



COMMERZBANK



Group Research – Chief Investment Officer

Investment Perspektiven

2. Quartal 2024





Investment Perspektiven 2. Quartal

Zu viel „perfekte Welt“ an den Aktienmärkten?



Thorsten Weinelt
Chefanlagestrategie

- **Weltwirtschaft:** US-Wirtschaft resilient, Wachstumsflaute in Europa und China
- **Notenbanken:** Überraschend hohe Inflationsraten haben frühen Zinssenkungsfantasien einen Dämpfer erteilt. Erste Zinssenkungen ab Mitte des Jahres möglich
- **Asset Allokation:** Wir erhöhen die Liquidität durch eine Rückstufung der Anleihen von übergewichten auf neutral und bleiben am Aktienmarkt (neutral) investiert
- **Aktien:** Konsolidierung nach jüngster Rally zunehmend wahrscheinlich da sehr positives Szenario bereits weitestgehend eingepreist. Chance zur Aufstockung
- **Regionen:** Wir bevorzugen weiterhin Japan gegenüber Europa und bleiben in den USA neutral gewichtet
- **Sektoren:** Wir haben Kommunikationsdienste auf neutral zurückgestuft, bleiben übergewichtet IT und defensives Wachstum (Gesundheit und Versicherungen)
- **KI-Fantasie** bleibt auch 2024 der „Joker“-Faktor für die Finanzmärkte. Wir sehen auf 6-12 Monate weiteres Potential für die Erst- und Zweitrundenprofiteure
- **Anleihen:** Wir präferieren weiter Unternehmensanleihen mit kürzeren Laufzeiten
- **Alternative Assets:** Einstieg in Private Equity interessant, Immobilien und Infrastrukturinvestments als Portfoliostabilisator

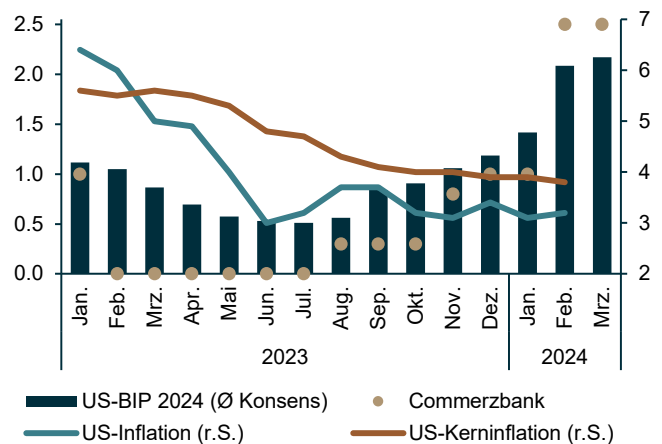
Aktienmarkt hat Wunschscenario sinkender Inflation bei gleichzeitiger Wachstumserholung eingepreist.

Die US-Konjunktur zeigte sich in den letzten Quartalen trotz des aggressivsten geldpolitischen Straffungskurses der Fed seit vier Jahrzehnten erstaunlich resilient. Ein robuster Arbeitsmarkt, Nominallohnwachstum über 5% und die Überschussersparnisse der privaten Haushalte befeuerten den privaten Konsum, die fiskalische Impulse durch die staatlichen Förderprogramme unterstützten die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Der aktuelle US-BIP-Schätzer der Atlanta Fed liegt für das erste Quartal 2024 bei annualisierten 2,3%,

weniger als im Vorquartal aber immer noch oberhalb des Potentialwachstums. Unsere Volkswirte haben ihre Wachstumsprognose für das Jahr 2024 für das US-BIP von 1% auf 2,5% angehoben. Eine weiche Landung der US-Konjunktur – sinkende Inflationsraten bei weiterhin solidem Wachstum – wird somit als wahrscheinlicher angesehen; eine US-Rezession zeichnet sich derzeit nicht ab. Dies ist Konsens (siehe Grafik unten) und aktuell an den Aktienmärkten bereits reflektiert. Diese beste aller Welten, im angelsächsischen Sprachraum als „Goldilocks“-Szenario etikettiert, dürfte in der saisonal schwierigeren Phase im zweiten Quartal vor dem Hintergrund potenziell aufkeimender Inflations Sorgen getestet werden.

„Perfekte Welt“-Szenario: Inflation runter, Wachstum rauf!

Konsens- und Commerzbank-Prognosen für das US-BIP-Wachstum 2024 im Zeitablauf, in %



Quelle: Consensus Economics, Bloomberg, Commerzbank-Research

Die aufgehellte Stimmung spiegelt sich in einer offensiveren Positionierung der Anleger wider. Mittelzuflüsse verzeichnen vor allem passive Aktien ETFs, die meist trendverstärkend wirken.

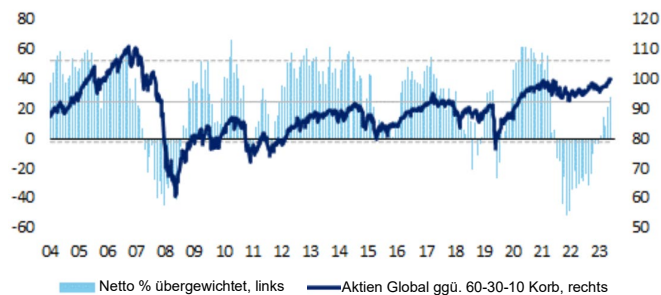
Sowohl Privatanleger wie institutionelle Anleger sind deutlich optimistischer in das Jahr 2024 gestartet, als es zu Beginn des letzten Jahres der Fall war. Gemäß einer Umfrage der American Association of Individual Investors (Das AAII ist das US-Pendant zum Deutschen Aktieninstitut) und dem Fund Manager Survey der Bank of America ist die Positionierung der Anleger mittlerweile deutlich offensiver, d.h. das Vertrauen der Anleger in die Aktienmärkte ist zurückgekehrt und mit diesem auch die Mittelzuflüsse in Aktienfonds. Gewinner der Mittelzuflüsse sind vor allem passive Fonds wie



Indexfonds und ETFs; sie konnten seit Jahresbeginn 234 Mrd. US\$ zulegen, während aktiv gemanagte Fonds 88 Mrd. US\$ Abflüsse verzeichnen. Die Auswirkungen dieser Passivierung sind zum einen trendverstärkend und zum anderen korrelationserhöhend durch die überwiegende Zahl an marktkapitalisierten Indexfonds und ETFs.

Optimismus ist zurückgekehrt

Anteil der Investoren mit Übergewichtung in Aktien (in %), Performance globale Aktien relativ zu Mischportfolio 60% Aktien, 30% Renten, 10% Liquidität (rechte Skala)



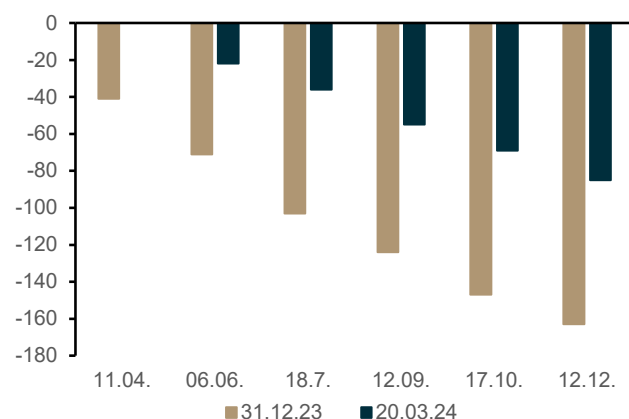
Quelle: Bank of America Fund Manager Survey (März 2024)

Notenbanken sind auf der „letzten Meile“ bei der Bekämpfung der Inflation gefordert. Ungünstige Inflationsüberraschungen könnten Zinssenkungserwartungen weiter nach hinten verschieben und die Kapitalmärkte zwischenzeitlich belasten.

Das Inflationsbild mit spürbar rückläufigen Verbraucherpreisen in den USA und im Euroraum hatte sich im 4. Quartal 2023 deutlich entspannt und damit einen Sturzflug der Anleiherenditen und eine fulminante Jahresendralley an den Börsen ermöglicht.

Die letzte Meile wird schwierig ...

Eingepreiste Fed-Zinssenkungen pro Fed-Sitzung



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die Erwartungen über frühe und weitreichende Zinssenkungen wurden zu Jahresbeginn schnell wieder kassiert.

Nach den jüngsten negativen Überraschungen bei den Produzenten- und Verbraucherpreisen in den USA beginnen zumindest die Rentenmärkte zunehmend Zweifel zu hegen, ob die Fed die in ihren eigenen Prognosen („Dot Plot“) für 2024 in Aussicht gestellten drei Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten liefern wird. Ein nach wie vor robuster Arbeitsmarkt, Lohninflation hartnäckig hoch über 5% und wieder anziehende Rohstoffpreise machen den Notenbankern zu schaffen.

Zudem befinden sich die USA in einem Wahljahr, was den Zeitpunkt von Zinssenkungen zu einem Politikum macht. In jedem Fall dürften negative Überraschungen bei den Inflationszahlen die Notenbanker davon abhalten, zu früh mit dem Zinssenkungszyklus zu beginnen. Denn sie haben insbesondere in den USA die Situation Ende der 70er Jahre vor Augen, als aufgrund der zweiten Ölkrise die Inflation weiter anstieg und die Notenbank die Geldpolitik schon wieder lockerte. Volcker gelang es dann die Inflation final zu brechen, indem er mit rekordhohen Geldmarktzinsen (20% Fed Funds Rate) eine harte Rezession provozierte. Bleibt die Kerninflationsrate hartnäckig um die 3% und bleiben die für Juni avisierten Zinssenkungen aus, riskiert die Fed auf der anderen Seite ein Stagflationsszenario. Ein sich abschwächendes Wachstum bei Inflationsraten oberhalb des Notenbankziels stellt in der Regel eine Belastung für die Kapitalmärkte dar. Dieses dürfte insbesondere den zyklischen Unternehmen sowie den Small- und Mid-Caps zu schaffen machen.

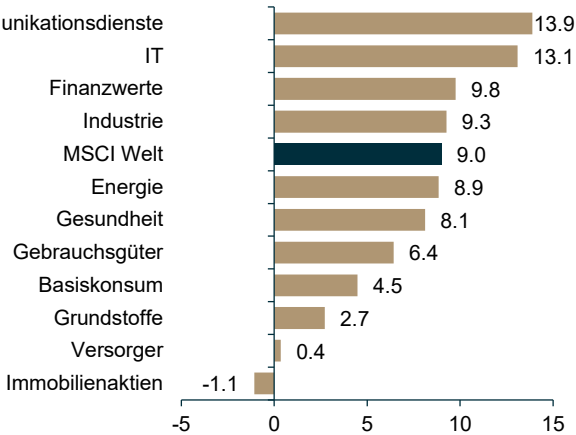
Stagflationstendenzen oder doch Reflation? Signifikante Sektorrotation möglich.

Dabei ist nicht ausgemacht, ob wir bei steigenden Rohstoffpreisen und einem inflationären Umfeld zwangsläufig in ein negatives Aktienmarktszenario münden. Es ist auch vorstellbar, dass der Rückgang der Gewinnerwartungen ausläuft und die Marktbreite zunimmt. Hier dürfte es dann zu einer Sektorrotation kommen und insbesondere Frühzyklischer und Industrieunternehmen eine relative Stärke ausbilden. Auch zyklische Value-Titel aus dem Sektor Energie dürften dann outperformen. Für eine grundsätzliche Sektorrotation raus aus defensiven Wachstumstiteln rein in die Zyklischer erscheint es uns aber zum jetzigen Zeitpunkt noch zu früh, weil die Nachfrageseite sich noch zu schwach entwickelt und die Revisionen der Gewinnerwartungen nach wie vor negativ sind. Es mehren sich aber die Anzeichen, dass wir genau diese Bewegung sehen könnten, insbesondere wenn die Konjunktur positiv überrascht.



Kommt eine Sektorrotation zu Zyklikern?

MSCI Sektorentwicklung seit Jahresbeginn (in EUR)



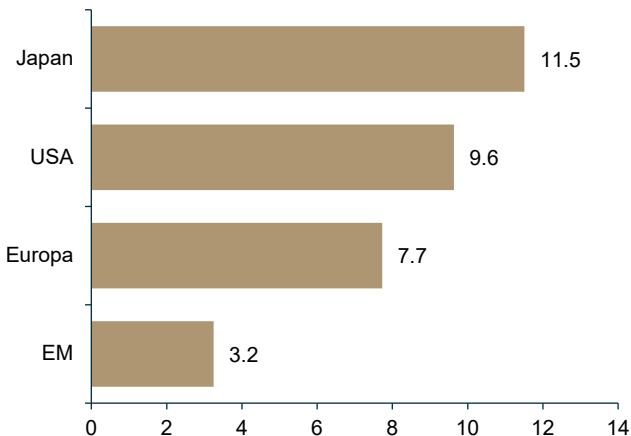
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, per 18. März 2024

Auf regionaler Ebene bevorzugen wir weiter den japanischen Markt gegenüber Europa, für die USA und Emerging Markets bleiben wir neutral gewichtet.

Als letzte Notenbank der entwickelten Volkswirtschaften hat die japanische Notenbank jetzt die geldpolitische Normalisierung eingeleitet. Nach 17 Jahren negativer Zinsen und einer extrem akkommodierenden Geldpolitik scheint das Deflationsgespenst gebannt. Die BoJ stellt zudem die Ankäufe von Aktien über ETFs ein. Wir werten diese Signale als Zeichen für Stärke und sehen weiteres Outperformancepotential japanischer Aktien insbesondere gegenüber Europa, da der Gewinntrend in Japan deutlich dynamischer verläuft und die Bewertungen wenig ambitioniert sind. Zudem greifen die aktionärsfreundlichen Maßnahmen und ziehen immer mehr internationale Investoren an, die Japan als werthaltige Alternative zum strukturell schwächeren chinesischen Aktienmarkt sehen, der vor allem durch staatliche Eingriffe mit einer nachhaltigen Risikoprämie belastet scheint.

Japanischer Aktienmarkt startet durch

MSCI Länderentwicklung seit Jahresbeginn in EUR



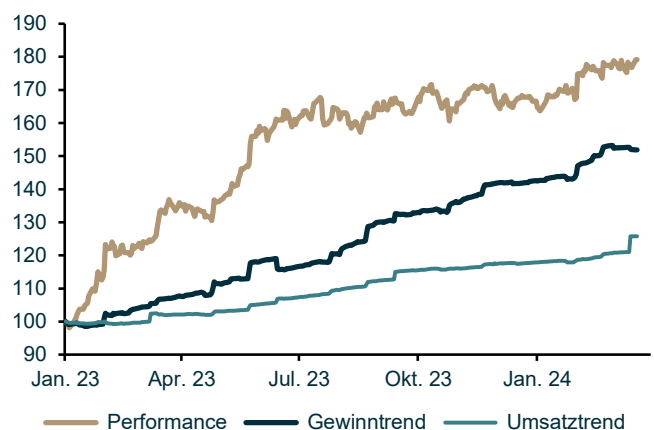
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research; per 18. März 2024

Der „Joker“-Faktor Künstliche Intelligenz: Nach einer starken Performance der Erstrundenprofiteure des KI-Booms im ersten Quartal dürfte KI auch im weiteren Verlauf des Jahres 2024 das dominante Investmentthema bleiben.

Dabei stehen die Bestätigung der hohen Wachstumserwartungen sowie weitere Produktivitätsgewinne und Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle von potenziellen Zweit- und Drittrundenprofiteuren im Vordergrund. Aus unserer Sicht sprechen die Qualität der Geschäftsmodelle und Solvenz der KI-Marktführer für eine weitere erfolgreiche Monetarisierung des Potenzials. Im Gegensatz zur Internetblase, die durch fragile Strategien, Frühphasengeschäftsmodelle und schwache Kapitalausstattung der Unternehmen geprägt war, wird der KI-Zyklus von finanzstarken und global agierenden Unternehmen getragen. Die KI-Erstrundenprofiteure („Glorreiche 7“) sind Marktführer, die bereits den Nachweis erbracht haben, neue Technologien erfolgreich zu monetarisieren. Diese finanzstarken Unternehmen stehen nicht nur für rd. 24% des Free Cashflows des S&P 500, sondern sie konnten eine beeindruckende Outperformance bei Umsatz und Gewinnwachstum gegenüber dem S&P 500 seit Einführung von ChatGPT und Thematisierung des KI-Potentials durch den Markt Anfang 2023 erzielen (siehe Grafik unten). Die finanzielle Stabilität ist ein zentraler Aspekt, denn es bedarf massiver Investitionen in IT-Infrastruktur und Forschung & Entwicklung, um vertrauenswürdige KI-Anwendungen zur Marktreife zu bringen.

Performance der "Glorreichen 7" fundamental getrieben durch beeindruckende Gewinn- und Umsatzzahlen

Bloomberg Glorreiche 7 relativ zu S&P 500 seit Januar 2023



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Ein Vergleich zum Internetboom Ende der 90er Jahre (Dot.Com Blase) drängt sich dabei auf.

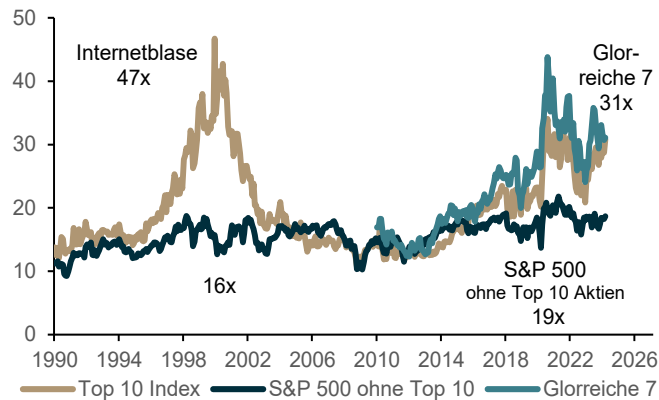
Die Unternehmen der Internetblase waren darauf fokussiert, Umsatzwachstum zu generieren. Die Rentabilität von Produkten und Kunden stand nur bedingt im Vordergrund.



Konsequenzen daraus waren u.a. schwache Bilanzen, negative Gewinnrevisionen und enttäuschte Markterwartungen, die in Summe den Zusammenbruch der Aktienkurse beschleunigten.

Neue Technologieblase? KI-Zyklus (2023-2024ytd) und Internetblase (1996-2000) im Bewertungsvergleich

KGVs der nächsten 12 Monate - Glorreiche 7, Top 10 höchstkapitalisierten Aktien und „S&P 490“



Fußnote: Glorreiche 7: Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla
Top10 im Jahr 2000: Cisco, Citigroup, Exxon Mobil, General Electric, Home Depot, IBM, Intel, Microsoft, Oracle, Walmart
Quelle: Goldman Sachs, Bloomberg, Commerzbank-Research

Aktienkurse und Bewertungsrelationen in der aktuellen KI-Hausse besser fundiert.

Die durchschnittliche Börsenbewertung der Glorreichen Sieben stieg seit Anfang 2023 um rd. 90%. Allerdings relativiert sich dieser Anstieg auf rd. 15% unter Berücksichtigung des äußerst schwachen Jahres 2022. Unter Bewertungsaspekten fällt der historische Vergleich auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) mit der Internetblase vergleichsweise positiv aus. Das KGV der Glorreichen 7 von 31x vergleicht sich mit 47x für die zehn höchstkapitalisierten Unternehmen zum Höhepunkt der Internetblase im März 2000 (siehe Grafik oben). Diese kamen aus vielen und teils auch sehr viel niedriger bewerteten Sektoren, rein im Internetbereich waren die Bewertungen deutlich höher. Zudem scheint die Bewertung der Glorreichen 7 besser fundiert, denn die Erwartungen des Marktes hinsichtlich des jährlichen Umsatzwachstums in Höhe von 12% (2023-25) sind durchaus realistisch. Im Gegensatz dazu preiste der Markt in der Internetblase ein jährliches Umsatzwachstum von 15% (1999-2001) in die Kurse der Top 10 Unternehmen ein, die allerdings lediglich 7% generierten. Aus Kapitalmarktsicht haben historische Bewertungsrelationen nur eine sehr begrenzte Aussagekraft. Notwendig für eine positive Kursentwicklung, speziell von ambitioniert bewerteten Wachstumswerten ist, dass die Markterwartungen hinsichtlich des zukünftigen Umsatz-/Ergebniswachstums validiert bzw. übertroffen werden. Wir sind uns sicher, dass auch KI den „normalen“ Kapitalmarktzyklus der

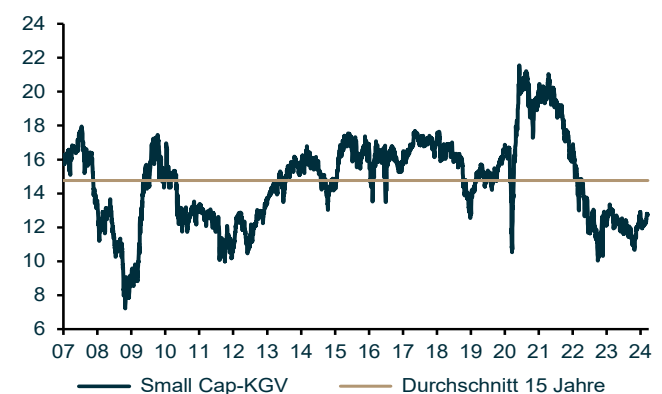
Über- oder Untertreibungen durchlaufen wird. Allerdings besitzt KI schon jetzt deutlich mehr Substanz als die Internetblase, durch deren Platzen ganze Börsensegmente wie der „Neue Markt“ komplett verschwanden.

Alternative Assets stabilisieren ein Multi-Asset-Portfolio und bieten Inflationsschutz. Wir finden insbesondere den Einstieg in die Assetklasse Private Equity interessant, da durch die längeren Investmentzyklen beim Ein- und Ausstieg diese bereits jetzt eine attraktive Form des Investments in kleinere und mittlere Unternehmen darstellt.

Neben der Vereinnahmung der Illiquiditätsprämien steht insbesondere die Stabilisierung der Portfoliorenditen im Vordergrund. Andere grundsätzliche Vorteile wie den Zugang zu nicht börsennotierten Unternehmen kommen hinzu. Einen Einstieg in die Assetklasse Private Equity erscheint zum aktuellen Zeitpunkt besonders interessant, weil die Investitionen der Beteiligungsfirmen vornehmlich in kleinere und mittelgroße Unternehmen mit Wachstumspotential gehen, die zurzeit mit einem KGV von 12 extrem günstig bewertet sind (siehe Grafik unten). Zudem ist durch die gestiegenen Fremdkapitalkosten der Eigenkapitalanteil in den Transaktionen höher und damit das Risiko für den Anleger geringer. Über die konjunkturellen Zyklen der letzten vier Jahrzehnte hinweg konnten Private Equity Beteiligungsfirmen eindrucksvoll beweisen, dass sie mit ihrem aktivistischen Portfolioansatz einen Mehrwert für ihre Investoren generieren und im Durchschnitt Mehrrenditen von 3-5% zu Aktienmarktrenditen erzielen. Aus unserer Sicht ist ein Investment in Private Equity aktuell die attraktivste Form eines Investments in Small- und Mid-Caps, die stärker als die Large Caps von gestiegenen Lohn-, Energie-, und Refinanzierungskosten betroffen sind und immer noch einen negativen Gewinntrend aufweisen. Ein Katalysator für eine Trendwende bei den Small Caps auch an den Börsen könnte im zweiten Halbjahr die Zinswende sein.

Small Cap-Aktien weiter niedrig bewertet

MSCI Europe Small Cap: Kurs-Gewinn-Verhältnis



Quelle: Bloomberg Markterwartungen, Commerzbank-Research



Meine Empfehlung für Sie

Nach einem fulminanten Jahresstart an den Börsen getrieben durch die Glorreichen Sieben und die KI-Fantasie stellt sich nunmehr die Frage, ob der Optimismus der Märkte, die ein „Perfekte Welt“-Szenario eingepreist haben, gerechtfertigt ist. Negative Überraschungen bei der Inflationsentwicklung in den USA und im Euroraum sind ein Risikofaktor, der die Zinssenkungserwartungen weiter nach hinten schieben könnte, und das Abwärtspotential der Renditen kurzfristig begrenzt. Dies ist ein Grund, weshalb wir unsere Asset Allokation adjustieren und Anleihen zugunsten von Liquidität auf neutral zurückstufen. Wir präferieren weiter Unternehmensanleihen mit kürzeren Laufzeiten in unserem Anleiheportfolio und berücksichtigen zu einem geringeren Teil längerlaufende Staatsanleihen als Hedge gegen eine Eskalation geopolitischer Risiken. Bei Aktien sehen wir keinen Grund die Gewichtung nach der jüngsten Rally weiter hochzufahren, sondern bleiben mit einer neutralen Quote investiert. Unser Fokus liegt in der regionalen Allokation, wo wir den japanischen Markt gegenüber Europa aufgrund der besseren Gewinndynamik, der aktionärsfreundlichen Maßnahmen und einer akkommodierenden Geldpolitik weiter übergewichten. Auf Sektorebene setzen wir auf eine Mischung aus einem Übergewicht des IT-Sektors und defensiven Wachstumssektoren Gesundheit und Versicherungen. Wir bleiben bei den Sektoren Grundstoffe, Immobilienaktien und Versorger untergewichtet. Alternative Assets in Form von konservativen Immobilien-Investments, Infrastruktur-Investments und Private Equity tragen zur Stabilisierung der Portfoliorenditen und einem realen Vermögenszuwachs bei. Insbesondere ein Einstieg in Private Equity erscheint vor dem Hintergrund attraktiver Bewertungen im Investment Universum Small- & Mid-Caps interessant.

Positionierungsempfehlungen

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



Weltwirtschaft

Inflationsproblem noch nicht gelöst

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

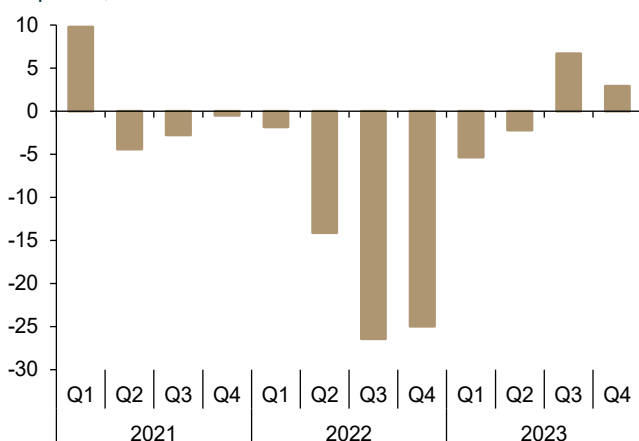
- US-Wirtschaft scheint Zinserhöhungen der Fed zu trotzen, legt weiter deutlich zu.
- Hingegen dürfte sich die Wirtschaft im Euroraum im zweiten Halbjahr nur moderat erholen, und auch China bleibt schwach.
- Inflationsproblem auf beiden Seiten des Atlantiks nicht gelöst.
- Fed und EZB werden Zinsen zwar senken, aber Spielraum nach unten begrenzt.

US-Wirtschaft verhindert Rezession

Eine der positiven Überraschungen des vergangenen Jahres war ohne Frage die US-Wirtschaft. Trotz massiver Zinserhöhungen der Fed zwischen Frühjahr 2022 und Sommer 2023 ist diese bis zuletzt deutlich gewachsen. Zwar hat es in manchen früheren Zyklen noch länger gedauert, bis eine straffere Geldpolitik eine Rezession auslöste. Aber einige Indikatoren deuten darauf hin, dass der bremsende Effekt der Zinserhöhungen inzwischen seinen Hochpunkt überschritten hat. So verschärfen die Banken kaum noch ihre Kreditbedingungen, und die besonders zinssensitiven Wohnungsbauinvestitionen sind zuletzt bereits wieder etwas gestiegen (siehe Grafik). Offensichtlich hat die sehr expansive Finanzpolitik die Belastungen durch die höheren Zinsen mehr als ausgeglichen und damit die eigentlich fällige Rezession verhindert, und hieran dürfte sich vorerst auch nichts Grundlegendes ändern.

USA – Wohnungsbau zuletzt wieder gestiegen

Wohnungsbauinvestitionen, real, Veränderung gegenüber Vorquartal, annualisiert



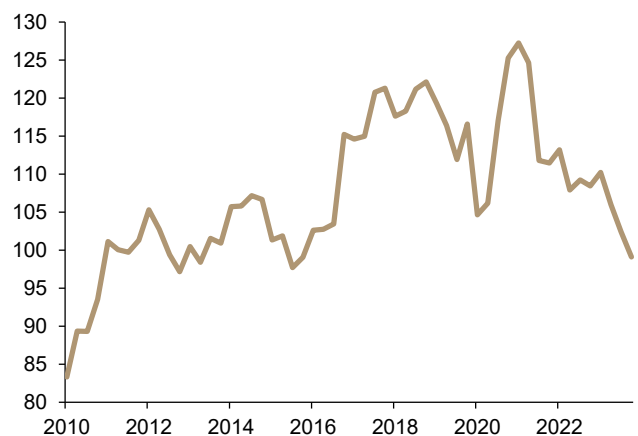
Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

China bleibt schwach

Schleppend ist hingegen weiter die Entwicklung beim früheren Wachstumsmotor China. Zwar wurde für das vergangene Jahr offiziell erneut ein Wachstum von gut 5% vermeldet. Die steigende Arbeitslosigkeit, die Probleme im Bausektor und bei den Finanzen der Regionalregierungen sorgen allerdings für tiefe Kratzer in dem früher einmal strahlenden Bild. Wir gehen davon aus, dass die Nachwehen der Übertreibungen der vergangenen Jahre die Wirtschaft noch einige Zeit bremsen werden, zumal die geänderte Wirtschaftspolitik mit ihrer Bevorzugung von Staatsbetrieben und einer zunehmenden Kontrolle des privaten Sektors durch den Staat das Vertrauen der Investoren nachhaltig erschüttert hat, was die Investitionen spürbar bremst. Zu der schon deshalb schwachen Nachfrage nach ausländischen Gütern kommen noch die Autarkie-Bestrebungen der chinesischen Regierung hinzu. So dürften die Exporte des Euroraums nach China, die im vergangenen Jahr merklich gefallen sind (Grafik unten), auch in diesem Jahr kaum zulegen.

Euroraum-Exporte nach China stark rückläufig

Reale Warenexporte des Euroraums nach China und Hongkong, Jahresdurchschnitt 2015=100, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

Nur moderate Erholung der Euroraum-Wirtschaft

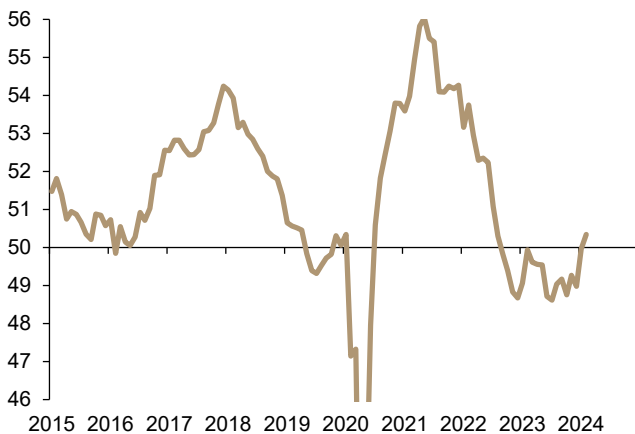
Die fehlenden Impulse aus China haben sicherlich dazu beigetragen, dass die Wirtschaft im Euroraum seit Mitte 2022 stagniert. Noch wichtiger dürften allerdings die weltweiten Zinserhöhungen gewesen sein, die offensichtlich – anders als in den USA – die Konjunktur im Euroraum nachhaltig gebremst haben.



Für die zweite Hälfte dieses Jahres deutet sich eine Erholung an. So scheint der globale Industrie-Zyklus nach oben zu drehen. Zumindest ist der globale Einkaufsmanagerindex für die Industrie zuletzt gestiegen und lag im Februar zum ersten Mal seit Herbst 2022 wieder über der 50er-Linie, womit er wieder eine Expansion dieses Sektors anzeigt (siehe Grafik unten). Hiervon dürfte auch die Industrie im Euroraum profitieren, die zumeist einen hohen Gleichlauf mit dem globalen Zyklus aufweist. Zudem dürfte die Belastung durch die gestiegenen Energiepreise an Bedeutung verlieren. Angesichts der vielen strukturellen Probleme – gerade auch in Deutschland – dürfte diese Erholung aber sehr verhalten ausfallen.

Dreht der globale Industrie-Zyklus?

Globaler Einkaufsmanagerindex für die Industrie, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Geldpolitik nur mit moderaten Zinssenkungen, ...

Dies gilt umso mehr als von der Geldpolitik allenfalls schwache Impulse kommen werden. Zwar gehen wir davon aus, dass EZB und Fed bei ihren Juni-Sitzungen zum ersten Mal wieder die Zinsen senken werden. Schließlich sind die Inflationsraten seit ihrem Hoch im Herbst 2022 wieder deutlich gefallen. Allerdings dürfte sich dies im Rückblick nicht als ausgewachsener Zinssenkungszyklus erweisen, mit dem die massiven Zinserhöhungen der vergangenen beiden Jahre größtenteils wieder zurückgenommen werden, sondern als eine moderate Abwärtskorrektur des Zinsniveaus.

... da das Inflationsproblem noch nicht gelöst ist

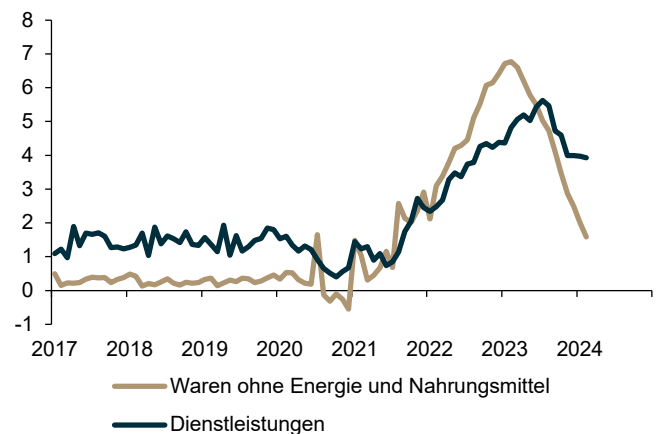
Denn die Notenbanken dürften in der zweiten Jahreshälfte mehr und mehr feststellen, dass das Inflationsproblem auf beiden Seiten des Atlantiks noch nicht gelöst ist. So hat zuletzt die unterliegende Dynamik des Preisauftriebs im Euroraum eher wieder etwas angezogen.

Grund hierfür dürften die weiter kräftig steigenden Löhne sein, durch die sich die Unternehmen mit der nächsten

Kostenwelle konfrontiert sehen, und diese dürfte angesichts der weiterhin gut ausgelasteten Arbeitsmärkte so schnell auch nicht abebben. Zudem scheint es den Unternehmen auch weiter möglich, diese höheren Kosten zumindest teilweise an ihre Kunden weiterzugeben. Da von den steigenden Arbeitskosten insbesondere die arbeitsintensiven Dienstleistungen betroffen sind, dürften deren Preise weiter spürbar zulegen. Im Euroraum hat sich diese segmentspezifische Inflationsrate zuletzt auf einem hohen Niveau stabilisiert (siehe Grafik). Folglich mag die Kernteuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel noch etwas fallen. Denn die durch die zwischenzeitlich unterbrochenen Lieferketten und Verteuerung von Energie ausgelöste Kostenwelle bei Vorprodukten ist inzwischen durchgelaufen, weshalb die Inflation bei Waren noch etwas nachlassen dürfte. Ab dem Sommer dürfte sie sich aber bei Werten über 2% und damit über dem EZB-Ziel stabilisieren. Ähnliches ist für die USA zu erwarten.

Abwärtstrend bei Dienstleistungsinflation gestoppt?

Euroraum, Untergruppen des Harmonisierten Preisindex, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



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

Als Reaktion darauf dürften die beiden Notenbank in der ersten Hälfte des kommenden Jahres die Zinssenkungen beenden. Dabei dürfte dies bei der EZB bereits im März 2025 und bei der Fed erst im Juni 2025 der Fall sein, weil das Inflationsproblem im Euroraum etwas ernster zu sein scheint als in den USA, und die US-Notenbank ihre Zinsen auch wesentlich stärker erhöht hat als die EZB.



Anleihen

Potential für Renditerückgänge begrenzt

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

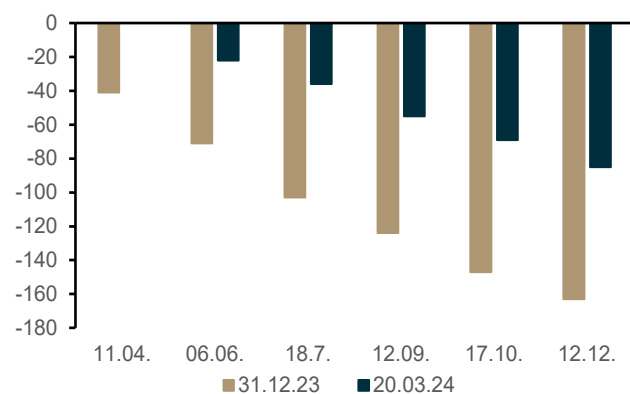
- Kurzfristig könnten Renditen wieder sinken
- Gegenwind im späteren Jahresverlauf

Korrektur der übertriebenen Zinssenkungserwartungen

Die Renditen der Staatsanleihen sind im Q1 2024 wieder angestiegen. Grund dafür war die Korrektur der übertriebenen Zinssenkungserwartungen von Jahresbeginn. Damals waren 165 Basispunkte (Bp.) an Zinslockerungen bis Ende 2024 eingepreist, inklusive eines ersten Schrittes im März zu 50%.

Eingepreiste EZB-Zinssenkungen pro EZB-Sitzung

In Bp.



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Erste Leitzinssenkung der EZB im Juni

Seit der letzten EZB-Ratssitzung kristallisiert sich vermehrt der Juni für eine erste Leitzinssenkung heraus. So senkte die Notenbank die neuen Inflationsprojektionen überraschend stark. Für 2024 wurden sie von 2,7 % auf 2,3 % gesenkt, für die Kerninflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) von 2,7 % auf 2,6 %. EZB-Präsidentin Lagarde untermauerte die Erwartungen an eine erste Zinssenkung im Juni mit der wiederholten Aussage: „Wir werden im April ein wenig mehr Informationen haben und im Juni sehr viel mehr.“ Hinsichtlich der Geschwindigkeit von Zinssenkungen wollte sie sich nicht festlegen. Während die offiziellen Aussagen kaum klarer sein können, scheinen die Ansichten einiger Ratsmitglieder über Zeitpunkt und Tempo stärker voneinander abzuweichen, als Lagarde signalisierte. Angesichts der zuletzt höheren unterliegenden Inflationsdynamik und der hartnäckigen inländischen Inflation scheint für uns aber eine frühere Zinssenkung unwahrscheinlich.

EZB senkt Projektionen

EZB-Projektionen in % im März, in Klammern Dezember

	2024	2025	2026
Wachstum	0,6 (0,8)	1,5 (1,5)	1,6 (1,5)
Inflation	2,3 (2,7)	2,0 (2,1)	1,9 (1,9)
Kernrate	2,6 (2,7)	2,1 (2,3)	2,0 (2,1)

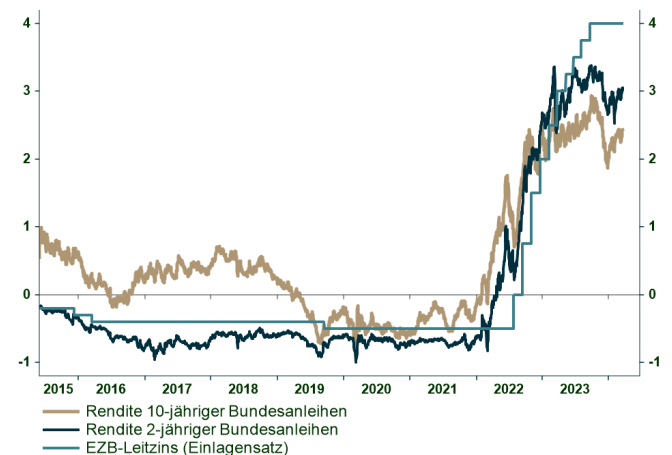
Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Nur vorübergehender Renditerückgang erwartet

Im Zuge der erwarteten Leitzinssenkungen der EZB, der Fed sowie des Inflationsrückgangs rechnen wir nach wie vor mit einem Renditerückgang in allen Laufzeiten. Naturgemäß ist der Rückgang am kurzen Laufzeitenende bei Leitzinssenkungen größer als am längeren Ende, vor allem wenn die Zinskurven invers sind, wie im Euroraum. So liegen die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen rund 50 Bp. unter denen 2-jähriger. In der Vergangenheit war es fast immer so, dass sich die Renditekurve im Zuge von Leitzinssenkungen der Notenbank normalisiert hat, indem die Renditen am kurzen Ende am stärksten zurückgingen. Wir gehen nicht davon aus, dass sich die Zinskurve der Bundesanleihen durch die Leitzinssenkungen gänzlich normalisiert, d.h. man wieder im längeren Laufzeitenspektrum eine höhere Rendite erhält als im kürzeren. Da wir nicht mit einer massiven Senkung der Leitzinsen rechnen, sollte die Zinskurve über die nächsten 18 Monate flach bis leicht invers bleiben.

Bundrenditen und Leitzinsen

In %



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Einen Rückgang der 10-Jahresrenditen im Euroraum und den USA um 50 Bp. halten wir kurzzeitig für realistisch.



Darüber hinaus dürfte das Potenzial allerdings begrenzt sein: Aufgrund der weiterhin hohen und hartnäckigen (Kern-)Inflation rechnen wir nur mit Zinssenkungen von 75 Bp. für die EZB und der Fed bis Jahresende, und lediglich mit weiteren 25 Bp. (EZB) bzw. 50 Bp (Fed) im nächsten Jahr. Dies dürfte in der zweiten Jahreshälfte die Renditen wieder ansteigen lassen. Risiken sehen wir außerdem in den USA durch die steigende Verschuldung und im Euroraum durch die Angebotsflut, was beides nicht für weiter fallende Renditen spricht.

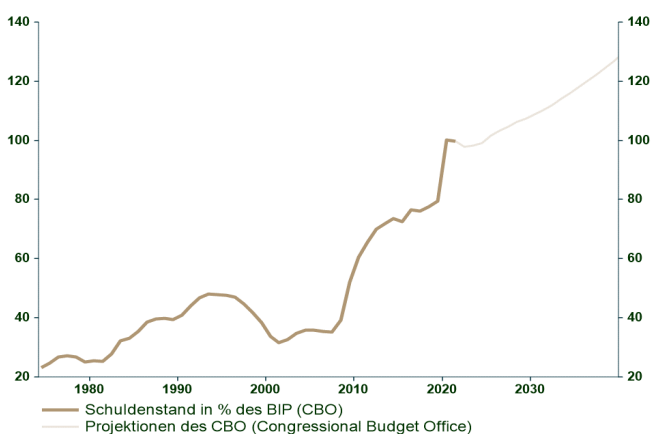
Ungemach aus den USA

Wahlbeobachter sehen aktuell eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit für eine erneute Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten. Da er wesentliche Änderungen in der US-Wirtschaftspolitik plant und auch vollziehen dürfte, lohnt der Blick auf die Folgen für den US-Anleihenmarkt und damit auch für den europäischen Rentenmarkt. Sowohl bei einem Sieg Trumps als auch Joe Bidens besteht das Risiko wieder steigender Renditen im späteren Jahresverlauf.

Denn unabhängig vom Wahlausgang werden die hohen Haushaltsdefizite und die steigende Staatsverschuldung in den kommenden Jahren eine große Herausforderung für die USA. Das Defizit hat sich während der Amtszeit Bidens trotz der guten Konjunkturlage bei 5-6% des BIP eingependelt und dürfte unter Trump kaum zurückgehen. Zudem steigt die Zinsbelastung. Die Nettozinsbelastung dürfte sich auf 3,3% des BIP erhöhen, den höchsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahre 1940.

Wachsende Verschuldung in den USA

Schuldenstand in % des BIP (Schätzung des CBO)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Zudem dürften Trumps Pläne, die Steuersenkung von 2017 über 2025 hinaus zu verlängern, das Haushaltsdefizit im Durchschnitt um 0,7 Prozentpunkte des BIP erhöhen. Damit stiege der Schuldenstand auf ein neues Rekordhoch. Dies könnte am Anleihemarkt zu einer Diskussion über die Bonität der USA führen. Derzeit werden die USA von Moody's noch

mit einem AAA bewertet. S&P und Fitch haben den USA das AAA-Rating schon entzogen. Es drohen weitere Herabstufungen und damit Belastungen für den US-Bondmarkt.

Die von Trump geplanten Maßnahmen sprechen für eine höhere Inflation als bei einem Sieg von Biden: Denn Trump steht nicht nur für Steuersenkungen und höhere Schulden, sondern auch für Importzölle. Für seine zweite Amtszeit hat er angekündigt, die Zölle auf alle chinesischen Importe auf mindestens 60% zu erhöhen (in seiner ersten Amtszeit waren es bis zu 25%) und auf alle anderen Importe einen Basiszoll von 10% zu erheben. Das dürfte schlagartig zu einer höheren Inflation führen.

Hohes Angebot im Euroraum

Ungeachtet der Diskussionen über eine geldpolitische Lockerung in diesem Jahr dürfte die Nachfrage der EZB nach Staatsanleihen im Euroraum weiter abnehmen. Dazu führt die Quantitative Straffung, also die Reduzierung der EZB-Bilanz. Zuletzt gab die EZB ihren neuen geldpolitischen Rahmen bekannt. Ab 18. September soll der Hauptrefinanzierungssatz nur noch 15 Bp. über dem Einlagesatz liegen (derzeit 50 Bp.), wobei der Einlagesatz der geldpolitische Schlüsselsatz bleiben soll. Ziel ist es, die Geldmarktzinsen an den Einlagesatz heranzuführen. Auch die Bestände der Anleihekaufprogramme (APP und PEPP) sollen abgebaut werden. Beim APP-Programm sind das 335 Mrd. Euro in diesem Jahr; beim PEPP stellt die EZB die Reinvestitionen in etwa der Hälfte der PEPP-Fälligkeiten ab Juni (45 Mrd. Euro) und sämtliche Fälligkeiten nach Ende des Jahres ein. Gleichzeitig muss der Markt mit hohen Emissionen von Anleihen aus dem Euroraum klarkommen, die erneut Rekordhöhen erreichen. Der geplante Aufbau eines strukturellen Anleiheportfolios zur Bedienung der Liquiditätsbedürfnisse und zur Vermeidung einer hohen Volatilität am Geldmarkt dürfte frühestens ab 2026 dazu führen, dass die EZB als Nettokäufer am Markt auftritt. Der Mindestreservesatz bleibt bei 1%, eine Erhöhung war von den Banken befürchtet worden. Die Mindestreserve wird weiterhin bei der EZB nicht verzinst.

Meine Empfehlung für Sie

Staatsanleihen bleiben mit der Erwartung von Leitzinssenkungen attraktiv. Allerdings rechnen wir nur mit einem vorübergehenden Renditerückgang bei Staatsanleihen. Bereits im Herbst könnten die Renditen wieder ansteigen, wenn absehbar wird, dass der Zinssenkungszyklus früher endet als allgemein erwartet. Außerdem muss der Markt mit dem hohen Angebot und weniger EZB-Nachfrage zu-recht kommen.



Währungen

Naht das Ende der massiven Yen-Schwäche?

Martin Hartmann, *Seniorexperte Anleihen und Währungen*

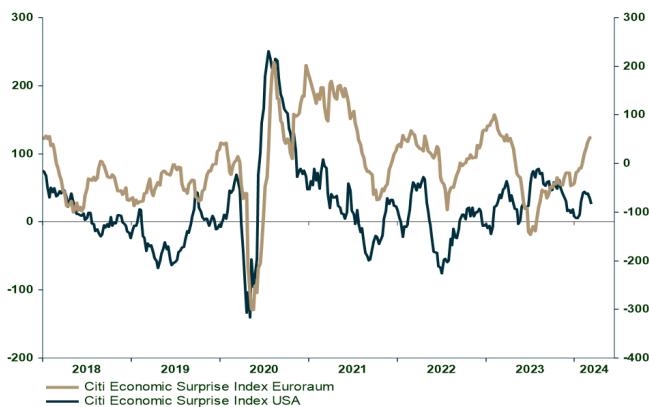
- Euro dürfte sich moderat erholen
- Bank of Japan hat Negativzinsen aufgegeben

Erholung des Euro erwartet

Wir erwarten zwar nicht länger eine Rezession in den USA, gehen aber nach wie vor davon aus, dass sich die US-Wirtschaft im 2. und 3. Quartal abschwächen wird. Gleichzeitig sollte Deutschland aus der Rezession kommen und sich das Wachstum im Euroraum stabilisieren. Damit dürfte der Wachstumsnachteil des Euroraums gegenüber den USA zurückgehen. Das unterstützt eine allmähliche Erholung des Euro. Wir rechnen zwar damit, dass die Fed und die EZB ihre Leitzinsen etwa im gleichen Umfang senken. Jedoch dürften die Renditen in den USA stärker sinken als im Euroraum. Dadurch geht die Unterstützung für den US-Dollar auch von dieser Seite zurück. Das Potenzial für eine Euro-Stärke bleibt jedoch begrenzt. Wir sehen eine Euro-Erholung in den Bereich 1,10 bis 1,15 US-Dollar.

Unterschiedliche konjunkturelle Entwicklung

Der Citi Surprise Index misst die Überraschungen von Konjunkturdaten relativ zu den Markterwartungen



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Bank of Japan erhöht den Leitzins

Die Bank of Japan (BoJ) hat im März wie erwartet ihre Negativzinspolitik und Zinskurvenkontrolle beendet. Sie zahlt nun den Banken auf ihre Einlagen 0,1% Zinsen, bisher betrug der Leitzins -0,1%. Am Geldmarkt soll sich der unbesicherte Zins für Tagesgeld zwischen 0% und +0,1% bewegen. Die BoJ erwartet, dass das Inflationsziel längerfristig erfüllt ist. Zudem sind die Löhne zuletzt stärker gestiegen. Als Folge der

Maßnahmen schwächte sich der Yen jedoch ab und die Renditen längerlaufender Yen-Anleihen gingen zurück.

Die Aussagen der BoJ wecken Zweifel daran, ob sie am Beginn eines wirklichen Zinserhöhungszyklus steht. Sie weist insbesondere darauf hin, dass viele expansive Maßnahmen intakt bleiben. Unter anderem wird die BoJ weiterhin Staatsanleihen kaufen. Sie hat damit zwar den ersten Schritt zur Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik vorgenommen, die Marktteilnehmer rechnen aber offenbar noch nicht damit, dass (viele) weitere Schritte zur Normalisierung der Geldpolitik folgen werden.

Wechselkurs Yen pro US-Dollar

Renditedifferenz



Quelle: LSEG Datastream

Das Ende der Yen-Schwäche

Die ultraexpansive Geldpolitik der BoJ und der daraus erwachsene Renditenachteil zu anderen Industriestaaten führte zu einer massiven Abwertung des Yen. Seit Jahresbeginn 2021 schwächte sich die Währung um mehr als 40% ggü. dem US-Dollar und mehr als 25% ggü. dem Euro ab. Zu einer Yen-Aufwertung sollte es aber erst kommen, wenn der Renditenachteil Japans ggü. dem US-Dollar und Euro tatsächlich zurückgeht, z.B. wenn die BoJ die Leitzinsen weiter erhöht und/oder die Fed die Leitzinsen im Sommer senkt.

Meine Empfehlung für Sie

Wir gehen von einer moderaten Erholung des Euro zum USD aus. Die anhaltende Yen-Schwäche sollte erst ein Ende haben, wenn der Renditenachteil Japans zurückgeht.



Unternehmensanleihen

Pfandbriefe oder Unternehmensanleihen? Das ist hier die Frage!

Burkhard Fehling, *Seniorexperte Anleihen*

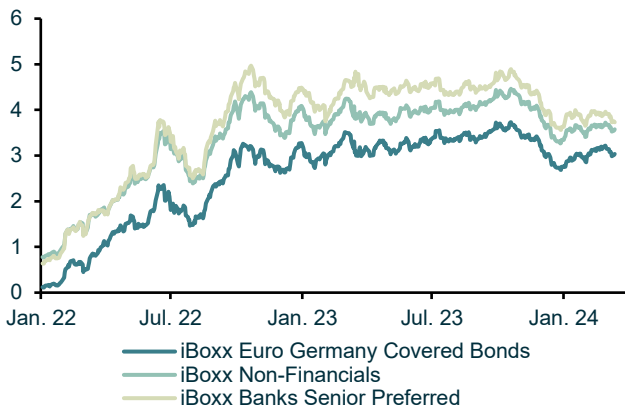
- Festverzinsliche Wertpapiere sind aufgrund des Renditeanstieges der letzten Jahre attraktiv
- Pfandbriefe gelten neben Staatsanleihen als besonders sichere Anlageklasse

Auskömmliche Renditen und Sicherheit

Jeder Anleger freut sich über Investitionen, die für die Dauer seines Anlagehorizonts eine attraktive Rendite abwerfen und gleichzeitig ein überschaubares Risiko aufweisen. Wie genau dies auszusehen hat, muss jeder Investor für sich selbst entscheiden. Im aktuellen Kapitalmarktumfeld stellen im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere Pfandbriefe eine lohnende Anlage dar.

Vergleich Pfandbriefe mit Unternehmensanleihen

Renditen in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Pfandbriefe sind gedeckte, festverzinsliche Schuldverschreibungen, die unter den Voraussetzungen des Pfandbriefgesetzes von Pfandbriefbanken begeben werden. Sie dienen zur Refinanzierung von Krediten, die durch Grundpfandrechte besichert sind. Dabei zählen Hypothekendarlehen und Öffentliche Pfandbriefe zu den am weitesten verbreiteten Arten von Pfandbriefen. Pfandbriefe unterliegen strengen Sicherheitsanforderungen. Vor allem die Absicherung im Insolvenzfall unterscheidet sich stark von herkömmlichen Anleihen: Bei Zahlungsunfähigkeit des Emittenten steht der Deckungsstock ausschließlich für die Befriedigung der Ansprüche der Pfandbriefinhaber zur Verfügung. Dies sind zum Beispiel bei Hypothekendarlehen die hinterlegte Hypothek bzw. Grundschuld und bei den öffentlichen Pfandbriefen die

Forderungen gegen die öffentliche Hand (als Staats- oder Kommunalkredite).

Seit erstmals 1769 unter Preußenkönig Friedrich dem Großen Pfandbriefe ausgegeben wurden, kam es in Europa noch nie zum Ausfall eines Pfandbriefes.

Viele deutsche Pfandbriefe erhalten von der Ratingagentur Moody's die Höchstnote „AAA“. Damit werden sie teilweise besser bewertet als die nur als unwesentlich sicherer geltenden Anleihen mancher Staaten.

Der iBoxx Index für deutsche Pfandbriefe weist eine durchschnittliche Rendite von rund 3% aus. Aufgrund der inversen Zinsstrukturkurve (die Renditen kurzfristiger Anleihen sind höher als die länger laufender Anleihen) bieten deutsche Pfandbriefe im Laufzeitenbereich bis zu drei Jahre sogar häufig deutlich über 3% liegende Renditen. Im Renditevergleich liegen die sehr sicheren deutschen Pfandbriefe damit nur leicht unter denen von Unternehmensanleihen.

Unternehmensanleihen mit höheren Renditen

Für Investoren, die ihr Portfolio mit höheren Renditen ausstatten wollen, als es Pfandbriefe derzeit ermöglichen, bieten sich Unternehmensanleihen mit soliden Ratings aus dem Investmentgradebereich an (also mindestens eine Bewertung von „BBB-“). Aktuell weisen Anleihen von Finanzinstituten, z.B. Banken in der für Privatkunden relevanten Haftungskategorie „Senior Preferred“, eine laufende Verzinsung von ca. 3,7% aus. Mit Anleihen von Industrieunternehmen (Non-Financials) lassen sich Renditen von rund 3,6% erwirtschaften.

Meine Empfehlung für Sie

Durch den Renditeanstieg seit dem Jahr 2022 ist die Anlageklasse „Anleihen“ immer attraktiver geworden. Ob man in Pfandbriefe oder in die leicht höher rentierlichen Unternehmensanleihen investiert werden soll, hängt dabei vom Risikoprofil des Investors ab. Wir finden beide Anlageklassen aktuell interessant. Anleger mit einem höheren Sicherheitsbedürfnis sind mit deutschen Pfandbriefen derzeit gut bedient, da der Renditeabstand zu den risikoreicheren Unternehmensanleihen nur marginal ausfällt.



Aktien Europa, USA & Japan

Von ausbleibenden Rezessionen und kommenden Leitzinssenkungen

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

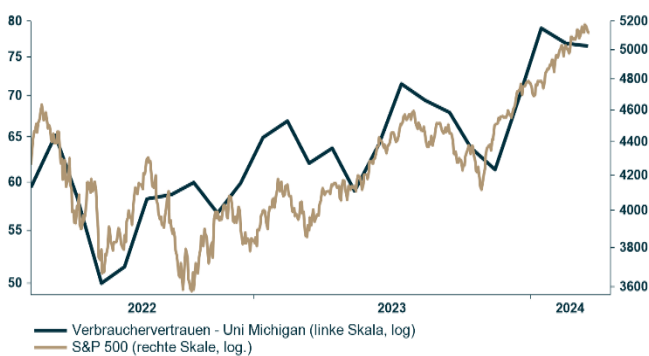
- Der Künstliche-Intelligenz-Hype hält an
- Die Aussicht auf Leitzinssenkungen von Fed und EZB wirkt zudem positiv
- Solides konjunkturelles Umfeld in den USA unterstützt zusätzlich und verhilft den Aktienmärkten zu vielen neuen Allzeithochs

Aktienmärkte mit Rekordhochs

Auch im neuen Jahr zeigt sich die US-Konjunktur von den deutlichen Fed-Leitzinsanhebungen bislang unbeeindruckt. Andere positive Faktoren konnten diese kompensieren. Folgerichtig haben sich unsere Volkswirte vom Szenario einer (leichten) Rezession in den USA verabschiedet. Der US-Aktienmarkt hatte sich ohnehin bereits vom Rezessionsthema gelöst. Der Arbeitsmarkt zeigt keine Schwäche und die Gesamtinflationsrate sinkt. Eine gute Basis, um den Konsum hochzuhalten, was die Wirtschaft (und die Kurse) stützt.

Der Konsument ist „alive and kicking“

S&P 500 vs. US-Verbrauchervertrauen



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

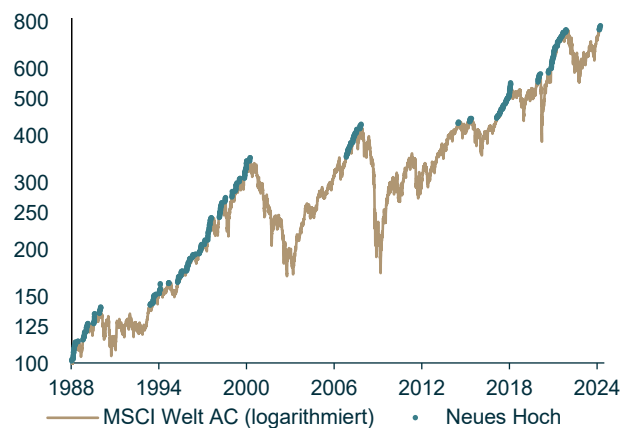
Ein Allzeithoch kommt selten allein

Rekordhochs an den Märkten sind immer ein guter Aufhänger für die Finanzpresse, um Aufmerksamkeit zu generieren. Wir stellen aber fest, dass damit bei vielen Anleger statt positivem Interesse eher Zurückhaltung für die Anlage in Aktien erzeugt wird. Psychologisch nachvollziehbar – aber (meistens) ungerechtfertigt. Denn Rekordhochs sind ein fester Bestandteil der Erfolgsstory von Aktien. Vereinfacht gesagt: Solange es Wachstum gibt, sollte sich dies auch per Saldo positiv an den Aktienmärkten niederschlagen. Und was auch gerne übersehen wird: Gerade nach dem ersten Erreichen

von Allzeithochs folgt meistens ein weiterer Schwung neuer Hochs. Also kein Grund auszusteigen oder zu nervös zu werden. Für die Freunde der Statistik: In den vergangenen 37 Jahren erzielte der MSCI-Welt im Durchschnitt alle 16 Tage ein neues Allzeithoch – wobei sich die Allzeithochs gerne aneinanderreihen.

Wo ein Hoch kommt, gibt es regelmäßig noch mehr

MSCI-Welt AC (tägliche Daten) mit Allzeithochs



Quelle: BofA Global Quantitative Strategy, MSCI

Rezession, Leitzinssenkungen und Aktienmarkt

Doch zurück zu den fundamentalen Themen. Was bedeutet es für die Performance, dass wir keine Rezession erwarten, aber dennoch Leitzinssenkungen? Dass Aktienmärkte in Rezessionszeiten unter Druck geraten, leuchtet intuitiv ein. Aber auch das Zusammenspiel von Leitzinssenkungen und Rezession (oder keiner Rezession) hat erheblichen Einfluss auf die Märkte. Auch wenn es noch unterschiedliche Erwartungen für den Zeitpunkt gibt – so ziemlich jeder Marktbeobachter (uns inklusive) erwartet niedrigere Leitzinsen, sofern die Inflation nicht wieder anzieht.

Grundsätzlich gilt: Aktien tendieren nach Leitzinssenkungen regelmäßig freundlich. Das Kursplus (aufgrund der längeren Historie hier am Beispiel des Dow Jones Index in den USA) beträgt im Durchschnitt sehr ansehnliche 15% im Jahr nach der ersten Leitzinssenkung.

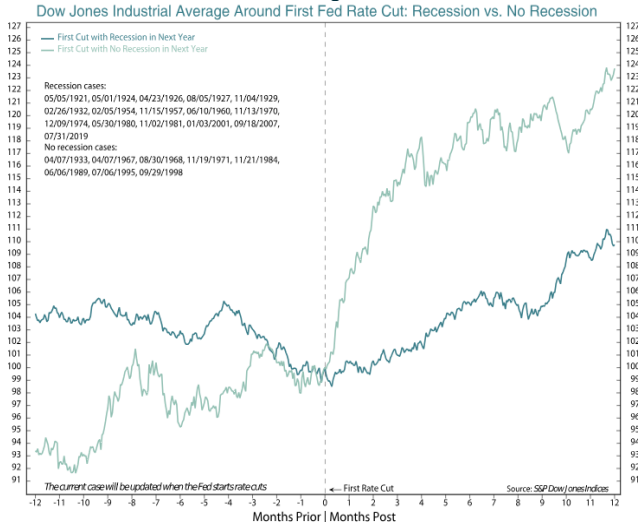
Der Blick ins „Kleingedruckte“ zeigt aber, dass die Performance je nach Jahr recht unterschiedlich ausfiel. Entscheidend war, in welcher konjunkturellen Phase sich die Wirtschaft zum Zeitpunkt der Zinssenkung befand. Die schwächste Performance ergab sich, wenn sich die Wirtschaft zum Zeitpunkt der Zinssenkung nicht in einer



Rezession befand, aber im nächsten Jahr doch in eine hineinrutschte. Dies passierte in den jüngsten drei Fällen. Zwölf Monate nach den ersten Leitzinssenkungen in den Jahren 2001, 2007 und 2019 notierte der Dow 8%, 23% und 2% niedriger. Die beste Performance (im Durchschnitt +24%) ergab sich, wenn es zuvor und danach keine Rezession gab.

Zinssenkung und keine Rezession = Kursgewinne

Durchschnittliche Kursentwicklung des Dow Jones vor und nach der ersten Leitzinssenkung mit oder ohne Rezession.



Quelle: Ned Davis Research

Vergleicht man diese Durchschnittsbetrachtung mit der aktuellen Situation, erkennt man, dass der Dow in den vergangenen zwölf Monaten bereits überdurchschnittlich mit einem Kursplus von rund 16% zugelegt hat. Das heißt nicht, dass der Markt nicht weiter steigt. Wir erwarten weiterhin eine positive Performance, allerdings mit sich abschwächender Dynamik. Für ein moderates Potenzial spricht auch, dass die Bewertung am US-Markt mit einem S&P 500-Kurs-Gewinn-Verhältnis von 20 deutlich über dem Durchschnitt liegt.

Regionale Einschätzungen – Japan bevorzugt

Japan (Übergewichten): Der japanische Markt profitierte in den vergangenen Quartalen u.a. von dem sehr schwachen Yen, positiven Gewinnrevisionen und Hoffnungen auf eine Wiederbelebung des privaten Konsums angesichts steigender Löhne. Hinzu kamen eine Reihe von strukturellen Faktoren, die sich seit den „Abenomics“ sukzessive weiter entfalten. Erst wenn sich die endgültige Wende bei der sehr expansiven Geldpolitik der japanischen Notenbank abzeichnet, dürfte dies für zwischenzeitlichen Gegenwind sorgen. Nach der sehr guten Kursperformance der vergangenen Monate dürfte sich allerdings ohnehin eine Beruhigung einstellen. Die längerfristige Investmentstory für Japan ist unverändert intakt. Die angestoßenen Reformen für eine anlegerfreundlichere, wertschaffende Unternehmenskultur sind ein

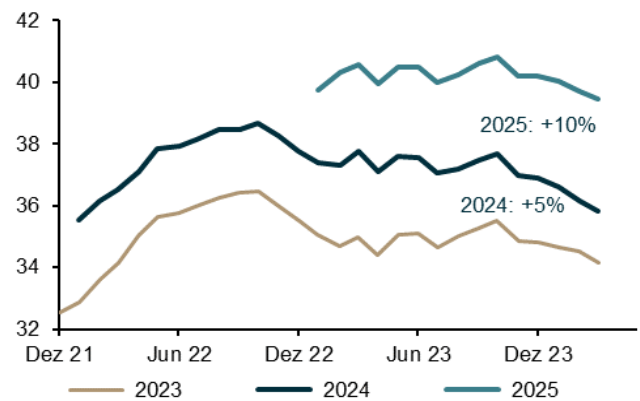
längerfristiger Positivfaktor und dürften letztendlich zu weiteren Zuflüssen und einer höheren Bewertung des Marktes führen.

USA (Neutral): Da sich das Rezessionsrisiko in den USA deutlich verringert hat und sich die KI- und Technologieeuphorie (die „Glorreichen Sieben“ haben in diesem Jahr rund 40% der Indexperformance ausgemacht) zuletzt fortgesetzt hat, dürfte der bisherige positive Trend insgesamt grundsätzlich anhalten.

Auch wenn sich **Europa (Untergewichten)** bereits unterdurchschnittlich entwickelt hat, ist es unseres Erachtens für eine stärkere Gewichtung zu früh. Die Gewinnsschätzungen der Analysten werden weiterhin nach unten revidiert, und der jüngste (absolute) Kursanstieg hat bereits ein relativ positives Szenario eingepreist. Das starke Wirtschaftsumfeld in den USA und eine erhoffte Stabilisierung in China haben dabei geholfen. Wir erwarten eine positive, aber dennoch unterdurchschnittliche Performance für die kommenden Monate.

Europa: Gewinnerwartungen für 2024 stehen unter Druck

Stoxx 600: Gewinnerwartungen in Indexpunkten



Quelle: FactSet, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Die wirtschaftlichen Rahmendaten lassen eine US-Rezession unwahrscheinlicher werden. Dies verbessert – insbesondere in Verbindung mit den weiterhin zu erwartenden Leitzinssenkungen – grundsätzlich das Umfeld für Aktien. Die Stimmung am Markt ist zwar derzeit recht optimistisch, genauso wie die Inflationserwartungen. Und wir erwarten weiterhin Gegenwind insbesondere für die europäischen Unternehmensgewinnsschätzungen. Dies alles dürfte den grundsätzlichen Aufwärtstrend der Aktien allerdings nicht gefährden. Wir bevorzugen auf der Länder Ebene weiterhin den japanischen Markt.



Aktien Emerging Markets

Schwellenländerbörsen dürften Stabilisierung fortsetzen

André Sadowsky, *Senioorexperte Aktien Emerging Markets*

- EM-Aktien beleben sich im ersten Quartal 2024
- Chinas Maßnahmen befeuern Börsen nach Abverkauf
- EM-Aktien weiter mit Neutral eingestuft
- Brasiliens Aktienmarkt hat noch Potenzial

Schwellenländerbörsen beleben sich im Februar 2024

Nach einer längeren Phase der Underperformance erzielte der MSCI Emerging Markets-Index im Februar 2024 mit einem Plus von 4,6 Prozent erstmals wieder eine Outperformance gegenüber dem MSCI World-Index (+4,1 Prozent). Verantwortlich hierfür zeichnete vor allem die starke Performance Nordasiens (China, Südkorea und Taiwan).

Börsen in China und Hongkong erholen sich deutlich

Chinas nachlassendes Wirtschaftswachstum, die schwere Immobilienkrise, weitere (Teil-)Regulierungen in einigen Sektoren, Handelsstreitigkeiten v.a. mit den USA, Deflationstendenzen sowie der Taiwankonflikt führten im Januar 2024 trotz günstiger Bewertungen nochmals zu starkem Abgabedruck. Ab Anfang Februar drehte dann der Wind, da China nahezu im Wochentakt Maßnahmen zur Stützung des angeschlagenen Aktienmarktes lancierte, die zudem von der Hoffnung auf weitere Zinssenkungen flankiert wurden. Entsprechend erholten sich die Börsen vom Tief bis Mitte März zwischen 15 Prozent (CSI 300-Index) und 20 Prozent (H-Index in Hongkong).

Chinesischer Volkskongress setzt kaum frische Impulse

Auf dem jährlich stattfindenden Volkskongress der Kommunistischen Partei in China gab es wenig frische Impulse. Das BIP-Wachstumsziel für 2024 beträgt ambitionierte 5%. Premier Li Qiang räumte ein, dass es verstärkter fiskalischer und monetärer Stimuli bedürfe, um das Ziel zu erreichen. Ultralanglaufende Sonderanleihen im Volumen von rund 130 Mrd. Euro sollen „nationale Schlüsselindustrien“ unterstützen. Im Fokus der Investoren dürfte vor allem stehen, ob es China gelingen wird, den privaten Binnenkonsum wiederzubeleben, der unter der hohen Arbeitslosigkeit, der Deflation und der Immobilien- und Aktienmarktkrise leidet. Hier machte sich jedoch Ernüchterung breit. Staatschef Xi Jinping setzt sein Augenmerk offenbar auf die Entfesselung „neuer Produktivkräfte“, wobei dieser Slogan bislang noch kaum konkretisiert wurde. Gemeint sein dürfte aber vor allem die Modernisierung der Industrie durch Innovationen und neue Technologie.

China möchte in den Zukunftsindustrien wettbewerbsfähiger werden und somit auf der Wertschöpfungskette sukzessive nach oben klettern, wobei die Profitabilität der Unternehmen erhöht werden soll.

In dieser Gemengelage bestätigen wir unser Votum für die festlandchinesischen A-Aktien und für die H-Aktien (Hongkong) jeweils mit Neutral.

EM-Aktien dürften Stabilisierung fortsetzen

Wir erwarten, dass sich die jüngste Stabilisierung der EM-Aktien auch im zweiten Quartal 2024 fortsetzen dürfte. Hierfür sprechen vor allem das robuste EM-BIP-Wachstum (2024e: +3,8%; 2025e: +3,6%), das ansehnliche Gewinnwachstum (EPS 2024e: +16%; 2025e: +15%; jeweils ggü. Vorjahr), die moderate Bewertung (KGV 2024e: 12,1; 2025e: 10,5), die politische Stabilität in vielen Ländern sowie nicht zuletzt die Möglichkeit weiterer Leitzinssenkungen in manchen EM-Regionen.

Da China innerhalb der EM weiterhin ein Schwergewicht ist und wir hier unverändert eine neutrale Gewichtung präferieren und der Aktienmarkt in Indien trotz guter mittelfristiger Perspektiven aktuell mit einem KGV von fast 22 ambitioniert bewertet ist, empfehlen wir für die Schwellenländerbörsen unverändert eine neutrale Gewichtung. Der Aktienmarkt in Taiwan ist nach dem starken Aufschwung u.a. im Zuge der KI-Euphorie mit einem KGV von 17 ebenfalls nicht mehr günstig bewertet.

Brasilien weiterhin mit Kurspotenzial

Nachdem der Bovespa-Index Ende 2023 ein Allzeithoch markiert hatte, gab es im 1. Quartal Gewinnmitnahmen. Mit einem KGV von 9 für 2024e bzw. 8 für 2025e zählt Brasilien aber weiterhin zu den günstigeren Märkten. Ein solides Wachstum der Firmengewinne (2024e: +18%) sowie weitere mögliche Zinssenkungen könnten für Auftrieb sorgen.

Meine Empfehlung für Sie

Chinas Maßnahmen zur Belebung der schwer angeschlagenen Aktienmärkte haben jüngst zu einer Wiederbelebung der EM-Aktien geführt. Die Stabilisierung dürfte sich im 2. Quartal fortsetzen. Für den Aktienmarkt in Brasilien sehen wir auf Jahressicht noch etwas Potenzial.



Aktien Branchen

(Noch) keine Branchenrotation in Sicht

Hans-Jürgen Delp, Seniorexperte Aktien Branchen

- Outperformance von IT und Communications hat sich weiter fortgesetzt
- Bisher kaum Neigung zu Gewinnmitnahmen
- Zwischenzeitlich positive Phasen der Nachzügler

Zinseuphorie und KI-Hype

Obwohl die hohen Zinssenkungserwartungen des Marktes inzwischen durch das Gegensteuern von EZB und Fed deutlich zurückgekommen sind, hält die Rekordjagd an den Aktienbörsen weiter an. Einerseits geht es den Anlegern inzwischen nicht mehr um eine möglichst frühe erste Zinssenkung und zweitens hält der Hype um KI-induzierte Gewinnpotentiale weiter an. Dennoch gab es zwischenzeitlich erste Anzeichen dafür, dass Gewinnmitnahmen angesichts der Rekordstände leichter fallen. Anlass waren dazu zuletzt Bedenken wegen der hohen Bewertungen der Highflyer-Titel aus dem Bereich der Informationstechnologie sowie der technologienahen Sektoren. Doch waren solche Phasen nur von sehr kurzer Dauer, schnell setzten am Markt wieder Käufe ein, wobei tendenziell auch die bisher vernachlässigten Branchen in den Fokus rückten.

Etwas vorsichtigere Branchenstrategie

Wir hatten im letzten Jahr die beiden absoluten Outperformer IT und Kommunikationsdienstleistungen übergewichtet. Auch wenn sich dieser Trend im bisherigen Verlauf des neuen Handelsjahres weiter fortsetzen konnte, haben wir die Gewichtung von Kommunikationsdienste auf neutral zurückgestuft. Insbesondere bei den dominanten Titeln Alphabet und Meta dürfte ein großer Teil der Erwartungen bereits eingepreist sein. Zudem zeigt die Diskussion um den politischen Einfluss der chinesischen Social Media App Tiktok in den USA und ein im Raum stehendes Verbot, dass künftig politischer bzw. regulatorischer Gegenwind einzukalkulieren sein dürfte. Großes Gewinnpotential durch die Möglichkeiten der KI erwarten wir noch im Subsegment Unterhaltung. Bei IT sehen wir eine breitere Verteilung der Profiteure des neuen Wachstumspotentials über alle Branchensegmente. Insbesondere Halbleiter, die sich in den letzten Jahren in sehr schwierigem Fahrwasser befunden hatten, gewinnen mit Hilfe des neuen Megatrends wieder an Attraktivität.

Defensiv- und Wachstumsqualitäten

Das Votum des Gesundheitssektor wurde in der Schwächephase des Marktes im Herbst vergangenen Jahres hauptsächlich wegen seiner defensiven Qualitäten auf „Übergewichten“ angehoben. Zusätzlich zu dieser Rolle hat sich aber auch hier neues Wachstumspotential eingestellt. Zuletzt rückte einmal mehr der Nachfrageboom bei Abnehm-Präparaten in den Fokus. Neben der immer größeren Relevanz von Big Data und der Gesundheitstechnologie wird auch hier die Künstliche Intelligenz künftig eine große Rolle spielen. Das alles übergreifende Wachstumsthema ist aber langfristig und bürgt damit für stetiges Umsatzwachstum: der demographische Wandel.

Erfordert robustere Konjunktur ein Umdenken?

Das hohe Zinsniveau sowie die Erwartung eines deutlich schwächeren Konjunkturverlaufs sorgten neben strukturellen Problemen im Jahr 2023 dafür, dass die von uns untergewichteten Branchen Grundstoffe, Versorger und Immobilienaktien eine deutlich schwächere Kursentwicklung aufwiesen als der Gesamtmarkt. Da sich nun das Umfeld sukzessive zu drehen scheint, stellt sich die Frage, wann hier eine Wende eintreten sollte. Allerdings haben sich die übertriebenen Zinssenkungserwartungen inzwischen auf ein realistisches Niveau eingependelt und es bleibt angesichts der Vorsicht der Notenbanken sowie der hartnäckig hohen Kerninflation offen, wann eine erste Zinssenkung erfolgt. Darüber hinaus wird die US-Konjunktur zwar eine Rezession vermeiden können, aber eine schwächere Phase steht dennoch an, wie die letzten Frühindikatoren unterstreichen. Dementsprechend behalten wir bei den genannten Branchen die Voten vorerst bei.

Meine Empfehlung für Sie

Nach der zuletzt erlebten Rally orientieren sich die Anleger neu. Da Frühindikatoren bisher noch keine eindeutige Erholung des verarbeitenden Gewerbes signalisieren und auch die Kerninflation weiter hartnäckig hoch bleibt, gehen wir noch nicht von einer einsetzenden Branchenrotation in Richtung vernachlässigter Sektoren bzw. stärker zyklischer Branchen aus. Daher raten wir zu etwas mehr Vorsicht und haben in einem ersten Schritt die starke Ausrichtung hinsichtlich der KI-Wachstumspotentiale reduziert und Kommunikationsdienste zurückgestuft.



Technologie: Künstliche Intelligenz

KI - Ausgangspunkt für den nächsten Wachstumszyklus

Marc C. Gemeinder, Seniorexperte Technologie-, Medien- & Telekommunikationsaktien

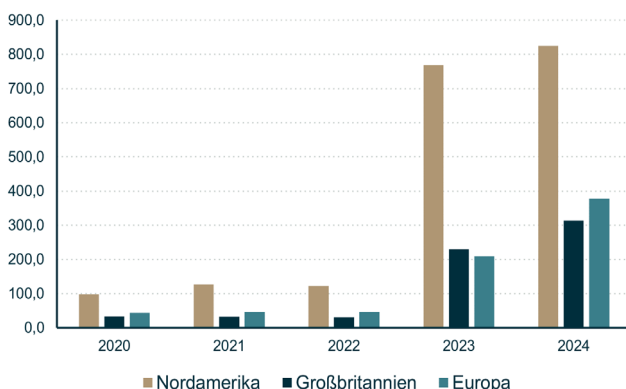
- Der Megatrend Künstliche Intelligenz (KI) erfährt weiterhin hohe Aufmerksamkeit; die aussichtsreiche KI-Ära befindet sich – trotz bestehender Risiken – erst am Anfang
- Ausgewählte KI-Erstrunden- und Zweitrundenprofiteure mit (einzeltitelspezifisch) hohem Wachstumspotenzial

Künstliche Intelligenz ist und bleibt in aller Munde

Einige Technologiewerte bzw. Aktien aus dem Kommunikationssektor (allen voran Nvidia und Meta Platforms) legten in den ersten Wochen des neuen Jahres an den Börsen einen fulminanten Jahresstart hin. Dies lag auch maßgeblich am vielfach – und mit hoher Aufmerksamkeit – diskutierten Megatrend KI, welcher auch im Jahr 2024 unverändert auf Seiten der Marktteilnehmer als eines der dominierenden Themen mit hoher Bedeutung für den gesamten Aktienmarkt wahrgenommen wird.

Die Relevanz steigt: Unternehmen beziehen sich immer häufiger auf Künstliche Intelligenz

Häufigkeit des KI-Begriffs in Unternehmensberichterstattungen; je 100.000 Sätze



Quelle: FTSE Russel, Refinitiv, HSBC, Commerzbank-Research

Berichterstattungen sind mehr denn je von Aussagen über die Nennung und den Einsatz von KI geprägt

Die mit KI verbundenen Chancen finden in den Management-Ausführungen immer häufiger eine konkrete Erwähnung. Eine Analyse von Berichterstattungen der Aktien des markt-breiten FTSE Russel-Index ergab, dass Führungsteams in Nordamerika dem KI-Bezug bzw. der diesbezüglichen

Relevanz bereits 2023 eine sehr hohe Bedeutung zugemessen haben, die tendenziell noch weiter zunimmt. Auf je hunderttausend vom Management 2024 ausgeführte Sätze fand sich 825-mal eine Erwähnung von „Artificial Intelligence“ (KI). D.h. in ca. 0,8% der Fälle wurde einmal über KI gesprochen. Der vergleichbare Wert bei den europäischen Unternehmen stieg zuletzt auf 378 Nennungen je 100.000 Sätze (rd. 0,4%). Europa zeigt damit noch Nachholpotenzial, der Relevanz des Megatrends wird aber zunehmend auch hier entsprochen.

Aussichtreiche KI-Profitore am Beginn eines Zyklus

Der KI-Megatrend steht erst am Anfang eines langjährigen Entwicklungs- und Wachstumszyklus. Die steigende Bedeutung ist unbestritten und der Kapitalmarkt hat neben einer bislang (noch) überschaubaren Anzahl bereits visibler KI-Erstrundenprofiteure weitere Kandidaten zumindest im Blick. Dabei formiert sich eine Gruppe von KI-Zweitrundenprofiteuren, die in den technologieaffinen Sektoren Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen/Medien angesiedelt sind. Hier sind die Möglichkeiten für eine bereits zeitnahe Integration neuer KI-unterstützter Technologien am höchsten. Einige aussichtsreiche Kandidaten werden zu nächst dem Subsektor IT/Software zugerechnet.

In den nächsten Jahren – wahrscheinlich frühestens ab ca. 2025/26 – sollten marktreife und sichere KI-Anwendungen bzw. Dienstleistungen in der Lage sein, auch die übrigen Sektoren zu erobern. In diesem Zusammenhang spricht man allgemein von den möglichen KI-Drittrundenprofiteuren. Zu diesem Zeitpunkt sind auch allgemeine und direkt auf KI-Einsatz zurückzuführende Produktivitätssteigerungen zu erwarten, was sich auch in signifikant höheren Umsatz- und Ergebnispotenzialen der Unternehmen deutlich zeigen dürfte.

Meine Empfehlung für Sie

Der Megatrend Künstliche Intelligenz steht vor einem länger anhaltenden Entwicklungs- bzw. Wachstumszyklus und befindet sich – insgesamt betrachtet – erst am Anfang. Unabhängig der weiterhin zu berücksichtigenden Risiken überwiegen aus Kapitalmarktsicht beim Thema KI die mittel- und vor allem langfristigen Anlagechancen.



Gesundheit: Defensiver Dauerläufer

„Es gibt tausend Krankheiten, aber nur eine Gesundheit“ (Ludwig Börne)

Uwe Treckmann, Seniorexperte Gesundheits- & Pharmaktien

- Defensiver Sektor mit langfristig überdurchschnittlichen Wachstumsperspektiven
- Kursgewinne der Trendthemenprofiteure („Adipositas-/Abnehmspritzen“) dominieren den Sektor
- Staatliche Eingriffe in den USA haben klassische Gesundheitsaktien belastet, was aber nun weitgehend eingepreist sein sollte

Healthcare ist ein strukturell wachsender, defensiver Sektor, ...

Krankheiten kennen keine Konjunkturzyklen! Die erforderlichen Diagnosen und Behandlungen sind für sich genommen auch unabhängig vom Status des Betroffenen (jedoch nicht losgelöst von den dahinterstehenden Gesundheitssystemen, individuellen Entscheidungen usw.). Dies in Kombination mit der demografischen Entwicklung (Weltbevölkerungswachstum und stark gestiegene Lebenserwartung u.a. aufgrund besserer medizinischer Versorgung und Ernährung) führt zu einem relativ stetigen Umsatzwachstum der Gesundheitsbranche (HC) und einer vergleichsweise geringen Volatilität der Entwicklung der Unternehmensergebnisse.

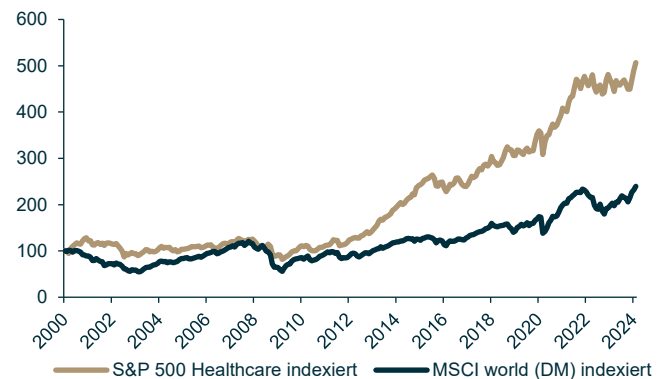
Aus Kapitalmarktsicht steht die Gesundheitsbranche für Kontinuität, Sicherheit sowie Substanz und gilt daher als „defensiv“. Dementsprechend ist der Sektor auch weiterhin einer unserer Langzeitfavoriten.

... mit Nachholpotenzial!

Welches Potenzial in dem Sektor steckt, wenn ein bislang ungedeckter medizinischer Bedarf durch neue Therapien adressiert werden kann, zeigen die Kursentwicklungen von Eli Lilly und Novo Nordisk. Deren „Adipositas-/Abnehmspritzen-Sonderkonjunktur“ zeichnet derzeit für einen Großteil der Gewinne des Sektors verantwortlich. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die klassischen Healthcare-Aktien eher verhalten. Auf dem größten und auch lukrativsten Healthcare-Markt der Welt, den USA, auf dem die Pharmaindustrie mit die höchsten Margen einfährt, wurde im August 2022 der Inflation Reduction Act (IRA) eingeführt. Eine Maßnahme davon ist, dass die staatliche Medicare erstmalig die Preise für eine Liste der 50 am meisten verschriebenen Arzneimittel mit den Herstellern aushandeln darf.

US Healthcare Index mit Outperformance seit 2011

S&P Healthcare Index gegen MSCI World für Entwickelte Märkte (DM) indexiert auf 100



Quelle: Bloomberg Daten, Commerzbank-Research

Aufgrund der sehr komplexen Regelungen des IRA waren viele Investoren und zunächst auch die Industrie selbst verunsichert. Mit der mittlerweile veröffentlichten konkreten Medikamenten-Liste verfügen die Analysten nun über eine fundiertere Kalkulationsbasis. Von daher gilt der Blick wieder verstärkt dem Potenzial der Branche. Angesichts der zahlreichen wissenschaftlichen/medizinischen Durchbrüche (Genomforschung, Geneditierung etc.) in diesem Bereich schätzen wir dieses als sehr groß ein und sehen Nachholbedarf auch vieler klassischer Healthcare-Aktien.

Meine Empfehlung für Sie

Die Auswirkungen der politischen Einflussnahme Washingtons auf die Konzerne des Gesundheitssektors lassen sich nun besser kalkulieren. Die Unsicherheiten haben abgenommen und das Thema gilt als weitestgehend eingepreist. Wir gehen davon aus, dass sich das Stimmungsbild für den gesamten Healthcare-Bereich, über die Profiteure der „Adipositas/Abnehmspritzen-Sonderkonjunktur“ hinaus, weiter verbessert.



Immobilien: Wachstumslichtblicke!

Was Logistikimmobilien und Data Center aktuell so interessant macht

Torsten Schwarz, *Seniolexperte Immobilien & Immobilienaktien*

- Allgemeiner Immobilienmarkt weiter mit vielen Herausforderungen, Belegung lässt auf sich warten
- Logistikimmobilien und Data Center aber mit besseren Aussichten wegen wachsendem Onlinehandel, resilienteren Lieferketten und neuen IT-Trends
- ESG-Aspekte werden immer wichtiger, Solarstrom vom Dach und neue Wärmekonzepte bieten zusätzliche Perspektiven für diese beiden Assetklassen
- Direkte und indirekte Investitionsmöglichkeiten über Aktien und Fonds für Privatanleger möglich

Logistik und Data Center als „Bright Spots“

Seit dem Beginn der Zinserhöhungen der weltweiten Notenbanken, dominieren die negativen Nachrichten vom Immobilienmarkt. Geringe Transaktionsvolumen sowie Preisrückgänge und zunehmende Leerstände bei Gewerbeimmobilien lasten auf der Investorenstimmung. Insolvenzen von Projektentwicklern, erhebliche Kostensteigerungen, geringe Fertigstellungszahlen und steigende ESG-Anforderungen sind weiterhin die Herausforderungen am Wohnimmobilienmarkt. Allerdings gibt es mit Logistikimmobilien und Rechenzentren (Data Center) auch zwei Bereiche des Immobilienmarktes, die weniger von den o.g. Themen betroffen sind. Im Gegenteil, diese Sektoren profitierten in der Vergangenheit bereits von starken strukturellen Wachstumstrends und wir sind überzeugt, dass sich diese positive Entwicklung auch in der Zukunft weiter fortsetzen sollte.

Steigender Onlinehandel benötigt mehr Logistikflächen

Das Wachstum beim Online-Shopping hat durch die Coronapandemie einen zusätzlichen Impuls erhalten. Infolge der Wiedereröffnung der Läden ging das Paketvolumen zwar etwas zurück, bleibt aber auf einem soliden, strukturellen Wachstumstrend. In China (ca. 30%) und den USA (ca. 25%) liegt der E-Commerce Anteil bereits recht hoch, Europa hat hier noch Aufholpotential. Erfahrungsgemäß benötigen Onlinehändler für ihre Aktivitäten rund die dreifache Logistikfläche gegenüber dem klassischen stationären Handel.

Die Sorge um Lieferketten erhöht den Bedarf zusätzlich

Im Zuge der Krisen der letzten Jahre (China-Lockdowns während Corona, Krieg in der Ukraine, Suez-Kanal/Rotes Meer

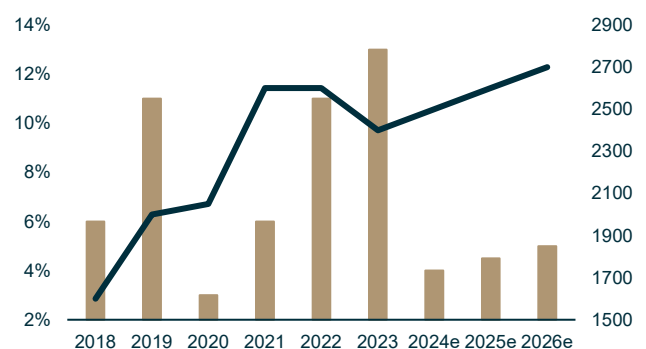
etc.) ist die Resilienz der Lieferketten bzw. einer sicheren Güterversorgung stärker in das Bewusstsein vieler Unternehmen und Staaten gerückt. Eine sinnvolle Lösung ist dabei die größere Lagerhaltung im Inland oder befreundeten, sicheren Drittstaaten (Stichworte: „nearshoring“/„friendshoring“), die eine zusätzliche Nachfrage nach entsprechenden Logistikflächen nach sich zieht.

Höhere Mieten und Kaufpreise für Logistik als Folge

Im Zuge des Immobilienbooms bis ca. 2022 verringerte sich der Renditeabstand zwischen Logistikimmobilien und den oft als Kerninvestment gesehenen Büros kontinuierlich, was einerseits der „Jagd nach Rendite“, aber auch den sich bereits abzeichnenden, positiven Fundamentaltrends geschuldet war. Aktuell sind die Spitzen-Nettoanfangsrenditen bei Logistikimmobilien sogar etwas geringer als bei Büros.

Steigende Mieten und Marktwerte in Deutschlands wichtigsten Logistikmärkten (A-Städte)

Jährliche Mietsteigerung in % und Marktwerte in €/qm (r.S.)



Quelle: bulwiengesa, Commerzbank Research

Die steigende Nachfrage nach Flächen bei gleichzeitig begrenztem Angebot haben die Mieten – und die Kaufpreise – für Logistikimmobilien in den letzten Jahren deutlich ansteigen lassen. Auch wenn die Steigerungsraten zukünftig weniger stark als zuletzt ausfallen sollten, bleibt der Aufwärtstrend beim Mietwachstum intakt und stützt die Marktwerte.

ESG-Aspekte sprechen für Logistikimmobilien

Auch unter Nachhaltigkeitskriterien weisen Logistikimmobilien einige Besonderheiten gegenüber klassischen Immobilien auf. Auf den Dachflächen der Logistikhallen können große Photovoltaikanlagen installiert werden, die Strom für die direkte Eigennutzung vor Ort oder für die Einspeisung ins



Netz erzeugen. Derzeit sind nur rund 10% der gewerblichen Dachflächen in Deutschland mit PV-Modulen versehen, obwohl die meisten Dächer dafür grundsätzlich geeignet sind. Nach Marktschätzungen könnten dort insgesamt bis zu 30 GW installiert werden, was rund 40% der aktuellen deutschen PV-Leistung entspricht. Logistikimmobilien weisen daher in Bezug auf das Verhältnis von möglicher Energieerzeugung zu -verbrauch deutliche Vorteile gegenüber anderen Immobiliensektoren auf, auch wenn im Detail immer die bauliche Substanz geprüft werden muss sowie regulatorische Hürden zu klären sind (Stichwort: Mieter-Stromverträge).

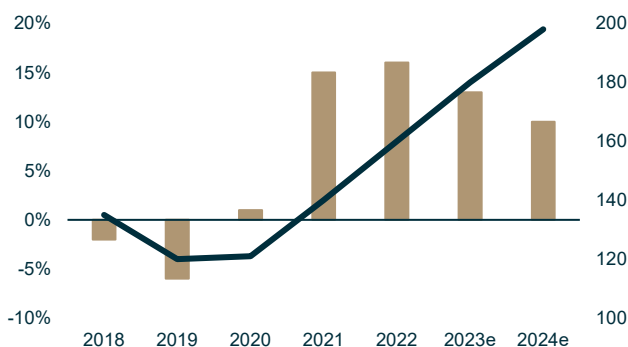
Entwicklung bei Data Centern bleibt weiterhin dynamisch

Bei Data Centern bleibt die Entwicklung – getrieben von Cloud Computing und Outsourcing Aktivitäten – weiter sehr dynamisch und hat durch das Aufkommen der Künstlichen Intelligenz („KI“) im Jahr 2023 noch einmal einen zusätzlichen Rückenwind erfahren. Insbesondere die Echtzeitnutzung von neuen KI-Applikationen durch Unternehmen und Verbraucher könnte die Datenmengen in der Zukunft weiter deutlich ansteigen lassen. Dabei ist das Potenzial nicht nur auf den IT-Sektor begrenzt, sondern strahlt in alle Sektoren ab. Schließlich können in allen Branchen durch eine bessere Datennutzung Effizienzsteigerungen und Produktivitätsfortschritte im Kerngeschäft erzielt, sowie neue, innovative Produkte und Services angeboten werden.

Die skizzierten IT-Trends sollten daher auch in den nächsten Jahren weiter für zweistellige Wachstumsraten bei der Nachfrage nach Rechenzentrumskapazität sorgen. Das entsprechende Angebot kann mit der Nachfrage in den meisten Märkten aktuell nicht Schritt halten, daher sollten die Mietpreise laut Marktforschern weiter steigen.

USA: Steigende Mieten positiv für Data Center Betreiber

Veränderung in % pro Jahr und in USD/kW* (Durchschnitt)



*Anders als bei z.B. bei Wohnimmobilien richtet sich die Miete nicht nach der Quadratmeterzahl der gemieteten Fläche, sondern nach dem Stromverbrauch in Kilowatt (kW). Die Kosten für den Strom sind zusätzlich zu entrichten
Quelle: CBRE, Commerzbank Research

Die Vernetzung möglichst vieler Unternehmen untereinander sowie eine schnelle und störungsfreie Datenübertragung

zwischen den weltweiten Knotenpunkten sind dabei die kritischen Erfolgsfaktoren. Wirtschaftsstarke Metropolen mit gut ausgebauter Netz-Infrastruktur sind und bleiben daher weltweit die wichtigsten Standorte für Rechenzentren.

Standorte mit viel grüner Energie werden profitieren

Neue Investitionen werden aber vermehrt auch abseits der bisher bevorzugten Standorte entstehen, vor allem in Regionen mit guter Verfügbarkeit von erneuerbaren Energien (z.B. Nordeuropa, USA Mittlerer Westen). Hintergrund dafür ist, dass Data Center für den Betrieb und die Kühlung der Server enorme Mengen an Strom verbrauchen.

Die Betreiber der Rechenzentren versuchen aus Nachhaltigkeitsgründen, möglichst viel Ökostrom zu nutzen und Standorte mit entsprechend guter Verfügbarkeit zu wählen. In einigen kleineren Ländern (z.B. Irland, Dänemark, Singapur) ist der Anteil von Rechenzentren am landesweiten Stromverbrauch aber bereits sehr hoch und könnte in Zukunft mehr als 15% bis 20% ausmachen, was entsprechende Herausforderungen für die Stromproduktion und -netze mit sich bringt. Ein interessantes Konzept im Sinne der Nachhaltigkeit ist die Einspeisung der in den Rechenzentren entstehenden Abwärme in lokale Wärmenetze zur Heizung angrenzender Büro- oder Wohngebäude. Dies wird bisher allerdings nur von wenigen Betreibern und nur in geringem Umfang genutzt. Durch die gestiegenen Energiepreise in den letzten Jahren dürfte sich die Wirtschaftlichkeit solcher Projekte aber verbessert haben. Neben dem vermehrten Bezug von Ökostrom dürfte eine bessere Abwärmennutzung die CO₂-Bilanz der Data Center daher zukünftig weiter verbessern.

Investitionsmöglichkeiten für Privatanleger

In den USA sind die Marktführer für Logistikimmobilien und Data Center beheimatet. Diese zählen mittlerweile zu den größten Immobilienunternehmen/REITs weltweit und sind Teil des S&P 500 Index. Aber auch in den Niederlanden, Belgien und in Großbritannien gibt es einige auf Logistik spezialisierte börsennotierte Unternehmen. Zudem haben auch Immobilienfonds diese Assetklassen meist im Portfolio allokiert.

Meine Empfehlung für Sie

Logistikimmobilien und Data Center weisen deutlich positivere fundamentale Trends und zukünftige Entwicklungspotenziale auf als der Rest des Immobilienmarktes. Daher sollten entsprechende direkte oder indirekte Beteiligungen an diesen beiden Assetklassen in einem gut strukturierten Portfolio nicht fehlen.



Rohstoffe: Gold am Allzeithoch

Kurzfristig leichte Übertreibung, mittelfristig weiterhin gut unterstützt

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

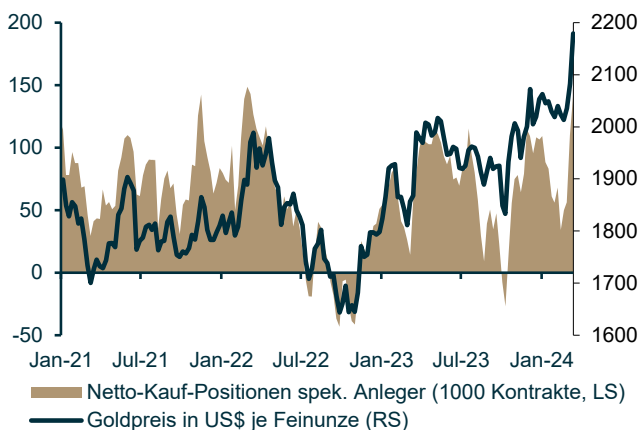
- Kurzfristig begrenztes Preispotential
- US-Zinserwartungen weiterhin dominierender Faktor
- Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA als nachhaltige Unterstützung

Goldpreis erreicht neues Allzeithoch

Der Goldpreis verlief seit Jahresanfang zunächst eher volatil seitwärts unterhalb seines Rekordhochs aus dem Dezember letzten Jahres. Maßgeblich dafür waren rückläufige Erwartungen auf fallende US-Leitzinsen. Dies änderte sich abrupt Mitte März, als der Goldpreis sprunghaft ein neues Allzeithoch erreichte. Insbesondere spekulative Finanzanleger haben zu diesem Zeitpunkt ihre Kauf-Positionen ausgeweitet und sollten für einen Großteil des Preisanstiegs verantwortlich sein.

Goldpreis auf Rekordhoch

Goldpreis in US-Dollar je Feinunze



Leichte Preisübertreibung, aber ...

Wir sind der Meinung, dass die spekulativen Käufe einen zu großen Zinsoptimismus widerspiegeln und somit der starke Anstieg des Goldpreises eine Übertreibung darstellt. Deshalb erwarten wir in der nächsten Zeit eine Gegenbewegung, was das kurzfristige Kurspotential begrenzen sollte.

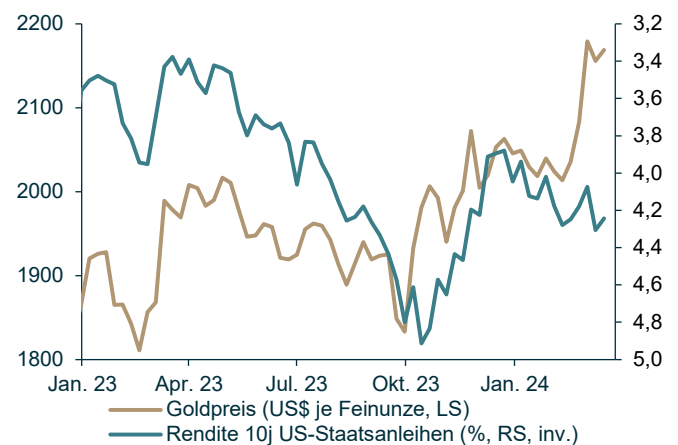
... US-Zinserwartungen weiterhin dominierender Faktor

Nichtsdestotrotz sollten die Erwartungen auf sinkende US-Leitzinsen und somit ein Rückgang der Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen weiterhin der entscheidende Faktor

für eine mittelfristig positive Entwicklung des Goldpreises darstellen.

Fallende Anleiherenditen unterstützen Goldpreis

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



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Denn auf diese Weise gehen die Opportunitätskosten von zinslosen Goldanlagen zurück, wodurch das Edelmetall wieder attraktiver würde.

Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA als nachhaltige Unterstützung

Ein Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA kann daher den Goldpreis unterstützen. Unsere Ökonomen rechnen mit der ersten Zinssenkung im Juni. Insgesamt erwarten wir bis Anfang 2025 fünf Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte. Danach sollte dieser Zyklus jedoch zu Ende sein, was der Goldmarkt bereits frühzeitig berücksichtigen könnte, was für ein begrenztes Potential spricht.

Meine Empfehlung für Sie

Aufgrund von Übertreibungen im Goldpreis sollten kurzfristige Rücksetzer in den Goldpreisnotierungen nicht überraschen.

Danach sollten die US-Zinserwartungen als fundamentale Größe wieder den dominierenden Faktor darstellen. Der Beginn des Zinssenkungszyklus in den USA – nach unserer Einschätzung ab Juni – sollte den Goldpreis stützen.



Asset Allokation

Unsicherheiten sprechen für Ausgewogenheit

Alexander Krämer, Seniorexperte Asset Allokation

- Inflationsrisiken wieder stärker im Fokus des Anleihemarktes – Zinsänderungsrisiko reduziert Diversifikationsvorteil einer Anleihenübergewichtung
- Ausbleibende US-Rezession positiv für Aktien – aber erwartete Schwächephase der US-Konjunktur im Frühjahr bleibt ein Risikofaktor nach jüngster Kursrally
- Diversifikationsvorteil von Rohstoffen gegenüber Aktien begrenzt, da Löhne Treiber der Inflation

Diversifikationsvorteile einer Anleihenübergewichtung ...

Mit einer ausgewogenen Asset Allokation partizipiert man an wesentlichen Kapitalmarktrends und ist gleichzeitig gegen Risiken gewappnet. Zusätzliche Akzentuierungen – beispielsweise durch die Übergewichtung einer Anlageklasse – eröffnen die Chancen auf Zusatzrenditen. Bislang bot sich das Anleihesegment für eine solche Akzentuierung an: Materialisieren sich geopolitische Risiken oder käme es zu einer US-Rezession, dann dürften die Anleiherenditen fallen und so potenzielle Kursverluste im Aktiensegment abmildern. Gleichzeitig sollten sie in einem Umfeld fallender Inflationsraten profitieren, da diese zu fallenden Leitzinserwartungen führen dürften. Doch keine Absicherung ohne Kosten: Im konkreten Fall zum einen wegen der unverändert inversen Zinsstruktur geringeren Verzinsung im Vergleich zu einer Kasseposition, zum anderen besteht das Risiko steigender Renditen. Die Vor- und Nachteile dieser Positionierung muss man also mit Blick auf die eigenen Erwartungen abwägen.

... vs. Zinsänderungsrisiken

Dabei hat ein wesentlicher Risikofaktor in den letzten Monaten an Brisanz verloren: Eine US-Rezession innerhalb der nächsten sechs bis zwölf Monate ist deutlich unwahrscheinlicher geworden (siehe unsere Einschätzung zur Weltwirtschaft ab Seite 7). Dafür scheint ein anderer Risikofaktor wieder stärker an Gewicht zu gewinnen: Die letzte Meile zur Normalisierung der Inflationsraten wird herausfordernder als gedacht. Dies untermauern zum Beispiel die bisherigen Inflationsdaten, die allesamt einen geringeren Rückgang zeigten als erwartet, sowie die anhaltend hohen Lohnsteigerungen. In der Konsequenz könnte dies die Notenbanken dazu zwingen, die erwarteten Zinssenkungen zu verschieben, mit einer geringeren Zinssenkungsdynamik vorzugehen, und/oder früher als erwartet mit Zinssenkungen zu pausieren. Vor diesem

Hintergrund sehen wir nun einen geringeren Vorteil in einer Übergewichtung des Anleihesegments und bevorzugen nun eine neutrale Ausrichtung.

Aktien weiterhin neutral

Für Aktien ist es natürlich eine gute Nachricht, wenn eine US-Rezession ausbleibt, und es liegt der Gedanke nahe, die Aktienposition zu erhöhen. Es gibt aber auch gute Gründe, vorerst auf einen Positionsausbau zu verzichten:

- Auch wenn eine US-Rezession ausbleibt, ist mit einer Schwächephase der US-Wirtschaft im Sommer zu rechnen. Damit könnten sich Rezessionsbefürchtungen wieder am Markt breit machen und die Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt hemmen.
- Die Situation in Europa: Die Konjunktur im Euroraum weist weiterhin rezessive Tendenzen auf – was sich negativ auf die Gewinnentwicklung der europäischen Unternehmen auswirkt und vorläufig als Hemmschuh für die Aktienmarktentwicklung fungieren dürfte.
- Die liebe Saisonalität: Auf einen starken Jahresstart folgt häufig ein schwächerer Sommer.

Zuletzt wieder mehr unliebsame Inflationsüberraschungen

Bloomberg Überraschungsindex für US-Inflations- und US-Konjunkturdaten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aber auch die jüngst über den Erwartungen liegenden Inflationsdaten sind ein Argument für eine vorerst abwartende Haltung bei Aktien. Im derzeitigen Narrativ der Aktienmärkte wird auf eine weiche konjunkturelle Landung – sprich einen Rückgang der Inflationsraten ohne einen konjunkturellen Einbruch



– gesetzt. Setzt sich die Tendenz eher *über* den Erwartungen liegender Inflationsdaten fort, steigt das Risiko, dass die Aktienmärkte auf das Narrativ eines „Durchstartens“ wechseln – sprich weiterhin hohe Inflation bei solidem Wachstum. In diesem Szenario dürften sich die Auswirkungen deutlich angepasster Leitzinserwartungen (bis hin zu neuerlichen Zinserhöhungsdiskussionen) nicht nur bei Anleihen, sondern auch bei Aktien in Form von deutlicheren Kursrückgängen zeigen. Hier sollten die Daten der nächsten Monate mehr Klarheit bringen – schließlich haben ja sowohl EZB als auch Fed ihren stärker datenbasierten Ansatz zuletzt betont.

Rohstoffe als Absicherung gegen Inflationsrisiken?

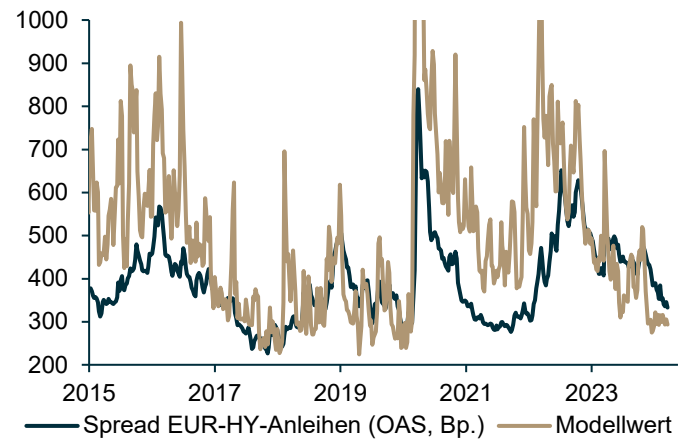
Das übergeordnete konjunkturelle US-Bild – ausbleibende Rezession bei nur langsam bis kaum abebbender Inflation – legt nahe, einen stärkeren Fokus auf Rohstoffe zu legen. Aber auch hier liegt die Tücke im Detail: Während der erste Inflationsschub in den Jahren 2021/2022 unter anderem aus höheren Rohstoffpreisen resultierte, sind es in diesem Fall der weiterhin solide Arbeitsmarkt und die in der Konsequenz weiterhin hohe Lohninflation, die die Verbraucherpreise treiben sollten. Damit dürften Energierohstoffe und Industriemetalle eher nicht zu den Treibern oder Profiteuren der Inflation gehören, sondern vielmehr durch die temporäre konjunkturelle Schwäche im Sommer gebremst werden. Bei Gold dürfte die Fed-Politik wieder ein wesentlicher Kurstreiber bleiben. Ändert sich das Narrativ in Richtung „current levels longer“, dürften die Realrenditen und damit die Alternativkosten von Gold steigen, nicht aber die Inflationserwartungen. Und gestattet die Fed höhere Inflation, würde Gold zwar steigen – so aber auch Aktien mit den Unternehmen als Preissetzer. Diversifikationsvorteile über eine Basisallokation hinaus böte Gold dann nicht.

Kürzere Duration und Spreadrisiken aus Portfoliosicht sinnvoll

Akzente lassen sich in diesem Umfeld durch die Allokation innerhalb der großen Anlageklassen Aktien und Renten setzen: Da an den Aktienmärkten kein deutlicher Anstieg der Volatilität erwartet wird, bieten sich Unternehmensanleihen und in einem gewissen Maße auch Hochzinsanleihen als Anlagefokus an. Die kürzere Duration dieser Anlageklassen reduziert das Zinsänderungsrisiko, und da nicht mit einem deutlichen Anstieg der Aktienvolatilität zu rechnen ist, dürften sich auch die Risikoauflage wenig bewegen.

Bleibt die Aktienvolatilität niedrig, lohnen sich Spreadrisiken

Optionsadjustierter Spread von EUR-Hochzinsanleihen; Lineares Regressionsmodell zur Erklärung des Spreadniveaus (erklärende Variable: VStoxx implizite Aktienvolatilität)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aktienseitig lässt sich durch die Branchenauswahl ein Mehrwert generieren (siehe Branchenstrategie Seite 16).

Aktuelle Asset Allokation

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

Quelle: Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

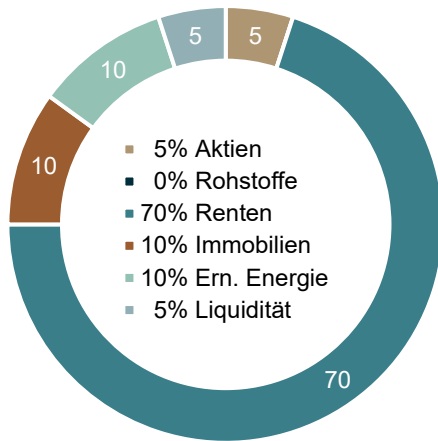
Die weitere Entwicklung der Inflationsdaten wird entscheiden, ob sich das Szenario einer weichen Landung bestätigt oder das Narrativ vielleicht in Richtung „Durchstarten“ mit weiterhin hoher Inflation dreht. Wir bleiben daher bei Aktien neutral positioniert. Bei Anleihen, die bei einem Narrativwechsel hin zu Durchstarten überproportional betroffen wären, geben wir unser Übergewicht zugunsten einer neutralen Positionierung in Kasse und Anleihen auf, wobei der Fokus auf kurzen Laufzeiten und attraktiven Renditen insbesondere im Segment der Unternehmensanleihen liegt.



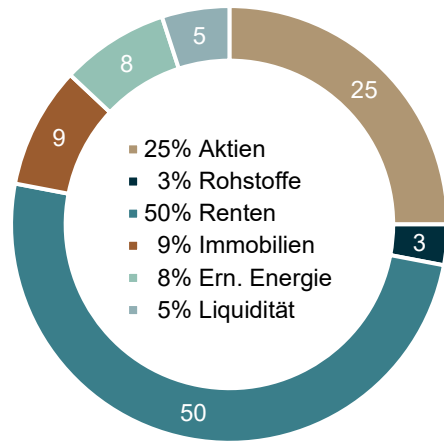
Musterallokation

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

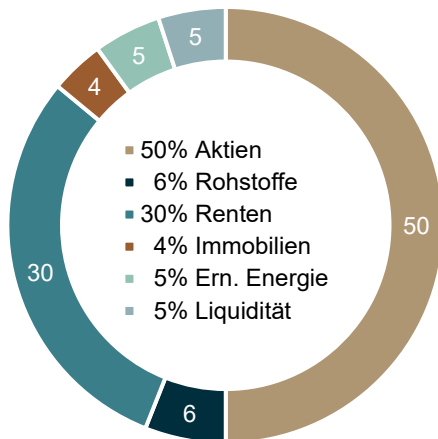
Stabilität



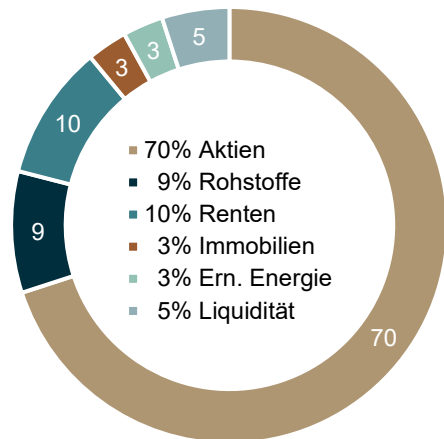
Einkommen



Wachstum



Chance



Interview

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Tommy Wu, Senior-Volkswirt der Commerzbank für China & Asien

Der Aufstieg der Volksrepublik China in der globalisierten Wirtschaft war ein wichtiger Faktor auch für die Finanzmärkte. Das chinesische Wachstum war teils maßgeblich für das globale Wirtschaftswachstum. Dieser Konjunkturtreiber ist ins Stocken geraten. Einem enormen Bauboom folgte zuletzt eine Immobilienkrise, in der China jetzt steckt. Wir wollen mit diesem Interview einen Blick auf die Verhältnisse vor Ort aus anderer Perspektive bieten.

Der chinesische Nationale Volkskongress (NVK) tagt einmal im Jahr im März etwas länger als eine Woche. Unlängst endete die diesjährige Sitzungsperiode. Was waren dort die wichtigsten Beschlüsse in Bezug auf die Wirtschaft?

Meist gilt die größte Aufmerksamkeit dem Wachstumsziel des Bruttoinlandsprodukts. Für 2024 wurde ein Ziel von "um 5%" gesetzt. Um die Konjunktur anzukurbeln und um die Abhängigkeit Chinas von ausländischen Technologien zu reduzieren, will Peking die Ausgaben in strategischen Bereichen und damit verbundener Infrastruktur hochfahren. Das wären etwa (Bio-)Technologie und Erneuerbare Energien. Die Zentralregierung wird dafür einige Jahre ultralanglaufende Anleihen emittieren, um Projekte in diesen strategischen Feldern zu finanzieren. In diesem Jahr sind dafür 1 Billion CNY (ca. 139 Mrd. USD) vorgesehen, was ca. 0,8% des BIPs ausmacht. Direkte Zahlungen an die Haushalte zur Stimulierung des privaten Verbrauchs wird es indes nicht geben. Stattdessen ist ein Aktionsplan vorgesehen, der Konsumenten und Unternehmen dazu bringt, veraltete Ausrüstung und Güter zu ersetzen.

Die Regierung hat das Wachstumsziel also bei 5% belassen. Kann dieses ambitionierte Niveau auch auf mittlere Sicht erreicht werden?

Die 5% sind - gemessen an dem starken Gegenwind, der in China derzeit zu verspüren ist – schon ambitioniert. Da sind die Immobilienkrise, Deflationsrisiken und schwache Unternehmens- wie Verbraucherstimmung zu nennen. Eine expansivere Fiskalpolitik ist erforderlich, um die Inlandsnachfrage anzukurbeln. Der Erfolg wird jedoch davon

abhängen, inwiefern erstens der chinesischen Staatsführung der Balanceakt zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und nationaler Sicherheit gelingt. Zweitens muss die Politik berechenbarer werden und drittens auch das Eindämmen der Risiken durch den Immobilienmarkt und die hohe Verschuldung lokaler Gebietskörperschaften gelingen.

Können Stimulierungsimpulse groß ausfallen? Wie ist das mit der hohen Verschuldung auf lokaler Ebene?

Die Regierung hat sich bezüglich großer Stimulierung zurückgehalten. Dies geschieht wohl aus Rücksicht auf die Risiken aus dem lokalen Schuldenproblem. Während auf Ebene des Zentralstaats die Schuldenquote bei unter 25% des Bruttoinlandsprodukts liegt und damit sehr niedrig ist, schätzen wir die allgemeine Verschuldung des öffentlichen Sektors, also die offiziell berichteten Schulden und alle Schulden auf lokaler Ebene mit öffentlichen Garantien auf etwa 120% des BIPs. Das ist etwas höher als die USA.

Allerdings kommen wir in unseren Berechnungen für 2024 schon auf ein recht großes und wachsendes Defizit und damit einen großen fiskalischen Impuls. Wir erwarten im laufenden Jahr ein Haushaltsdefizit von 11,6 Bio. CNY (1,61 Bio. USD), oder 8,6% des BIPs. Dazu zählen wir das allgemeine Haushaltsdefizit, aber auch die Lücken bei regierungsnahen Haushalten und die erwähnten Emissionen zur Projektfinanzierung in strategischen Feldern. Das ist doch deutlich größer als das Defizit von 6% im letzten Jahr. Zuletzt gab es einen solchen Sprung 2020 im ersten Jahr der Covid-Pandemie. Der Löwenanteil dieser Zunahme wird von der Zentralregierung geschultert. Die meisten der Maßnahmen zielen allerdings auf die Angebotsseite, daher ist es keineswegs ausgemacht, dass sie auch zur gewünschten Wachstumsbelebung führen.

Wie muss man sich eine Immobilienkrise in China vorstellen? Betrifft diese Otto-Normalverbraucher? Ist das Problem eher ein Überangebot oder geht es auch um bezahlbaren Wohnraum?

In China liegt die Eigentumsquote bei ca. 90% und etwa 20% der Haushalte besitzen mehrere Immobilien. Das liegt

also höher als in den meisten anderen Ländern. Da aber kein Ende des Preisverfalls bei Immobilien in Sicht ist, drückt der negative Vermögenseffekt auf das Verbrauchervertrauen und die Ausgaben. Die Privathaushalte sehen Immobilien nicht mehr als lohnendes Investmentfeld an. Zunächst rechnen sie mit weiter fallenden Preisen, oder wenigstens keiner kurzfristigen Preiserholung. Zweitens halten sich potenzielle Hauskäufer zurück, da das Risiko einer Pleite des Bauträgers vor Fertigstellung hoch ist. Damit ist das Überangebot insgesamt das größere Problem. Und es wird sicher noch einige Jahre dauern, um das abzubauen.

Gab es denn auch besondere Maßnahmen bezüglich des darniederliegenden Immobilienmarkts?

Die Zentralbank hat die Hypothekenzinsen gesenkt. Zudem wurden die Rückzahlungsmodalitäten erleichtert und einige Brems-Maßnahmen aus der Boom-Zeit der Immobilienmärkte abgeschafft. Zudem wurde den Immobilienentwicklern mit erheblichen Liquiditätshilfen unter die Arme gegriffen. Banken wurden ermutigt, mehr Kredite für spezielle Immobilienprojekte auszureichen, die auf der sogenannten „weißen Liste“ standen. Allerdings wenden die Banken wohl eher Marktprinzipien an, als alle Projekte dieser „weißen Liste“ zu finanzieren. Denn die Banken wollen Risiken im Immobilienbereich nicht wieder erhöhen, da sie diese seit 2021 konsequent zurückgeführt haben. Vermutlich gibt es eine Veränderung in der baupolitischen Strategie hin zu einem neuen Entwicklungsmodell. Dies lenkt die Mittel in Richtung staatlich bezuschussten Wohnens, anstelle den privaten Wohnungsmarkt weiterzuentwickeln. Es geht dabei nicht nur um Neubauten. Die Regierung wird Mittel über lokale Körperschaften und staatliche Unternehmen gezielt in den Kauf von nicht fertiggestellten privaten Wohnprojekten bzw. leerstehenden Einheiten lenken, um dort bezahlbares Wohnen zu ermöglichen. Damit reduziert sich die Leerstandsquote und der Anpassungsprozess im Immobilienmarkt beschleunigt sich.

In den letzten Jahren haben wir auch in Europa die Namen chinesischer Immobilienentwickler – allerdings in eher unrühmlichen Zusammenhang – buchstabieren gelernt. Evergrande oder Country Garden landeten auf den Titelseiten deutscher Wirtschaftszeitungen. Wie ist das in China? Sind diese Namen dort breit bekannt? Und ist die missliche Lage der Immobilienentwickler unter Kontrolle. Müssen wir noch neue Namen lernen?

Das sind schon bekannte Unternehmen in China, allein wegen ihrer schieren Größe. Man muss weiter mit Restrukturierungen von Entwicklern rechnen, auch wenn die

Immobilienkrise jetzt in ihr viertes Jahr geht. Insofern könnte es weitere Schlagzeilen geben. Denn der Kollaps der Hausverkäufe hat den finanziellen Druck auf die Immobilienentwickler insgesamt deutlich erhöht. Mögliche Insolvenzen bringen auch immer Ansteckungsgefahren mit sich.

Strukturell macht der Bausektor in China 25-30% des BIPs in China aus. Andere Länder liegen unter der Hälfte dieses Werts. Wie will die Regierung eine bessere Balance für die Wirtschaft erreichen?

Chinas Wirtschaft wandelt sich. Das Schuldenrisiko muss gemanagt werden. Not tut eine Entwicklung weg vom schulden-finanzierten zu einem innovationsgetriebenen Wirtschaftsmodell. Auf Sektorebene heißt das vom Immobilienbereich hin zu innovativen strategischen Industrien und Dienstleistungen. Das Wachstumstempo könnte sich dieses Jahr unter zyklischer Perspektive stabilisieren. Allerdings wird der Strukturumbau, die Wende weg vom traditionellen Immobilienbereich und Infrastrukturinvestments hin zu neuen Wachstumsindustrien mehrere Jahre brauchen.

Kurzvita Tommy Wu



Tommy Wu ist Senior-Volkswirt für die Commerzbank in Singapur. Er ist für makroökonomische Themen und Währungseinschätzung zu China und Asien allgemein zuständig. Seine Karriere startete bei der Zentralbank von Hongkong (HKMA) mit Zuständigkeiten zu China

und zur Region Asien/Pazifik. 2017 ging er zum Analysehaus Oxford Economics und wurde 2020 zum Lead Economist ernannt und leitete später das Team des Makroresearchs in Hongkong. Tommy Wu hat an der Queen's University, Canada, promoviert.

Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung

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

Auswirkung von Inflation

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

Darstellung von Wertentwicklungen

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

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

Abgeschlossen am 21. März 2024

Commerzbank AG

Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

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

Group Research
Chief Investment Officer

