

COMMERZBANK



Investment Perspektiven

Jahresausblick 2024



Inhaltsverzeichnis

3	Ausblick 2024
8	Weltwirtschaft
10	Staatsanleihen
12	Unternehmensanleihen
13	Währungen
14	Aktien Europa, USA & Japan
16	Aktien Emerging Markets
17	Aktien Branchenstrategie
18	Aktien Small & Mid Caps
19	Immobilien
20	Rohstoffe Gold
21	Asset Allokation
24	Aktienthemen: IT/Kommunikationsdienste, Gebrauchsgüter, Versicherungen, Alternative Energien
29	Interview mit dem Chefvolkswirt der Commerzbank Dr. Jörg Krämer

So erreichen Sie uns:

ciodirekt@commerzbank.com



Ausblick 2024

Multi-Asset-Portfolio meistert Gezeitenwechsel



Thorsten Weinelt
Chief Investment Officer

- **Notenbanken:** Zinsgipfel erreicht, Zinssenkungen ab Mitte 2024
- **Anleihen:** Laufende Verzinsung bei Unternehmens- und Hochzinsanleihen attraktiv, langlaufende Staatsanleihen eignen sich zur Risikodiversifikation (Rezession, Geopolitik)
- **Wettbewerb:** Attraktive Bondrenditen eine Herausforderung für Aktien und Alternative Anlagen
- **Aktien:** Milde Rezession nicht in den Gewinnschätzungen eingepreist. Rückschläge an den Aktienmärkten sollten begrenzt bleiben und für Aufstockungen genutzt werden
- **Qualitätsaktien** im Stagflationsumfeld bevorzugt, mit Ende der milden Rezession Small/Mid Caps wieder interessant
- **KI-Investitionszyklus** potenzieller Katalysator für neuen Aufwärtstrend
- **Immobilien und Infrastrukturanlagen** als Portfoliostabilisator geeignet, Einstieg in Private Equity interessant
- **Multi-Asset-Portfolios (60/40)** dürften mit der erwarteten Rendite von 5-6% die Inflation auch 2024 schlagen

2023: Besser als gedacht, Zinsen höher als erwartet

Im Rückblick sind einige Ereignisse des Jahres 2023 von anhaltender Bedeutung. Zum einen hoben die Notenbanken die Leitzinsen stärker an als erwartet. Auch die Renditen zogen deshalb noch einmal weiter an. Nun scheint aber ein Gipfelplateau erreicht. Dies sehen wir als eine Art Gezeitenwechsel an. Herrschte viele Jahre "Zinsebbe" sind wir nun in einer Welt der höheren Zinsen gelandet und Wirtschaft, Unternehmen und alle Anlageformen müssen sich darin behaupten.

Probleme tauchten unter diesem Aspekt nach dem Krypto- und Wagniskapitalsektor im Februar 2023 im US-Regionalbankensektor auf. Die US-Einlagensicherung FDIC und die US-Notenbank verhinderten einen "Bank Run". Der Stress übertrug sich in Europa auf die Credit Suisse, die durch die UBS aufgefangen wurde. Für die Kapitalanleger bleibt die wichtige Erkenntnis aus dieser im Keim erstickten Bankenkrise, dass sich Notenbanken, Aufsichtsbehörden und politische Entscheidungsträger im Krisenfall koordiniert und schnell zusammenfinden, um eine ungeordnete Insolvenz eines Bankinstituts wie 2008 im Fall Lehman Brothers und eine neue systemische Bankenkrise zu vermeiden. Dies erwarten wir auch bei anderen bedeutenden Schief lagen, zum Beispiel durch eine sich verschärfende Krise im Gewerbeimmobiliensektor, der aktuell als ein Risikofaktor einzustufen ist.

Aktienmärkte werden durch Megacaps nach oben gezogen

Die Aktienmärkte kamen indes per Saldo gut mit dem Gezeitenwechsel zurecht. Die meisten Indizes verbuchten zweistellige Zuwächse. Allerdings konzentrierte sich die Performance auf wenige, vor allem großkapitalisierte Unternehmen. Nebenwerte lagen im Hintertreffen. In den USA zeigt sich dies eindrucksvoll beim Vergleich der 7 Megacaps (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla), die für etwa 2/3 der Performance des S&P 500 seit Jahresbeginn verantwortlich sind, und den übrigen 493 Titeln.

Marktperformance ruhte 2023 auf wenigen Schultern

Performance des S&P 500 und der Magnificent 7 seit Jahresbeginn, jeweils gleichgewichtet



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Rallye der Megacaps wird zum Problem für aktive Fondsmanager

Diese starke Konzentration der Performance auf wenige schwergewichtige US-Tech-Titel im S&P 500 und selbst im MSCI Welt hat 2023 aktiven Fondsmanagern Probleme bereitet. Das Gebot der Diversifikation zur Vermeidung von Klumpenrisiken sowie die Einhaltung von Höchstgrenzen für Aktieneinzelwerte bedeutete häufig eine Untergewichtung eines oder mehrerer der Magnificent Seven, und eine deutliche Underperformance gegenüber der jeweiligen marktkapitalisierungsgewichteten Benchmark. Für 2024 wird die Standfestigkeit der Megacaps schon wegen ihrer hohen Gewichtungen zu einer wichtigen Frage.

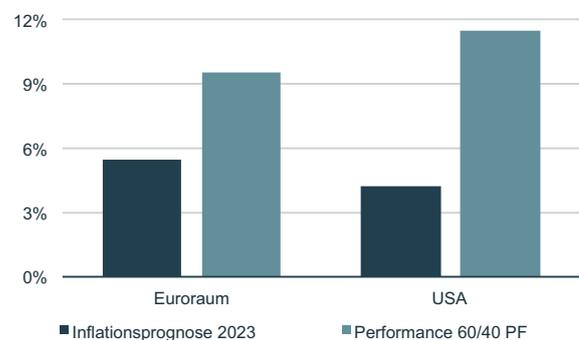
Gemischte Portfolios bügeln Teil der Verluste aus 2022 aus

Nach zwischenzeitlichen Sorgen über die Nahostkrise

schwanken Renten- und auch Aktienmärkte im November auf einen freundlicheren Kurs. Insgesamt überraschten die Aktienmärkte 2023 gerade angesichts der stärkeren Dosis an Leitzinserhöhungen positiv. Bei Anleihen konnten Anleger wie erwartet immerhin den Kupon in EUR-Anleihen vereinnahmen. Ein 60/40 Portfolio erzielte sogar einen realen Vermögenszuwachs.

Das klassische 60/40 Portfolio konnte die Inflation 2023 deutlich schlagen

Performance 60/40 Portfolio in % und erwartete Inflation für 2023



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Investment Perspektiven für das Jahr 2024: Gezeitenwechsel erfordert ein ausbalanciertes Multi-Asset-Portfolio

Das Kapitalmarktumfeld ist nach der Zeitenwende durch den Krieg in der Ukraine, dem folgenden Inflationsschock und den rasant gestiegenen Zinsen nunmehr durch einen Gezeitenwechsel gekennzeichnet. Die Wachstumsperspektiven haben sich - mit einer deutlichen Verzögerung - durch den aggressiven geldpolitischen Straffungskurs der westlichen Notenbanken spürbar eingetrübt. Unsere Volkswirte erwarten eine milde Rezession in den USA, die im Frühjahr 2024 einsetzen dürfte. Im Euroraum ist die Wirtschaft bereits leicht geschrumpft, die wirtschaftliche Schwächephase dürfte aber ungewöhnlich lange anhalten. China hat nach dem Platzen der Immobilienblase Wachstumsprobleme. Zudem belasten strukturelle Faktoren.

Allerdings wird eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung im kommenden Jahr von den meisten Ökonomen bereits prognostiziert und an den Kapitalmärkten weitge-

hend eingepreist. Damit ist aus unserer Sicht das Rückschlagspotenzial für Risikoanlagen nicht besonders hoch. In einem Gezeitenwechsel steckt unseres Erachtens auch die Inflation, die in den westlichen Ländern ihren Höhepunkt erreicht hat und bereits seit mehr als einem Jahr deutlich rückläufig ist. Dies sollte sich fortsetzen, allerdings rechnen unsere Volkwirte nicht damit, dass die Inflation bereits 2024 auf das Notenbankziel von 2% fällt, sondern sich eher bei 3% einpendelt.

Im milderen Inflationsklima kommt es auch zu einem Gezeitenwechsel bei den Zinsen, womit der Leitzinsgipfel bereits hinter uns liegt. Wir erwarten die ersten Zinssenkungen ab Mitte 2024 von Seiten der Fed, die ihren Leitzins um 100 Bp. vor dem Hintergrund der milden Rezession und der rückläufigen Inflation senken dürfte. Von der EZB erwarten wir einen ersten Schritt Ende des Jahres 2024 von 25 Bp. Beide Notenbanken dürften 2025 nochmal nachlegen, die Fed um weitere 50 Bp., die EZB um 25 Bp.

Anleihen machen Aktien zunehmend Konkurrenz und sind zu Jahresbeginn mit ihrem attraktiven Rendite-Risiko-Profil die Assetklasse der Wahl

Ernsthafte Konkurrenz haben Aktien mittlerweile sowohl durch eine attraktive Geldmarktverzinsung wie auch attraktive Anleiherenditen.

Aktien haben mittlerweile ernsthafte Konkurrenz

Dividendenrendite Euro Stoxx 50, Rendite BBB-Unternehmensanleihen, Euro-Geldmarkt (in %)



Quelle: Factset, Bloomberg, Commerzbank-Research

Wie die Grafik zeigt, befindet sich sowohl die Rendite für Unternehmensanleihen wie auch der 3-Monats-Euribor

oberhalb der Dividendenrendite des Euro Stoxx 50 von knapp 4%. Insbesondere Kapitalsammelstellen wie Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungseinrichtungen und Stiftungen mit Renditeanforderungen von 4% legen nach Erreichen des Zinsgipfels ihren Fokus auf das Anleihe-segment, um sich die attraktiven Renditen zu sichern.

Fallende Inflationsraten und erste Zinssenkungen dürften die Anleiherenditen im Verlauf des kommenden Jahres zudem nach unten drücken. Wir rechnen mit einem Rückgang der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in der Spitze um 70 Bp. in den USA und 60 Bp. in Deutschland. Damit bieten Anleihen neben einer attraktiven laufenden Verzinsung das Potential auf Kursgewinne im Jahresverlauf und sind zu Jahresbeginn unsere Assetklasse der Wahl, die wir gegenüber der Liquidität übergewichten. Dass die laufende Verzinsung der 10jährigen US-Staatsanleihe trotz des jüngsten Renditerückgangs immer noch attraktiv ist, zeigt die untere Grafik. Die Rendite liegt aktuell weiter in der Nähe des langjährigen Durchschnitts von 4,5%. Rechnet man die Extremperiode der 70er Jahre heraus, liegt der Durchschnitt sogar nur bei 4%.

Attraktives Renditeniveau im historischen Vergleich

Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihe in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

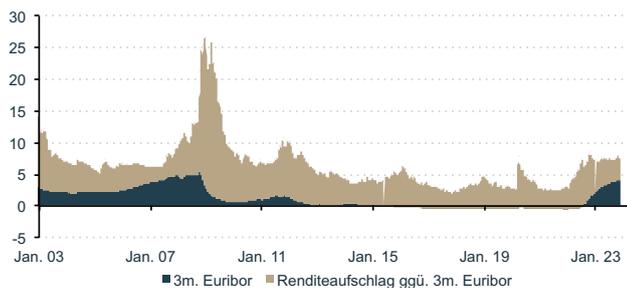
Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten sind aber nicht nur aufgrund der laufenden Verzinsung attraktiv, sie verbessern auch das Chance/Risikoprofil eines Multi-Asset-Portfolios durch potentielle Kursgewinne im Falle einer ausgeprägteren Rezession oder einer Eskalation von geopolitischen Risiken (Ukraine-Krieg, Nahostkonflikt, China-Taiwan-Konflikt).

Daneben sollten vor allem EUR-Unternehmensanleihen mit einer laufenden Verzinsung von im Schnitt aktuell über 4 % Schwerpunkt eines Portfolios sein. Im Falle einer Fokussierung auf BBB-geratete Unternehmen ließe sich eine noch attraktivere Verzinsung von 4,5% erzielen (siehe Grafik auf Seite 12).

Noch höhere Renditen ließen sich durch eine Beimischung von EUR-Hochzinsanleihen erzielen, die eine laufende Verzinsung von 7,2% bzw. 6,2% nur bei BB-Anleihen aufweisen. Beide Werte sind im historischen Vergleich attraktiv, insbesondere weil im Euroraum – anders als in den USA - die milde Rezession in der Kreditrisikoprämie schon weitgehend eingepreist ist (siehe Grafik unten).

Attraktive Renditen bei Hochzinsanleihen

High-Yield-Rendite aufgeteilt in "risikofreie" Rate und Risikoprämie (seit 1999) in %



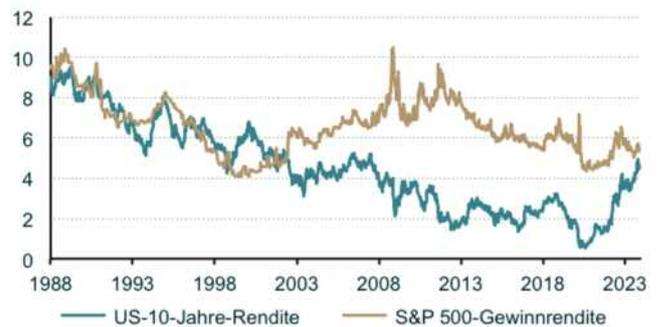
Quelle: ICE, Bloomberg, Commerzbank-Research

Aktien: Nach Start mit Fokus auf Qualitätstitel und dem Megatrend Künstliche Intelligenz würden wir Rücksetzer – zum Beispiel im Zuge der Rezession in den USA – zur Aufstockung der Aktienquote nutzen und im Jahresverlauf offensiver auf Small/Mid Caps setzen. Japan bleibt aktuell unser regionaler Favorit.

Mit Blick auf die erwartete Abschwächung der US-Konjunktur und die gestiegenen Rezessionsrisiken, erwarten wir eine Zunahme der Aktienmarktvolatilität im ersten Halbjahr. Zudem ist die Aktienrisikoprämie auf nurmehr 80 Bp. zusammengeschrumpft und so niedrig wie zuletzt vor 20 Jahren. Zwar kann die Risikoprämie noch weiter fallen wie zuletzt beobachtet Ende der 90er Jahre, die durch den Technologietrend des Internets geprägt waren. Die zu erwartenden Renditen in den kommenden Jahren dürften dann allerdings von aktuell 5% bis 10% in Richtung 0% bis 5% fallen.

Aktienrisikoprämie auf einem 20-Jahrestief

S&P 500-Gewinnrendite minus US-10-Jahres-Rendite in %



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

In einem Stagflationsumfeld, welches wir für das erste Halbjahr 2024 erwarten, dürften sich Qualitätsaktien mit Preissetzungsmacht und defensive Wachstumstitel mit hohen Ausschüttungsquoten besser entwickeln als zyklische Titel. Daneben setzen wir auch weiterhin auf den Tech-Sektor und die Kommunikationsdienstleister als primäre Profiteure des KI-Megatrends, die auch von den sinkenden Zinsen überproportional profitieren sollten (siehe Seite 17 bei den Sektoren und Seite 25). Im Jahresverlauf dürften dann auch offensivere Themen wie Small/Mid Caps wieder interessanter werden. Japan bleibt aufgrund der besseren relativen Konjunktur- und Gewinndynamik, aktionärsfreundlichen Maßnahmen und der Erwartung eines leicht aufwertenden Yens zum Jahresstart unser regionaler Favorit.

Alternative Assets wirken als Beimischung in einem Multi-Asset-Portfolio stabilisierend und bieten Inflationsschutz

Für 2024 empfehlen wir weiter Investitionen in (Energie-) Infrastruktur, Private Equity und konservative Immobilienfonds. Die Konkurrenz durch eine höhere Geldmarktverzinsung und attraktivere Anleiherenditen hat zwar zugenommen, die attraktiven Illiquiditätsprämien und erwartete Renditen von langfristig mehr als 10% z.B. für die Assetklasse Private Equity ermöglichen einen nachhaltigen realen Vermögenszuwachs für Anleger. Darüber hinaus finden wir den Einstiegszeitpunkt aktuell interessant, weil die Beteiligungsfirmen Unternehmen – meist aus dem Mid- und Small-Cap-Bereich - zu deutlich niedrigeren Bewertungsniveaus einkaufen können und gestiegene Fremdkapitalkosten das Risiko für Investoren durch einen zu hohen

Fremdkapitalhebel in den Transaktionen verringern. Auch wenn aktuell weniger Transaktionen stattfinden und das Umfeld herausfordernder geworden ist, hat sich die Private-Equity-Industrie in Krisenzeiten nicht nur als resilient und anpassungsfähig erwiesen, sondern gehörte zu den Hauptprofiteuren.

Eine Beimischung von konservativen Immobilien- und Infrastrukturfonds trägt ebenfalls positiv zur Portfolioresilienz bei und mit erwarteten Renditen von 3-5% ist ein langfristiger Inflationsschutz gegeben.

Meine Empfehlung für Sie

Nach der Zeitenwende im Jahr 2022, dem Inflations- und Zinsschock, hat mittlerweile ein Gezeitenwechsel eingesetzt. Um der veränderten Konstellation Rechnung zu tragen und zudem die gestiegenen geopolitischen Risiken im Portfoliokontext zu berücksichtigen erscheint ein ausbalanciertes Multi-Asset-Portfolio die beste Variante, um nachts ruhig zu schlafen und gleichzeitig einen realen Vermögenszuwachs zu erzielen.

Nach dem Zinsgipfel sind Anleihen aktuell die Assetklasse der Wahl. Wir empfehlen die attraktiven Renditen einzuloggen und bevorzugen neben langlaufenden Staatsanleihen Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen zur Beimischung.

Aktien gewichten wir insgesamt neutral, denn die Rückschlagsgefahr durch zyklischen Gegenwind dürfte begrenzt bleiben. Zudem profitieren die Tech-Megacaps von sinkenden Zinsen und dem KI-Megatrend. Wir präferieren neben IT defensive Wachstums- und Qualitätstitel und würden im Jahresverlauf offensiver werden und Small- und Mid Caps übergewichten.

Rohstoffe bleiben insgesamt neutral gewichtet. Gold sollte sich vor dem Hintergrund eines schwächeren USD und sinkenden Realzinsen positiv entwickeln.

Liquidität bleibt untergewichtet. Alternative Assets tragen als Beimischung positiv zur Stabilisierung und Resilienz des Portfolios bei.

Positionierungsempfehlung

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

Die Geister, die ich rief



Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt

- Rezession in den USA, schwache Erholung im Euroraum
- Inflation lässt nach, bleibt aber hartnäckiger als erwartet
- US-Notenbank und wohl auch EZB beginnen mit Zinssenkungen

Politikfehler der letzten Jahre werden auch 2024 prägen

Die Spätfolgen der jahrelang laxen Geld- und Finanzpolitik werden die Wirtschaft und die Kapitalmärkte auch 2024 prägen. In den Jahren vor Corona war das Handeln der westlichen Notenbanker von der Angst vor einer vermeintlichen Deflation geprägt. Sie steckten Unsummen in den Kauf von Staatsanleihen und senkten die Leitzinsen häufig bis in den negativen Bereich. Nach Ausbruch von Corona lockerten sie ihre Geldpolitik durch ein Hochfahren ihrer Anleihenkäufe erneut. Das erleichterte es den Finanzministern, die Staatsausgaben massiv zu steigern. Als die staatlich angefachte Nachfrage auf das coronabedingt geschrumpfte Angebot an Gütern und Dienstleistungen stieß, begann die Inflation wie im Lehrbuch zu steigen. Trotzdem blieben die Notenbanken auf Deflationsgefahren fixiert. So änderte die EZB Mitte 2021 sogar ihren geldpo-

litischen Strategierahmen, um gegen künftige Deflationsphasen besser gewappnet zu sein. Die Notenbanken redeten das schon damals sichtbare Inflationsproblem klein. Sie erhöhten ihre Zinsen erst im Frühjahr (Fed) beziehungsweise im Sommer (EZB) 2022, nachdem Russlands Angriffskrieg im Februar 2022 die Energiepreise sprunghaft nach oben getrieben hatte und die Inflation für alle sichtbar geworden war.

EZB reagierte spät auf die steigende Inflation

Verbraucherpreisindex für den Euroraum, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, EZB-Einlagesatz in % p.a.



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

Die Inflation wird sich oberhalb der 2%-Marke einpendeln

Diese Politikfehler werden sich auch im kommenden Jahr auf die Inflation auswirken. Denn der spät aufgenommene Kampf gegen die Inflation hat Zweifel daran aufkommen lassen, ob die Teuerung langfristig wieder auf das Ziel von 2% zurückkehrt. So liegen die langfristigen Inflationserwar-

tungen der Konsumenten im Euroraum mittlerweile deutlich über 2%.

Zudem hat die EZB ihre Leitzinsen wohl weniger angehoben, als es laut dem Taylor-Zins angemessen gewesen wäre. Das ist der Hauptgrund für unsere Prognose, dass sich die Kerninflation (Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel) im kommenden Jahr im Euroraum eher bei 3% als bei 2% einpendeln wird. Das gilt mit Abstrichen auch für die USA. Irgendwann im Verlauf des kommenden Jahres werden die Investoren merken, dass die Inflation hartnäckiger ist als die meisten erwartet hatten.

Zeitenwende auch bei den Leitzinsen

Unsere Prognose eines nicht gelösten Inflationsproblems ist der Hauptgrund, warum wir erwarten, dass die EZB ihre Leitzinsen erst Ende 2024 und Anfang 2025 um jeweils nur 25 Basispunkte reduziert. Für die Fed erwarten wir ab Mitte 2024 nur deshalb Zinssenkungen um 100 Basispunkte, weil sie aufgrund der stärkeren Zinserhöhungen mehr Spielraum nach unten hat als die EZB. Aber auch in den USA ist eine Rückkehr zu den sehr niedrigen Leitzinsen vor Corona äußerst unwahrscheinlich.

Konjunktur: Anpassung an das neue Zinsregime

Die westlichen Länder haben es nach Jahren der Null- und Negativzinsen mit einem völlig anderen Zinsregime zu tun.

Ära des billigen Geldes für Unternehmen ist zu Ende

Zinsen für Neukredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften in Deutschland, in % p.a.



Quelle: Deutsche Bundesbank, Commerzbank-Research

Viele Geschäftsmodelle entfallen, weil die Rentabilitätsschwelle dauerhaft gestiegen ist. Unternehmen müssen wieder um Kapital konkurrieren und höhere Zinslasten stemmen. Sich an das neue Zinsregime anzupassen, dau-

ert viel länger als bei normalen Zinserhöhungen. Deshalb dürfte die wirtschaftliche Schwäche ungewöhnlich lange anhalten. Eine rasche, V-förmige Erholung ist für die westlichen Volkswirtschaften unwahrscheinlich.

In den USA ist die Wirtschaft zwar bis zuletzt recht stark gewachsen. Aber das liegt vor allem daran, dass die Fiskalpolitik ungewöhnlich expansiv ist. Mit Blick auf die hohe Staatsschuld lassen sich die Haushaltsdefizite jedoch kaum weiter erhöhen, sodass der Konjunkturimpuls von dieser Seite ausläuft. 2024 dürfte die dämpfende Wirkung der zurückliegenden, massiven Leitzinsanhebungen sichtbar werden, die in den USA fast immer seit Ende des Zweiten Weltkriegs in einer Rezession mündeten.

Im Euroraum ist die Wirtschaft bereits leicht geschrumpft. Im Frühjahr dürfte sich die Wirtschaft zwar aus der Rezession herausarbeiten. Aber der auf eine Rezession gewöhnlich folgende Aufschwung wird wohl ausbleiben. Dieses Szenario einer ungewöhnlich langen wirtschaftlichen Schwäche gilt erst recht für Deutschland, das neben dem neuen Zinsregime weitere Belastungen wie die hohen Energiepreise und die unterdurchschnittliche Entwicklung des Welthandels zu verdauen hat.

Auch die chinesische Wirtschaft dürfte 2024 unter Spätfolgen leiden, wobei diese nicht von höheren Leitzinsen ausgehen, sondern beispielsweise von Übertreibungen im aufgeblähten Immobiliensektor. Diese dürften sich nicht im Rahmen einer Krise entladen, sondern über viele Jahre. Das bedeutet aber, dass das Wirtschaftswachstum lange gedämpft wird. Für wenig Wachstum spricht auch der Vertrauensverlust in die staatliche Wirtschaftspolitik wegen der Coronapolitik und des Vorgehens vor allem gegen den Tech-Sektor. Hinzu kommen die Auswirkungen der politischen Spannungen zwischen China und den USA.

Einfluss auf die Finanzmärkte

Für die Finanzmärkte wird es 2024 vor allem darauf ankommen, ob die US-Wirtschaft in eine Rezession gleitet oder nicht. Wir erwarten dies, weshalb wir vor allem für die erste Hälfte 2024 einen Rückgang der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und auch im Euroraum sehen. Dabei handelt es sich aber um eine vorübergehende Erholung der Anleihenkurse, da gegen Ende 2024 klar werden dürfte, dass sich das Inflationsproblem nicht gelöst hat.

FEDERAL RESERVE BANK
OF NEW YORK
CHARTERED 1914 · ERECTED 1922

Staatsanleihen

Attraktive Kursgewinne erwartet

Martin Hartmann

Seniorexperte Anleihen und Währungen

- Erste Leitzinssenkungen für 2024 erwartet
- Renditerückgang bringt Kursgewinne
- Kurze und längere Laufzeiten empfohlen

Rückblick: Volatiles Rentenjahr

Die Anleihemärkte entwickelten sich 2023 sehr volatil. Die Renditen stiegen aufgrund steigender Leitzinsen und hoher Inflation im Jahresverlauf und hierbei insbesondere in der zweiten Jahreshälfte kräftig an. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen übersprang dabei im Oktober 2023 die Marke von 3% und die der 10-jährigen US-Treasuries die von 5%. Letztmals wurden ähnliche Niveaus 2011 erreicht. Inzwischen gingen die Renditen tendenziell wieder zurück.

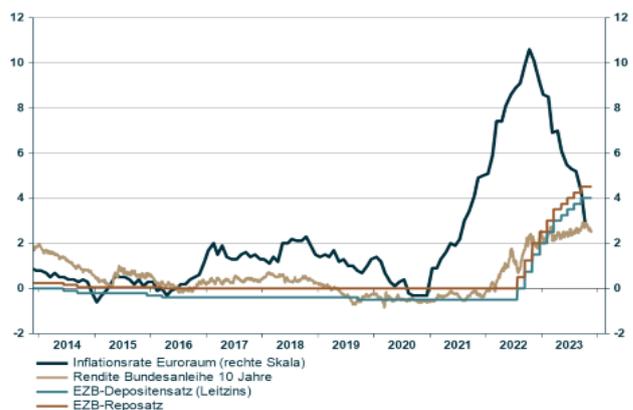
Lockerungen der Notenbanken

Die Leitzinsgipfel dürften bereits erreicht sein. Im Laufe des nächsten Jahres gehen wir weltweit von Zinslockerungen der Notenbanken aus. So dürfte die US-Notenbank Fed ab der Jahresmitte ihre Leitzinsen senken, wenn die Wirtschaftsleistung in den USA zurückgeht und die Fed die Fortschritte zum Erreichen des Inflationsziels als ausreichend erachtet. Dies dürfte sich im nächsten Jahr für die Fed wie erwähnt auf 100 Basispunkte (Bp.) in mehreren Schritten addieren, gefolgt von weiteren Senkungen um 50 Bp. in 2025. Das ist mehr, als die EZB an Spielraum zur Ver-

fügung hat. Diese dürfte dagegen erst gegen Ende nächsten Jahres die Leitzinsen um 25 Bp. senken und um weitere 25 Bp. im ersten Quartal 2025. Von der Bank of England erwarten wir Lockerungen um 100 Bp. für 2024.

Rendite- und Leitzinsgipfel erreicht

EZB-Leitzinsen und Bundrendite



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

In diesem Umfeld rechnen wir mit einem deutlichen Renditerückgang bei Staatsanleihen. Dieser dürfte vor allem in der ersten Jahreshälfte 2024 an Fahrt gewinnen. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries kann im nächsten Jahr durchaus in Regionen von 3,5% fallen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte die 2%-Marke unterschreiten und damit weniger zurückgehen. Hohe Emissionen von Staatsanleihen, die zurückgehende EZB-Nachfrage nach Staatsanleihen und eine möglicherweise hartnäckige Inflation sind

Belastungsfaktoren für dieses konstruktive Bild.

Hohes Angebot im Euroraum

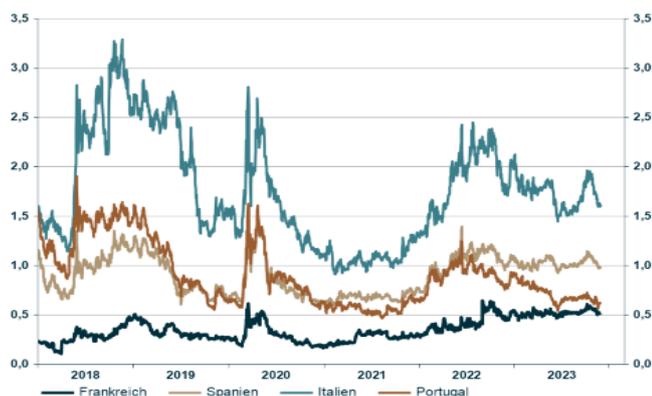
Aufgrund der laxen Fiskaldisziplin liegen die Budgetdefizite für die meisten Länder im Euroraum noch deutlich höher als vor der Coronakrise, zumal die Zinsbelastungen in den letzten Monaten anstiegen. Vor dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Schuldenbremse war für Deutschland ein Bundangebot etwas unter dem Rekordjahr 2023 geplant. Aktuell ist offen, wie es weitergeht, doch werden die Emissionen in jedem Fall deutlich über den Niveaus vor Corona liegen. In Frankreich und Italien ist 2024 mit Rekordemissionen zu rechnen. Im positiven Fall reduziert sich das Gesamtangebot im Euroraum leicht.

Rückläufige Nachfrage der EZB

Die EZB hat 2023 mit der Reduzierung ihrer Bilanzsumme begonnen. Seit Mitte des Jahres werden Fälligkeiten von Staatsanleihen aus dem allgemeinen Kaufprogramm (APP) nicht mehr von der EZB angelegt. Dadurch geht die Nachfrage der Notenbank um rund 25 Mrd. Euro monatlich zurück. Im Corona-Kaufprogramm PEPP sollen alle Rückflüsse bis Ende 2024 vollumfänglich reinvestiert werden. Die EZB diskutiert, dass auch das PEPP-Programm zurückgeführt werden soll. Damit steigt das Risiko, dass die Nachfrage der EZB 2024 erheblich um 50 bis 75 Mrd. Euro sinken könnte. Aber durch die höheren Renditen werden Staatsanleihen zunehmend für Privatanleger interessant. Italien, Belgien und Portugal emittieren zunehmend Staatsanleihen, die speziell für Privatanleger geeignet sind.

Starker Rückgang in Italien

Renditespreads im Euroraum



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Risiko hartnäckiger Inflation

Wichtig für den Renditerückgang ist die Inflationsentwicklung. Wir rechnen mit einer anhaltend hohen Inflation. Insgesamt dürfte die Teuerung auch im nächsten Jahr nicht das EZB-Ziel erreichen. Erst ab Jahresmitte 2024 wird sie deutlich auf unter 3% zurückgehen. Die Kernrate (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) dürfte nur allmählich nachgeben. Das nächste Jahr sollte sie über 3% verharren. Es besteht daher das Risiko, dass derzeit am Markt eingepreisten Zinssenkungen von rund 100 Bp. übertrieben sind.

Anlagestrategie

Aufgrund der gestiegenen Renditen bleiben Staatsanleihen sehr attraktiv. Dabei ist die Besonderheit der "inversen" Zinskurve zu beachten, d.h. die Rendite kürzerer Laufzeiten ist höher als die längerer Laufzeiten. Kürzere Laufzeiten sind damit attraktiv und weisen eine von Zinsänderungen weniger abhängige Rendite auf. Diese sollten einen Schwerpunkt bilden. Den zweiten Schwerpunkt empfehlen wir in längeren Laufzeiten zu setzen. Diese verzeichnen bei dem erwarteten Renditerückgang deutliche Kursgewinne, was eine Horizontanalyse illustriert.

Performance in % Bundesanleihen in 12 Monaten bei			
	+50 BP	+/-0	-50 BP
2 Jahre	0,75	2,84	2,63
5 Jahre	0,07	2,37	4,58
10 Jahre	-1,34	2,43	7,51

Im Euroraum können Anleihen guter Bonitäten wie Niederlande, Frankreich oder auch Österreich mit einem Renditeaufschlag beigemischt werden. Die Peripherieländer wie Italien und Spanien sollten weiterhin gemieden werden. Die Risikoaufschläge haben sich merklich zurückgebildet. Im Falle von Negativnachrichten etwa um den italienischen Haushalt erscheint das Niveau anfällig für eine neuerliche Spreadausweitung.

Meine Empfehlung für Sie

Staatsanleihen bleiben eine attraktive Anlageklasse. Wir präferieren auch im nächsten Jahr den kurzen und längeren Laufzeitenbereich. Für den längeren Laufzeitenbereich sehen wir attraktive Einstiegsniveaus für 10-jährige Bundesanleihen bis etwa 2,2%, damit noch Potenzial für Kursgewinne bleibt.

Weiter positive Aussichten

Burkhard Fehling

Seniorexperte Unternehmensanleihen

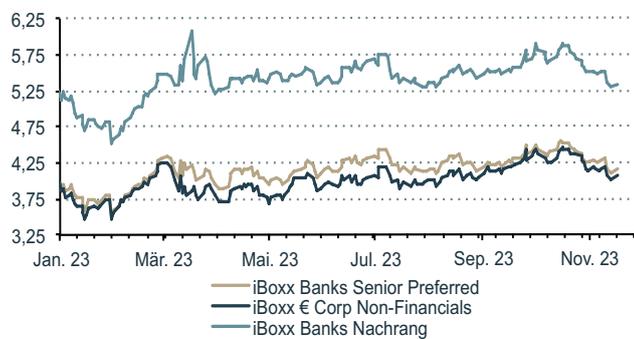
- Renditen auf dem Rückzug
- Unternehmensanleihen (Investment Grade) bevorzugt
- Hochzinsanleihen (High Yields) als Beimischung

Volatilität zum Einstieg nutzen

Die deutlichen Zinserhöhungen in den USA und im Euro-raum sprechen für ein Abrutschen in eine – eher milde – Rezession. In einer Zeit wirtschaftlicher Unsicherheit erhöhen sich in der Regel die Risikoaufschläge (Spreads) von Unternehmensanleihen. Dies verringert entsprechend die Anleihekurse. Eine enttäuschende Entwicklung für den Anleger.

Der Renditehöhepunkt liegt hinter uns

Renditen in Prozent



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Allerdings wechseln viele Investoren in unsicheren Zeiten hervorgerufen z.B. durch geopolitische Krisen oder Rezessionen in den vermeintlich sicheren Hafen von Staatsanleihen, was allgemein die Renditen sinken lässt und analog die Anleihekurse wieder verteuert. Dadurch können sich die beiden Entwicklungen – höhere Risikoaufschläge und sinkende Marktrenditen – zumindest teilweise aufheben.

Anleger sollten daher zwischenzeitliche Marktschwankungen aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheit für einen Einstieg nutzen, denn wir erwarten Renditen für Unternehmensanleihen von rund 4% als attraktiv. Mit den zuletzt wie-

der niedrigeren Inflationsraten im Euroraum erhalten Anleger auch eine positive Realrendite.

Hohe Kupons sichern

Der Markt preist nicht nur in den USA, sondern inzwischen auch im Euroraum für 2024 Leitzinssenkungen ein. Das spricht langfristig für fallende Renditen. Investoren sollten sich daher die höheren Kupons sichern.

Besonders in Zeiten rauen Wirtschaftswetters dürften sich im ersten Halbjahr vermehrt Chancen zum Einstieg in Unternehmensanleihen bieten. In diesem Umfeld bevorzugen wir Unternehmen mit soliden Ratings – dem Investmentgradebereich – also mindestens eine Bewertung von “BBB-”. Anleihen von Finanzinstituten (Financials) bieten aktuell höhere Renditen als Anleihen von Industrieunternehmen (Non-Financials). Der Renditeabstand beträgt teilweise gut 30 Basispunkte.

Performance in % Investment Grade Euro Corporate in 12 Monaten bei			
	+50 BP	+/-0	-50 BP
2 Jahre	2,76	3,91	4,65
5 Jahre	1,62	3,77	6,11
10 Jahre	0,29	3,97	8,44

Hochzinsanleihen (High Yields) empfehlen wir risikobewussten Anlegern zur Beimischung. Idealerweise sollte die Anlage über Fonds bzw. ETF erfolgen. High-Yield-Anleihen, die aktuell durchschnittlich über 8% Rendite abwerfen, dürften im Laufe des Jahres von einer – wenn auch schwachen – wirtschaftlichen Erholung besonders profitieren. Hier gewinnen dann auch Kursgewinne.

Meine Empfehlung für Sie

Wir raten dazu, Ausweitungen der Risikoaufschläge zum Einstieg in Unternehmensanleihen (Financials und Non-Financials) zu nutzen. Wir halten die von uns votierten Emittenten auch für unruhigeres Fahrwasser während einer möglichen Rezession gut gerüstet. Hochzinsanleihen (High Yields) bleiben zur Beimischung interessant. Hier sollten Anlagen über einen Fonds bzw. ETF getätigt werden, um das Risiko breit zu streuen.

Favoritenwechsel im Dollarblock

Martin Hartmann

Seniorexperte Anleihen und Währungen

- US-Dollar schwächt sich ab
- CAD und AUD als Alternativen attraktiv
- NOK mit Aufwertungspotenzial

US-Dollarstärke vorbei

Der US-Dollar wertete von Mitte Juli bis Anfang Oktober 2023 kräftig auf. Grund dafür war der gestiegene Renditevorteil von US-Treasuries ggü. Staatsanleihen anderer Industriestaaten. Die Renditen stiegen in den USA deutlich stärker als zum Beispiel im Euroraum und der US-Dollar wurde so attraktiver. Gestützt wurde die Dollarstärke von der überraschend guten Konjunktorentwicklung in den USA im 3. Quartal, während sich woanders das Wachstum abschwächte.

US-Dollar immer noch hoch bewertet

Dollarindex wieder rückläufig



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Erholung des Euro erwartet

Die Dollarstärke ist seit November 2023 vorbei. Da sich die Zinssenkungsspekulationen im November für die Fed verstärkten, kam der US-Dollar zunehmend unter Druck. Die Fed dürfte auf die Wachstumsabschwächung im nächsten Jahr mit Zinssenkungen in Höhe von 100 Basispunkten in der zweiten Jahreshälfte reagieren. Besonders wird davon der Euro profitieren, da wir von der EZB nur

eine kleine Zinslockerung zum Jahresende 2024 erwarten. Als Folge dürfte der Renditeabschwung in den USA kräftiger ausfallen. Die US-Renditen könnten rund doppelt so stark zurückgehen, wie die Renditen von Bundesanleihen. Wir erwarten daher eine sichtbare Euro-Erholung bis in den Bereich 1,15 bis 1,20 US-Dollar.

Erholungschancen für CAD und AUD

Die Zinssenkungsspekulationen für die Fed dürften zu einer breiten US-Dollarschwäche führen, mit deutlichen Verschiebungen im Währungsgefüge. Vor allem der kanadische (CAD) und der australische (AUD) Dollar haben Aufwertungspotenzial zum US-Dollar. Auch hier sprechen die Renditedifferenzen dafür, die sich zuungunsten des US-Dollars entwickeln. Zudem sind beide Währungen relativ schwach bewertet. Beide Währungsblöcke bieten sich deshalb in den nächsten Monaten als Alternative zu einer Anlage in US-Dollar für den Euro-Investor an.

NOK mit Aufwertungspotenzial

Die norwegische Krone (NOK) hat stark abgewertet und ist fundamental deutlich unterbewertet. Nachteil bei der Krone ist die hohe Sensibilität gegenüber steigender Volatilität an den Kapitalmärkten, die meist zu mehr Risikoverversion der Investoren führt. Sollte es nicht zu größeren Krisen im nächsten Jahr kommen, rechnen wir mit einer merklichen Aufwertung der NOK und belassen das Votum bei Übergewichten.

Meine Empfehlung für Sie

Die US-Dollarschwäche stärkt den Euro und schränkt die Möglichkeiten auf Fremdwährungsanlagen ein. Da wir aber eine positive Entwicklung des australischen und kanadischen Dollars zum US-Dollar sehen, bieten sich beide Währungen in den nächsten Monaten als Alternative zum US-Dollar an.



Aktien Europa, USA & Japan

Konjunkturrisiken belasten im ersten Halbjahr

Andreas Wex

Leiter Kapitalmarktstrategie

- Der Elefant im Raum: US-Rezession?
- Zinsgipfel erreicht = Rückenwind für Aktien
- Besseres Umfeld im Jahresverlauf
- Moderates Aufwärtspotenzial
- Japan zu Jahresbeginn bevorzugt

Déjà-vu – Rezession in den USA?

Wie vor einem Jahr geht es bei der globalen Aktienschätzung für 2024 um die gleiche Frage. Steht eine US-Rezession bevor? Wir wissen, dass solche Erwartungen 2023 wegen Sonderfaktoren (u.A. Coronaersparnisse) nicht eintrafen, im Gegenteil die Konjunktur sogar Fahrt aufnahm. Allerdings ist die Wahrscheinlichkeit jetzt gestiegen, nachdem die Notenbank weitere Zinsschritte draufgepackt hat und die Sonderfaktoren auslaufen. Deshalb erwarten unsere Volkswirte in USA eine milde Rezession im ersten Halbjahr 2024. Europa befindet sich dagegen schon im Abschwung. Damit bleibt ein Belastungsfaktor für die Aktienmärkte bestehen, der wohl in der ersten Jahreshälfte für die ein oder andere Schwächephase sorgen wird.

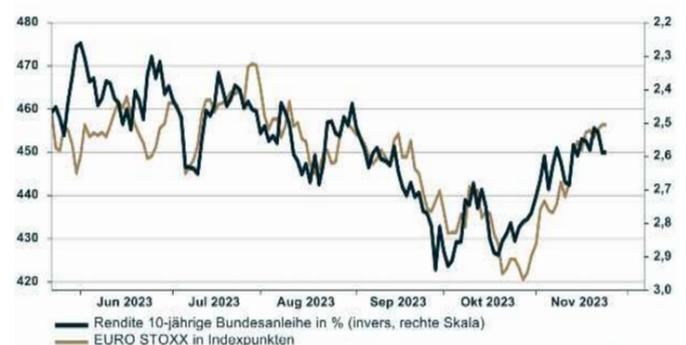
Rückenwind durch fallende Renditen

Noch bestimmt vor allem die Zinsentwicklung den kurzfristigen Markttrend. Steigende Renditen sorgen für fallende Aktienkurse und umgekehrt. Die in den kommenden

Monaten wohl weiter rückläufig erwarteten Renditen dürften dem Markt insgesamt helfen. Solange die Inflation weiter fällt und sich die US-Rezession in Grenzen hält, dürfte es dabei bleiben. Störende Daten wären anziehende Inflationsindikatoren oder positive Wachstumssignale, da dann die Diskussion "Higher for longer" aufkeimt und Druck auf Aktienkurse ausübt.

Fallende Renditen treiben die Kurse

Aktienmarkt und Anleiherendite



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Gewinne und Bewertungen

Die folgende Abbildung zeigt, dass sich die Kurse auf Dauer an der Gewinnentwicklung orientieren. Bei den Gewinnschätzungen auf Basis der kommenden zwölf Monate (schwarze Linie) zeigt sich Optimismus und zwar stark von den US-Unternehmen getrieben. Die Schere zu den tatsächlich erzielten Gewinnen (Gold) ist offensichtlich. Für uns ein Warnsignal. Denn wir halten die Konsens-

erwartungen (USA +11%, Europa +7%) für das Gesamtjahr 2024 wegen unseres Konjunkturbildes für zu optimistisch. Während es für Europa wohl eher in Richtung Nullwachstum geht, scheinen uns in den USA nur 5-7% erreichbar.

MSCI Welt: Die Schere geht auseinander

Tatsächliche und erwartete Gewinne



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Die voraussichtlich fallenden Anleiherenditen dürften dann auch wieder steigende Bewertungen ermöglichen. Die Bewertungen könnten daher – insbesondere in Europa – leicht steigen. Alles in allem erwarten wir ein Kursplus von 5-10% in allen Regionen.

Regionen – Japan bevorzugt

Europa (Untergewichten): Solange die Konjunktur schwach und die Inflation hoch bleibt, wird auch die niedrige Bewertung dem europäischen Aktienmarkt nicht helfen. Erst wenn sich die Anzeichen für eine Konjunkturerholung mehren, wird Europa stärker in den Fokus rücken. Hier ist für 2024 eine leichte Besserung in Sicht. Kurzfristig belasten aber – wie die Berichterstattung für das dritte Quartal gezeigt hat – Ertrags- und Margenunsicherheiten. Die Leitzinserhöhungen zeigen Wirkung. Der DAX hat sich in den letzten Monaten unter Wert geschlagen. Wir behalten daher unsere neutrale Gewichtungsempfehlung bei.

USA (Neutral): Die US-Konjunktur ist weiterhin erstaunlich robust. Gleichwohl schwächeln die Frühindikatoren – wie der ISM-Index – erneut. Wir erwarten, dass es hier noch etwas weiter abwärts geht, so dass die Gewinnerwartungen unter Druck geraten könnten. Obwohl die Berichtssaison für das dritte Quartal sehr gut lief und die Quartalsge-

winne deutlich gestiegen sind, gibt es unter der Oberfläche Schwächesignale. Die Anzahl der negativen Gewinnrevisionen übertrifft recht deutlich die positiven Anpassungen. Das dürfte das Kurspotential in der Breite begrenzen. Besserung ist aber spätestens im zweiten Halbjahr in Sicht.

Auch wenn die Performance von rd. 15% seit Jahresbeginn 2023 ein gutes Jahr signalisiert, liegt die Tücke im Detail. Die Flut hat 2023 nicht alle Boote gehoben, sondern hauptsächlich die großen Flaggschiffe: Meta (Facebook), Amazon, Microsoft, Apple, Alphabet (Google), Tesla und Nvidia. Sie glänzten zusammen mit einer Performance von fast 100%. Für die übrigen 493 Werte des S&P500 reichte es nur für rd. 2% Wertzuwachs. Nach der Rezession (wenn sie denn kommt) sollte die Marktbreite allerdings wieder steigen. Dann würde der Markt unabhängiger von den sieben Technologieriesen, für die wir aber auch 2024 weitere Kursgewinne erwarten.

Japan (Übergewichten): Ein solides Wachstum und die ersten Anzeichen aktionärsfreundlicher Maßnahmen sprechen weiterhin für den japanischen Markt. Wir setzen auf Aktienrückkäufe und weitere Maßnahmen zur Erhöhung der Profitabilität der Unternehmen. Daher erwarten wir weitere Zuflüsse, insbesondere von ausländischen Anlegern.

Meine Empfehlung für Sie

Trends und Einflussfaktoren an den Märkten wechseln selten pünktlich zum Jahreswechsel. Von den Faktoren, die zurzeit die Kurse beeinflussen, dürfte uns die Diskussion über die Konjunktur insbesondere im ersten Halbjahr weiter begleiten. Da Aktienmärkte üblicherweise mit Kursverlusten in die Rezession gehen und dann während des Konjunkturabschwungs nach oben drehen, steht uns im ersten Halbjahr wohl noch die ein oder andere Schwächephase bevor. Dann bieten sich Zukäufe an. Für Unterstützung sorgen u.E. die rückläufigen Renditen ab dem 2. Quartal. Dabei dürften sich die USA zunächst etwas besser als Europa entwickeln, dessen Zeit dann ab dem zweiten Quartal kommen dürfte. Japan zeigt bis dahin das attraktivste Chance-Risiko-Verhältnis und bleibt unser Favorit. Grundsätzlich ist das Umfeld 2024 hinreichend gut, so dass Aktien ein wichtiger Bestandteil eines strukturierten Depots bleiben.

Schwellenländerbörsen vor Stabilisierung

André Sadowsky

Seniorexperte Aktien Japan und Emerging Markets

- EM-Aktien 2024 mit Erholungspotenzial
- Lage in China bleibt vorerst fragil
- Aktienmarkt Brasilien derzeit positiv gesehen

Emerging Markets-Börsen 2023 mit Underperformance

Die Schwellenländerbörsen wiesen im Jahr 2023 eine unterdurchschnittliche Entwicklung gegenüber den entwickelten Märkten auf. Diese resultierte vor allem aus den stark gestiegenen US-Zinsen, die zu einer Dollarstärke geführt haben. Hinzu kam die schwache Entwicklung des Marktschwergewichts China. Hier belasteten die Themen Immobilienkrise, Geopolitik sowie die schwächere Konjunktur im zweiten Halbjahr 2023.

Schwellenländerbörsen 2024 mit Potenzial

Für das Jahr 2024 sehen wir gute Chancen für eine Stabilisierung der Aktien in den Emerging Markets. So erwarten wir eine Senkung des US-Leitzinses um 100 Basispunkte, wodurch der USD etwas schwächer tendieren und somit die Refinanzierungskosten für die Schwellenländer sinken dürften. Dementsprechend könnten einige Emerging Markets-Währungen leicht aufwerten. Statistisch konnten sich Emerging Markets in Phasen eines schwächeren US-Dollars besser entwickeln.

Trotz der zahlreichen globalen Belastungsfaktoren sind viele Schwellenländer relativ gut durch die Krisenjahre gekommen. Die Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite haben sich vielerorts verringert, weshalb die Abhängigkeit von externer Finanzierung reduziert werden konnte. Laut Internationalem Währungsfonds sinkt der Anteil der Auslandsfinanzierung der Emerging Markets von 50% (1989) auf geschätzte 28% bis Ende 2024. Auch im Firmensektor hat sich der Verschuldungsgrad der Emittenten in Hartwährungsanleihen spürbar reduziert.

Die Resilienz der Schwellenmärkte ergibt sich auch aus der verstärkten Unabhängigkeit vieler EM-Zentralbanken, die in den vergangenen Jahren frühzeitig die Inflation bekämpft haben. Ausnahmen hiervon bildeten die Hochinflationen Türkei und Argentinien.

Votum für EM-Aktien weiterhin Neutral

Die oben aufgeführten positiven Faktoren rechtfertigen zusammen mit einer moderaten Bewertung der Emerging Markets (KGV 2024e: 11,4; EPS: +18% J/J) sowie einem insgesamt soliden Wachstum (EM-BIP 2024e: 4,2% J/J) eine neutrale Gewichtung. Gegen eine Übergewichtung spricht vor allem die unverändert fragile Lage in China. Zwar ist das BIP-Wachstum im nächsten Jahr mit prognostizierten 4,4% J/J (Konsensus) recht robust und der Yuan könnte im zweiten Halbjahr 2024 wieder spürbar aufwerten. Die Themen Immobilienkrise, Geopolitik sowie Regulierung bergen aber immer wieder Störpotenzial. Den zweitgrößten Aktienmarkt Indien gewichten wir angesichts der hohen Bewertung trotz satten Gewinnwachstums neutral.

Brasilien bleibt weiter Länderfavorit

Unser Länderfavorit bleibt vorerst Brasilien. Der Leitindex Bovespa hat zuletzt kräftig zugelegt und notiert nur noch 5% unter dem Allzeithoch. Weitere Leitzinssenkungen in Brasilien könnten neben dem dynamischen Firmengewinnwachstum (2024e: +17% J/J) noch Potenzial für den Aktienmarkt bieten. Wichtig ist nach wie vor die Einhaltung der Fiskaldisziplin, worauf Investoren sehr stark achten.

Meine Empfehlung für Sie

Da sich die Schwellenländerbörsen im Jahr 2024 stabilisieren sollten, empfehlen wir eine neutrale Gewichtung. Die Lage in China bleibt weiter fragil. Länderfavorit ist die Börse in Brasilien. Mögliche Leitzinssenkungen und ein robustes Firmengewinnwachstum bieten noch Potenzial für Aktien.

KI-Fantasie trägt weiter

Hans-Jürgen Delp

Seniorexperte Aktien USA und Branchen

- Zum Jahresauftakt etwas defensiver ausrichten
- Neue und alte Trendthemen im Fokus
- Positive Impulse im zweiten Halbjahr

Zum Jahresende noch viele Fragezeichen

Nach einer dreimonatigen Korrekturphase sorgte der neue Zinsoptimismus im November für eine schnelle Erholung der Aktienmärkte. Wie lange die Zinspause andauern wird und wann die Notenbanken die Zinsen erstmalig senken werden, hängt vom weiteren Inflations- und Konjunkturverlauf ab. Auch wegen der immensen geopolitischen Risiken starten wir vorerst mit einer leicht defensiveren Ausrichtung in das neue Kapitalmarktjahr. Der Gesundheitssektor wird insbesondere als defensive Absicherung übergewichtet.

Auch die Energiebranche wird mit "Übergewichten" votiert. Die aktuellen Nachfragesorgen bei Rohöl sind übertrieben und die anhaltende Krise im Nahen Osten erfordert eine längerfristige Kriegsprämie. Die gestiegenen Angebotsrisiken werden dann im Verlauf des ersten Halbjahrs 2024 im Rahmen der konjunkturellen Entspannung wieder auf einen steigenden Bedarf treffen, was den Rohölpreisen deutlichen Auftrieb geben sollte.

Ausrichtung auf das zweite Halbjahr

Die bereits bestehende Rezession in Europa als auch die erwartete in den USA sollten jeweils mild ausfallen. Wachstumsperspektiven werden vor allem im zweiten Halbjahr vorherrschen. Dann sollten auch rückläufige Renditen für neuen Schub an den Aktienbörsen sorgen und zinsensitive Sektoren wie die Informationstechnologie (IT) verstärkt in den Fokus heben.

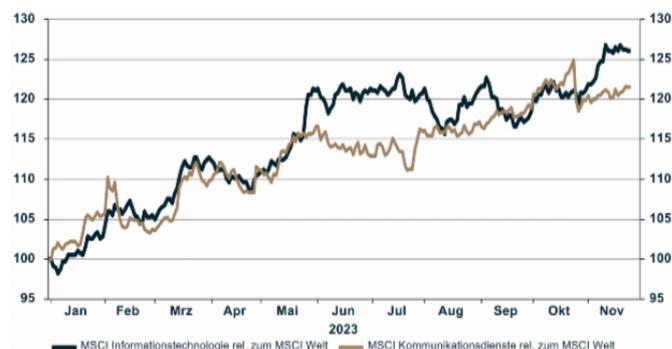
Das Trendthema des Jahres 2023, die Künstliche Intelligenz (KI), wird auch 2024 herausragen. KI begleiten wir mit der

Übergewichtung der beiden am stärksten in das Thema involvierten Sektoren, die Technologiebranchen IT und Kommunikationsdienstleistungen. Künftig sollte auch das Unterhaltungssegment stark vom Einsatz der KI profitieren.

Ein absolutes Langfristthema ist der weltweite demografische Wandel mit der damit einhergehenden Zunahme des Bevölkerungsanteils multimorbider Menschen. Die Folge ist steigender Bedarf an medizinischen Leistungen wie Medikamenten, medizinischen Geräten sowie einer steigenden Hospitalisierungsrate. Hierauf basieren im Wesentlichen die besonderen Wachstumsperspektiven der Gesundheitsbranche.

Technologie mit KI im Aufwind

IT u. Kommunikationsdienste schlagen den MSCI Welt



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Im Rahmen der Zinswende und der konjunkturellen Erholung bieten sich Immobilien und Grundstoffe im Laufe des kommenden Jahres für eine Heraufstufung an. Damit würde die Branchenstrategie wieder zyklischer ausgerichtet.

Meine Empfehlung für Sie

Etwas vorsichtiger in das herausfordernde Kapitalmarktjahr starten, dann sukzessive auf das Gaspedal wechseln. Darin sehen wir die angemessene Strategie in der Branchenauswahl, wobei wir attraktive Trendthemen in den Fokus stellen.

2024 bessere Perspektiven für Small Caps

Andreas Hürkamp

Seniorexperte Aktienstrategie

- Small Cap-Aktien bieten 2024 Chancen
- Trendwende bei den Zinsen hilft
- KGV-Bewertung dürfte 2024 wieder steigen

Small Cap-Aktien zuletzt unbeliebt

Die kleinen und mittelgroßen Unternehmen an den Aktienmärkten haben einige enttäuschende Jahre erlebt. So hat am deutschen Aktienmarkt der "große" DAX im Börsenjahr 2023 bis zum 23. November 15% zugelegt, während der "kleine" MDAX nur 4% gewonnen hat. Wir sehen jedoch gute Chancen, dass die kleinen- und mittelgroßen Aktien im Verlauf des Börsenjahres 2024 wieder besser abschneiden werden.

Sinkende Zinsen helfen 2024 Small Caps

Small Cap-Aktien leiden oft stark unter stetig steigenden Zinsen, 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 2024 Rückenwind geben, dass die Zinsen im Jahresverlauf stetig sinken dürften.

Small Caps oft stark nach Rezessionsende

Zudem setzen wir darauf, dass sich die Perspektiven für die Weltkonjunktur ab dem zweiten Halbjahr 2024 wieder aufhellen werden. Small Cap-Aktien legen regelmäßig überdurchschnittlich stark zu, wenn sich nach einer Rezession die Konjunktur wieder belebt.

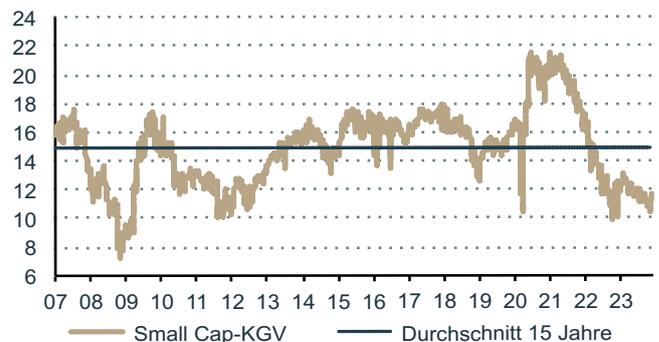
Anstieg der Löhne verlangsamt sich 2024

Zudem hat bei vielen kleinen Unternehmen der Kostenfak-

tor Arbeit oftmals ein deutlich größeres Gewicht in der Gewinn- und Verlustrechnung als bei großen Unternehmen. Viele Small-Cap-Unternehmen dürften daher 2024 aufatmen, dass sich das starke Wachstum der Löhne nun wieder abschwächen sollte.

Small-Cap-Aktien wieder attraktiv bewertet

MSCI Europe Small Cap: KGV



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Niedriges KGV spricht für besseres 2024

Auch die Bewertung signalisiert, dass für Aktieninvestoren in kleinen und mittelgroßen Unternehmen im Verlauf von 2024 wieder bessere Zeiten anbrechen dürften. So hat in Deutschland der MDAX aktuell ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13, verglichen mit einem langjährigen Durchschnittswert von 17. Und auch für den MSCI Europe Small Cap-Index notiert das KGV mit 12 mittlerweile deutlich unter dem 15-Jahres-Durchschnitt von 15.

Meine Empfehlung für Sie

Investoren sollten 2024 Positionen in mittlerweile niedrig bewerteten kleinen und mittelgroßen Aktien auf- und ausbauen, da diese von sinkenden Zinsen, einem schwächeren Lohnwachstum und einem sich im Verlauf von 2024 verbessernden Konjunkturmilieu profitieren dürften.

Preisrückgang aber hohe Nachfrage stabilisiert

Dr. Marco Wagner

Seniorvolkswirt

- Wir rechnen mit einem weiteren Rückgang der deutschen Wohnimmobilienpreise von 5% bis 10%
- Preise für Bestandsimmobilien wahrscheinlich stärker unter Druck als für Neubauten
- Die hohe Nachfrage nach Wohnraum sollte mittelfristig die Preise aber stabilisieren

Hohe Zinsen - wenig Transaktionen

Die Korrektur bei den Preisen für Wohnimmobilien in Deutschland ist noch nicht zu Ende. Denn die bis zuletzt geringe Zahl an Transaktionen zeigt, dass die Preise bisher nicht weit genug gefallen sind, um die angebotenen Immobilien für ausreichend viele Käufer bei den ungünstigeren Finanzierungsbedingungen wieder erschwinglich zu machen. Da die Zinsen auf absehbare Zeit wohl nicht spürbar fallen werden, wird an einer weiteren Preiskorrektur kein Weg vorbeiführen, wobei diese Korrektur von der Anbieterseite kommen muss.

Preise gehen zunächst weiter zurück ...

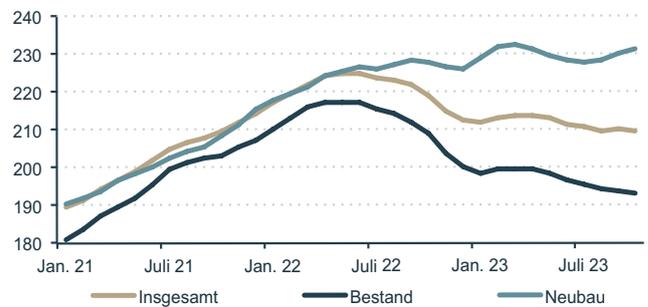
Bei Bestandsimmobilien wird ein ausreichender Rückgang der Preise derzeit wohl noch dadurch verhindert, dass viele Verkäufer keine Preisabschläge hinnehmen wollen, weil sie zuvor höhere Preise hätten erzielen können und viele von ihnen laut Bundesbank-Umfrage nach wie vor an mittelfristig steigende Immobilienpreise glauben. Verkäufer von Neubauten, also insbesondere Immobilienentwickler, können bislang häufig keine Preisabschläge hinnehmen, um angesichts der dramatisch gestiegenen Baukosten nicht in die Verlustzone zu geraten.

Insgesamt rechnen wir mit einem Rückgang der Wohnimmobilienpreise zwischen 5% und 10%. Dabei dürften sich Bestandsimmobilien aufgrund der auf die Besitzer älterer

Häuser im Rahmen der Energiewende zukommenden beträchtlichen Sanierungskosten deutlich stärker verbilligen als Neubauten.

Weiter Preisrückgänge bei Immobilien

Preise für Bestandsimmobilien sind nach einer kurzen Stabilisierung zu Jahresbeginn wieder gefallen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

... stabilisieren sich aber mittelfristig

Angesichts der starken Nachfrage nach Wohnraum dürften sich die Preise auf mittlere Sicht aber stabilisieren und wieder moderat steigen - wenngleich nicht mit der Dynamik wie vor der Zinswende. So ist die nach vielen Berechnungen bestehende "Bedarfslücke" in den vergangenen Jahren eher noch gestiegen. Der Grund hierfür liegt neben der zuletzt massiven Zuwanderung sowie der zunehmenden Zahl der Einpersonenhaushalte auch darin, dass der Pro-Kopf-Wohnraum auch in den kommenden Jahren wohl weiter steigen wird.

Meine Empfehlung für Sie

Wohnimmobilienpreise bleiben auch 2024 weiter unter Druck. Die Nachfrage nach Wohnraum ist aber ungebrochen hoch und trifft auf nur geringe Fertigstellungen. Davon sollten Immobilieneigentümer im Rahmen von weiter steigenden Mieteinnahmen und mittelfristig wieder stabilen bzw. moderat steigenden Preisen profitieren.

Holpriger Start ins neue Jahr erwartet

David Kepper

Seniorexperte Anleihen und Rohstoffe

- Kurzfristig begrenzte Preisfantasie
- US-Zinsausblick sollte jedoch zunehmend stützen
- Allzeithoch beim Goldpreis auf Jahressicht möglich

Nahostkonflikt rückt zwar in den Hintergrund ...

Häufig kann Gold in Krisenzeiten in seiner Funktion als "sicherer Hafen" glänzen und seine relative Stärke unter Beweis stellen. So auch in den letzten Wochen. Seit dem Angriff der Hamas auf Israel konnte der Goldpreis zwischenzeitlich um über 9% zulegen.

Goldpreis wieder nahe der 2.000 US-Dollar-Marke

Goldpreis in US-Dollar je Feinunze



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Weiteres Kurspotenzial hieraus erscheint jedoch begrenzt. Denn mit dem Ausbleiben einer im Vorfeld befürchteten weiteren Eskalation bildete sich die Risikoaversion an den Märkten bereits wieder zurück. Auch wenn sich die Kriegshandlungen in der Region ausweiten, dürfte nicht mit einem nachhaltigen Preisanstieg zu rechnen sein. Denn in diesem Szenario wäre zeitgleich mit einem neuerlichen kräftigen Ölpreisanstieg zu rechnen. Dieser wiederum würde das Risiko einer hartnäckig hohen Inflation erhöhen und somit weitere Zinserhöhungen zur Folge haben.

... jedoch dürften fundamentale Faktoren mittelfristig stützen

Wenngleich sich die Vertreter der US-Notenbank Fed mit ihren Wortmeldungen zuletzt äußerst Mühe gaben, die Tür für eine weitere Zinserhöhung offen zu halten, sehen wir das Plateau im aktuellen Zinserhöhungszyklus als erreicht an. Nicht nur das: Unseren im Vergleich zum Marktkonsens pessimistischeren Wachstumsaussichten für die USA folgend, erwarten wir ab der Mitte des nächsten Jahres bereits erste Zinssenkungen.

Da hierdurch die Opportunitätskosten von Goldanlagen, welche bekanntlich keine Zinsen abwerfen, zurückgehen, sollte die Attraktivität des Edelmetalls hierdurch auch wieder fundamentale Unterstützung erfahren.

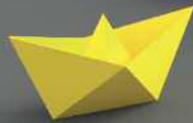
Zudem dürfte die Fed im Vergleich zu anderen großen Notenbanken mit am schnellsten den restriktiven Pfad verlassen, sodass auch der US-Dollar perspektivisch schwächer tendieren wird. Ein schwächerer US-Dollar wiederum ermöglicht es einem Investor, für eine gegebene Einheit Heimatwährung mehr Gold zu erwerben. Dies kann als weiterer Katalysator für zusätzliche Nachfrage sorgen.

Beide Aspekte zusammen haben das Potenzial, dem Goldpreis mittel- bis langfristig nachhaltigen Auftrieb zu verleihen und ihn wieder auf Kurs zu neuen Allzeithochs zu führen.

Meine Empfehlung für Sie

Aufgrund fehlender Kurstreiber sollten kurzfristige Rücksetzer in den Goldpreisnotierungen nicht überraschen und für Zukäufe genutzt werden.

Mittel- bis längerfristig sollten die fundamentalen Faktoren wieder stärker in den Vordergrund rücken. Sobald sich ab dem Frühjahr nächsten Jahres eine Rezession in den USA abzeichnet, dürften auch Zinssenkungsspekulationen wieder zunehmen. Der Goldpreis sollte hierdurch deutlicheren Auftrieb erhalten und wieder in die Nähe des Allzeithochs geführt werden.



Asset Allokation

Mit stabilen Renditebringern ins neue Jahr

Alexander Krämer

Seniorexperte Asset Allokation

- Anleihen versprechen stabile Erträge, aber Chancen auf Aktienperformance wahren
- Asset-Allokation auch für Alternativszenarien aufstellen
- Höhere Volatilität bei Anleihen durch illiquide Anlagen abmildern

Konjunktureller Gegenwind im Basisszenario

Die konjunkturellen Aussichten für die nächsten Monate und Quartale sind wenig vielversprechend: Der Euroraum befindet sich vermutlich bereits in einer Rezession, im Jahresverlauf 2024 folgt dann wahrscheinlich eine Rezession in den USA, und dabei dürften die Inflationsraten trotz Rückgangs in den USA und im Euroraum auch Ende 2024 immer noch deutlich oberhalb des zwei Prozentziels der Notenbanken liegen. In der Lehrbuchbetrachtung bedeutet dies: Zumindest zum Jahresstart ist Gegenwind für den Aktienmarkt und andere zyklischere Anlagen wie Rohstoffe einzuplanen, und aufgrund der weiterhin hohen Inflation nur wenig Spielraum für die Notenbanken, die Zinsen zu senken. Stabile Renditeträger wie (Staats-)Anleihen sollten daher zu Beginn des Jahres eine tragende Rolle in jedem Portfolio einnehmen – während man geneigt scheint, von Aktien und Rohstoffen Abstand zu nehmen. Aber die Asset Allokation soll nicht nur im Basisszenario

funktionieren. Unser Ziel ist eine ausgewogene Asset Allokation, die auch in den Alternativszenarien zu große Wertverluste verhindert, ohne die Chancen aus den Augen zu verlieren. Das heißt, wir wollen auch für den Fall gewappnet sein, dass zum Beispiel die US-Rezession ausbleibt. Wie sehen also mögliche Alternativszenarien aus und was bedeuten sie für die Asset Allokation?

Risikoszenario: Geopolitische Eskalation

Der Krieg in der Ukraine und der Angriff der Hamas auf Israel haben uns in den letzten beiden Jahren erneut die Bedeutung geopolitischer Risiken vor Augen geführt. Als unmittelbare Risiken bleibt die weitere Eskalation dieser Konflikte – im Nahen Osten durch eine größere Einmischung beispielsweise des Irans. Aber auch der China-Taiwan-Konflikt schwelt weiter. Neben Öl bleiben vor allem Gold und Staatsanleihen als klassische Versicherung gegen geopolitische Risiken.

Doch keine US-Rezession?

Auch wenn die Geschichte nicht von unzähligen Beispielen strotzt: Es ist nicht auszuschließen, dass die US-Konjunktur trotz der deutlichen Zinserhöhungen eine Rezession vermeidet. Dann wird es aber auf die weitere Entwicklung der Inflation und auf die Fed ankommen, wie die Kapitalmärkte diese Entwicklung einordnen: Ein weiterhin anhaltender Inflationsdruck – z.B. über die Lohnschiene – würde Befürchtungen einer weiteren Straffung

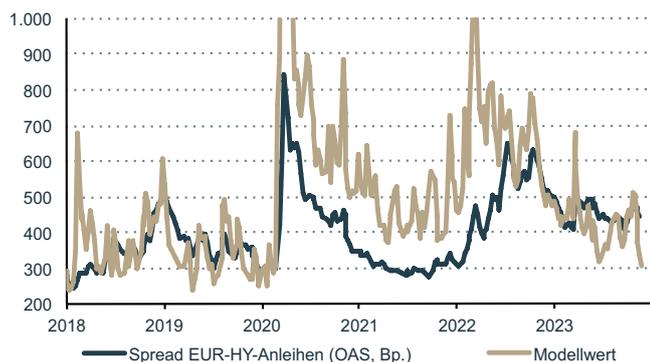
der Geldpolitik Auftrieb verleihen. Kurzfristig dürfte der Kapitalmarkt dann im vorherrschenden Muster der letzten beiden Jahre verharren: Renditen rauf, Aktien runter. Sollte es der Fed aber tatsächlich weiter gelingen, die US-Teuerung ohne eine Rezession auf das gewünschte Ziel von zwei Prozent abzusenken, dürften Aktien die Nase vorn haben. Aber auch bei Anleihen dürfte dann eine positive Wertentwicklung zu Buche stehen. Denn niedrigere Inflationsraten würden den Notenbanken wohl im späteren Jahresverlauf 2024 erste Zinssenkungen gestatten.

Die richtige Mischung

Was bei Betrachtung der Alternativszenarien klar wird: An Anleihen führt kaum ein Weg vorbei. Der hohe Kupon schützt, so dass selbst bei einem moderaten Renditeanstieg eine positive Wertentwicklung möglich ist. Dies gilt auch für Unternehmens- und zu einem gewissen Grad auch Hochzinsanleihen, deren Kupon noch einmal deutlich höher liegt und so auch in einem Rezessionsumfeld einen gewissen Anstieg der Risikoaufschläge verkraften kann. Denn gemessen an der aktuellen Aktienvolatilität besteht hier ein gewisser Puffer.

Noch etwas Puffer für High-Yield-Spreads bei Anstieg der Aktienvolatilität

Regressionsmodell; erklärende Variable: VStoxx



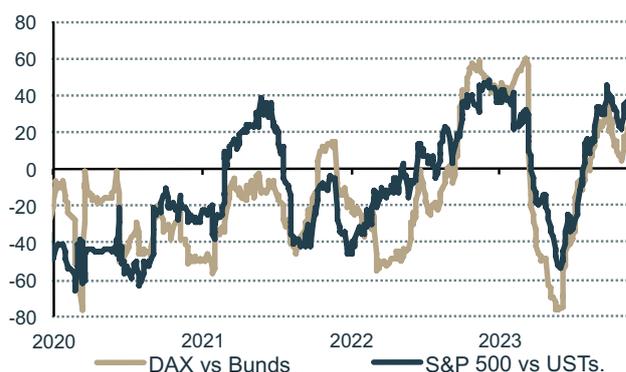
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Für den Aktienmarkt ist die Lage ungleich schwieriger. Aus Allokationssicht ist die hohe Zinsabhängigkeit problematisch, da in diesem Fall die Anleihen die Aktienrisiken nicht diversifizieren. Und in unserem Basisszenario kann ein zwischenzeitlicher Rückgang am Aktienmarkt nicht ausgeschlossen werden. Ungleich größer wäre jedoch die ent-

gangene Performance im Falle einer weichen Landung der US-Konjunktur. Daher halten wir unsere neutrale Positionierung im Aktienbereich unter Rendite-/Risikogesichtspunkten weiterhin für angemessen, insbesondere da auch in unserem Basisszenario auf Jahressicht eine positive Wertentwicklung am Aktienmarkt erwartet wird.

Zuletzt keine stabile Korrelation zwischen Aktien und Anleihen

60-Tage-Korrelationen



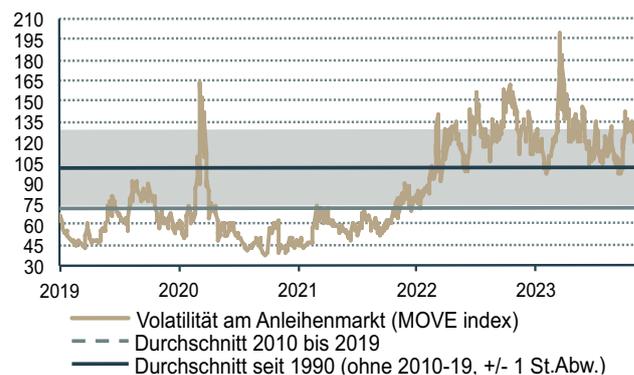
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Rohstoffe tragen insbesondere als Absicherung gegen eine geopolitische Eskalation zur Diversifikation bei. Daher sollten sie im Portfolio nicht fehlen. Da aber ihre Perspektiven in allen anderen Fällen nicht genauso gut oder sogar besser als die von Anleihen erscheinen, halten wir auch hier eine neutrale Positionierung für angebracht.

Kasse gewichten wir unter. Zwar sind auch hier die Zinssätze derzeit attraktiv; in Summe fallen die Renditeperspektiven gegenüber den anderen Assetklassen aber ab.

Anleihenvolatilität wohl dauerhaft höher

Anleihenvolatilität im historischen Vergleich



Quelle: BofA, Commerzbank-Research

Der Blick aufs Risiko: Voll normal?

Die Volatilität einer Anlage spielt bei börsengehandelten Wertpapieren eine große Rolle. Mit dem Anstieg der Anleiherenditen in den vergangen zwei Jahren ist auch die Volatilität dieser Anlageklasse deutlich gestiegen.

Mit Erreichen des Leitzinsgipfels keimt nun Hoffnung auf eine ruhigere Phase. Aber auch wenn die Anleihenvolatilität noch ein Stück fallen kann, so war doch die extrem niedrige Volatilität der vergangenen Dekade Ergebnis massiver Anleihekäufe der Notenbanken. Daher wird man als Anleger wohl auch bei Anleihen mit größeren Wertschwankungen leben müssen.

Eine Beimischung von illiquiden Anlagen kann durch deren Berechnungsmethode diese Kursvolatilität im Portfolio glätten. Sie ermöglichen zudem den Zugang zu weiteren Renditequellen. Dabei liegen auch für unterschiedliche Risikoprofile entsprechende Anlagen vor – vom offenen Immobilienfonds bis hin zu Private Equity. Wir berücksichtigen diese als Alternative Anlagen in unserer Musterallokation.

Aktuelle qualitative Asset Allokation

Renten übergewichtet, Liquidität untergewichtet

Assetklassen	--	-	0	+	++
Renten	☐	☐	☐	■	☐
Aktien	☐	☐	■	☐	☐
Rohstoffe	☐	☐	■	☐	☐
Liquidität	☐	■	☐	☐	☐
Alt. Anlagen Immobilien	☐	☐	■	☐	☐
Alt. Anlagen Sonstige	☐	☐	■	☐	☐

Quelle: Commerzbank-Research

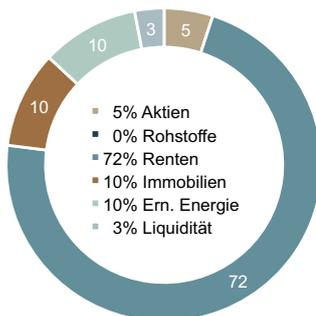
Meine Empfehlung für Sie

Wir setzen in erster Linie auf Anleihen als stabile Renditebringer. Aktien könnten sich später im Jahr als wichtig erweisen. Aktuell empfehlen wir eine neutrale Gewichtung.

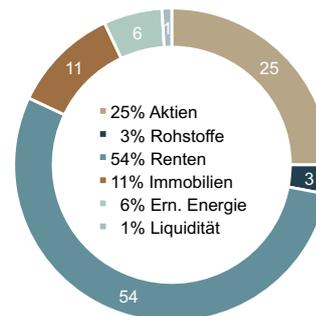
Musterportfoliogewichtungen für den Start ins Jahr 2024

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.

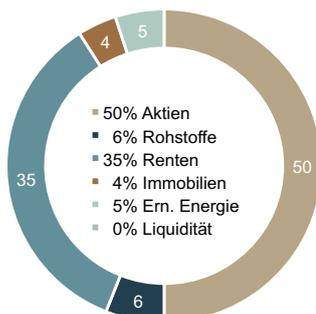
Stabilität



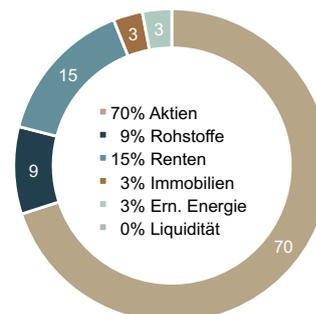
Einkommen



Wachstum



Chance



Quelle: Commerzbank-Research

Qualität trifft auf thematisches Wachstum

Thomas Becker

Leiter Aktien Einzelwertanalyse

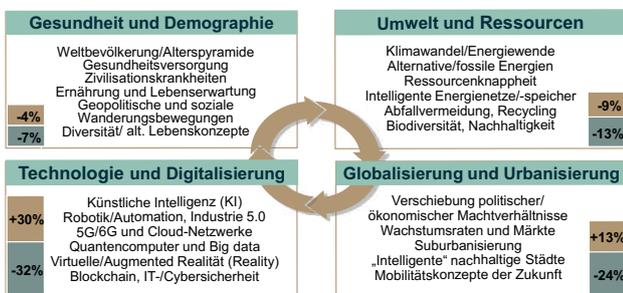
- Qualität hat Priorität - Resiliente Margenprofile, solide Bilanzen und Geschäftsmodelle ...
- ... kombiniert mit thematisch unterstütztem Wachstum durch "KI", "starke Marken" und "Risikoabsicherung"
- Unsere Sektorfavoriten 2024: IT, Kommunikationsdienste, Gebrauchsgüter, Versicherungen

KI überstrahlt(e) alle Megatrends im Jahr 2023

"Künstliche Intelligenz (KI)" war und ist der zentrale Kurskatalysator für die hochkapitalisierten Erstrundenprofiteure des IT-/Kommunikationssektors. Aber auch der Megatrend Globalisierung/Urbanisierung konnte bspw. von staatlichen Investitionsprogrammen profitieren. Gesundheit/Demographie wurde durch die Post-Corona Normalisierung und regulatorische Unwägbarkeiten belastet. Umwelt/Ressourcen und speziell alternative Energien/Wind litten u.a. unter schleppenden Genehmigungsverfahren und verschlechterten Projekt- und Finanzierungskonditionen.

Megatrends Technologie/Digitalisierung und Globalisierung/Urbanisierung profitierten in 2023

Kursentwicklung themenbezogener Aktienfonds, Indizes und ETFs; Box Gold in 2023 und Petrol 2022



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, Stand 27.11.2023

Technologischer und gesellschaftlicher Wandel eröffnen Wachstumspotenziale

Für 2024 erwarten wir, dass nach der Adaption an die ver-

änderten Marktbedingungen Investmentthemen wie Gesundheit und die Energiewende wieder an Attraktivität gewinnen. Unser Fokus liegt aber auf Sektoren, die von Unternehmen geprägt sind, die sich durch Qualität in Kombination mit thematischen Wachstumstreibern auszeichnen.

IT und Kommunikationsdienste – strukturelles Wachstum

Wir gehen davon aus, dass sich ein belastbarer und struktureller KI-Wachstumstrend etabliert, getragen durch eine wachsende Anzahl von Zweitrundenprofiteuren aus dem IT- und Kommunikationssektor.

Gebrauchsgüter/Marken – zyklisches Wachstum

Bereits heute folgen über die Hälfte der Generationen Y/Z "Marken" in den sozialen Medien. 2024 sollten die EM und die Olympischen Spiele "starken Marken" und Unternehmen mit Preissetzungsmacht Rückenwind verleihen.

Versicherungen – defensives Wachstum

Zunehmende ökonomische und geopolitische Verwerfungen steigern das unternehmerische und private Risikobewusstsein. Die strukturell steigende Nachfrage begünstigt das defensive Wachstum von Versicherungen.

Meine Empfehlung für Sie

2024 liegt unser Fokus auf Qualität, d.h. resiliente Margen/Bilanzen sowie Geschäftsmodelle, in Kombination mit defensiven, strukturellen oder zyklischen Wachstumstreibern. Das thematisch attraktivste Chancen-/Risikoprofil billigen wir folgenden Sektoren zu: 1. IT und Kommunikationsdienste aufgrund des substantiellen KI-Potenzials, von dem eine steigende Anzahl von technologieaffinen Unternehmen profitieren sollte. 2. Gebrauchsgüter mit Fokus auf "starken Marken", bei denen die Preissetzungsmacht stetiges, aber auch zyklisches Wachstum unterstützt. 3. Versicherungen bei denen die steigende Risikoaersion und höhere Prämien ein attraktives Ausschüttungs- und defensives Wachstumsprofil ermöglichen.

Chancenreiche KI - nicht nur im IT-Sektor

Marc C. Gemeinder

Seniorexperte Aktien

- Der IT- und Kommunikationssektor bleibt weiter aussichtsreich
- Sektorübergreifend untermauern Megatrends strukturelles Wachstum
- Investmentthema KI befindet sich noch am Anfang mit einer wachsenden Anzahl technologieaffiner Profiteure

Eine im Rückblick starke Performance

Robuste Bilanzen und hohe Cashflow-Generierung prägen den IT- und in Teilen auch den Kommunikationssektor. Im Fokus steht klar die verstärkte Ausrichtung auf neue Megatrends, die längst geeignet sind, industrieübergreifend die Gesellschaft massiv zu verändern. Hierzu zählen die Digitalisierung, der wachsende Bedarf an Cloud-Lösungen, der kontinuierliche Ausbau der Netzwerke und der aufmerksam verfolgte Megatrend Künstliche Intelligenz (KI). Nach einem kursstarken 1. Halbjahr 2023 verlief die relative Performance des IT-Sektors nur kurzfristig seitwärts, eine Konsolidierungsphase endete schnell. Die Euphorie, v.a. begründet auf chancenreichen Anwendungsmöglichkeiten durch den KI-Einsatz, legte sich nur temporär. Im Jahresverlauf profitierten die "KI-Marktführer" des IT-Sektors, wie Microsoft und Nvidia sowie Branchen-Schwergewichte bei den Kommunikationsdiensten, wie Alphabet und Meta. Insgesamt überzeugte die Gruppe technologienaher Aktien der "Glorreichen Sieben" ("Magnificent 7") - zusätzlich zählen hierzu Amazon, Apple und Tesla - mit einem durchschnittlichen Kurszuwachs von rund 100% im Jahr 2023.

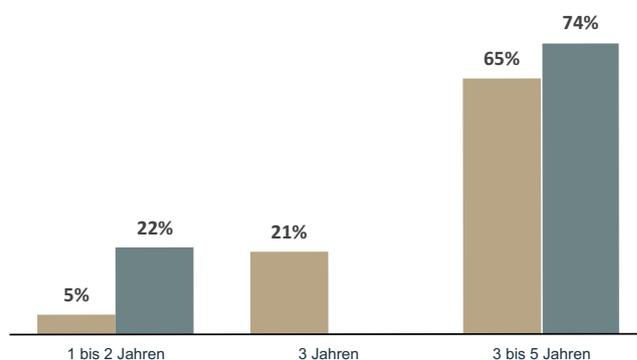
Sektorübergreifend wird das Investmentthema sich bewähren

Die Geschwindigkeit mit der KI auf Sektorebene adaptiert wird hängt u.a. von der Marktreife sicherer KI-Anwendungen ab. Mittelfristig (3 bis 5 Jahre) erwarten 65% bzw. 74% der Unternehmen einen deutlichen Einfluss auf das

Geschäftsmodell und einen niedrigeren Personalbestand.

Signifikanter Einfluss von KI auf Geschäftsmodelle und Mitarbeiter in den nächsten ein bis fünf Jahren

Anteil Geschäftsmodelle (Gold) und Mitarbeiterbestand (Petrol) betroffen



Quelle: KPMG, Gartner, Goldman Sachs, Commerzbank-Research; für Mitarbeiterbestand keine Daten für drei Jahre

KI als struktureller Wachstumstreiber der IT-Zweitundenprofiteure

Der Megatrend KI ist intakt und nimmt gerade erst Fahrt auf. Dies zeigt die aktuell spürbare Welle von Anwendungsfällen, die einerseits bei den KI-Pionierunternehmen, nun aber auch bei IT- und Kommunikationstiteln der zweiten Reihe sichtbar werden. Der intensiviertere Einsatz in Geschäftsabläufen unter - bzw. mit - KI-Bezug zieht dynamisches Wachstum nach sich und kommt anschließend positiv in den Ergebniszahlen der Unternehmen an.

Meine Empfehlung für Sie

Branchenübergreifend erschließt KI neue Einsatzfelder. Die Entwicklung ist noch in einem frühen Stadium und sollte sich zunächst - jedoch nicht ausschließlich - im IT-Sektor weiter dynamisch fortsetzen. Wir gehen davon aus, dass sich ein belastbarer und struktureller KI-Wachstumstrend etabliert, getragen von den KI-Marktführern und einer steigenden Anzahl an Zweitundenprofiteuren aus dem IT- und Kommunikationssektor.

“Starke Marken” mit Wachstumspotenzial

Richard Hinz

Seniorexperte Aktien

- “Marken” erzielen regelmäßig überdurchschnittliche Margen und Wachstum
- Fußball-EM und Olympische Spiele 2024: Plattformen für weitere Markenstärkung
- Luxusgüter: angepasste moderatere Wachstumserwartungen, langfristig weiter attraktiv

“Starke Marken” mit Preissetzungsmacht

Da Kunden gerne für ein Qualitäts- und Identifikationsversprechen eine Preisprämie zahlen, erzielen “Starke Marken” regelmäßig überdurchschnittliches Wachstum und vergleichsweise hohe Margen. Über die Hälfte der kaufkräftigen und konsumfreudigen Generationen Y/Z folgen “Marken” schon heute in den sozialen Medien. Das neue Bewertungsmaß setzt sich hier aus Klickraten und Follower-Zahlen zusammen.

Breite Bekanntheit, hoher Wiedererkennungswert und sozialer Status überstehen zumeist auch ein schwieriges Wirtschaftsumfeld. Zudem erhöht der zeit- und kostenintensive Aufbau einer Marke die Eintrittsbarrieren und schützt vor neuen Wettbewerbern.

Sport- und Luxusmarken (ausgewählte Marken)

Markenwert (Schätzungen) treibt Markenumsatz (2022)



Quelle: Interbrand, Unternehmen, Commerzbank-Research

2023 - Vielfältige Herausforderungen

Das eingetrübte Konsumklima bzw. eine Wachstumsverlangsamung sowie überhöhte Post-Corona-Lagerbestände haben auch “Starke Marken” temporär belastet. Letzteres hat insbesondere die Sportartikelhersteller beschäftigt.

2024 - Sport- und Luxusmarken profitieren

Wir erwarten, dass sich das Konsumklima, getrieben von niedrigerer Inflation und steigenden Löhnen, im Jahresverlauf verbessern sollte. Daneben hilft der inzwischen fortgeschrittene Lagerabbau, der Rabatte bremst und damit das Preisniveau bei Sportbekleidung unterstützt.

Bei der Sportbekleidung hängt der Markenwert neben den Werbeträgern und dem Image auch an der Funktionalität, die durch Spitzensportler unter Beweis gestellt wird. Die sportlichen Großereignisse 2024, die Fußball-Europameisterschaft und die Olympischen Spiele, geben der Branche für ihre Produkt- und Imagekampagnen eine reichweitenstarke Plattform.

Das zunächst moderate Nachfragewachstum dürfte sich mit einem im Jahresverlauf aufhellenden konjunkturellen Umfeld verbessern. Luxusgütermarken profitieren bei der Verteidigung hoher Margen jedoch ohnehin von ihrer Preissetzungsmacht und einer unterdurchschnittlich konjunktur- und preissensitiven Kundschaft.

Meine Empfehlung für Sie

“Starke Marken” der Marktführer haben sich langfristig bewährt und bleiben auch in schwierigeren Zeiten begehrt. Sie profitieren langfristig von der Preissetzungsmacht und bieten daneben auch eine zyklische Wachstumskomponente, die sich im Jahresverlauf entfalten sollte. Die sportlichen Großereignisse 2024, die Olympischen Spiele und die Fußball-Europameisterschaft sind eine starke Marketingplattform, die von Werbe- und Produktkampagnen begleitet die Marken weiter stärken werden.

Sturmfest: Mit Optimismus ins neue Jahr

Michael Cloth

Seniorexperte Aktien

- Solide operative Entwicklung dank Prämienerrhöhungen und hohem Zinsniveau erwartet
- Defensives Ertragsprofil und attraktives Ausschüttungspotenzial
- Bewertung von Erstversicherern günstiger als Rückversicherer

Gutes Jahr 2023, Fortsetzung folgt

Im Jahr 2023 haben viele Versicherer von verbesserten Bedingungen (Preise, Nachfrage) profitiert. Dies kam aber nicht immer im Ergebnis an, weil u.a. hohe Schäden aus Naturereignissen den Gewinnzuwachs begrenzten.

Gute Argumente für höhere Prämien

Steigende Inflationsraten sind der Gegner. Das gilt nicht nur für Zentralbanken in der Zinspolitik, sondern auch für Schaden- & Unfallversicherer, deren Schadenhöhe steigt. Autoversicherer in Deutschland haben dies u.a. durch höhere Reparaturkosten zu spüren bekommen. Einige Versicherer rutschten 2023 operativ ins Minus. Daher rechnen wir mit zum Teil deutlichen Prämienerrhöhungen.

Allgemein hängt die Preissetzung von Angebot und Nachfrage, Marktstellung sowie spezifischer Risikoneigung des Versicherers ab. Zur Sicherung oder gar Verbesserung der Ergebnisse ist mit weiteren Preiserhöhungen zu rechnen, die mindestens auf Höhe, wenn nicht gar über den Inflationsraten liegen.

Besonders gut ist dies bisher Rückversicherern gelungen. Dabei haben hier einige Unternehmen ihre Reserven so gestärkt, dass sich die Bildung zusätzlicher, gewinnbelastender Rückstellungen erübrigt. Auch die an der Börse meist günstiger bewerteten Sachversicherer haben gute Volumens- und Preisperspektiven.

Hohes Zinsniveau unterstützt Gewinne und ...

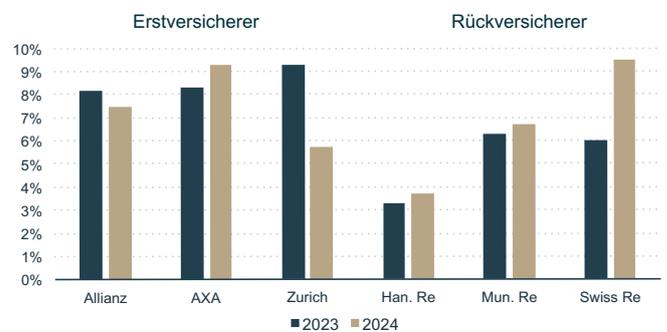
Wegen des Niedrigzinsumfelds der Vorjahre sanken laufende Erträge aus Kapitalanlagen; Anlagerenditen gingen zurück. Die Zinswende hat dies erkennbar verbessert und Kapitalerträge tragen wieder stärker zum Ergebnis bei, was sich 2024 stärker bemerkbar machen dürfte.

... lässt Ausschüttungen wachsen

Schon heute zählt die Branche wegen der Höhe der Ausschüttungen (Rendite) und Qualität (Kontinuität, Verlässlichkeit der Zahlungen) zu den attraktiven Optionen nicht nur für Dividendenanleger. Dank einer guten Cash-flow- und Eigenkapitalausstattung werden Dividenden teilweise um Aktienrückkäufe ergänzt.

Potenziell steigende Ausschüttungen 2024

Erwartete Ausschüttungsrendite (ausgewählter Titel)



Quelle: JPM Research, Commerzbank-Research; Ausschüttungsrendite: Dividendenrendite und Aktienrückkäufe

Meine Empfehlung für Sie

Die günstigen Rahmenbedingungen für Versicherer dürften sich 2024 - soweit nicht außergewöhnliche Ereignisse auftreten - fortsetzen. Zunehmende ökonomische und geopolitische Verwerfungen steigern das unternehmerische und private Risikobewusstsein und den Wunsch nach Absicherung. Eine steigende Risikoaversion der Versicherungsnehmer, anziehende Preise und Kapitalerträge schlagen sich in einem soliden Ausschüttungs- und defensiven Wachstumsprofil nieder.

Geduld ist gefragt

Tanja Markloff

Seniorexpertin Aktien

- Schmerzhaftes Anpassen an verschlechterte Projekt- und Finanzierungsbedingungen
- EU und nationale Regierungen mit neuen, mittelfristig entlastenden Initiativen
- Langfristige und strukturelle Wachstumsperspektiven intakt
- Integrierte Versorgungsunternehmen und Netzgesellschaften bevorzugt

Inflation und Zinsanstieg belasteten die Anbieter alternativer Energien in 2023

Die Kombination aus Kosteninflation und steigenden Zinsen belastete die Projektentwickler erneuerbarer Energien im Jahr 2023. Hinzu kamen negative Nachrichten zur Profitabilität einzelner Offshore-Windprojekte sowie unternehmensspezifische Qualitätsmängel bei bestimmten Windturbinen. Insofern lag die Performance des European Renewable Energy Index im Zeitraum Anfang Januar bis Ende November deutlich unter der MSCI-Gesamtmarktentwicklung.

Besonders schwach schnitten einzelne Unternehmen mit klarem Fokus auf die Projektentwicklung und den Betrieb von Wind- und Solarparks ab, sowie einzelne Windanlagenhersteller. Besser entwickelten sich die meisten regulierten Netzgesellschaften und integrierten Versorgungsunternehmen. Sie konnten tendenziell von diversifizierteren und/oder langjährig etablierten Geschäftsmodellen profitieren.

EU und nationale Regierungen mit neuen Initiativen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen

Um die Energiewende trotz schwierigeren Makro-Umfelds weiter voranzutreiben, erarbeitet die Europäische Union Erleichterungen für Energieversorger, Projektentwickler

und Technologieanbieter. Auch in den USA und in Großbritannien gibt es inzwischen neue Initiativen.

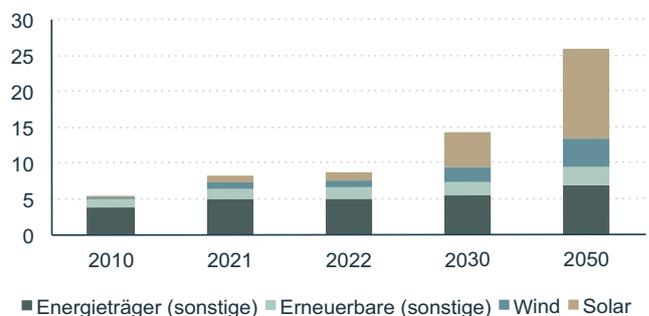
Auf Unternehmensebene passen einzelne Firmen aus den Bereichen erneuerbare Energien und Windkraftanlagen ihre Strategien an und leiteten Kostensenkungsmaßnahmen ein.

Strukturelle Wachstumsperspektiven mittel- bis langfristig weiterhin intakt

Basierend auf den bestehenden politischen Zielsetzungen schätzt die Internationale Energie Agentur (IEA) einen weltweiten notwendigen Zubau von Solar- und Windkraftanlagen von durchschnittlich rund 19%/11% p.a.

IEA erwartet mindestens 19%/11% p.a. Solar- und Windkraftzubau in 2022 bis 2030

Jährlicher Zubau von Stromerzeugungskapazitäten (GW)



Quelle: International Energy Agency (IEA)

Meine Empfehlung für Sie

Die Wachstumsperspektiven für erneuerbare Energien sind intakt. Wir erwarten, dass nach der Adaption an die veränderten Marktbedingungen und die Lösung unternehmensspezifischer Themen auch die alternativen Energien wieder an Attraktivität gewinnen. Im derzeitigen Marktumfeld präferieren wir stärker diversifizierte Energieversorgungsunternehmen und Netzgesellschaften, die im Vorteil gegenüber stark fokussierten Projektentwicklern und Technologieunternehmen aus dem Bereich erneuerbarer Energien sind.



Interview zur brisanten Kombination von Zinsanstieg und Schuldenbergen

Thorsten Weinelt im Gespräch mit dem Chefvolkswirt der Commerzbank Dr. Jörg Krämer

Der Zinsanstieg hat die Realisierung der Träume vieler Häuslebauer auf absehbare Zeit unmöglich gemacht. Die Belastungen aus Zins und Tilgung sind zu hoch. Was hat das für Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft?

Klar, das ist eine große Belastung für die deutsche Wirtschaft. Der Zinsanstieg ist der Hauptgrund, warum das Interesse an dem Bau von Häusern eingebrochen ist. So liegen die Auftragseingänge im Hochbau mittlerweile rund ein Viertel niedriger als vor dem Zinsanstieg. Wenn die Bauunternehmen ihre Aufträge aus der Boomzeit vor dem Zinsanstieg abgearbeitet haben, werden sie ihre Produktion deutlich herunterfahren. Das wird auf die gesamte deutsche Wirtschaft durchschlagen und ist ein Argument, warum das Bruttoinlandsprodukt auch im Jahr 2024 sinken sollte. Mit einer Prognose von -0,4% sind wir deutlich vorsichtiger als die meisten anderen Volkswirte.

Was im Kleinen gilt, ist auch im Großen wichtig. In Deutschland gibt es für den Staat die Schuldenbremse. Aber auch einen kreativen Wettstreit der Parteien, diese auszuhebeln. Königsweg oder Irrweg?

Die Ampel-Koalition könnte beschließen, die Schuldenbremse im kommenden Jahr auszusetzen. Aber ihre politischen Schwierigkeiten nach dem Urteil des Bundesverfas-

sungsgerichts sind keine Begründung für eine Aussetzung. Die Verfassungsrichter haben die Anforderungen an eine Begründung ohnehin erhöht, und die Glaubwürdigkeit der geschwächten FDP könnte schweren Schaden nehmen, wenn sie einer Aussetzung zustimmen würde. Eine andere Möglichkeit wäre eine Änderung des Grundgesetzes, um die Schuldenbremse zahllos zu machen. Aber dafür ist eine Zwei-Drittel-Mehrheit notwendig, wobei die Union dem aus guten Gründen wohl nicht zustimmen würde. Denn die Schuldenbremse verhindert, dass der Staat zu hohe Schulden aufnimmt und in Zukunft wegen hoher Zinszahlungen an Handlungsfähigkeit einbüßt. Außerdem zwingt die Schuldenbremse den Staat, Ausgaben zu priorisieren. Das verhindert, dass der Staat immer mehr Ressourcen zu Lasten des privaten Sektors an sich zieht. Die Schuldenbremse sichert dem Privatsektor Entfaltungsraum; das ist in einer liberalen Wirtschaftsordnung sehr wichtig.

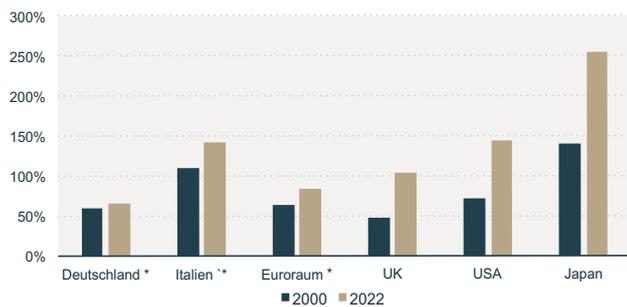
In Italien muss der Finanzminister jetzt mit Zinsen von teils spürbar über 4% für seine 10-jährigen Staatsanleihen locken. Das war 2013 zuletzt der Fall, kurz nach der Eurokrise. Droht 2024 diesbezüglich Ungemach?

Italien müsste wegen der gestiegenen Zinsen mittelfristig im Staatshaushalt vor Zinszahlungen einen Überschuss erwirtschaften, um einen weiteren Anstieg der ohnehin zu

hohen Staatsschuldenquote zu verhindern. Aber die Regierung dürfte nicht bereit sein zu einer unpopulären Konsolidierung des Staatshaushalts. Stattdessen wird sie sich weiter durchwursteln. Letztlich setzt sie darauf, dass die EZB ihr im Fall der Fälle zu Hilfe eilt. Dafür sprechen die verschiedenen Beschlüssen der EZB zugunsten von hochverschuldeten Ländern wie Italien. So hat die EZB kurz vor der ersten Zinserhöhung im Sommer 2022 ein neues Hilfsprogramm beschlossen. Demnach kann die EZB in großem Stil Staatsanleihen kaufen, wenn sie die Anleiherenditen eines Landes verglichen mit den Fundamentaldaten für zu hoch hält. Das dürfte auch 2024 verhindern, dass die Renditen Italiens trotz der sehr hohen Verschuldung durch die Decke gehen. Nicht alles, was man als Volkswirt nicht mag, muss morgen zusammenbrechen.

Staatsverschuldung in % des BIP

Weltweit steigende Staatsverschuldung



Quelle: OECD, * Eurostat

Die Europäer haben mit Gemeinschaftsanleihen und EU-Verschuldung weitere supranationale Schuldenquellen aufgetan. Ein deutscher Beitrag dazu ist das vernebelnde "Sondervermögen". Kann man allein schon in der Statistik noch den Überblick behalten?

Das staatliche Rechnungswesen dient auch der Verschleierung der wahren Zustände. Aber damit hat man als Volkswirt gelernt umzugehen. Was die erwähnte Vergemeinschaftung der Schulden auf der Ebene der EU angeht, so ist der sogenannte Corona-Wiederaufbaufonds ein Beispiel dafür. Zwar sollen die einzelnen Mitgliedsstaaten die Schulden des Fonds anteilig zurückzahlen. Kommt aber ein Land dieser Verpflichtung nicht nach, müssen die anderen Länder einspringen. Insofern handelt es sich um

eine Vergemeinschaftung, die aber kein Einzelfall bleiben wird. So hat die EU-Kommission zwischenzeitlich einen ähnlich konstruierten Souveränitätsfonds gefordert. Bei der nächsten Krise werden neue Begründungen vorgeschlagen für eine erneute Vergemeinschaftung von Schulden.

In den USA wurde die Erhöhung der gesetzlich vorgesehenen absoluten Schuldenobergrenze vom seltenen Ereignis fast zum Filmhit "Und täglich grüßt das Murmeltier". Die Regierung kann keinen ordentlichen Haushalt aufstellen - bis Januar gilt ein Übergangshaushalt um den "Shutdown" der Regierungsstellen zu verhindern. Was ist im Wahljahr 2024 zu erwarten?

Im Januar und Februar werden Republikaner und Demokraten um die Ausgabenermächtigungen für den Bundeshaushalt streiten. Am Ende dürften sie - wie üblich - einen Kompromiss finden. Denn im Wahljahr will niemand dafür verantwortlich sein, dass die Behörden wegen fehlender Haushaltsmittel geschlossen werden. Die Schuldengrenze spielt 2024 hingegen keine Rolle. Denn sie ist bis kurz nach der Präsidentschaftswahl ausgesetzt.

Und kommen wir noch zu einem ungewöhnlichen Fall. Mit Japan haben wir ein besonderes Schuldenexperiment seit Jahrzehnten. Ist die Yen-Schwäche ein Anzeichen, dass dieses nun an die Grenzen gelangt ist?

Die Staatsschuld Japans beträgt 255 Prozent des Bruttoinlandsprodukts - ein ausgesprochen hoher Wert. Trotzdem belastet das die Märkte kaum, weil im korporatistisch geprägten Japan viele staatlich regulierte Institutionen wie Banken, Versicherungen und Pensionsfonds Staatsanleihen trotz der hohen Staatsverschuldung halten. Stattdessen ging die Yen-Schwäche vor allem darauf zurück, dass die US-Notenbank ihre Zinsen anders als die japanische Zentralbank kräftig angehoben hatte. Senkt die US-Notenbank sie ab Mittel 2024 wieder, dürfte sich der Yen wieder erholen - trotz der hohen Staatsverschuldung.

Informationsangebot

Registrieren Sie sich noch heute und nutzen Sie den Informationsvorsprung für Ihre Geldanlage. Unsere Standardformate können Sie unter www.commerzbank.de/nl "bestellen", die Exklusiv-Services für Premium- und PremiumFondsDepot-Kunden abonniert auf Wunsch Ihr Berater für Sie.

Kostenlos bestellen bei
www.commerzbank.de/nl
– Ihrer Filiale im Internet



Wichtige Hinweise & Impressum

Diese Information ist eine Marketingunterlage im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, d.h. sie genügt nicht allen Anforderungen für Finanzanalysen und für die Commerzbank AG oder ihre Mitarbeiter besteht kein gesetzliches Verbot, vor Veröffentlichung der Information in den darin genannten Wertpapierprodukten zu handeln.

Adressat

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen ("Information") sind primär für Kunden der Commerzbank AG in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere dürfen diese Information nicht nach Großbritannien, in die USA oder nach Kanada 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.

Informationsquellen; Aktualisierungsbedingungen

Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen die die Commerzbank AG für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Interessenkonflikte im Vertrieb

Die Commerzbank AG erhält für den Vertrieb von Investmentfonds den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebs-/Vertriebsfolgeprovisionen von der Fondsgesellschaft oder Emittentin bzw. erzielt als Emittentin oder Verkäuferin eigene Erträge.

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.

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.

Aufsichtsbehörden

Europäische Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt (Internet: www.bafin.de) BAK Nr. 100005

©2023; Herausgeber: Commerzbank Aktiengesellschaft, Kaiserplatz, 60261 Frankfurt am Main.

Verantwortlich: Group Research, CIO, Thorsten Weinelt, Chief Investment Officer.

Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der Commerzbank weder reproduziert, noch weitergegeben werden.

Fotoquelle: Titelbild, Seite 3, 8, 10, 14, 21, 29 Adobe Stocks

Abgeschlossen am 30. November 2023

Commerzbank AG
Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

Postanschrift
60261 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 136-20
ciodirekt@commerzbank.com

Group Research
Chief Investment Officer

