteure („Glorreiche 7“/G7) auch dieses Jahr als Zugpferde für den Kapitalmarkt erwiesen. Die Marktkapitalisierung der G7 legte ein weiteres Mal um rd. 4.900 Mrd. USD (+41 % ggü. Vorjahr) zu.

### Kurse der G7 folgen starker Gewinndynamik

Veränderung ggü. Vj.: Marktkapitalisierung, Gewinn pro Aktie (adjustiert), Investitionen u.a. Forschung & Entwicklung



\*G7: Alphabet, Apple, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla  
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

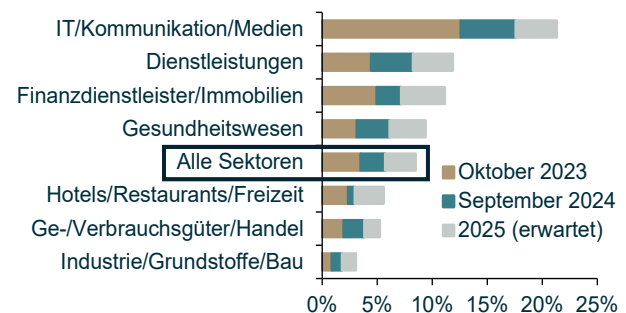
Unterstützt wird die G7-Kurshausse durch das Wachstum der Unternehmensgewinne, die nach 23 % im Jahr 2023 weitere 32 % im Jahr 2024 ansteigen dürften. Indikativ für das Potenzial des Megatrends sehen wir bspw. die Forschungs- und Entwicklungsausgaben (F&E) und Investitionen, die um 24 % ggü. Vj. aufgestockt werden sollten. Darin sind auch Investitionen in Rechenzentren von rd. 230 Mrd. USD, +40 % ggü. VJ., enthalten.

### 9% der US-amerikanischen Unternehmen planen, 2025 KI-Lösungen einzusetzen

Unseres Erachtens ist das gesamtwirtschaftliche Potenzial von KI weiterhin nicht seriös abschätzbar. McKinsey erwartet, dass bis 2030 fast ein Drittel der heutigen Arbeitsstunden durch KI automatisiert werden könnten. Fakt ist, dass im zweiten Jahr des KI-Zeitalters die Dynamik der Adaption von KI-Lösungen weiter an Fahrt gewonnen hat. Sektorübergreifend setzen aktuell rd. 6,0 % (2023: 3,5 %) der US-amerikanischen Unternehmen KI-Lösungen in unterschiedlichen Reifegraden und Anwendungsszenarien zumindest partiell ein. Die Durchdringung soll nächstes Jahr rund 9,0 % erreichen, und wir gehen davon aus, dass KI auch 2025 der dominierende Megatrend am Kapitalmarkt bleibt.

### KI-Durchdringung der US-Unternehmen soll 2025 um 50 % steigen

KI-Nutzung in Prozent nach Sektoren (Auswahl) in den USA Oktober 2023/September 2024 und Prognose 2025



Quelle: Census Bureau, Goldman Sachs, Commerzbank-Research

### 2025 – das Jahr der KI-Agenten und -Assistenten

Auch 2025 werden viele Unternehmen und private Endkunden hinsichtlich des sinnvollen KI-Einsatzes weiter im Experimentierstadium sein. Damit Anwender einen höheren Anteil ihres Budgets auf KI-Lösungen allokalieren, werden Software-/IT-Serviceanbieter prozessspezifische KI-Agenten, bspw. im Kundensupport oder der Schadenregulierung, und personalisierte KI-Assistenten, bspw. intelligente und automatisierte Organisation von Terminkalendern, anbieten. Diese Entwicklung bedingt Investitionen in leistungsfähigere Hardwareprodukte und nicht nur in Rechenzentren, sondern auch in mobile Endgeräte. Diese bilden im Zusammenhang mit der nächsten Generation der KI-Modelle den Nährboden u.a. für potenzielle „Killerapplikationen“, welche KI dann zum endgültigen Durchbruch verhelfen sollten.



### KI-Erstrundenprofiteure und Infrastrukturanbieter dominieren den Aktienmarkt auch 2025, aber ...

Auch nächstes Jahr wird u.E. die Wertschöpfung bei den KI-Infrastrukturanbietern am deutlichsten erkennbar sein. Diese Sicht stützt u.a. eine Studie von Bain, die 2027 ein Marktvolumen für KI-Infrastrukturanwendungen von rd. 410 Mrd. USD und damit ein jährliches Wachstum von rd. 48% (CAGR 2023-2027) prognostiziert. Die Migration und der Ausbau von KI-fähigen Rechenzentren und Netzwerken, getrieben durch die weiter rasant steigende Nachfrage nach KI-Lösungen, stehen weiterhin am Anfang. Hinzu kommt, dass zunehmend Staaten auf KI-Souveränität drängen, was sich daran zeigt, dass rd. 25% der im Bau befindlichen Rechenzentren national lokalisierte Anwendungen und Daten verarbeiten sollen. Neben der hardwaregetriebenen Seite des KI-Zyklus, bleibt die Bereitstellung von marktreifen KI-Lösungen für den Endkunden mit Blick auf die Monetarisierung ein wesentlicher Faktor. Die Marktführer bei Software- und Cloudplattformen profitieren von dieser Entwicklung, was sich bereits an einem beschleunigten Gewinn- und Umsatzwachstum ablesen lässt.

Der strukturelle KI-Wachstumstrend ist intakt und Anwendungsszenarien speziell in den Bereichen Automatisierung/Robotik eröffnen mittelfristig neue Kurspotenziale. Allerdings erwarten wir deutlich höhere Kursschwankungen. Die Bewertungen der G7 bilden bereits weitgehend die hohen Wachstumserwartungen des Marktes ab. Mit nachlassender Überraschungs- und Gewinndynamik werden die Titel anfälliger für Kursrücksetzer. Wir empfehlen eine diversifizierte Anlage durch Beimischung von KI-Zweitundenprofiteuren.

### ... Diversifikation der Anlage durch Beimischung von KI-Zweitundenprofiteuren wird wichtiger

Ergänzend zu den G7 formiert sich bereits eine Gruppe von techaffinen KI-Zweitundenprofiteuren aus den Sektoren Technologie, Medien und Telekommunikation. Aufbauend auf der KI-Infrastruktur stellen diese Anbieter Anwendungen und Services bereit für sektorübergreifende Produktivitätsverbesserungen und/oder neue Umsatzpotenziale. Diese auf Unternehmen ausgerichteten KI-Lösungen verbessern bspw. die Bearbeitungsgeschwindigkeit im Kundensupport, die Reduzierung von Fehlerquoten in der Produktion, erlauben zielgerichteteres Marketing oder verbesserte Prognosegenauigkeit.

Wir gehen davon aus, dass aufgrund der Vielfältigkeit der KI-Anwendungsszenarien diese ungleich größere und heterogenere Gruppe von Unternehmen das Potenzial hat, mittelfristig am Kapitalmarkt sogar besser als die Branchenprimusse abzuschneiden. Allerdings werden sich die Gewinner erst im Laufe des Jahres 2025 herauskristallisieren. Umso wichtiger ist auch hier, die Anlage breit zu diversifizieren.

### KI-Drittrundenprofiteure mit deutlichem Wertschöpfungsschub frühestens ab 2026

Das Potenzial von KI ist durch eine Reihe von Anwendungsbeispielen sektorübergreifend bereits belegt. Dennoch erwarten wir weiterhin, dass sich eine zentrale Erwartung an KI, d.h. ein sektorübergreifender Wertschöpfungsschub, erst mittelfristig einstellen wird. Ein Großteil der KI-Projekte befindet sich weiterhin in der Pilotphase. Basierend auf den Ergebnissen bedarf es der Umsetzung in konkrete Anwendungsszenarien, der Einbindung marktreifer KI-Anwendungen in unternehmensspezifische Prozesse und der Abwägung der Risiken, bspw. regulatorischer /ethischer Auflagen.

### KI-Wertschöpfung bei Erst- und Zweitundenprofiteuren aktuell noch höher als bei den Drittrundenprofiteuren

KI-Anwendungsszenarien ausgewählter Unternehmen

Anbieter/Anwender von generativen KI-Lösungen			
	Amazon	Salesforce	Meta
Kennzahlen	Industrie: Onlinehandel Umsatz: 636 Mrd. USD Mitarbeiter: 1,5 Mio.	Industrie: Cloud/Software Umsatz: 38 Mrd. USD Mitarbeiter: 72.700	Industrie: Internet Dienstleist. Umsatz: 162 Mrd. USD Mitarbeiter: 70.800
Anwendung	„Q Developer“ Automatisierte Migration von Java-Softwareanwendungen	„Agentforce“ Effizientere Automatisierung von Workflows	„Advantage+“ Erstellung von personalisierter kundenspezifischer Werbung
Ergebnis	260 Mio. USD jährliche Kosteneinsparungen / ca. 4.500 eingesparte Entwicklerjahre	Von ~6 USD auf ~1 USD gesenkte Kosten pro Serviceanruf	~22% höherer Ertrag der Werbeschaltungen

Anwender von generativen KI-Lösungen			
	Walmart	L'Oréal	Zalando
Kennzahlen	Industrie: Einzelhandel Umsatz: 680 Mrd. USD Mitarbeiter: 2,1 Mio.	Industrie: Konsumgüter Umsatz: 47 Mrd. USD Mitarbeiter: 94.600	Industrie: Onlinehandel Umsatz: 11 Mrd. USD Mitarbeiter: 15.300
Anwendung	Generative-KI unterstützt die Produktsuche und Kategorisierung	„Skin Genius“ KI-unterstützte Hautdiagnose als Basis für Produktvorschläge	KI-Assistent generiert Produktvorschläge basierend auf Eingaben des Nutzers
Ergebnis	850 Mio. Artikelnummern werden rd. 100x schneller als manuell aktualisiert	~70% Konversions-/Kaufrate im Vergleich zu ~10% vorher	Stärker personalisiertes Einkaufserlebnis und Kundenbindung

Quelle: Morgan Stanley, Unternehmensangaben, Commerzbank-Research

Ausgehend von normalen Adaptionenzyklen neuer Technologien in Unternehmen gehen wir davon aus, dass sektorübergreifend erst 2026 und in den Folgejahren deutliche positive Effekte auf die Unternehmensgewinne zu erwarten sind.

### Meine Empfehlung für Sie

Bleiben Sie weiter in KI-Titeln investiert, denn der Megatrend wird den Aktienmarkt auch 2025 erheblich beeinflussen. Das langfristige Chancen- und Risikopotenzial von KI ist nicht konkret abschätzbar und wir erwarten höhere Schwankungen der Kurse der Erstrundenprofiteure („Glorreiche 7“). Deshalb präferieren wir für 2025 eine ausgewogenere und diversifizierte Anlage mit einem stärkeren Augenmerk auf die größere und heterogenere Gruppe der KI-Zweitundenprofiteure.



# Aktien Spezial – Altersvorsorge

## Mehr private Vorsorge wagen

**Michael Cloth**, Seniorexperte Bank- und Versicherungsaktien

- Demographische Herausforderungen für die Rente – zu wenige Einzahler, zu viele Bezieher.
- Staatliche Pensions-/Rentensysteme kommen an das Limit, Staatsverschuldung oft schon bedrohlich hoch.
- Private Vorsorge ist unumgänglich zur Sicherung des Lebensstandards – Profiteure sind Asset/Wealth Manager.

### Demografischer Wandel bringt große Herausforderungen

Die Menschheit altert. Was zunächst wie ein logischer Allgemeinplatz klingt (jeden Tag wird man älter), beschreibt die Verschiebung in der Altersstruktur und wird dramatische Veränderungen vor allem in den entwickelten Ländern mit sich bringen. Bis etwa 2080 erwarten die Vereinten Nationen, dass weltweit die Anzahl der über 65-jährigen die der unter 18-jährigen übersteigt. Diese Verschiebung wird zudem durch eine (medizinisch induzierte) Steigerung der Lebenserwartung – auch wenn der Anstieg gemäß neueren demografischen Studien langsamer wird – und eine global fallende Geburtenrate, insbesondere in den „Industriestaaten“ angetrieben. Längst ist die „Überalterung“ der Gesellschaft nicht nur auf entwickelte Länder beschränkt, sondern z.B. auch in China zu beobachten. Diese demografischen Trends werden in vielen Regionen zu deutlichen Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt, die Beschäftigung und vor allem die Altersvorsorge führen.

### Staatliche Rentensysteme am Limit

Das Positive vorweg: die Entwicklungen kommen mit Ansage. Politik, Gesellschaft, und damit jeder einzelne können sich darauf einstellen und entsprechend handeln. Die klassischen Säulen der Altersvorsorge (1.) Staatl. Leistungen wie Rente/Pensionen, (2.) betriebliche und (3.) private Altersvorsorge stehen vor Veränderungen, weil die global hohen staatlichen Verschuldungsquoten eine langfristige Subventionierung der 1. Säule nicht garantieren. Bereits heute liegen die Rentenausgaben der OECD-Länder bei durchschnittlich 8,2% des BIPs und im EU-Durchschnitt bei 12,9% (Deutschland bei 12,2%). Weniger Erwerbstätige bei mehr anspruchsberechtigten Altersrente-Beziehern verschärfen das Problem.

### Verlagerung zu privater Vorsorge ist unumgänglich

Daraus, und getrieben durch das Bewusstsein, dass Inflation den Lebensstandard gefährdet, erschließt sich die grundsätz-

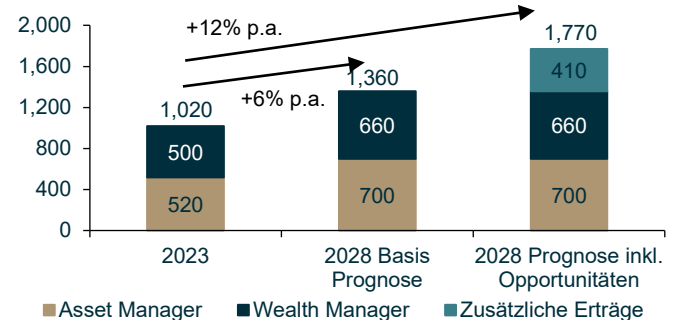
liche Notwendigkeit zur privaten (inkl. betrieblichen) Altersvorsorge. In Europa ist diese im Vergleich zu den USA eher unterentwickelt, könnte aber z.B. durch steuerliche Anreize oder andere Maßnahmen angeregt und gefördert werden.

### Ohne private Finanzakteure geht es nicht

Hier kommt die Finanzindustrie ins Spiel, mit ihrem breiten Angebot von Unternehmen und Privatpersonen. Strategieberater Oliver Wyman schätzt bis 2028 einen weltweiten deutlichen zusätzlichen Ertragszuwachs für die Finanzindustrie durch Altersabsicherung in Höhe von durchschnittlich 6%-Punkten pro Jahr. Global aufgestellte Asset und Wealth Manager sowie Versicherer sind prädestiniert, die Bedürfnisse (u.a. mit Garantieverprechen) angemessen zu befriedigen. Größe und globale Aufstellung schaffen Vorteile bei Kosteneffizienz und Innovationsfähigkeit – auch mit Blick auf nationale Nuancen der Altersvorsorgesysteme. Im Wealth Management, wo das Kundenklientel von vermögenden bis hin zu sehr vermögenden Kunden reicht, ist das hochindividualisierte Angebot ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal, das deutliche Wachstumsimpulse geben kann.

### Potenzielle zusätzliche Erträge private Altersvorsorge

Wachstumsbeschleunigung durch Vorsorge (in Mrd. USD)



### Meine Empfehlung für Sie

Frei nach dem ehemaligen Bundeskanzler Willy Brandt und seinem Ausruf „Mehr Demokratie wagen“ sehen wir die Notwendigkeit der eigenen Vorsorge zur Sicherung des Lebensstandards im Alter – „Mehr Vorsorge wagen“ ist damit nicht nur ein Motto. Vielfältige Angebote der Finanzindustrie helfen hierbei. Einen Vorteil sehen wir bei den spezialisierten Asset- und Wealth Managern.



# Aktien Spezial – Infrastruktur

## Infrastruktur als Rückgrat der wirtschaftlichen Transformation

**Tanja Markloff**, Seniorexpertin Versorger- und Investitionsgüteraktien

- Eine moderne und zuverlässige Infrastruktur bildet die zentrale Voraussetzung, um im internationalen Wettbewerb bestehen zu können ...
- ... insbesondere Investitionen in eine sichere Energieversorgung, effiziente Transportnetze und verlässliche digitale Kommunikationswege sind dafür unabdinglich.
- Anbieter infrastruktureller Technologien, Materialien und Dienstleistungen sollten u.E. mittel- bis langfristig von den Investitionserfordernissen profitieren.

### Infrastrukturausbau und Modernisierung sind ein globales Thema

Eine funktionierende Infrastruktur bildet den Grundbaustein für die soziale und wirtschaftliche Entwicklung eines jeden Landes. Entsprechend hoch sind die Investitionserfordernisse, insbesondere in den Segmenten Transport und Energie sowie Telekommunikation. In einer Analyse schätzt das Researchhaus Oxford Economics den Investitionsbedarf für den Ausbau und die Modernisierung der globalen Infrastruktur in den Jahren 2024 bis 2040 auf durchschnittlich rd. 4,0 Bio. USD p.a. Dabei weist das Institut darauf hin, dass unter Berücksichtigung der Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen der jährliche Investitionsbedarf in den Jahren 2024 bis 2030 sogar um rd. 7% höher wäre.

### Ausbau der Transportnetze zur Förderung des Personen- und Güterverkehrs

Eine moderne und flächendeckende Verkehrsinfrastruktur ist essenziell, um eine nachhaltige Verkehrswende zu schaffen und den grenzüberschreitenden Personen- sowie Güterverkehr zu fördern, insbesondere vor dem Hintergrund des zu erwartenden weltweiten Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstums. Gemäß Oxford Economics sind in den Jahren 2024 bis 2040 Investitionen in die globale Transportinfrastruktur des Flug-, Schiffs-, Bahn- und Straßenverkehrs von rd. 2,2 Bio. USD p.a. notwendig.

### Wachsende Anforderungen an eine sichere und nachhaltige Energieversorgung

Die fortschreitende Elektrifizierung der Sektoren Industrie, Verkehr und Gebäude sowie das rasante Wachstum von Rechenzentren begünstigen eine steigende Stromnachfrage.

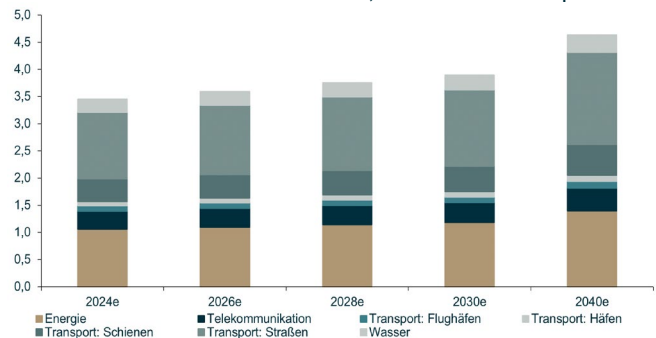
Dazu kommt eine zunehmende Abhängigkeit von erneuerbaren Energieträgern, die höhere Anforderungen an Netz- und Speicherkapazitäten sowie deren Steuerbarkeit stellen. Der Investitionsbedarf in die Energieinfrastruktur wird von Oxford Economics über den Zeitraum 2024 bis 2040 auf durchschnittlich rd. 1,2 Bio. USD p.a. geschätzt.

### Investitionen im Bereich Telekommunikation für die Digitalisierung der Wirtschaft

Die Digitalisierung von Unternehmen und Infrastruktur hat in den vergangenen Jahren an Fahrt aufgenommen. Oxford Economics schätzt den jährlichen Investitionsbedarf im Telekommunikationsbereich auf durchschnittlich rd. 380 Mrd. USD p.a. (2024-2040). Die zunehmende Anzahl von Rechenzentren und aktuellen KI-Trends dürften den Investitionsbedarf im Telekommunikationsbereich u.E. weiter beflügeln.

### Jährlicher Investitionsbedarf im Infrastrukturbereich von durchschnittlich rd. 4 Billionen USD

Von 2024 bis 2040 nach Sektoren, in Billionen USD p.a.



Quelle: Oxford Economics, Commerzbank-Research

### Meine Empfehlung für Sie

Die Investitionserfordernisse in den Ausbau und die Modernisierung der gesamten Infrastruktur versprechen langfristige Wachstumschancen für Infrastrukturunternehmen und Investoren. Da Infrastrukturunternehmen oft von regulatorisch festgesetzten und damit vergleichsweise gut vorhersehbaren Renditen profitieren, bieten sie meist attraktive Dividendenausschüttungen und können als Alternative zu Anleihen in Betracht gezogen werden. Wir sehen als Profiteure des Investitionsschubs Infrastrukturbetreiber, bspw. von Energie-, Transport- und Telekommunikationsnetzen, sowie deren industrieller Zuliefererkette.





# Immobilien

## Trendwende bei den Wohnungspreisen

**Torsten Schwarz**, *Seniolexperte Immobilien & Immobilienaktien*

- Fundamentale Marktsituation hat sich verbessert – der Abwärtstrend bei den Wohnungspreisen ist gestoppt.
- Wohnungspreise, verfügbare Einkommen und Zinsen befinden sich wieder besser im Einklang.
- Der Nachfrageüberhang nach Wohnraum bleibt aufgrund verschiedenster Faktoren auf absehbare Zeit bestehen.
- Wir erwarten zukünftige Preissteigerungen bei Wohnimmobilien, die etwas höher als die durchschnittliche Verbraucherpreis-inflation liegen dürften.

### Abwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen zu Ende

Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland sind laut verschiedenen Quellen zuletzt erstmals wieder leicht angestiegen. Damit hat die seit Frühjahr 2022 im Zuge des Zinserhöhungszyklus eingesetzte Preiskorrektur bei Bestandsimmobilien höchstwahrscheinlich ein Ende gefunden. Eine höhere Anzahl von Immobilientransaktionen und eine stärkere Nachfrage nach Hypothekendarlehen sind deutliche Zeichen für eine sich verbessernde fundamentale Marktsituation.

### Preise, Zinsen & Einkommen wieder besser im Einklang

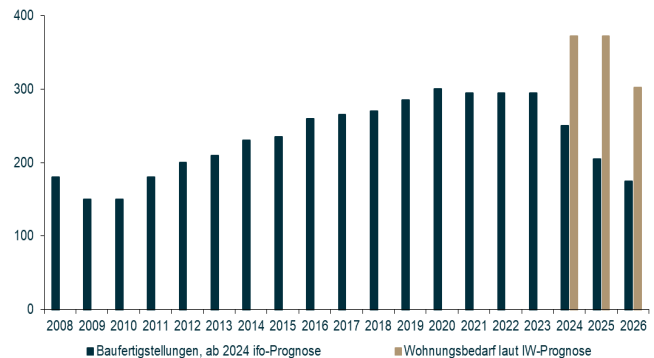
Die um meist mehr als 10 % vom Hoch gefallenen Wohnungspreise machen im Zusammenspiel mit den in den letzten beiden Jahren gestiegenen Pro-Kopf-Einkommen und den leicht rückläufigen Hypothekenzinsen seit Anfang 2024 den Wohnungskauf für Eigennutzer wieder etwas erschwinglicher. Kaufen im Vergleich zur Alternative „teure Miete“ ist damit für viele Haushalte wieder attraktiver geworden.

### Nachfrageüberhang bleibt noch viele Jahre bestehen

Ein gewichtiges Argument für Wohneigentum bleibt der bestehende Nachfrageüberhang. Die Baufertigstellungen konnten in den letzten Jahren den Bedarf – insbesondere in den Großstädten – nicht decken und werden aller Voraussicht nach auch in der Zukunft deutlich hinter der Nachfrage zurückbleiben (siehe Grafik). Die Gründe sind vielschichtig sowohl auf der Angebotsseite (Fachkräftemangel, Bauland, Mietregulierung, Bauvorschriften, etc.) als auch bei der Nachfrage (geringere Haushaltsgößen, Zuwanderung, etc.) – jedoch alles strukturelle und demographische Einflussfaktoren, für die es keine einfachen Lösungsansätze gibt.

### In absehbarer Zukunft werden in Deutschland weniger Wohnungen gebaut – der Bedarf bleibt hoch

Baufertigstellungen und Wohnungsbedarf (in Tsd.)



Quelle: Statistisches Bundesamt, Ifo, IW Köln, Commerzbank-Research

Es bleibt abzuwarten, welche politischen Impulse und Weichenstellungen für den Immobilienmarkt von der zukünftigen Bundesregierung ausgehen werden.

### Preise steigen zukünftig etwas stärker als die Inflation

Aufgrund der fundamentalen Angebots- und Nachfragesituation am Immobilienmarkt dürften die Wohnungspreise zukünftig etwas stärker steigen als die durchschnittliche Verbraucherpreis-inflation oder die regulierten Mieten. Allerdings rechnen wir nicht mit einem neuerlichen Preisboom wie in den zehn Jahren vor der Zinswende. Dafür müssten die Zinsen für Hypothekendarlehen in den nächsten Jahren drastisch sinken, wovon wir aber nicht ausgehen.

### Meine Empfehlung für Sie

Wohnimmobilien sind trotz gewisser Preisschwankungen eine relativ stabile und attraktive Anlageklasse für langfristige orientierte Investoren und Eigennutzer. Die fundamentalen Einflussfaktoren haben sich in den letzten Monaten verbessert, was für eine Stabilisierung der Preise am (Wohn-)Immobilienmarkt gesorgt hat. Der Nachfrageüberhang dürfte noch viele Jahre Bestand haben und wir erwarten für 2025 Preissteigerungen bei Wohnimmobilien leicht oberhalb der Inflationsrate.



# Rohstoffe Gold

## Kurzfristige Übertreibung, mittelfristig weiter gut unterstützt

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

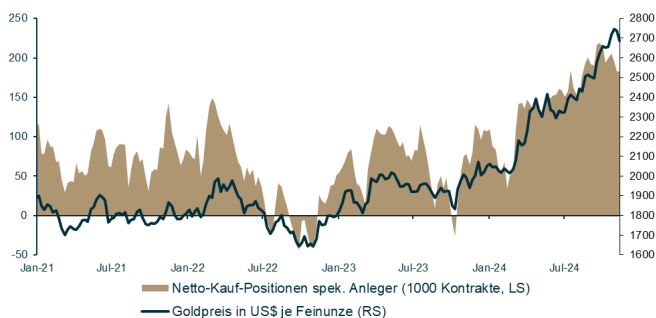
- Goldpreis zuletzt von Unsicherheit getrieben und nicht von fundamentalen Daten.
- Kurzfristig begrenztes fundamentales Kurspotenzial.
- Fortschreitender Zinssenkungszyklus in den USA als weiterer Kurstreiber, unterstützt durch Gold als Risikoabsicherung.

### Goldpreis von Unsicherheit getrieben

Der Goldpreis und seine immer neuen Höchststände wurden stark von Unsicherheiten getrieben und weniger von fundamentalen Daten. Die geopolitischen Risiken und hier insbesondere die Krise im Nahen Osten erhöhen weiterhin die Nervosität der Märkte. Dazu kamen noch die Unwägbarkeiten bzgl. des Ausgangs der Präsidentschaftswahl in den USA, die trotz der klaren Wahl von Donald Trump noch nicht sofort beendet sein sollten, obwohl der Goldpreis danach deutlich konsolidierte. Die Funktion des Goldes als sicherer Hafen sollte deshalb weiterhin eine große Rolle spielen. Dies hat auch dazu geführt, dass die Kauf-Positionen von spekulativen Finanzanlegern weiter auf hohem Niveau verharren.

### Kauf-Positionen verharren weiterhin auf hohem Niveau

Goldpreis in USD je Feinunze und Kauf-Positionen spekulativer Anleger



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

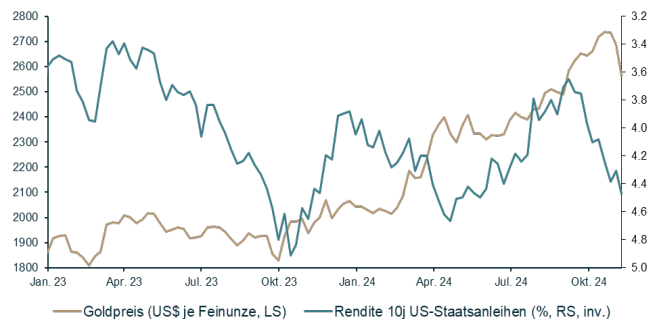
### Kurzfristig begrenztes fundamentales Preispotenzial

Uns erscheint das weitere fundamentale Kurspotenzial aber begrenzt. Der Goldpreis hat bereits seit Anfang November mit einem Preisrückgang mit etwas Verzögerung wieder stärker auf rückläufige Zinssenkungserwartungen und höhere (Real-)Renditen reagiert. Die zuletzt stagnierenden Inflationserwartungen sprechen dafür, dass sich die Goldpreisentwicklung in den nächsten Wochen wieder stärker an den US-

Renditen orientiert – und die zwischenzeitliche Entkopplung ausläuft. Dies spricht kurzfristig für ein fallendes Momentum bzw. eine weitere Konsolidierung des Goldpreises, was auch durch den stärkeren US-Dollar gestützt wird.

### Negative Korrelation zwischen steigenden Anleiherenditen und Goldpreis sollte sich weiter verstärken

Goldpreis in USD je Feinunze und Rendite 10j. USTs



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Fortschreitender Zinssenkungszyklus in den USA als weiterer Kurstreiber

In der ersten Jahreshälfte 2025 dürften die erwarteten, weiteren Leitzinssenkungen der US-Notenbank Fed auch auf die längerfristigen Anleiherenditen durchwirken, wodurch die Korrektur bei Gold räumlich und zeitlich begrenzt sein dürfte. Wieder steigende Inflationserwartungen – insbesondere aufgrund einer inflationären US-Fiskalpolitik – dürften den Goldpreis im weiteren Jahresverlauf stützen.

### Meine Empfehlung für Sie

Der Goldpreis wurde zuletzt mehr durch geopolitische Risiken als durch Fundamentaldaten getrieben, d.h. der Goldpreis trotzte der steigenden 10-jährigen US-Anleiherendite. Dies spricht kurzfristig eher für ein fallendes Momentum bzw. eine weitere Konsolidierung des Goldpreises, da sich die historisch hohe negative Korrelation wieder einstellen sollte und somit die Fundamentaldaten wieder an Bedeutung gewinnen dürften. Das Bestreben der Fed, die Geldpolitik zu normalisieren dürfte dabei in der ersten Jahreshälfte 2025 den Goldpreis stabilisieren, ebenso wie potenzielle inflationäre Tendenzen in der US-Fiskalpolitik.



# Asset Allokation

## Mit mehr Aktien ins Jahr 2025

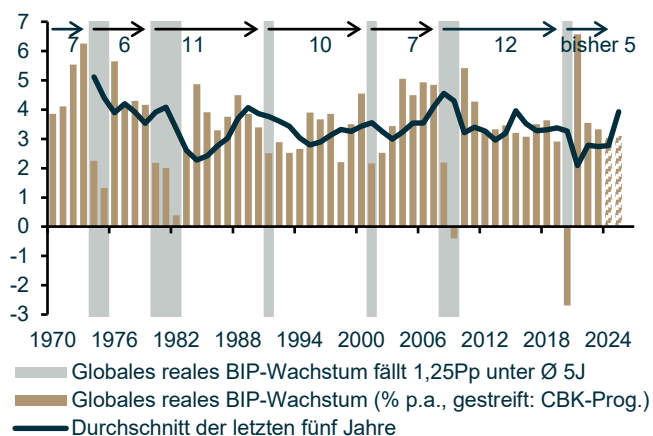
**Alexander Krämer, Seniorexperte Asset Allokation**

- Konstruktives Konjunkturbild mit weiteren Leitzinssenkungen in den USA und dem Euroraum spricht für höhere Aktienquote.
- Trumpsche Migrations- und Wirtschaftspolitik sollte die Renditen in den USA und im Geleitzug auch im Rest der Welt nach oben bringen.
- Positionierung für 2025 – mehr Aktien, weniger Anleihen.

Den Irrungen und Wirungen des Jahres 2024 – (US-)Rezessionsängste, unerfüllte Hoffnungen auf eine wirtschaftliche Belebung Deutschlands, des Euroraums und Chinas, die Frage, ob die Notenbanken die Inflation nun in den Griff bekommen haben und die durch beginnende Leitzinssenkungen von Fed und EZB vorläufig mit einem vorsichtigen Ja beantwortet werden kann, die Unsicherheit über den Ausgang der US-Präsidentenwahl, und natürlich das Schwanken zwischen Euphorie und Sorge, ob das Thema Künstliche Intelligenz nun eine Blase ist oder nicht – sind wir mit einer ausgewogenen Assetallokation begegnet. Das ist Vergangenheit und in den Vorseiten wurde die Ausgangslage für Finanzanlagen ausführlich erörtert. Für das Jahr 2025 sehen wir gute Gründe, die Assetallokation etwas stärker in Richtung risikotragender Anlagen auszurichten.

### Der globale Zyklus geht ins fünfte Jahr

Globales Wirtschaftswachstum in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

### Wachstum 2025: Auf dem Weg zum Potential

Dafür spricht zum Beispiel unser Konjunkturbild. Wie auf Seite 9 beschrieben, dürfte sich die Wirtschaft im Euroraum

und in den USA in den kommenden Jahren in Richtung ihres Potentialwachstum bewegen – für beide Wirtschaftsräume eine positive Entwicklung, denn damit dürfte das Risiko einer US-Rezession die Kapitalmärkte im Jahr 2025 deutlich weniger belasten als im letzten Jahr, während die erwartete Wachstumsbelebung im Euroraum dem Nullwachstum der letzten beiden Jahre ein Ende setzen würde. Und auch global dürfte das Wirtschaftswachstum 2025 bei drei Prozent und damit in etwa auf dem Niveau des Jahres 2024 liegen.

Damit heißt es auch 2025: Vorerst keine Rezession, was nach der schnellen und auch deutlichen Anhebung der Leitzinsen weltweit durchaus überraschend, aber auch kein absolutes Novum ist. Mitte der 90er Jahre gelang der Fed dieses Kunststück bereits. Sie begann zur Jahresmitte 1995 mit Leitzinssenkungen, die dann im ersten Quartal 1996 zum Ende kamen, auch weil sich damals wieder ein leichter Anstieg der Inflationsrate bemerkbar machte. Sicherlich ist das nicht eins zu eins übertragbar auf die heutige Lage, aber Ähnlichkeiten sind auch mit Blick auf unsere heutigen, volkswirtschaftlichen Prognosen vorhanden. Selbst die Künstliche Intelligenz findet eine Entsprechung in der damals aufkommenden Internet-Begeisterung. (Interessanterweise sind auch die Jahre 1995 bis 1998 die einzigen Jahre, in denen der S&P 500 in jedem Kalenderjahr um mindestens 20 Prozent in Folge gestiegen ist – und die Serie wurde im Jahr 1999 mit einem jährlichen Zuwachs von „nur“ 19,5% denkbar knapp beendet. In der „aktuellen Serie“ steht der S&P 500 nach gut 24 Prozent 2023 bei knapp 26 Prozent in diesem Jahr.) Dagegen verzeichneten die US-Anleiherenditen schon gut ein Quartal vor dem Ende der Leitzinssenkungen 1996 einen kräftigen Renditeanstieg. Die hohen Renditen bewahrten den Rentenmarkt allerdings vor einem negativen Jahr.

### Konjunkturprognose spricht für höhere Aktienquote

Die aktuelle Konjunkturprognose sowie der Blick in die Vergangenheit legen also nahe, dass man mit einer höheren Aktienquote und einem geringeren Anteil an Festverzinslichen in das Jahr 2025 starten sollte. Grundsätzlich spricht das Konjunkturbild auch für einen stärkeren Fokus auf Rohstoffe. Hier dürfte aber eine deutliche Belebung des verarbeitenden Gewerbes und insbesondere Chinas notwendig sein, um aus konjunkturellen Gründen eine Rohstoffübergewichtung zu rechtfertigen. Das gilt umso mehr für den Ölpreis, der unter der geringen Nachfrage leidet und nur durch immer wieder



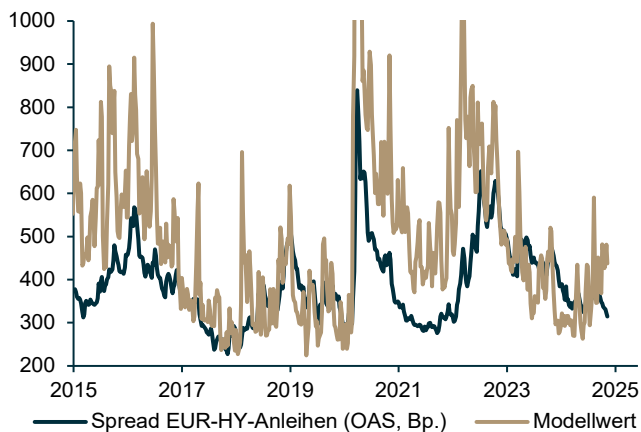
verlängerte Fördermengen Kürzungen der OPEC stabil gehalten werden kann. Aus Diversifikationsgründen kann aber genau diese Eigenschaft sinnvoll sein – auch mit Blick auf weitere geopolitische Eskalationen.

### Aktien auch im Vorteil gegenüber Unternehmensanleihen

Auch unter Risikoaspekten erscheint es sinnvoll, stärker auf Aktien als auf Unternehmens- oder Hochzinsanleihen zu setzen. Denn die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen scheinen die Risiken im Vergleich zur aktuellen Volatilität am Aktienmarkt nur unzureichend zu kompensieren.

### Spreadrisiken im Vergleich zur Aktienvola nicht adäquat gepreist

Spread in Bp (Regressionsmodell; erklärende Variable: VStoxx;  $R^2=0,61$ )



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Zudem ist auch absolut betrachtet der Risikoaufschlag von Unternehmensanleihen insbesondere im Hochzinsbereich im Vergleich zu risikoärmeren Staatsanleihen weniger attraktiv geworden. Und dann ist aus historischer Sicht das Kurspotential durch eine weitere Einengung des Spread im Vergleich zum Potential des Aktienmarktes gering: Fiele der Spread für EUR-Unternehmensanleihen auf seinen bisherigen Tiefstand zurück, so ließe sich auf Jahressicht ein Kursplus von knapp drei Prozent erreichen – zuzüglich der aktuellen Umlaufrendite von 3,2 Prozent. In einem solchen Fall dürfte aber der Aktienmarkt eher zweistellige Renditen liefern.

Dennoch darf die Asset Allokation die Unbekannten und die Risiken des Jahres 2025 nicht außer Acht lassen. Dazu gehören die potenziellen Auswirkungen der zweiten Amtszeit von Donald Trump. Während seine geplante Steuerreform den Unternehmen zugutekommt und somit ebenfalls für eine Übergewichtung der *Aktie* spricht, könnte eine fehlende Gegenfinanzierung eine Belastung für die *Anleihemärkte*

darstellen. Auch Trumps protektionistische Agenda in Form von Zöllen und einer Beschränkung der Migration dürfte eher in steigenden Renditen münden: Die Zölle dürften inflationär wirken, und eine Beschränkung der Zuwanderung würde die jüngste Entspannung am Arbeitsmarkt wieder umkehren. Für Aktien wären unter diesem Aspekt unterschiedliche Wirkungen zu beachten. US-Aktien, insbesondere die binnenorientierten, könnten profitieren. Die Belastungen blieben eher bei europäischen oder asiatischen Unternehmen. Eine unter Trump weiter unabhängige Fed müsste dem Inflationsdruck durch eine restriktive(re) Geldpolitik entgegenwirken, was zu einem dauerhaft höheren Zins- und Renditeumfeld führen dürfte. Auch für den Fall, dass die Fed unter Trump weniger aggressiv an einer Eindämmung der Inflation arbeitet, dürfte zumindest die Rendite längerlaufender Anleihen deutlich ansteigen. Für den Aktienmarkt sollte dies eine untergeordnete Rolle spielen, solange das nominale Wachstum solide ist und das Renditeniveau des Anleihemarktes keine Gefahr für den Aktienmarkt darstellt. Eine solche Gefahr besteht aufgrund einer steigenden Attraktivität von Anleihen bei höheren Renditen, aber auch aufgrund zu hoher Refinanzierungskosten (bzw. der Angst davor) für Unternehmen.

### Gold als Eskalationsschutz

Gold innerhalb der Rohstoffe stärker zu akzentuieren, erscheint aus mehreren Gründen sinnvoll. Zum einen bietet sich Gold als Absicherung für geopolitische Risiken und damit nicht kalkulierbare Eventualitäten an. Darüber hinaus kann es auch im Falle höherer Inflationserwartungen portfoliostabilisierend wirken.

Unsere Aufstellung für das Jahr 2025 geht vom Basisszenario einer sich stabilisierenden Konjunktur und eines im Rahmen bleibenden Preisdrucks aus. Das erste sieht für die USA wahrscheinlicher aus als für den Euroraum, beim zweiten Aspekt ist es umgekehrt. Die Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks sehen wir dabei als unterstützend an, die temporär über Ziel liegende Inflationsraten tolerieren und den neutralen Zins über Senkungen weiter anvisieren. Sollten sich beim Inflationsbild deutliche Änderungen ergeben, muss nachjustiert werden.





### Aktuelle qualitative Asset Allokation

Aktien zu Lasten von Anleihen und Liquidität übergewichten

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

Quelle: Commerzbank-Research

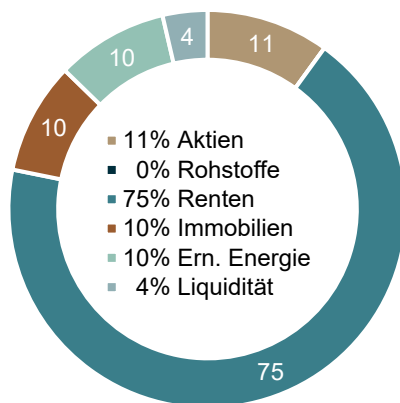
### Meine Empfehlung für Sie

Das erwartete konjunkturelle Umfeld spricht dafür, dass Aktien auch im nächsten Jahr die Anlageklasse der Wahl sein dürften. Dagegen dürften Anleihen aufgrund einer deutlich expansiveren und inflationierenden US-Politik nur wenig Aussichten auf Kursgewinne haben. Dazu erscheint es aus Portfoliosicht sinnvoller, Risiken bei Aktien als bei Unternehmensanleihen zu nehmen. Wir reduzieren daher in unseren Musterportfolios den Anteil von (Unternehmens-)Anleihen und Kasse zugunsten von Aktien.

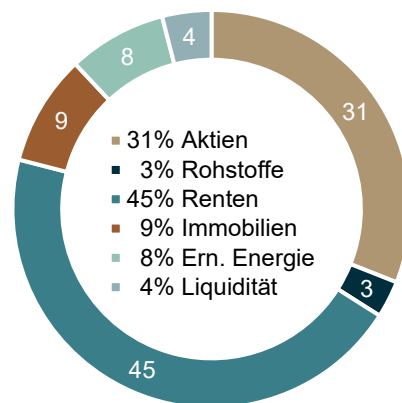
## Musterallokation

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

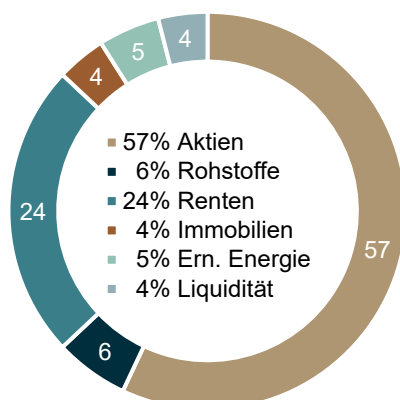
### Stabilität



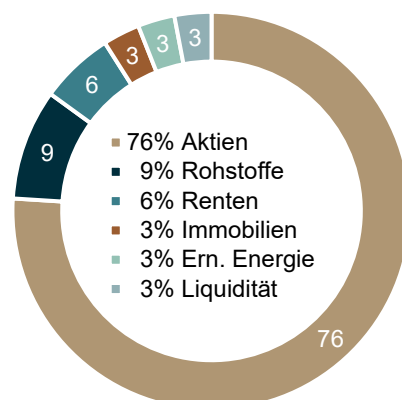
### Einkommen



### Wachstum



### Chance





# „Amerika, Du hast es besser“ (J.W. v. Goethe, Xenien)

## Interview mit dem Chefvolkswirt der Commerzbank Dr. Jörg Krämer

**Der klare Wahlsieg von Donald Trump mit einer deutlichen landesweiten Mehrheit aller Wählerstimmen kam für viele Europäer überraschend. Eigenartigerweise empfinden viele Amerikaner die eigene Wirtschaftslage als unbefriedigend und kriedeten das der Regierung an. Im transatlantischen Vergleich zeigen die US-Wirtschaftsdaten etwas anderes: die Arbeitslosigkeit ist sehr niedrig, das Wachstum robust, und das seit vielen Jahren. Wir wollen in unserem Interview mit dem Chefvolkswirt der Commerzbank über das Wachstumsgefälle zwischen den USA und Europa sprechen. Was sind die Gründe dafür? Wird sich das verändern?**

**Dr. Krämer, Goethe schrieb in seinen Xenien: „Amerika, Du hast es besser“. Natürlich hatte er nicht die polarisierten USA von heute im Kopf. Aber ist seine Klage über die Rückwärtsgewandtheit und den inneren Zwist Europas aber nicht überraschend zeitlos?**

Ja, das heißt aber nicht, dass die Klagen heute nicht berechtigt wären. Es stimmt, dass in Europa die Staatsschulden zu hoch sind, die wirtschaftliche Dynamik schwach ist und sich viele Wähler von traditionellen Parteien abwenden. Hinzu kommt die mangelnde Verteidigungsfähigkeit gegenüber einem aggressiven Russland. Europa steckt in der Krise.

**Schauen wir auf die USA. Die Wirtschaftsdaten zeigen ein starkes Wachstumsgefälle zu Europa. In Deutschland ist das Bruttoinlandsprodukt in den 25 Jahren vor Ausbruch von Corona jährlich preisbereinigt um 1,4% gewachsen, in den USA aber um 2,5%. Was sind die wichtigsten Gründe für diesen Unterschied?**

Knapp die Hälfte des US-Wachstumsvorsprungs geht darauf zurück, dass der Arbeitseinsatz in den USA nicht zuletzt aufgrund der Demographie stärker zulegen konnte als in Deutschland. Die andere Hälfte lässt sich mit einem höheren US-Produktivitätswachstum erklären. In den USA gibt es pro Kopf fast zehn Mal mehr Wagniskapital als im Euroraum. Das befeuert die Produktivitätsmaschine Silicon Valley. Hinzu kommt der flexible Arbeitsmarkt. Wenn eine Branche in Schwierigkeiten gerät und schrumpfen muss, werden die Mitarbeiter in den USA meist rasch entlassen

und sie müssen sich in wachsenden Branchen neue Jobs suchen. Das beschleunigt den Strukturwandel.

Also: Eine stärker wachsende Bevölkerung plus ein höheres Produktivitätswachstum ergibt ein stärkeres Wirtschaftswachstum.

**Die letzten Jahrzehnte sahen mehrere große Krisen. Die Regierungen in den USA wechselten. Das hat aber nichts am überlegenen Wachstumsprofil der USA geändert. Woher rührt diese Überlegenheit der US-Wirtschaft in allen Lagen?**

Die verschiedenen Präsidenten haben nie das Grundprinzip des amerikanischen Kapitalismus angetastet. So haben die US-Unternehmen einfach weiter gemacht, auch wenn die Chefs im Weißen Haus wechselten.

**Mario Draghi diagnostizierte jüngst: „In Europa haben wir eine statische Industriestruktur, die von den gleichen Unternehmen und Technologien dominiert wird wie vor Jahrzehnten.“ Die Unternehmen mit den größten Investitionen in Forschung und Entwicklung in Europa sind Autokonzerne, in den USA hingegen Technologiefirmen. Werden bei uns die falschen Anreize gesetzt?**

Wir brauchen mehr Pioniergeist und Willen, etwas Neues zu probieren – auch auf die Gefahr des Scheiterns hin. In den USA gibt es eine breite Infrastruktur von Wagniskapitalgebern, eine auf praktische Umsetzbarkeit ausgerichtete Forschungslandschaft und erhebliche staatliche Forschungsförderung. Dieses Geflecht ist über Jahrzehnte gewachsen und lässt sich nicht ohne weiteres von anderen Ländern kopieren. Zudem ist das US-System auf ein deutlich höheres Tempo ausgerichtet. Letztlich geben die Amerikaner der „schöpferischen Zerstörung“ mehr Raum, was für einen steten Wechsel an der Spitze der Unternehmenslandschaft sorgt und Verkrustungen entgegenwirkt.

**Im bekanntesten globalen Aktienindex, dem MSCI Welt steht per Ende Oktober 2024 erst an 22. Stelle das erste Nicht-US-Unternehmen. Mit SAP taucht der größte deutsche Wert an Position 31 auf. Innovationen sind heutzutage meist „Made in USA“. Von den berühmten „Glorreichen Sieben“, den heute wertvollsten**



**Unternehmen der Welt, waren vor 20 Jahren sechs noch nicht in den Top 100, und zwei gerade mal ein Jahr alt! Woher rührt diese unglaubliche Dynamik und Innovationskraft?**

Mit der Künstlichen Intelligenz erleben wir das Aufkommen einer neuer Basisinnovation. Sie revolutioniert in vielen Branchen die Arbeitsweise, wobei es zu vielen Folgeinnovationen kommen wird, die wir heute noch nicht kennen. In einer solchen Umbruchphase ist ein System überlegen, das von vornherein auf höheres Tempo und größere Flexibilität ausgerichtet ist. Die Vorzüge der deutschen Wirtschaft, das systematische und schrittweise Verbessern bereits eingeführter Techniken, kommt wohl erst dann zum Tragen, wenn die Innovationswelle ihren Höhepunkt überschritten hat und die Basisinnovationen auf breiter Front eingeführt wurden.

**Donald Trump agierte bisher im Wahlkampfmodus, er musste sich nicht um die Deckung des Haushalts kümmern. Die amerikanische Staatsverschuldung liegt mittlerweile bei mehr als 120 Prozent des BIP. Wieviel Raum ist da noch für seine Pläne? Was kann er tun und bringt die erwartbare Ausweitung des Defizits Gefahren für die Finanzmarktstabilität?**

Die USA haben einen größeren fiskalischen Spielraum als die meisten anderen Länder – auch weil der US-Dollar internationale Reservewährung ist und viele Zentralbanken faktisch gezwungen sind, ihn zu halten. Aber unbegrenzten Spielraum haben auch die Amerikaner nicht. Es ist auf jeden Fall besorgniserregend, wenn eine seit Jahren vollbeschäftigte Wirtschaft Staatsdefizite von 6% bis 7% der Wirtschaftsleistung aufweist. Die bereits hohe Defizitquote würde um zwei Prozentpunkte zunehmen, selbst wenn Donald Trump seine Pläne nur teilweise umsetzt. Die Gegenfinanzierung in Form steigender Zolleinnahmen und starken Ausgabenkürzungen steht auf tönernen Füßen. Im Moment wird das noch von der Euphorie an den Finanzmärkten überdeckt, die sich viel von der in Aussicht gestellten umfassenden Deregulierung versprechen. Hier könnte es irgendwann ein unsanftes Erwachen geben, sodass die USA wieder zu mehr Konsolidierung gezwungen werden.

**Schauen wir noch auf Deutschland. 2025 erhalten wir eine neue Regierung. Was würden Sie dem kommenden Wirtschaftsminister und was dem Finanzminister soufflieren, um die Lücke zu den USA wenigstens zu verkleinern?**

Der deutschen Wirtschaft geht es wie Gulliver: Sie ist durch zahlreiche Vorschriften und Regulierungen gefesselt. Diese verlangsamen sie und sorgen für erhebliche Kosten. Hier wäre ein scharfer Schnitt in das Bürokratiedickicht nötig. Wichtig wäre auch eine steuerliche Entlastung der Unternehmen, die mittlerweile meist mehr Steuern zahlen als in vergleichbar entwickelten Ländern. Darüber hinaus brauchen die Unternehmen wettbewerbsfähige Energiepreise und – ganz wichtig – bessere Straßen und Brücken. Die vielen tollen Unternehmen und ihre fleißigen Mitarbeiter brauchen endlich wieder die Rahmenbedingungen, die sie verdienen. Das muss die Bundesregierung mit einer Wirtschaftspolitik aus einem Guss sicherstellen – es ist höchste Zeit!



**Kurz-Vita: Dr. Jörg Krämer**

1992: Diplom in Volkswirtschaftslehre

1992 – 1996: Mitarbeiter in der Konjunkturabteilung des Kieler Instituts für Weltwirtschaft

1995: Promotion in Volkswirtschaftslehre

1996 – 1997: Deutschland-Volkswirt, Merrill Lynch

1997 – 2004: Volkswirt, ab 2000 Chefvolkswirt, Invesco Asset Management

2005 – 2006: Chefvolkswirt, HVB

Seit 2006: Chefvolkswirt und Leiter Research, Commerzbank AG

2022: Ernennung zum Honorarprofessor, Universität Münster

## Wichtige Hinweise & Impressum

### Adressat

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der Commerzbank AG in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

### 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.

Herausgeber: Commerzbank Aktiengesellschaft, Kaiserplatz, 60261 Frankfurt am Main. Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der Commerzbank weder reproduziert noch weitergegeben werden, ©2024  
Verantwortlich: Group Research, Thorsten Weinelt, Chief Investment Officer.

Abgeschlossen am 21. November 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