



COMMERZBANK



Group Research – Chief Investment Office

Investment Perspektiven

2. Quartal 2025



Investment Perspektiven 2. Quartal: Trumpcession?

Stagflationsängste in den USA, Europa mit Konjunktur-„Rambo Zambo“



Thorsten Weinelt
Chefanlagestratege

- **Trump 2.0 und europäische XXL-Fiskalpakete:** US-Verbraucher und Unternehmen sind durch die Trumpsche Zollpolitik, Stellenstreichungen bei Staatsbediensteten und Migrationsbeschränkungen verunsichert. Dies erhöht die US-Stagflationsrisiken. Eine US-Rezession ist dennoch unwahrscheinlich. Europa und China mit Rückenwind durch reflationäre Fiskalimpulse.
- **Marktzyklus: Korrektur oder Bärenmarkt?** Die überraschend gleichgültigen Kommentare Trumps und des US-Finanzministers Bessent mit Blick auf Rezessionssorgen deuten auf einen nur schwachen „Trump-Put“ hin und erhöhen das Risiko für eine Fortsetzung der Korrekturphase am Aktienmarkt im ohnehin saisonal schwächeren zweiten Quartal. Das Risiko eines Bärenmarkt ist aus unserer Sicht aber gering, zumal ein Kurswechsel Trumps mit Blick auf die Zwischenwahlen im Jahr 2026 jederzeit möglich und sogar erwartbar ist.
- **Asset Allokation:** Wir reduzieren die Risikoposition in unserer offensiven Ausrichtung durch Zurückstufungen der Aktienquote, des US-Aktienmarktes und des IT-Sektors jeweils von Übergewichten auf neutral und erhöhen im Gegenzug die Cashquote. Aus unserer Sicht ist es in diesem Kapitalmarktfeld die richtige Strategie, investiert zu bleiben, aber keine „größeren Wetten“ zu fahren, zumal der „Zollschreck“ nicht vorbei ist. Europa könnte noch stärker in den Fokus geraten, was einen zusätzlichen Belastungsfaktor bilden würde. Im XXL-Fiskalpaket in Europa sehen wir für ausgewählte Sektoren und Small- & Mid-Caps Fantasie. Auf der Anleihenseite bleiben wir fokussiert auf kürzere Laufzeiten, da durch die XXL-Fiskalpakete in Europa und die inflationäre Wirtschaftspolitik Trumps Druck auf die Renditen besteht. Anleihen mit einer Laufzeit von ein bis fünf Jahren, insbesondere EUR-Unternehmensanleihen bieten jedoch eine attraktive Verzinsung bei vertretbarem Risiko.

- **Alternative Assets:** Gerade in einer Phase mit zunehmender Marktvolatilität bereichern Private-Market-Assets Multi-Asset-Portfolios. Neben einer Reduzierung des Portfoliorisikos durch eine breitere Streuung in Private Equity, Private Debt, Infrastrukturanlagen und Immobilien, können Anleger auch attraktive Illiquiditätsprämien vereinnahmen.

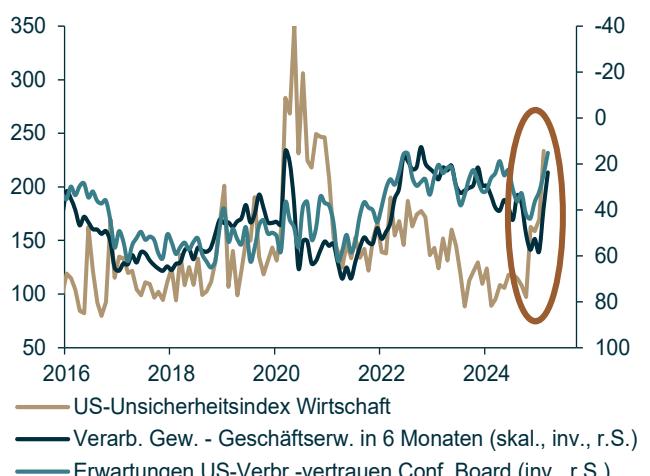
Unsere Investment-Themen:

- Infrastruktur und Verteidigung: Gewinner der XXL-Fiskalpakete (vgl. Seite 22)
- Finanzwerte: Steilere Zinskurve und Fiskalpaket als Profitturbo? (vgl. Seite 24)
- Die Magischen Sieben: KI-Abgesang oder Wiederkehr der Euphorie? (vgl. Seite 25)

Darüber hinaus habe ich mit **Prof. Dr. Thomas Jäger** ein Interview zum Thema „**Welt im Umbruch**“ geführt. Professor Dr. Thomas Jäger ist Experte für Außenpolitik und internationale Politik an der Universität zu Köln sowie Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats des Zentrums für Militärgeschichte und Sozialwissenschaften der Bundeswehr. Angeichts der gewaltigen Umbrüche in der Geopolitik entwirft er ein Bild einer multipolaren Welt, die auch für Investmententscheidungen Denkanstöße mit sich bringt (siehe Seite 32).

„Trumpcession“? Verbraucher und Unternehmen in den USA sind verunsichert

Unsicherheitsindex, Verbrauchervertrauen und regionale Fed-Indizes



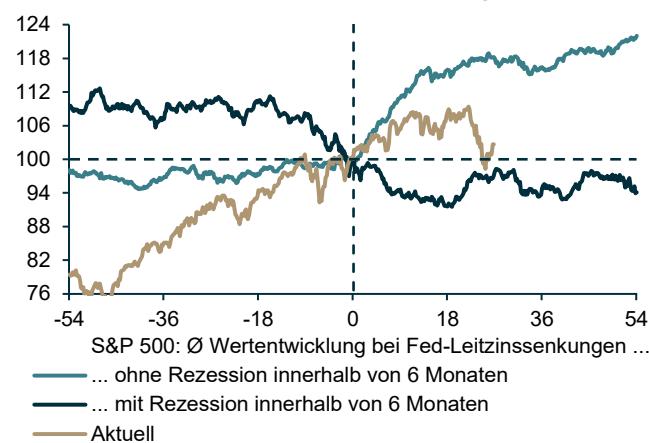


Überraschung oder geplant? Trump hat mit seiner aggressiven Handels- und Migrationspolitik sowie den negativen DOGE-Schlagzeilen zu Stellenstreichungen bei US-Staatsbediensteten eine tiefe Verunsicherung bei Verbrauchern wie Unternehmen hervorgerufen. Die Stagflationsrisiken sind gestiegen. Der Unsicherheitsindex für die US-Wirtschaft ist mit dem Start der neuen US-Administration nach oben geschnellt (siehe Grafik auf der vorherigen Seite). Parallel dazu sind das Verbrauchertrauen wie auch die Geschäftserwartungen der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe eingebrochen. Und das, obwohl der Wahlsieg Trumps im November 2024 noch gefeiert wurde, denn die Stimmungsindikatoren hatten sich bis in den Januar spürbar verbessert. Was also ist seit Amtsantritt passiert?

Dass Trumps Politikstil erratisch ist, ist keine Überraschung. Auch nicht, dass er China mit höheren Zöllen überzieht. Die Verunsicherung der Unternehmen kam vor allem durch die erste Zollsalve gegen die Haupthandelspartner Mexiko und Kanada. Denn viele Produkte, die in den USA fertiggestellt werden, benötigen Zwischenprodukte aus den Nachbarländern. Die Lieferketten sind teilweise sehr komplex, manche Güter queren die Grenze mehrfach. Diese Zölle treffen somit auch viele US-Unternehmen, dementsprechend war der US-Aktienmarkt auch der Hauptverlierer der Maßnahmen.

Stagflationssorgen sind zurück!

Durchschnittliche Wertentwicklung des S&P 500 im Falle einer Rezession oder einer ausbleibenden Rezession sechs Monate nach der ersten Fed-Leitzinssenkung



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research *(Skalierung der x-Achse: Wochen nach bzw. vor der ersten Leitzinssenkung [=0];

Zudem haben die schlagzeilenträchtigen, rabiaten Stellenabbau-Maßnahmen der von Musk geführten DOGE-Initiative die US-Konsumenten verunsichert. Die Angst vor dem Verlust des Arbeitsplatzes hat deutlich zugenommen (siehe auch S. 10). Es liegt der Verdacht nahe, dass die Trump-Administration die „bittere Medizin“ ihrer Agenda zuerst verabreichen

will, und dabei Marktturbulenzen und eventuell auch eine Rezession in Kauf nimmt. Dabei ging auch die verbreitete Vorstellung eines „Trump-Puts“, also Politik mit Rücksicht auf Aktienmarktniveaus zu Bruch, entsprechend verschnupft hat der Aktienmarkt reagiert (siehe Grafik links).

Unsere Volkswirte erwarten infolge der Zurückhaltung der Unternehmen bei den Investitionen und der Verbraucher beim Konsum im ersten Halbjahr eine spürbar nachlassende Dynamik in der US-Konjunktur, aber keine US-Rezession. Aufgrund der aggressiven Zollpolitik dürften sich die Stagflationstendenzen in den kommenden Monaten fortsetzen. Die Stimmungseintrübung zeigt sich auch auf der Anlegerseite, denn Privatanleger sind bei Aktien so pessimistisch wie zuletzt im Juli 2022. Dieses Argument kann zu einem positiven Aspekt für die Aktienmärkte werden. Bei Stimmungswechseln liegt hier ein rasches Veränderungspotenzial, weshalb wir in der aktuellen Stimmungsflaute auch weiter mit einer neutralen Aktienposition investiert bleiben.

Anlegerstimmung deutlich eingetrübt, Positionierung nicht mehr optimistisch

Aktiengewichtung institutioneller Investoren und Börsenstimmung der US Privatanleger



Quelle: BofA Global Fund Manager Survey, American Association of Individual Investors (AAII) Anlegerstimmung: Bullen minus Bären

Auch Profianleger haben ihre offensive Ausrichtung zu Jahresbeginn mittlerweile auf ein nahezu neutrales Niveau zurückgefahren (siehe Grafik oben). Damit ist die Positionierung im Markt nicht mehr so optimistisch wie noch zu Ende des Jahres 2024. Es gäbe wohl genügend marginale Käufer, sollte die Stimmung wieder drehen. Das setzt aber voraus, dass Trump einen Kurswechsel vollzieht und die US-Wirtschaft wieder glaubhaft auf Wachstumskurs bringt.

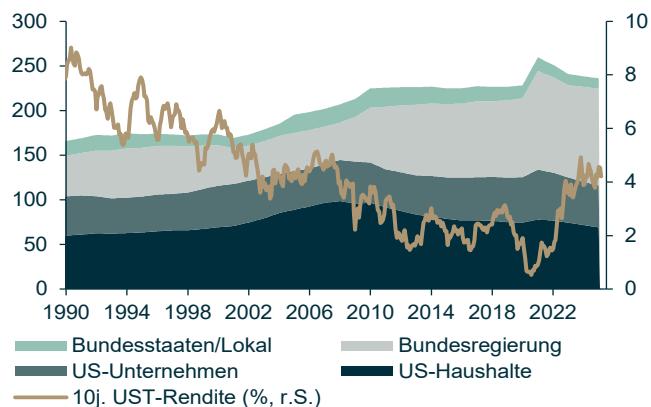
Kurzfristig könnte die Zollkeule gegen Europa irritieren. Mit anhaltender Schwäche steigt aus unserer Sicht die Wahrscheinlichkeit für einen Kurswechsel Trumps, insbesondere



da eine Rezession den Erfolg der Republikaner bei den Zwischenwahlen im Jahr 2026 gefährden dürfte. Allerdings halten wir eine Rezession für unwahrscheinlich, da wir uns keinen größeren Ungleichgewichten in der US-Volkswirtschaft gegenübersehen.

US-Wirtschaft in Balance spricht gegen eine Rezession, Problem könnte ausufernde Staatsverschuldung werden

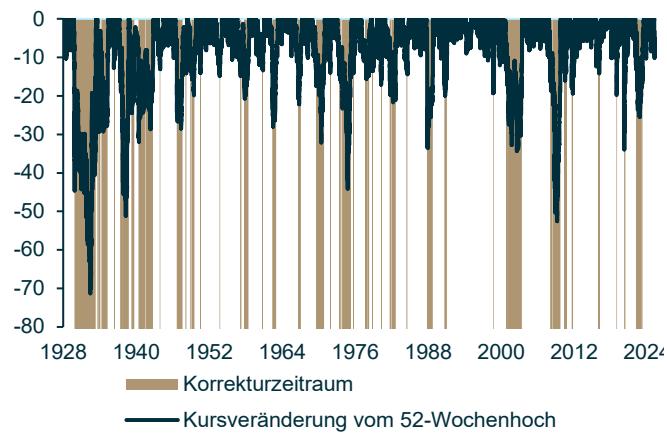
Verschuldung in % des BIP und 10j. UST-Rendite in %



Die großen Korrekturen des US-Aktienmarktes hatten ihre Ursachen 2000 in der Internetblase durch gehebelte Positionen bzw. in der großen Finanzmarktkrise 2008 in einem hohen Verschuldungsgrad der privaten Haushalte, was die extremen Marktreaktionen (der S&P 500 verlor jeweils ca. 50%) bewirkte. Die US-Wirtschaft steht aktuell auf gesünderen Füßen; allein die dynamisch gestiegene Staatsverschuldung in Trumps erster Amtszeit und unter Biden gibt Anlass zur Sorge (siehe Grafik oben).

Klassische 10%-20% Korrektur oder neuer Bärenmarkt?

Rückgang vom 52-Wochen-Hoch des S&P 500 und Länge der Korrektur



Infofern dürfte das Korrekturpotential für den S&P 500 auf 10% bis 20% begrenzt bleiben, welches das übliche Konsolidierungsmaß in den letzten 100 Jahren am US-Aktienmarkt war - immer vorausgesetzt, dass die US-Konjunktur nicht in eine ausgeprägte Rezession abrutscht (siehe vorherige Grafik).

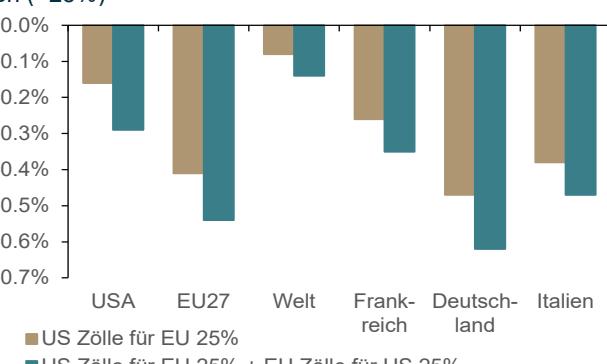
Ein erklärt Ziel der Trump-Administration ist, die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen niedrig zu halten, um die Schuldentragfähigkeit trotz zuletzt ausufernder Fiskaldefizite nicht zu gefährden. Die aktuelle konjunkturelle Abkühlung und der Rückgang der Renditen auf zuletzt 4,3% ist daher durchaus willkommen, denn die wuchernde US-Staatsverschuldung und eine nachlassende Geltung des Weltwährungsstatus des USD bleiben mittelfristig die größte Gefahr für die US-Volkswirtschaft. Somit dürfte der politische Druck auf die US-Notenbank, die Leitzinsen weiter zu senken, in den kommenden Monaten zunehmen. Die Fed dürfte sich dem politischen Druck nicht gänzlich entziehen können. Unsere Volkswirte erwarten zwei weitere Zinssenkungen, allerdings erst Ende 2025 und Anfang 2026, nachdem die Folgen der Trumpschen Zollpolitik für die US-Konjunktur und die Inflation klarer werden. In Summe dürfte dies den USD mittelfristig belasten.

Europa mit reflationärem Impuls durch XXL-Fiskalpaket in Deutschland und weiteren europäischen Initiativen, kurzfristig stehen jedoch die US-Zölle an.

Ab dem 2. April wird die US-Administration wohl allgemeine Zölle auf EU-Produkte anwenden, denn sie braucht die Zoll-einnahmen zur Finanzierung der geplanten Verlängerung der Steuersenkungen aus Trumps erster Amtsperiode. Es ist klar, dass die potenziellen Einsparungen durch die Entlassungen aus den DOGE-Initiativen nicht ausreichen werden.

Potenzieller Handelskrieg mit den USA kann zum Belastungsfaktor werden

Szenarien: US-Zölle auf EU (+25%) und EU-Gegenmaßnahmen (+25%)



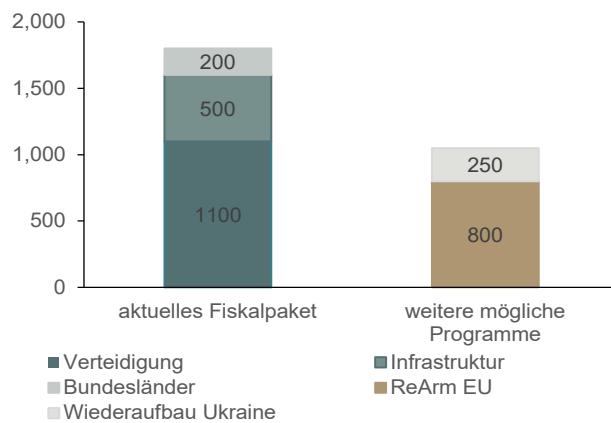


Sollte Trump seine Ankündigung wahr machen und allgemeine Zölle für europäische Produkte in der Größenordnung von 25% einführen, so dürfte das erheblich negative Folgen auf die europäische *und* die US-Konjunktur haben. Das Institut für Weltwirtschaft in Kiel hat die kurzfristigen Effekte auf das Wirtschaftswachstum für die EU-27 und die großen Länder wie Deutschland, für Szenarien mit und ohne Gegenmaßnahmen der EU berechnet. Das Ergebnis: ein deutlicher Wachstumseinbruch in Europa, insbesondere in Deutschland; dabei kann eine erneute Rezession im Jahr 2025 nicht ausgeschlossen werden. Auch in den USA wäre dies im Übrigen spürbar.

Nach fulminanter Rally und Outperformance des europäischen Aktienmarktes von mehr als 10 Prozentpunkten in drei Monaten steigt die Wahrscheinlichkeit für einen Rücksetzer oder zumindest für eine Verschnaufpause, sollte es zum Zollstreit kommen. Der Trump-Administration ist die negative (US-)Marktreaktion nach Zollankündigungen gegen Mexiko und Kanada bewusst; daher dürfte mit den bereits angekündigten Gegenmaßnahmen der Europäer ein „Deal“ im Laufe des zweiten Quartals wahrscheinlich sein.

Investitionsschub durch XXL-Fiskalpakete

Geschätzte Ausgaben* durch die Verfassungsänderungen in den kommenden 12 Jahren, in Mrd. €



Quelle: Bundestag, Commerzbank-Research *wir gehen davon aus, dass die Verteidigungsausgaben bis 2030 schrittweise von 2% auf 3% des BIP steigen werden.

Zudem ist ein Positivpunkt zu beachten. Europa bekommt einen langfristigen Konjunkturimpuls historischen Ausmaßes. Die größte Volkswirtschaft Deutschland mit einer Schuldenquote von gerade etwas über 60% des BIP legt ein 1.800 Mrd. € schweres XXL-Investitionspaket für Infrastruktur und Verteidigung auf, welches gut 2% der jährlichen Wirtschaftsleistung entspricht, verteilt auf die kommenden 12 Jahre. Auch wenn nach der Verabschiedung des XXL-Fiskalpakets im Bundestag und im Bundesrat die Sorgen mit Bezug auf einer effizienten und effektiven Verwendung der Mittel und potenziellen negativen Crowding-Out-Effekten, also der

Verdrängung privater Investitionen durch die staatlichen Programme, durch höhere Zinsen, höhere Inflationsraten und Verzerrungen auf dem Arbeitsmarkt (siehe Economic Insight „Schuldenillusionen“) berechtigt sind, überwiegt an den Märkten die Zuversicht, dass in Europa jetzt eine wirkliche Zeitenwende stattfindet. In jedem Fall federt das deutsche XXL-Fiskalpaket die Risiken aus der aggressiven Handelspolitik Trumps ab und verbessert mittel- und langfristig die Gewinnperspektiven der deutschen und europäischen Unternehmen, insbesondere aus den Bereichen Aerospace & Defence sowie Industrials und Small & Mid Caps (vgl. Seite 20). Ein nennenswerter Wachstumsschub dürfte allerdings erst für 2026 zu erwarten sein; die Aktienmärkte nehmen das meist schon vorweg.

Positiv formuliert hat es Trump mit der Quasi-Aufkündigung der transatlantischen Partnerschaft geschafft, die Kräfte in Europa zu mobilisieren. Plötzlich werden mit dem Rücken zur Wand neben Aufrüstungsprogrammen auch Bürokratieabbau und Deregulierung auf Initiative Brüssels möglich. Europa braucht wohl den „maximalen Druck auf dem Kessel“, damit es sich bewegt. Trump war der Auslöser dafür. Neue fiskalische Impulse werden auch in China gesetzt; das Defizit bewegt sich dort mittlerweile für 2025 auf dem Rekordhoch zur Coronazeit von über 9% des BIP. Auch hier dürfte der konjunkturelle Impuls die Gewinnperspektiven der Unternehmen und die Konsumlaune der Verbraucher verbessern.

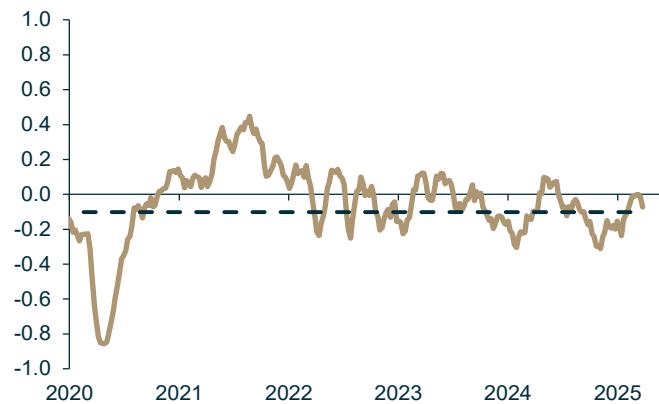
Langfristige Gewinner aus dem konjunkturellem Impuls des XXL Fiskalpakets (siehe Insight „Whatever it takes“ Fiskalpaket – Potenzielle Profiteure am Aktienmarkt“ und Seite 21): Aerospace & Defence, Infrastrukturanbieter aus dem Industrie- und Bausektor sowie deren Zulieferer. Europäische Mid & Small Caps. Kurzfristige Belastungen aus schwacher inländischer Nachfrage und US-Zöllen. Seit Jahresbeginn hat sich der Trend der Änderungen der Unternehmensgewinnsschätzungen in Deutschland und Europa über dem 20-Jahresdurchschnitt stabilisiert. Dies ist umso erstaunlicher, da viele europäische Unternehmen eher von einem schwachen Jahresstart berichtet hatten und sich positive Nachfragesignale erst seit Anfang März abzeichnen.

Daher dürften einige Unternehmen mit negativen Überraschungen in der kommenden Berichtssaison, die in drei Wochen beginnt, aufwarten. Sollten allgemeine US-Zölle kommen, dürften zumindest kurzfristig die negativen Gewinnrevisionen der Analysten wieder zunehmen. Mit Blick auf das Gesamtjahr sollte die Perspektive auf den XXL-Fiskalimpuls die Stimmung bei den Unternehmen im zweiten Halbjahr wieder drehen.



Gewinnrevisionstrend in Europa stabilisiert

Stoxx 600: Positive minus negative Unternehmensgewinnrevisionen, normalisiert mit Anzahl der Unternehmen

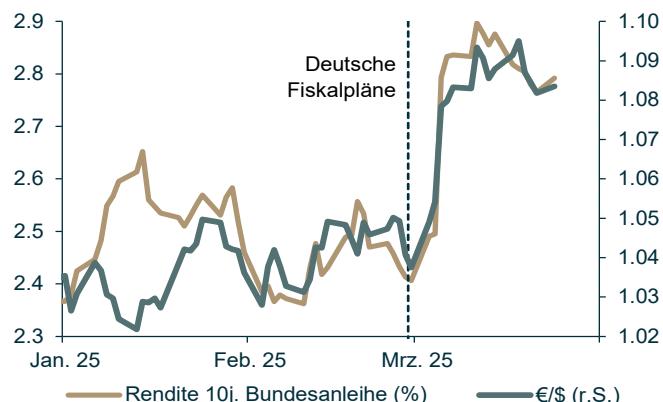


Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank Research * Gestrichelte Linie: Schnitt der letzten 20 Jahre

Nebeneffekte der XXL-Fiskalpakete: Renditesprünge und eine deutlich steilere Zinskurve! Die Aussicht auf das Investitionspaket verschaffte zehnjährigen Bundesanleihen einen Renditesprung von 30 Basispunkten an einem Tag, wie bisher nur Anfang 1990 nach der Realisierung der Kosten der deutschen Wiedervereinigung. Die zehnjährige Bundrendite näherte sich jetzt im März der 3%-Marke, und die Zinskurve wurde deutlich steiler. Wir gehen davon aus, dass die Versteilung der Zinskurven noch zunehmen dürfte, weil die EZB aufgrund der gestiegenen Wachstumsrisiken durch höhere US-Zölle ihre Zinsen weiter senken dürfte, die langen Renditen mit der zu erwartenden Emissionsflut höher bleiben dürften. Unsere Volkswirte erwarten den Einlagensatz bis Mitte des Jahres bei 2,0%.

Starker Anstieg der Renditen und EUR-USD hat zu einer Verschärfung der monetären Bedingungen geführt

Rendite 10j Bundesanleihen in % und EUR-USD



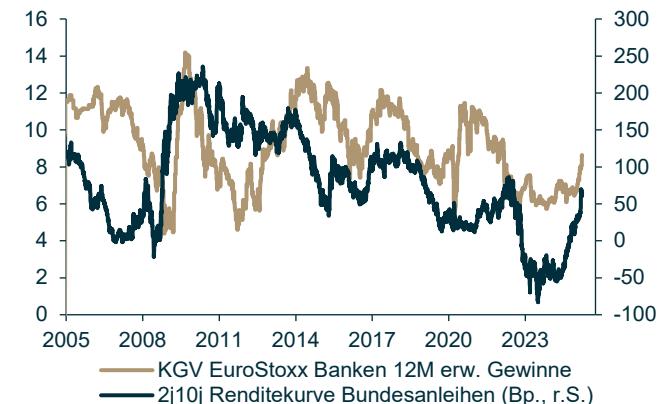
Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Profiteure der Versteilung der Zinskurve: Europäische Banken

Insbesondere profitieren in der Kombination mit dem XXL-Fiskalpaket, welches die potenziell negativen Auswirkungen der Trumpschen Zollpolitik abfedern dürfte, unserer Ansicht nach im Aktienbereich europäische Finanztitel. Somit sollten Banken ihre Outperformance fortsetzen können.

Europäische Banken profitieren von Versteilung der Zinskurve in einem reflationären Umfeld

KGV Euro Stoxx Banken basierend auf 12M rollierenden Gewinnerwartungen und Steilheit der Renditekurve 2J-10J



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Wie in der obigen Grafik zu erkennen ist, ist eine Versteilung der Zinskurve (Rendite 10-jähriger minus 2-jähriger Bundesanleihen) allerdings nicht automatisch gleichzusetzen mit einer Verbesserung der Gewinnperspektiven und einer Bewertungsausdehnung (höheres KGV) für Finanztitel, sondern nur dann, wenn die Ursachen nicht in einer Rezession oder einer Finanzmarktkrise wie z.B. der Staatsschuldenkrise 2011-2012 liegen. Beides ist unwahrscheinlich, weshalb wir (europäische) Finanzwerte weiter übergewichten.

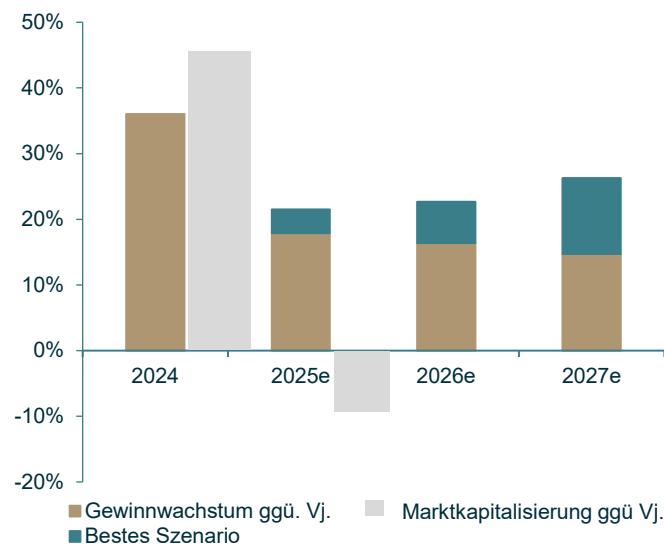
Haben die Magischen Sieben und andere US-Tech Mega Caps ihre Magie verloren?

Seit Mitte Februar scheint die Welt in den USA eine andere zu sein. Urplötzlich gilt der „US-Exceptionalism“ nicht mehr und die G7, die zwischenzeitlich ein KGV basierend auf den Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate von 34 erreicht hatten, wurden mit dem US-Gesamtmarkt abgestraft. Die Bewertungen sind binnen nur vier Wochen auf ein KGV von nunmehr 26 zusammengeschmolzen; einzelne Werte wie Nvidia handeln mittlerweile auf einem KGV von 20. Die Abkehr von den USA zeigen auch die Flow-of-Fund-Statistiken mit Gewinnmitnahmen und einer Reallokation in Richtung Europa und China.



Abgesang oder Rückkehr der KI-Fantasie?

G7 Markterwartungen Gewinnwachstum 2025-27e p.a. bei 16% vs. 23% im Best Case



Quelle: Bloomberg, I/B/E/S

Die Marktkapitalisierung der G7 ist um 14% gesunken. Für viele Investoren stellt sich nunmehr die Frage, ob der Abgesang der KI-Fantasie und damit der Glorreichen 7 begonnen hat, oder ob die US Tech Mega Caps nochmal zurückkommen. Wir glauben Letzteres, insbesondere wenn Trump zum Kurswechsel tendiert!

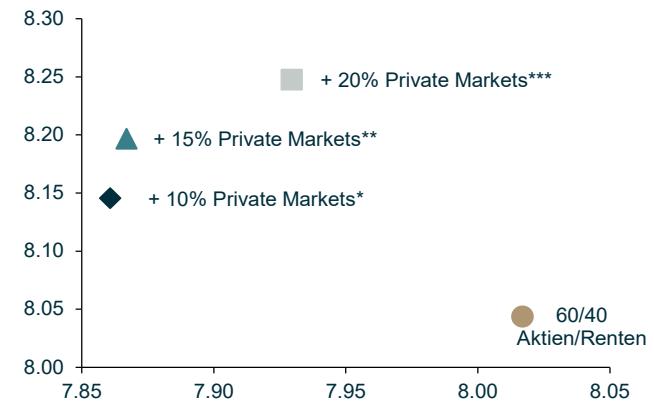
Während die Gewinne der G7 in den kommenden drei Jahren mit 16% wachsen dürften (Marktkonsens), sehen wir gute Chancen für positive Überraschungen. Im besten Fall profitieren KI-Infrastruktur- und Applikationsanbieter stärker als gedacht von der Kommerzialisierung und Monetarisierung neuer KI-Anwendungen. Ein Beispiel dafür wären der globale Roll-out von KI-Assistenten ("Agentic AI") im geschäftlichen und privaten Bereich sowie der schneller als erwarteten Evolution von Robotic ("Physical AI"). Sollte sich dadurch eine neue Wachstumsphase abzeichnen, ist der aktuelle Bewertungsrückgang der G7 eher temporärer Natur. Wir sehen die KI-Erstrundenprofiteure weiterhin als attraktiv, speziell nach der Kontraktion der Bewertungen, welche wir maßgeblich von makroökonomischen und politischen Faktoren beeinflusst sehen. KI als Megatrend ist weiter intakt und wir empfehlen eine Diversifizierung durch Beimischung von KI-Zweitrundenprofiteuren (siehe auch Seite 25).

Private Market-Assets in einem Multi-Asset-Portfolio:

Warum alternative Assets bis zu 20% das Rendite-Risikoprofil deutlich verbessern! Volatile Marktphasen sind nervenaufreibend und veranlassen Anleger häufig zu irrationalen Entscheidungen, die der Performance der Portfolios nicht zuträglich sind. Private-Market-Assets haben in volatilen Phasen den Vorteil, dass sich durch ihre geringere Schwankungsbreite und durch positive Korrelationseigenschaften das Rendite-Risikoprofil eines Multi-Asset-Portfolios deutlich verbessern lässt. Dadurch lässt sich nicht nur ruhiger schlafen, sondern der Anleger kann in der Regel sogenannte Illiquiditätsprämien in der Größenordnung von 1%-5% pro Jahr gegenüber liquiden Assets vereinnahmen. Die Grafik unten zeigt am Beispiel eines gleichgewichteten Anteils von Private-Market-Assets in Form der vier Segmente Private Equity, Private Debt, Infrastruktur und Immobilien, wie sich unter Beimischung von unterschiedlichen Anteilen (10%, 15% oder 20% Private-Market-Assets, jeweils 2,5%, 3,75% oder 5% pro Segment) das Rendite-Risikoprofil signifikant verbessert. Natürlich ist bei einem höheren Anteil von (semi-)liquiden Private-Market-Assets die Illiquidität und die lange Laufzeit des gebundenen Kapitals in die jeweilige Liquiditätsplanung mit einzuplanen.

Private Markets können Rendite-Risikoprofil verbessern

Beimischung zu einem globalen Aktien-Renten-Portfolio (monatliche Daten von 2010-2024; y-Achse: durchschnittliche Rendite in % p.a.; x-Achse: Volatilität p.a. in %)



Quelle: Bloomberg, Blackrock, Commerzbank-Research; Portfolio (*/**/***) aus 55%/52,5%/50% Aktien, 35%/32,5%/30% Anleihen und je 2,5%/3,75%/5% Private Equity, Infrastruktur, Private Debt und Immobilien



Meine Empfehlung für Sie

Der Start der Trump-Administration hat für die erwartete höhere Volatilität an den Kapitalmärkten gesorgt. Überrascht hat dabei nicht der erratische Politikstil, sondern dass Trump anders als in seiner ersten Amtszeit zuerst die „bittere Medizin“ seiner inflationstreibenden Wirtschaftspolitik verabreicht, die durch höhere Zölle und eine aggressive Eindämmung der illegalen Einwanderung gekennzeichnet ist. Erst in einem zweiten Schritt ist mit Deregulierungsmaßnahmen, Steuererleichterungen und deutlich niedrigeren Energiekosten zu rechnen. Dabei ist die Trump-Administration offensichtlich gewillt, mit der Umsetzung ihrer Strategie auch eine Rezession der US-Wirtschaft und vorübergehende Marktturbulenzen in Kauf zu nehmen. Der vom Markt und auch von uns angenommene „Trump Put“ fehlt bzw. sein „Ausübungspreis“ ist deutlich niedriger als gedacht. Es steigen die Risiken, dass die amerikanische Volkswirtschaft in den kommenden Monaten in ein Stagflationsszenario abgleitet, sprich eine spürbare konjunkturelle Abschwächung bis leichte Rezession gepaart mit gleichzeitig wieder steigenden Inflationsraten. Das wäre Gift für den Kapitalmarkt, weil die notwendige Unterstützung durch Zinssenkungen seitens der US-Notenbank aufgrund der höheren Inflation zurückhaltender ausfallen dürfte. Auch wenn eine geringere konjunkturelle Dynamik und nicht eine US-Rezession unser Basisszenario ist und die Trump-Administration dafür bekannt ist, ihre Meinung flexibel den Umständen anzupassen, steigt unserer Ansicht nach das Risiko, dass die Einsicht dafür zu spät kommt. Wir reduzieren vor diesem Hintergrund unsere bislang offensiv ausgerichtete Portfoliopositionierung und stufen die Assetklasse Aktien sowie den US-Markt und den IT-Sektor von übergewichten auf neutral zurück. Angesichts möglicher schnellerer Stimmungswechsel und einem begrenzten Rückschlagspotenzial wollen wir am Markt aber weitgehend investiert bleiben. Daher „parken“ wir den Erlös in Cash, um bei weiteren Rückschlägen Opportunitäten am Kapitalmarkt rasch nutzen zu können. In dem derzeit volatilen Umfeld präferieren wir Finanztitel, selektive Infrastrukturanbieter sowie Unternehmen aus dem Luftfahrt- und Verteidigungssektor und dem Bausektor, vorzugsweise mit hohem Europa-Anteil. Auf der Anleiheseite empfehlen wir weiterhin kürzere Laufzeiten von eins bis fünf Jahren im Bereich der Unternehmens- und High-Yield-Anleihen sowie Staatsanleihen in Euro. Solange Trump eher Gaga als MAGA agiert, ist aus unserer Sicht nicht die Zeit für prononcierte Positionierungen.

Positionierungsempfehlungen

Assetklassen	--	-	O	+	++
Renten	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Rohstoffe	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input 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 checked="" type="checkbox"/>	<input 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	--	-	O	+	++
Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
USA	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Japan	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
China	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Korea	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Brasilien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Indien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien Sektoren	--	-	O	+	++
Informationstechnologie	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Finanzen	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Energie	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kommunikationsdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input 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 checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gebrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesundheit	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renten	--	-	O	+	++
Staatsanleihen EUR/USD	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Laufzeit <3,5 Jahre	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Laufzeit 3,5-7,5 Jahre	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Laufzeit >7,5 Jahre	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Deutsche Pfandbriefe EUR	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unternehmensanleihen EUR	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nachranganleihen	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets EUR/USD	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Währungen aus Eurosicht	--	-	O	+	++
USD	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
GBP	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
NOK	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CHF	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CAD	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
AUD	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
RMB	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



Weltwirtschaft

Trump und andere Unsicherheiten

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

- Die Unsicherheit über die Politik der neuen US-Administration dürfte die US-Wirtschaft vorerst bremsen. Die zu erwartenden höheren US-Zölle werden wohl in erster Linie die Inflation anschieben.
- Die Zollpolitik der USA wird dazu beitragen, dass die chinesische Wirtschaft weiter schwächelt.
- Auch die deutsche Wirtschaft wird unter den Handelskonflikten leiden. Wegen der expansiveren Geld- und Finanzpolitik dürfte sie sich aber allmählich beleben.
- Gleichtes gilt für den Euroraum. Dort dürfte zudem die Inflation in den kommenden Monaten in Richtung des EZB-Ziels fallen und damit der Notenbank noch zwei weitere Zinssenkungen ermöglichen.

Trumps Zollpläne halten Weltwirtschaft in Atem

Das beherrschende Thema der vergangenen Wochen an den Finanzmärkten war die Wirtschaftspolitik der neuen US-Regierung. Insbesondere die immer wieder angedrohten, verhängten und zu einem großen Teil wieder zurückgenommenen Zölle auf bestimmte Produkte oder auf die US-Importe aus einzelnen Ländern haben für beträchtliche Unsicherheit gesorgt. Welche Zölle in der Zukunft auf welche US-Importe erhoben werden, lässt sich kaum sagen. Aber es ist sehr wahrscheinlich, dass die Zölle am Ende dieses Jahres in vielen Bereichen deutlich höher sein werden als sie dies vor dem erneuten Amtsantritt Donald Trumps waren.

USA: Etwas weniger Wachstum, ...

Den stärksten Effekt dürfte dies auf die US-Wirtschaft haben. Ziel der US-Regierung ist es, die Nachfrage nach US-Produkten im Inland zu stärken und damit die Wirtschaft weiter anzuschieben. Zunächst dürfte hieraus aber kaum etwas werden. So hat die unsteife Zollpolitik zusammen mit den rabiatischen Eingriffen der neuen Regierung in die öffentliche Verwaltung insbesondere bei den privaten Haushalten erst einmal für beträchtliche Unsicherheit gesorgt. So erwartete zuletzt bei einer regelmäßig durchgeführten Umfrage ein solch großer Anteil der Befragten einen Anstieg der Arbeitslosigkeit, wie es sonst nur im Umfeld einer Rezession der Fall war (Grafik rechts). Dies dürfte die Nachfrage dämpfen.

Zudem wird bei Verhängung hoher Zölle zwar voraussichtlich die heimische Nachfrage nach US-Waren zunehmen. Allerdings dürften die US-Unternehmen derzeit kaum über die

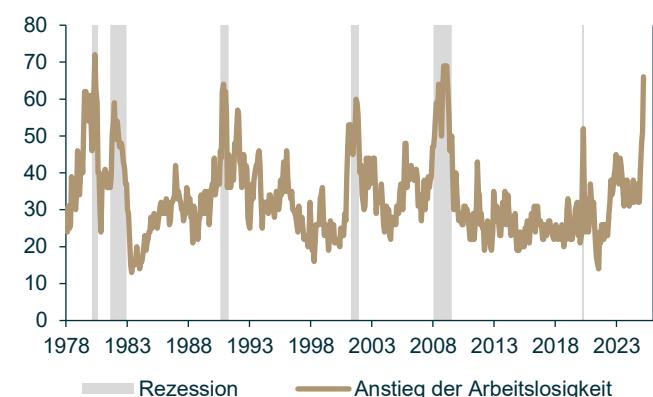
notwendigen Kapazitäten verfügen, um die Importe aus dem Ausland durch eine deutlich höhere Produktion weitgehend zu ersetzen. Deshalb haben wir unsere Wachstumsprognose für dieses Jahr sogar leicht von 2,3% auf 2,0% gesenkt. Auf die etwas längere Sicht dürften zwar neue Kapazitäten aufgebaut werden. Die positiven Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion werden sich aber in Grenzen halten, zumal die US-Wirtschaft wegen der Behinderung des Außenhandels von der internationalen Arbeitsteilung teilweise abgeschnitten würde, was zu beträchtlichen Effizienzverlusten führen würde.

... deutlich mehr Inflation

Darum gehen wir davon aus, dass die zu erwartenden höheren US-Zölle in erster Linie die Inflation anschieben werden. Denn importierte Güter werden teurer. Zudem werden die US-Unternehmen die höhere Nachfrage angesichts fehlender zusätzlicher Kapazitäten dazu nutzen, ihre Preise heraufzusetzen, um damit nicht nur die höheren Kosten für importierte Vorprodukte auszugleichen, sondern auch ihre Gewinnmargen auszuweiten. Darum haben wir unsere US-Inflationsprognose für dieses Jahr noch einmal angehoben und gehen nun davon aus, dass sie im Jahresdurchschnitt bei 3,5% liegen wird. Da dies deutlich über dem Fed-Ziel von 2% liegt, dürfte die US-Notenbank ihre Zinsen wohl erst gegen Jahresende wieder etwas senken.

US-Konsumenten fürchten Absturz am Arbeitsmarkt

Umfrage der Uni Michigan: Anteil der Befragten, die im nächsten Jahr einen Anstieg der Arbeitslosigkeit erwarten, Monatsdaten in %. Graue Flächen: US-Rezessionen



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



China: US-Zölle weitere Belastung

Deutlich belasten dürften die höheren US-Zölle die chinesische Wirtschaft. Schließlich würden damit die Exporte gebremst, die bisher die schwache Inlandsnachfrage zumindest teilweise ausgeglichen haben. Und hier ist keine schnelle Wende zum Besseren zu erwarten. Zwar versucht die Regierung, die Wirtschaft durch eine noch expansivere Finanzpolitik anzuschieben. Allerdings wird diese weiter durch die Nachwirken der geplatzten Immobilienblase gebremst. Hinzu kommt das Misstrauen vieler privater Unternehmen gegenüber der Wirtschaftspolitik der Regierung. Da das Land zudem weiter auf eine größere Autarkie setzt, wird die chinesische Nachfrage nach deutschen und europäischen Produkten im Verlauf dieses Jahres wohl weiter abnehmen.

Deutschland: US-Zölle verzögern Belebung, ...

Auch die stark exportorientierte deutsche Wirtschaft wird unter den höheren US-Zöllen und der damit verbundenen Einschränkung der internationalen Arbeitsteilung leiden. Schließlich war die USA im vergangenen Jahr mit einem Anteil von 10% an den deutschen Warenexporten der mit Abstand wichtigste Auslandsmarkt deutscher Unternehmen (Grafik rechts). Sollten diese Exporte in die USA nun mit einem hohen Zollsatz belegt werden, würde dies die deutschen Exporte deutlich beeinträchtigen. Deshalb gehen wir inzwischen davon aus, dass die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr im Jahresdurchschnitt gegenüber dem Vorjahr stagnieren wird.

... aber nächstes Jahr schieben Geld- und Finanzpolitik

Allerdings halten wir an unserer Prognose fest, dass sich die deutsche Wirtschaft im Verlauf dieses Jahres allmählich beleben wird. Ein wichtiges Argument hierfür bleibt der Kurswechsel der EZB, die seit dem vergangenen Sommer ihre Leitzinsen wieder spürbar gesenkt hat. Neu hinzugekommen ist nun noch die in den kommenden Jahren voraussichtlich sehr expansive Finanzpolitik. Schließlich hat der Bundestag den Weg frei gemacht für zusätzliche Schulden von wohl deutlich mehr als 1 Billionen Euro. Dieses Geld soll in den kommenden Jahren in erster Linie für die Stärkung der Bundeswehr, für Investitionen in die Infrastruktur, und für den Klimaschutz ausgegeben werden. Dieser massive fiskalische Impuls wird nicht spurlos an der deutschen Wirtschaft vorübergehen. Allerdings gehen wir davon aus, dass er sich wegen beträchtlicher Vorlaufzeiten erst im kommenden Jahr bemerkbar machen wird, weshalb wir unsere Wachstumsprognose für das kommende Jahr von 1,0% auf 1,5% angehoben haben. Ein beträchtlicher Teil dieses Fiskalimpulses wird sich aber nicht in zusätzlichem Wachstum, sondern in höheren Preisen niederschlagen. Denn die massive Ausweitung der staatlichen Nachfrage trifft auf eine Wirtschaft, die trotz der langanhaltenden Stagnation in vielen Bereichen unter einem

Fachkräftemangel leidet, und dieser dürfte sich angesichts einer ohnehin zu erwartenden Belebung der Wirtschaft und der ungünstigen Demographie in den kommenden Jahren eher noch verschärfen. Darum sollte die Teuerungsrate in Deutschland weiter zumeist über 2% liegen.

Euroraum: Inflationsrate fällt vorerst weiter, ...

Die Konjunktur im Euroraum wird in diesem und dem kommenden Jahr von den gleichen Faktoren wie in Deutschland bestimmt werden. Die US-Zölle werden die Wirtschaft bremsen, die Wende in der Geldpolitik und eine wieder expansivere Finanzpolitik (insbesondere höhere Verteidigungsausgaben) sie eher anschließen. Allerdings dürften sowohl die negativen als auch die positiven Effekte in vielen Euro-Ländern deutlich schwächer sein als in Deutschland. So sind viele Länder weniger abhängig vom US-Markt. Auf der anderen Seite hat Deutschland mit seiner großen Industrie stärker unter den hohen EZB-Zinsen gelitten, und die Wende in der Finanzpolitik ist dort deutlich stärker ausgeprägt als in den meisten anderen Ländern. Darum haben wir unsere Wachstumsprognose für 2025 nur geringfügig gesenkt, und die für 2026 weniger angehoben als für Deutschland.

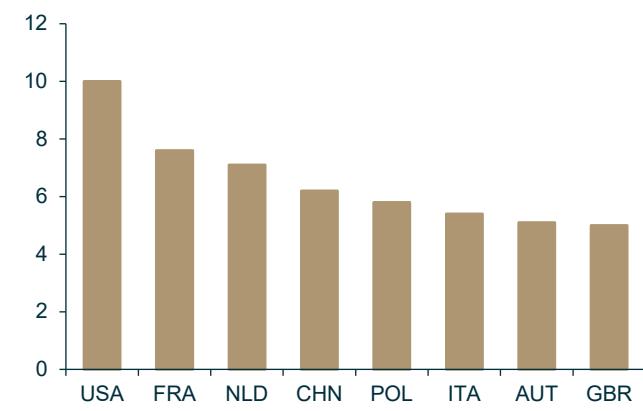
Wegen der zunächst noch schwachen Konjunktur dürfte die Inflationsrate im Euroraum in den kommenden Monaten weiter nachgeben und sich dem EZB-Ziel von 2% annähern. Denn es wird den Unternehmen schwerer fallen, die steigenden Arbeitskosten an ihre Kunden weiterzugeben.

... weshalb EZB-Leitzins bis auf 2% senkt

Angesichts der vorerst schwachen Konjunktur und einer sich dem Ziel der Notenbank nähernden Inflationsrate dürfte die EZB ihren wichtigsten Leitzins in den kommenden Monaten weiter senken. Wir gehen davon aus, dass er zu Mitte des Jahres nur noch 2% betragen wird (derzeit: 2,5%). Danach dürfte der Zins erst einmal unverändert bleiben.

USA Deutschlands größter Export-Markt

Anteil an den deutschen Warenexporten in %, 2024



Quelle: destatis, Commerzbank-Research



Anleihen

Höhere Ausgaben machen Staatsanleihen zu schaffen

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

- Gegenwind für Rentenmärkte durch höhere Schulden
- Bundemissionen könnten sich verdoppeln
- Renditeanstieg bei Staatsanleihen erwartet

Kräftig steigende Verschuldung im Deutschland

Die deutsche Regierung hat eine massive Erhöhung der Schulden zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben und der Umsetzung von Infrastrukturinvestitionen beschlossen. Geplant sind Ausgaben in Höhe von geschätzt 1,8 Billionen Euro innerhalb der nächsten 12 Jahre, davon 500 Mrd. € Sondervermögen für „zusätzliche Investitionen“. Außerdem werden Verteidigungsausgaben von mehr als 1% des BIP von der Schuldenbremse ausgeklammert. Wenn man die Verteidigungsausgaben schrittweise von 2% auf 3% des BIP erhöht, macht das ungefähr 1,1 Bio. Euro aus. Der Defizitspielraum für Bundesländer innerhalb der Schuldenbremse wird von 0% auf 0,35% des Landes-BIP erhöht. Dies entspricht einem Volumen von zunächst 16 Mrd. € pro Jahr. Darüber hinaus plant die EU-Kommission Ausgaben in Höhe von 800 Mrd. Euro innerhalb der nächsten vier Jahre.

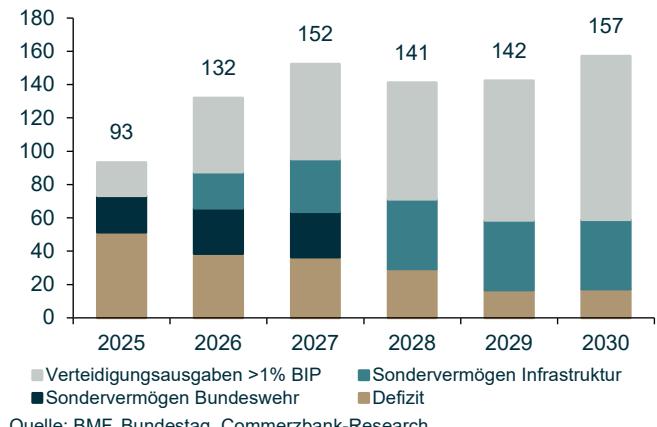
Die zusätzlichen Ausgaben erhöhen die Nachfrage und werden das Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren erhöhen. So könnte das deutsche BIP in den nächsten Jahren um bis zu 0,5 Prozentpunkte höher ausfallen. Finanziert wird die höhere Verschuldung mit höheren Anleiheemissionen. Das bedeutet kräftigen Gegenwind für die Rentenmärkte. Dies betrifft nicht nur nationale Staatsanleihen, diskutiert werden auch gemeinsame EU-Schulden. Im Raum stehen EU-Schulden in Höhe von 150 Mrd. Euro. Die Reaktion an den Rentenmärkten war prompt und fiel kräftig aus. Nach Bekanntwerden der Pläne in Deutschland in der ersten Märzwoche sprang die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen innerhalb von zwei Tagen um 30 Basispunkte (Bp.) nach oben, der kräftigste Anstieg seit 1997.

Ausstehendes Bundvolumen könnte sich verdoppeln

Wir gehen davon aus, dass sich das ausstehende Volumen von Bundesanleihen in den nächsten 12 Jahren von derzeit rund 1,8 Billionen Euro verdoppeln könnte. Die zusätzlichen Ausgaben in diesem Jahr dürften sich noch in Grenzen halten, da die neue Bundesregierung kaum in der Lage sein wird, die Investitionsausgaben schnell zu erhöhen.

Massiver Finanzierungsbedarf

Geschätzter Finanzierungsbedarf der DFA in Mrd. Euro



Quelle: BMF, Bundestag, Commerzbank-Research

Insgesamt dürfte die Deutsche Finanzagentur (DFA) im dritten und vierten Quartal die Emissionen um 20 Mrd. Euro leicht erhöhen. Ab 2026 dürfte der Nettofinanzierungsbedarf jedoch spürbar ansteigen. Angesichts der fiskalpolitischen Kehrtwende erscheint eine Nettofinanzierung in Höhe von 130 Mrd. € für 2026 nötig, die weiter ansteigen dürfte.

USA: Höhere Ausgaben und Inflationsrisiken

Auch in den USA stehen die Zeichen auf höhere Staatsverschuldung. US-Präsident Trump beabsichtigt die Einführung weiterer reziproker und zusätzlicher sektorspezifischer Zölle Anfang April. Die Zollpolitik birgt insbesondere in den USA Inflationsrisiken, je nachdem wie die Zölle auf die Verbraucher weitergegeben werden können. Die Pläne für Steuersenkungen von US-Präsident Trump dürften zudem für höhere Defizite sorgen. So werden umfangreiche Körperschaftsteuersenkungen vorbereitet. Die ursprüngliche Absicht, die höheren Ausgaben durch Einnahmen aus der Zollpolitik zu decken, dürfte nicht gelingen. Wir rechnen daher mit einem ansteigenden US-Defizit, das derzeit bei 6,9% des BIP ohnehin sehr hoch ist. Dies wiegt umso mehr, da das sprunghafte Agieren von Trump die Unsicherheit für den Wachstumsausblick erhöht. Es zeigen sich schon leichte Eintrübungen im Wachstumsausblick, insbesondere in den Stimmungsindizes zum Verbrauchertrauen.

Divergierende geldpolitische Erwartungen

EZB-Präsidentin Lagarde betonte auf der letzten Ratssitzung im März zahlreiche Unsicherheitsfaktoren wie den Handelsstreit und die Schuldenwende. Dies signalisiert



möglicherweise eine Pause im Zinssenkungszyklus der EZB. Zwar wurden die Wachstumsprojektionen der EZB für das laufende und das kommende Jahr aufgrund der Unsicherheit wegen des Zollstreits mit den USA moderat nach unten reviert. Andererseits unterstützen höhere Ausgaben das Wachstum. Die Inflationsprojektionen wurden vor allem wegen des Risikos steigender Energiepreise leicht nach oben genommen.

EZB senkt Wachstumsprognose

Projektionen der EZB im März, in Klammern vom Dezember

	2025	2026	2027
Wachstum	0,9 (1,1)	1,2 (1,4)	1,3 (1,3)
Inflation	2,3 (2,1)	1,9 (1,9)	2,0 (2,1)
Kernrate	2,2 (2,3)	2,0 (1,9)	1,9 (1,9)

Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Für die EZB sind die Zinssenkungserwartungen im März deutlich zurückgegangen. Es werden jetzt nicht einmal mehr zwei Zinssenkungen für dieses Jahr eingepreist. Für die Aprilsitzung wird nur noch mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% mit einer Senkung gerechnet. Möglicherweise legt die EZB schon im nächsten Monat eine Zinspause ein. Wir rechnen für die EZB weiterhin mit zwei Zinssenkungen auf den beiden kommenden Sitzungen auf dann 2%.

Die Fed hat im Januar und März eine Zinspause eingelegt. Fed-Chef Powell wies darauf hin, dass nach insgesamt 100 Bp. Zinssenkungen die Geldpolitik deutlich weniger restriktiv wirke und man von einer Verlangsamung der geldpolitischen Schritte ausgehen könne. Es ist daher unklar, wie lange die Zinspause noch anhält. Die Marktteilnehmer rechnen mit zwei Zinssenkungen in diesem Jahr. Wir erwarten weiterhin die nächste Zinssenkung erst gegen Jahresende und eine weitere im März 2026.

Renditeausblick und Anlagestrategie

Die Rentenmärkte stehen aufgrund der höheren Staatsausgaben im Euroraum und den USA unter Druck. Durch die unsichere US-Wirtschaftspolitik dürften die Staatsanleihen weiterhin volatile tendieren. Die Renditekurven sollten ihre Versteilung fortsetzen. Das heißt, der Abstand von 10- zu 2-jährigen Renditen dürfte sich vergrößern. Auf Sicht von 6 bis 12 Monaten rechnen wir mit einem Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen in den Bereich von 3% bis 3,5%. Zunächst dürften die Staatsanleihen aber noch durch EZB-Zinssenkungen unterstützt bleiben. Zudem werden die Emissionen von Bundesanleihen in der ersten Jahreshälfte kaum zunehmen. Die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries könnte sich auch auf Sicht von 6 bis 12 Monaten in Richtung 4,5% bis 5% erhöhen. Wir bevorzugen deshalb nach wie vor kurze und mittlere Laufzeiten bis 5,5 Jahre. Das Votum für längere Laufzeiten haben wir von Kauf auf Halten zurückgenommen.

EU-Staatsanleihen: Griechenland voll Investment Grade

Die Spreads der EU-Staaten über Bundesanleihen konnten sich zum Teil sogar weiter einengen. Im längeren Laufzeitbereich setzte bereits Mitte 2022 ein Abwärtstrend der Renditespreads ein. Grund dafür ist der positive Ratingtrend der vergangenen Jahre. Zuletzt hat auch die Aussicht auf weitere gemeinsame Schulden den Euroraum zusammengeschweißt und den Trend unterstützt. Am besten entwickelte sich Portugal, das sich durch starke Bonitätsverbesserungen vorarbeiten konnte. Irland überholte im vergangenen Jahr Belgien und Frankreich. Frankreich rutschte mit einer deutlichen Spreadausweitung nach hinten und hatte zwischenzeitlich höhere Spreads als Spanien.

Moody's hob Griechenland Mitte März 2025 als letzte der drei großen Ratingagenturen in den Investment-Grade-Bereich an. Damit gehört das Land erstmals seit 2010 wieder vollständig dem Investment-Grade-Bereich an. Die Entscheidung von Moody's fußt insbesondere auf der Reduzierung der Staatsschuld. Griechenland gilt als Spitzenreiter der Schuldenreduktion im Euroraum. Seit dem Corona-Hoch hat das Land 50 Prozentpunkte seiner Schuldenquote abgebaut. Wir empfehlen kurzlaufende Staatsanleihen aller EU-Peripherieländer, auch griechische Staatsanleihen, bis zu einer Laufzeit von 5,5 Jahren zum Kauf.

Renditespreads von Euro-Staatsanleihen engen sich ein

Renditespreads in Prozentpunkten



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Aufgrund der höheren Verschuldung dürfte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf Sicht von 6 bis 12 Monaten in den Bereich von 3% bis 3,5% und von US-Treasuries in Richtung 4,5% bis 5% ansteigen. Wir empfehlen daher kurze Laufzeiten. Wir votieren Staatsanleihen im Euroraum nur noch bis zu einer Laufzeit von 5,5 Jahren mit Kauf, längere Laufzeiten mit Halten.



Unternehmensanleihen

Von der Robustheit der Unternehmensanleihen

Burkhard Fehling, Seniorexperte Anleihen

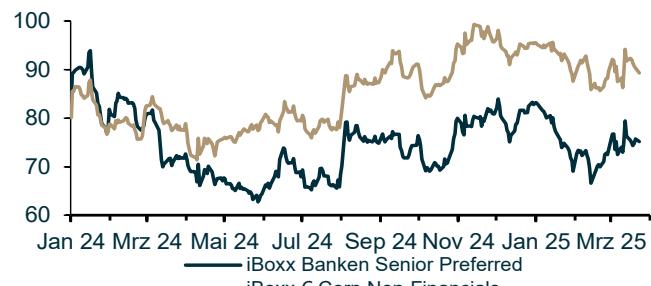
- Unternehmensanleihen trotzen der höheren Volatilität
- Risikoaufschläge nur mit geringen Veränderungen
- Renditen auf attraktiven Niveaus

Volatile Märkte – relativ stabile Unternehmensanleihen

Die Volatilität an den Finanzmärkten hat insbesondere seit der Amtsübernahme der neuen US-Regierung Ende Januar zugenommen. Allerdings fiel die Reaktion der Risikoaufschläge der Unternehmensanleihen (Non-Financials) eher verhalten aus. Das Risiko von Unternehmensanleihen wird unter anderem an der Höhe der Aufschläge gegenüber Swapsätzen gemessen.

Risikoaufschläge mit geringen Schwankungen

Risikoaufschlag gegenüber Asset Swap



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Diese Risikoaufschläge (auch Spreads genannt) sind im Vergleich zu den Niveaus am Jahresbeginn 2025 sogar zurückgegangen. In der längerfristigen Historie zeigen sich jedoch leicht erhöhte Niveaus, welche die gewachsene Unsicherheit an den Märkten widerspiegeln. So lag der Durchschnitt der Risikoaufschläge der Non-Financial-Anleihen in den vergangenen zehn Jahren bei rund 80 Basispunkten gegenüber Asset Swap. Im März betrug der Aufschlag jedoch teilweise über 90 Basispunkte. Sollte der Zollstreit zwischen den USA und dem Euroraum eskalieren bzw. insbesondere deutsche (Automobil-)Unternehmen ins Fadenkreuz geraten, dürften sich die Spreads noch erhöhen.

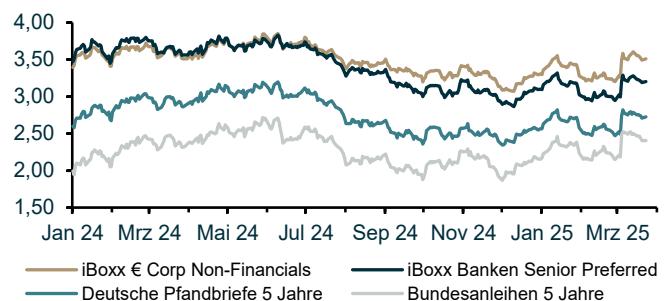
Renditen auf attraktiven Niveaus

Generell sind die Renditen im Euroraum mit der Aussicht auf höhere Staatsschulden – angetrieben von den deutschen Plänen zur Aussetzung der Schuldenbremse – im bisherigen Jahresverlauf gestiegen. Wir rechnen langfristig mit einer

Fortsetzung dieser Entwicklung. Kommen noch höhere Risikoaufschläge bei den Unternehmensanleihen hinzu, steigt damit die gesamte laufende Verzinsung. Was für die bisherigen Halter von Unternehmensanleihen in – zumindest zwischenzeitlichen – Kursverlusten resultiert, bietet andererseits zukünftigen Investoren deutlich attraktivere Einstiegsevels.

Renditen von Unternehmensanleihen attraktiv

Renditen in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Betrachtet man die durchschnittlichen Renditen von Unternehmensanleihen und Bankenanleihen im Verhältnis zu deutschen Pfandbriefen und Bundesanleihen, ist eine ordentliche Zusatzverzinsung festzustellen. Die Halter von Unternehmensanleihen können laut iBoxx-Index rund 3,50% laufende Verzinsung erwarten. Weil die durchschnittliche Laufzeit der Anleihen im iBoxx Non-Financials Index ca. fünf Jahre beträgt, ziehen wir zur besseren Vergleichbarkeit bei den folgenden Rentensegmenten ebenfalls Laufzeiten von fünf Jahren heran: Die Rendite deutscher Pfandbriefe liegt mit 2,75% deutlich unter den Non-Financials. Für die nach großer Sicherheit ihrer Anlagen strebenden Investoren bieten fünfjährige Bundesanleihen mit ca. 2,50% die geringste Verzinsung.

Meine Empfehlung für Sie

Trotz wachsender Risiken und erhöhter Volatilitäten bleiben Unternehmensanleihen relativ robust. Wir sehen eventuell höhere Risikoaufschläge sogar als Chance für attraktive Neuinvestitionen – insbesondere im Vergleich zu den niedriger rentierlichen Pfandbriefen und Bundesanleihen.



Währungen

US-Dollarstärke ist vorüber

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

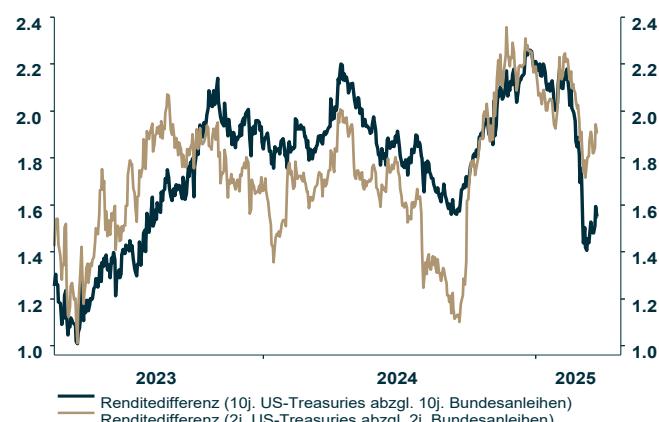
- Dollarstärke ist wegen Trumppolitik vorbei
- Renditevorteil der USA geht stark zurück
- Rekordhandelsbilanzdefizit belastet
- Votum für USD auf Neutral gesenkt

US-Renditevorteil geht massiv zurück

Der Trend eines stärkeren US-Dollar durch eine wachstums- und inflationsfördernde Wirtschaftspolitik von Trump scheint zu Ende zu sein. Von Anfang Oktober 2024 bis Mitte Januar 2025 hatte der Dollar ggü. den wichtigsten Währungen kräftig aufgewertet. Danach drehte der Trend nach unten: In den USA kamen Wachstumssorgen auf, im Euroraum liebäugelte man dagegen zunehmend mit höheren Schulden. Zudem divergierten die geldpolitischen Erwartungen. So nahmen die Zinssenkungserwartungen in den USA zu und im Euroraum ab. Während in den USA die Renditen aufgrund des aufkommenden Wachstumpessimismus im Januar und Februar zurückgegangen sind, stiegen die Renditen der Bundesanleihen mit der Aussicht auf deutlich höhere Schulden deutlich an. Die Folge war ein kräftiger Rückgang des Renditevorteils der USA ggü. dem Euroraum und Japan. Bei den längeren Laufzeiten ging der Renditevorteil um 80 Basispunkte (Bp.) auf 140 Bp., und bei den kurzen um 40 auf 200 Bp. zurück. Inzwischen hat sich der Renditevorteil wieder stabilisiert.

Renditevorteil der USA geht zurück

Renditedifferenz von 2- und 10-jährigen Staatsanleihen



Aufgrund der höher geplanten Verschuldung im Euroraum dürfte der Spread aber auch längerfristig kleiner bleiben als

noch Anfang Februar. Zusätzliche Belastungsfaktoren für den US-Dollar sind neben dem gesunkenen Renditevorteil das hohe Handelsbilanzdefizit der USA, das auf ein Rekordhoch gestiegen. Gründe sind wohl u.a. Vorzieheffekte vor der Einführung von Zöllen. Außerdem hat sich die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum geändert. In den USA kam deutlicher Wachstumpessimismus auf, während sich im Euroraum die konjunkturelle Lage im zweiten Halbjahr, wenn auch nur moderat, verbessern dürfte. Wir gehen davon aus, dass sich der Euro zunächst zwischen 1,05 und 1,10 US-Dollar bewegen wird. Bei der unruhigen und wenig verlässlichen Politik von Trump können jedoch durchaus Überraschungen kommen. Wir haben die Votierung für den US-Dollar von Übergewichten auf Neutral geändert.

Seit Mitte Januar wieder Aufwertung ggü. dem USD

Währungen ggü. US-Dollar, indexiert



Meine Empfehlung für Sie

Die US-Dollarstärke scheint aufgrund des Rückgangs des Renditevorteils der USA ggü. dem Euroraum vorüber zu sein. Auch die Geldpolitik spricht gegen eine weitere US-Dollarstärke. Während für die EZB eher mit weniger Zinssenkungen gerechnet wird, nahmen die Erwartungen für Fed-Zinssenkungen zu. Wir nehmen das Votum für den US-Dollar von Übergewichten auf Neutral zurück.



Aktien Europa, USA & Japan

Die Ausnahmestellung der USA ist (zunächst) beendet

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

- Umfeld hat sich ausgehend von den USA eingetrübt, bleibt aber grundsätzlich positiv für Aktien
- US-Markt leidet unter der Handelspolitik der Trump-Administration und den schwächeren IT/KI-Werten
- Am US-Markt auf weitere Schwächephasen für Zukäufe warten
- Europa bietet kurzfristig bessere Chancen
- Deutlichere Anzeichen von Rezessionsgefahren in den USA würden die Kurse weltweit unter Druck bringen

Rotation im Startquartal

Die Aktienmärkte sind bis Mitte Februar stark ins Jahr 2025 gestartet. Doch anders als erwartet ist es der europäische Markt, der bisher die Nase vorne hat.

In den vergangenen 14 (!) Jahren hat der MSCI-Index für die USA fast kontinuierlich besser abgeschnitten als der MSCI Welt. Lediglich 2017 und 2022 schnitten US-Werte leicht schwächer ab. Die langjährige überdurchschnittliche Entwicklung der USA war insofern folgerichtig, da sich auch die Gewinne der US-Unternehmen überdurchschnittlich entwickelten, was zu einem großen Teil an den stark steigenden Gewinnen im IT-Sektor lag. Angesichts der langen Periode der Outperformance des US-Marktes hat sich an den Finanzmärkten der Begriff des „US-Exceptionalism“ etabliert. Doch ist dieser Trend in Gefahr? Ist die Phase der „Ausnahmestellung des US-Marktes“ vorbei?

Relative Outperformance des US-Marktes geht Hand in Hand mit ebenfalls stärkere Gewinnentwicklung

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



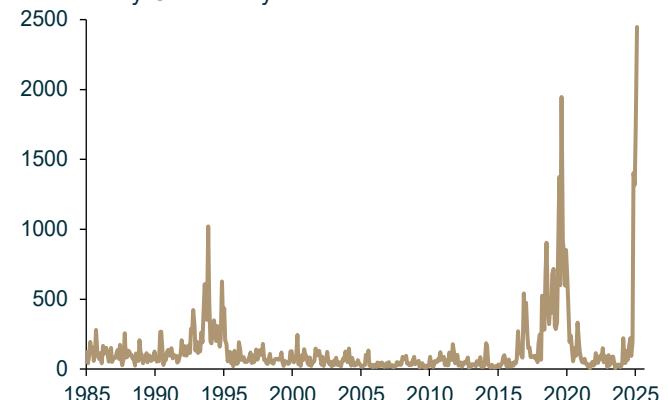
Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

US-Markt im Konsolidierungsmodus

Nach der US-Wahl im Herbst 2024 konzentrierte sich der Markt zunächst verstärkt auf die wirtschaftsfreundlichen Aspekte des Wahlprogramms Donald Trumps. Zölle wurden zwar eingepreist, aber die Wahrnehmung ging in die Richtung, dass unter dem Strich – unter anderem mit Steuersenkungen und weniger Regulierung – mehr Positives als Negatives herauskommen würde. Die bisherigen Maßnahmen Donald Trumps haben bei den Investoren aber für Sorgenfalten statt für Freudentränen gesorgt. Zu unberechenbar erscheint die politische Agenda, sowohl bei Importzöllen als auch bei den geopolitischen Themen.

Unsicherheit hinsichtlich der US-Handelspolitik ist enorm

Trade-Policy-Uncertainty-Index



Quelle: policyuncertainty.com, Commerzbank-Research

Und auch die Hoffnung auf einen „Trump-Put“ – also darauf, dass Trump, sobald die Börse deutlich negativ auf seine Maßnahmen reagiert, diese wieder zurücknimmt oder durch unterstützende Maßnahmen flankiert – hat sich (zumindest vorerst) zerschlagen. Sogar Präsident Trump selbst schließt eine Rezession aufgrund seiner Maßnahmen nicht aus, und US-Finanzminister Bessent spricht sogar von einer notwendigen „Entgiftungsphase“ für die US-Konjunktur.

Aufwärtstrend der Unternehmensgewinne ist noch intakt

Aktuell ist der Markt stark stimmungsgetrieben. Die durch die Trump-Politik aufgekommene große Unsicherheit schlägt sich bereits in den Stimmungsumfragen von Konsumenten und Unternehmen nieder und droht damit eher zur sich selbst erfüllenden Prophezeiung zu werden. Denn die „harten“



Konjunkturdaten zeigen zwar eine nachlassende Dynamik, ein Konjunktureinbruch zeichnet sich aber derzeit nicht ab. Gleichermaßen gilt für die Unternehmensgewinne. Der Aufwärts-trend der Unternehmensgewinne auf Basis der berichteten Gewinne (vergangene 12 Monate) ist vollkommen intakt. Bei den erwarteten Gewinnen (kommende 12 Monate) zeigt sich aber bereits, dass hier die Gewinnschätzungen leicht zurückgenommen werden. Hier werden bereits die Auswirkungen der angekündigten Zölle eingerechnet, welche auf der Indexebene eher für leichte Gewinneinbußen als für zusätzliches Wachstum sorgen dürften. Damit einhergehend kommen auch die US-BIP-Prognosen etwas zurück, während sich z.B. in Europa die Erwartungen zumindest leicht verbessern.

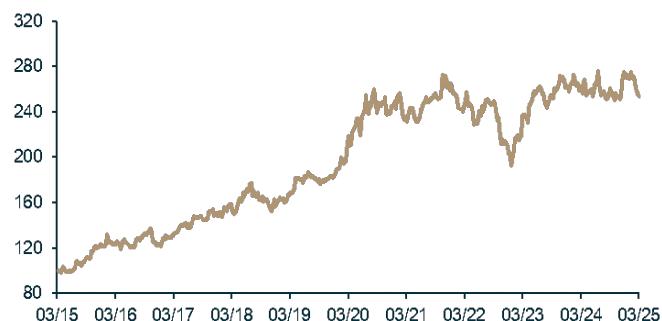
IT-Sektor fällt als Zugpferd aus

Und auch bei den IT- bzw. IT-nahen Werten hat die Euphorie rund um das Thema Künstliche Intelligenz (KI) zumindest in den USA deutlich nachgelassen. In China nimmt sie dagegen Fahrt auf. Zwar erholten sich die Kurse vom ersten Schreck nach den Berichten über das anscheinend sehr effizient arbeitende chinesische KI-Start-up DeepSeek, aber die Unsicherheit sitzt offensichtlich etwas tiefer.

Die berühmten Glorreichen Sieben (G7) sind hierfür ein gutes Beispiel. Deren relative Kursentwicklung läuft schon seit langerer Zeit seitwärts, und auch die stete Ausweitung der Margen ist zu einem Ende gekommen. Letztendlich geht es darum, dass die Gewinne wahrscheinlich zwar weiter steigen werden, aber die Dynamik nachlassen dürfte und damit die Bewertung nach und nach zurückkommt.

G7 laufen nicht mehr besser als der US-Markt

Kursentwicklung der G7 relativ zum S&P 500 Index, indexiert auf 100)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Da die G7 im S&P 500 ein Gewicht in Höhe von gut 30% besitzen, müsste deren derzeitiges Abbremsen durch Rückenwind der restlichen Titel überkompensiert werden. Dies ist aber derzeit angesichts der zunehmenden Konjunktursorgen nicht in dem Ausmaß zu erkennen, das notwendig wäre, den Gesamtmarkt wieder deutlicher nach oben zu bringen.

Konjunkturprognosen auf dem Prüfstand

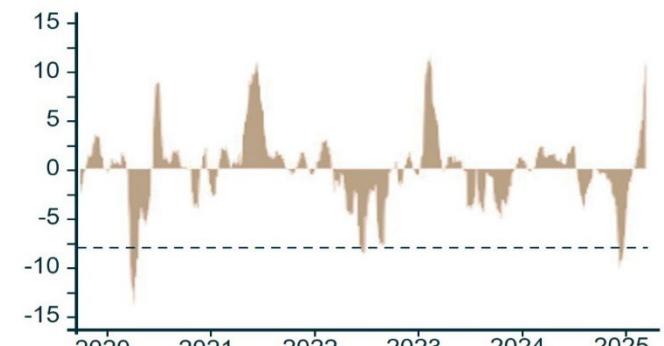
Damit rücken die Konjunkturerwartungen noch stärker in den Fokus der Anleger. Hier zeigen die Trends derzeit eher in die falsche Richtung. Die Sorgen um die wirtschaftliche Entwicklung in den USA aufgrund der Trumpschen Zollpolitik haben angesichts des sinkenden Konsumentenvertrauens, der steigenden Inflationserwartungen der Verbraucher und der sich verschlechternden Stimmung in den Unternehmen bereits zugenommen. Verunsichernde Äußerungen von Präsident Trump („nur Übergangsphase“) und Finanzminister Bessent („notwendige Entgiftungsphase“) kommen nun hinzu. Die US-Wirtschaft hat zwar noch Schwung, aber dieser scheint ihr auszugehen. Angesichts der nachlassenden konjunkturellen Dynamik und des anhaltenden Inflationsdrucks dürfte die Diskussion über ein Stagflations- oder gar Rezessionszenario in den USA in den kommenden Wochen an den Märkten anhalten.

Umschichtungen bei institutionellen Anlegern zu erkennen

Diese Gemengelage traf auf einen Markt, der von einer optimistischen Anlegerstimmung und hohen US-Aktienpositionen in den Depots privater und institutioneller Kunden geprägt war. Der Markt war damit entsprechend anfällig für negative Nachrichten. Die derzeit zu beobachtende Präferenz großer institutioneller Investoren für Europa dürfte sich entsprechend zunächst fortsetzen. Die die US-Aktienmärkte dominierende IT/KI-Story ist derzeit nicht mehr das treibende Narrativ. Solange der hochgewichtete IT-Sektor nicht wieder an Fahrt gewinnt, die (politische) Unsicherheit hoch bleibt und die Makrodaten keine neue Dynamik signalisieren, dürfte auch der US-Aktienmarkt nicht von der Stelle kommen und seine Konsolidierung fortsetzen.

Anleger investieren bevorzugt in Europa

Zu-/Abflüsse von ETFs in Prozent des verwalteten Vermögens



Quelle: NDR, IHS Market

Am US-Aktienmarkt stufen wir mögliche weitere Kursrück-schläge im Bereich von 5 bis 10 Prozent aufgrund unseres



positiven Gesamtjahresausblicks als Kaufgelegenheiten ein, da wir die Rezessionsängste als übertrieben erachten.

Europa – Im Fokus der internationalen Anleger

Der europäische Aktienmarkt steht derzeit im Fokus der Anleger. Das Hauptaugenmerk liegt vor allem auf dem deutschen Markt. Die Hoffnung auf einen - wie auch immer gearteten - Friedensprozess in der Ukraine und vor allem der dramatische Wandel in der deutschen Politik in Bezug auf die Schuldenbremse haben bei internationalen Anlegern eine regelrechte Euphorie ausgelöst. Dass auch Deutschland und Europa unter einer konjunkturellen Abschwächung in den USA leiden dürften, wird derzeit ausgeblendet. Damit bleibt abzuwarten, ob ein Waffenstillstand in der Ukraine und das XXL-Fiskalpaket der Beginn einer neuen Ära für den europäischen Aktienmarkt ist. Aber auch wenn viele Investoren u.E. zu optimistisch sind, was die Geschwindigkeit angeht, in der die Sondervermögen-Milliarden tatsächlich investiert werden, dürfte die positive Grundstimmung für Europa noch anhalten. Wenn auch mit deutlich gebremstem Schwung, zudem auch das US-Zollscherwet noch über dem Markt hängt. Kurzfristig scheint insbesondere der deutsche Markt bereits jetzt etwas überhitzt.

Extreme Outperformance des DAX ggü. dem US-Markt

Relative Performance des DAX vs. S&P 500 mit Standardabweichungen



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Japan – Bewegung in der aktuellen Tradingrange

Zwar konnte sich der japanische Aktienmarkt während der jüngsten Turbulenzen an den US-Märkten relativ gut behaupten, dennoch rangiert der Nikkei seit Jahresbeginn in lokaler Währung mit einem Minus von rund 5% hinter dem S&P 500 und vor allem den europäischen Märkten. Für Gegenwind sorgen unter anderem zwei Faktoren. Zum einen steigen die Leitzinsen in Japan aufgrund der anziehenden Inflation weiter. Zum anderen stützt dies die japanische Währung, was tendenziell Gegenwind für den Aktienmarkt bedeutet. Nicht

zuletzt belastet der US-Zollstreit, der Japans Exportaussichten dämpfen könnte sowie die vergleichsweise schwache Entwicklung der chinesischen Konjunktur (vor allem der Privatkonsument). Nach dem starken Kursanstieg in Japan seit März 2023 befindet sich der Nikkei seit Anfang 2024 in einem Seitwärtstrend zwischen rund 35.000 und 40.000 Punkten. Wir gehen davon aus, dass diese Spanne in den kommenden Wochen Bestand haben dürfte. Das prognostizierte Gewinnwachstum für den Topix für das Jahr 2025 ist mit 9% recht ansehnlich. Die KGV-Bewertung für das Jahr 2025 in Höhe von 13,5 erachten wir als fair. Längerfristig bleiben die positiven strukturellen Faktoren weitgehend intakt.

Meine Empfehlung für Sie

Die positiven Erwartungen an die USA haben sich nicht erfüllt. Die als unberechenbar wahrgenommene Handelspolitik von US-Präsident Trump in Verbindung mit neuen geopolitischen Ausrichtungen haben für Unsicherheit gesorgt, die sich mittlerweile leicht negativ in den Erwartungen für die weitere konjunkturelle Entwicklung und für die Unternehmensgewinne niedergeschlagen hat. Hinzu kommt eine gewisse Ernüchterung bei den IT/KI-Titeln, die am US-Markt zu einem großen Teil für die jüngsten Kursverluste verantwortlich sind. Taktisch bleiben wir für den US-Markt zunächst zurückhaltend. Längerfristig dürften sich aber bei weiterer Schwäche wieder gute Kaufgelegenheiten ergeben. Die grundsätzliche KI-Story ist unserer Meinung nach noch nicht vorbei. Auf der anderen Seite haben sich die Aussichten für den europäischen Markt verbessert. Die große Konjunkturerholung ist zwar für 2025 weiterhin nicht in Sicht. Aber die Aussicht auf einen Friedensprozess in der Ukraine in Verbindung mit den zu erwartenden Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung (Stichwort: XXL-Fiskalpaket) haben die Stimmung der internationalen Investoren gegenüber Europa stark verbessert. Die zu erkennende Präferenz für Europa dürfte noch etwas anhalten und auch die Kurse weiter unterstützen.



Aktien Emerging Markets

Schwellenländerbörsen dürften Stabilisierung fortsetzen

André Sadowsky, Seniorexperte Aktien Emerging Markets

- EM-Börsen mit Outperformance in Q1 2025
- Indizes in Hongkong als kräftige Zugpferde
- Aufschwung bei Chinas A-Aktien noch fraglich

Emerging-Markets-Börsen weiter stabil erwartet

Die Schwellenländerbörsen wiesen im ersten Quartal 2025 eine freundliche Tendenz auf. Der MSCI Emerging-Markets-Index gewann seit Anfang des Jahres 6,1% an Wert (MSCI Welt-Index: -0,4%, per 20. März). Das lag vor allem an der hervorragenden Entwicklung des MSCI China-Index (+20%). Hier hatte das zuvor weitgehend unbekannte Unternehmen DeepSeek mit einer preisgünstigen AI-Entwicklung für Aufsehen gesorgt, was das Segment beflogelte und reges Kaufinteresse bei Aktien rund um die Themen AI, Robotik und Internet hervorrief. Auch Autowerte (E-Mobilität) waren gefragt. In diesen Bereichen kam es offenbar zu Umschichtungen aus den zum Teil hoch bewerteten US-Werten in die vergleichsweise günstigen Titel in China/Hongkong. Dagegen entwickelten sich die festlandchinesischen Börsen weiterhin recht verhalten. Der CSI 300-Index verlor seit Jahresbeginn 0,5%.

Verbreitert sich der Aufschwung in China?

Einer der wichtigsten Fragen für Q2 2025 dürfte sein, ob die chinesischen Festlandaktien nach einer halbjährigen Konsolidierungsphase ebenfalls einen neuen Aufschwung initiieren können. Hoffnung machen hier zwar die angekündigten fiskalischen Maßnahmen zur Wiederbelebung der heimischen Konjunktur und die besser als erwartet ausgefallenen Makrodaten für die ersten beiden Monate. Allerdings sorgen die negativen Auswirkungen wegen der US-Zölle sowie die anämische Inlandsnachfrage infolge fragiler Immobilien- und Kreditdaten (Wohnungsbauinvestitionen bleiben Wachstumsbremse) nach wie vor für Zweifel. Die USA führten am 4. Februar 2025 zusätzliche Zölle von 10 Prozent auf chinesische Importe ein und erhöhten sie am 4. März auf 20 Prozent. Daher sind wir der Auffassung, dass sich die Erholung chinesischer A-Aktien zwar tendenziell fortsetzen wird; das Tempo dürfte aber infolge des ökonomischen und zollbedingten Nebels eher gemächlich sein.

Indiens Börse dürfte Konsolidierung bald beenden

Der indische Leitindex Sensex hat seit dem letztjährigen Allzeithoch aufgrund hoher Bewertungen, einer enttäuschenden

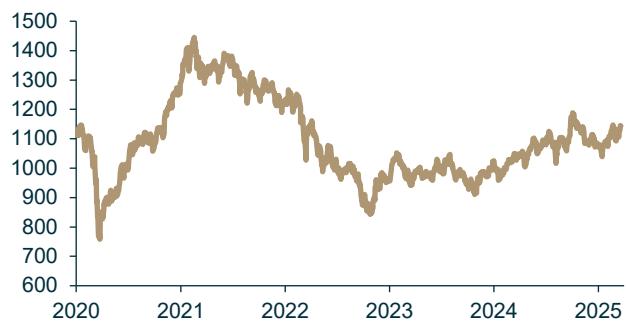
Berichtssaison, schwächeren Makrodaten und wegen des US-Zollstreits in der Spalte rund 15% eingebüßt. Zuletzt gab es hier aber eine leichte Erholung. Die Korrektur dürfte u.E. bald enden. Das KGV des Nifty-50-Index hat sich in den vergangenen Wochen auf 18,4 ermäßigt, was unter dem langjährigen Durchschnitt von 19,7% liegt.

Daten für Schwellenländer bleiben weiterhin solide

Die fundamentale Grundkonstellation für die EM bleibt insgesamt robust. Das aggregierte BIP der Schwellenländer dürfte 2025 laut Konsensus Prognose um 3,6% (J/J) zulegen (2026e: +3,1% J/J). Das geschätzte Wachstum der Unternehmensgewinne für 2025 beläuft sich auf fast 14% (2026e: +13%, jeweils J/J). Das KGV für 2025 ist mit 12,5 und für 2026 mit 11 recht moderat. Vor dem Hintergrund dieser Zahlen und den zahlreichen positiven strukturellen Langfristthemen bestehen u.E. gute Chancen, dass sich EM-Aktien in dem herausfordernden Umfeld weiterhin solide entwickeln. Für den in Euro rechnenden Investor bleibt die Entwicklung der EM-Währungen allerdings herausfordernd. Während sich die letztjährigen Verlierer (Real und Won) seit Anfang 2025 zum USD um 8% bzw. um 1% erholt haben, wertete der chinesische Yuan um 4% gegenüber dem wiedererstarkten Euro ab.

MSCI EM-Index mit leichtem Aufwärtstrend seit Q4 2022

MSCI EM-Index in USD in Indexpunkten seit 2020



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Angeführt von China dürften die Emerging Markets ihre Stabilisierungstendenz fortsetzen. Die Korrektur an der Börse in Indien dürfte bald enden.



Aktien Branchen

Selektive zyklische Ausrichtung bleibt bestehen

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- US-Handelspolitik erhöht Volatilität
- Übergewichten: Finanzen und Kommunikationsdienstleistungen
- Untergewichten: Energie und Grundstoffe
- Informationstechnologie von Übergewichten auf Neutral
- Europäische Industriegüter im Aufwind

US-Handelspolitik erhöht Volatilität

Anhaltende Unsicherheit über die Handelspolitik von US-Präsident Trump hat die Volatilität innerhalb der globalen MSCI-Sektorindizes erhöht. Deshalb verwundert es nicht, dass defensive Sektoren wie z.B. Gesundheit in den letzten vier Wochen eine Outperformance verzeichneten. Dies bestätigt uns in unserer Sektorstrategie, in der wir nur bestimmte zyklische Sektoren Übergewichten und auf der anderen Seite nicht automatisch defensive Sektoren Untergewichten.

KI bleibt Haupttreiber, aber ...

Das Wachstum im Bereich IT dürfte weiter durch KI bestimmt sein. Nichtsdestotrotz verliert die ehemals sehr starke Gewinndynamik im Bereich Halbleiter (u.a. Nvidia) an Momentum. Dies zeigt sich auch in den Bereichen Software (u.a. Microsoft, SAP) und Hardware (u.a. Apple), die hier somit nicht kompensieren können. KI-Konkurrenz von außerhalb der USA könnte diesen Trend noch verstärken. Zudem würde auch eine mögliche Eskalation des Handelsstreits zwischen USA und China belasten. Daher nehmen wir das Votum auf Neutral zurück.

Anhaltend hohes US-Zinsniveau begünstigt weiterhin Finanzwerte

Finanzwerte werden weiterhin davon begünstigt, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen weiter ein relativ hohes Niveau halten sollte. Dafür spricht auch, dass wir 2025 nur noch von einer Zinssenkung durch die US-Notenbank im 4. Quartal ausgehen. Insbesondere US-Investmentbanken sollten auch von einer geplanten Deregulierung und anziehenden M&A-Aktivitäten profitieren.

Kommunikationsdienstleistungen begünstigt bei bessem konjunkturellen Umfeld

Innerhalb des Sektors Kommunikationsdienstleistungen besitzen die drei US-Unternehmen Meta, Alphabet und Netflix

ein Gewicht von über 64%. Diese sollten durch die aktuell noch stabile US-Wirtschaft und dem leicht verbesserten konjunkturellen Umfeld in Europa ihr Wachstum ausbauen können.

Konjunkturelle Schwäche Chinas belastet Grundstoffe

Wir bleiben weiter bei dem globalen MSCI Sektor Grundstoffe auf Untergewichten. Die beiden bestimmenden Segmente Chemie und insbesondere Metall und Bergbau stehen angesichts der derzeit schwachen Konjunktur in Europa und China unter Druck. Zudem wird der Chemiektor weiterhin durch ein Überangebot aus China belastet.

Energiesektor weiter auf Untergewichten

Auch dieser Sektor dürfte unter Druck bleiben. Ein Angebotsüberschuss sollte weiter auf eine zu niedrige Nachfrage (insbesondere aus China) treffen und das Potenzial des Ölpreises zunächst begrenzen.

Europäische Industriegüter im Aufwind

Innerhalb des globalen und sehr heterogenen MSCI Sektors Industriegüter, den wir momentan mit Neutral einschätzen, erfahren insbesondere viele europäische bzw. deutsche Unternehmen weiterhin Aufwind. Einerseits verzeichnet der europäische Sektor im Gegensatz zu seinem US-Pendant ein steigendes Momentum der erwarteten Gewinne. Andererseits ist auch die Bewertung des Sektors geringer. Zudem sollten ausgewählte Industrie- und Rüstungsunternehmen weiterhin von der Aufstockung der europäischen Wehretats und Investitionen in die Infrastruktur profitieren.

Meine Empfehlung für Sie

Wir behalten unsere Sektorstrategie bei, in der wir nur selektiv bestimmte zyklische Sektoren Übergewichten und auf der anderen Seite nicht automatisch defensive Sektoren Untergewichten.

Wir Übergewichten weiterhin Finanzen und Kommunikationsdienstleistungen. Das Votum für Informationstechnologie nehmen wir auf Neutral zurück. Zudem sehen wir den europäischen Industriesektor im Aufwind.



Aktien Small & Mid Caps

Politische Trends bewegen Small & MidCap-Aktien

Andreas Hürkamp, Seniorexperte Aktienstrategie

- Trumps Handelspolitik belastet US-Small-Caps
- XXL-Fiskalpaket hilft europäischen Small-Caps

Trump's Handelspolitik belastet US-Small-Cap-Aktien

Die Wiederwahl Donald Trumps hat unerwartet erratische Kursbewegungen bei US-Small-Cap-Aktien ausgelöst. In einer ersten Reaktion sprang der MSCI Small-Cap-Index für die USA deutlich nach oben, da sich Investoren von Trump niedrigere Unternehmenssteuern, eine lockere Regulierung und eine stärker binnенorientierte Politik versprachen. In den ersten Wochen seiner zweiten Amtszeit stehen jedoch vor allem seine Handelspolitik mit weltweit verhängten Importzöllen im Vordergrund, die eine große Verunsicherung bei US-Unternehmen und US-Konsumenten ausgelöst haben. Die Sorgen um die Stärke der US-Konjunktur haben zuletzt erheblich zugenommen und haben eine starke Korrektur der konjunkturabhängigen US-Small-Cap-Aktien ausgelöst.

MSCI USA Small-Cap-Index: Gewinntrend steigt stetig

Erwartungen für Unternehmensgewinne, indiziert



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Der Trend der Gewinnerwartungen für den MSCI USA Small-Cap-Index ist seit Anfang 2024 stetig um 8% nach oben geklettert. Die jüngste Korrektur des Index hat daher sein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 19 auf 15 gedrückt. Wir erwarten, dass die unvorhersehbare Politik von Trump auch in den kommenden Monaten bei US-Small-Caps zu hohen Kurschwankungen führen wird. Doch wir empfehlen, stärkere Kursrücksetzer zum Ausbau von Positionen zu nutzen, da wir nach einem nun wohl schwierigen Jahr 2025 für die kommenden Jahre ein überdurchschnittliches Kurspotenzial sehen.

XXL-Fiskalpaket weckt Fantasie in Europa

Während in den USA Trump bislang unerwartet für Unruhe statt für gute Börsenstimmung sorgt, weckt das deutsche XXL-Fiskalpaket Hoffnungen auf eine langjährige Sonderkonjunktur in Europa, von der insbesondere europäische Small- und MidCap-Aktien profitieren dürften. Der Gewinntrend des Stoxx Small-Cap-Index, der sich mittlerweile seit fast einem Jahr seitwärts bewegt, hat damit gute Chancen, mittelfristig einen Aufwärtstrend zu starten.

Stoxx Europe-Small-Cap-Index: Gewinntrend stagniert

Erwartungen für Unternehmensgewinne, indiziert



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Zudem liegt das KGV für den europäischen Small-Cap-Index mit 13 auf einem niedrigen Niveau. Ähnlich wie in den USA könnte die von Trump ausgelöste Unsicherheit auch bei europäischen Small- und MidCaps Kursrücksetzer auslösen. Doch es sollte sich mit Blick auf die kommenden Jahre lohnen, diese 2025 zu nutzen, um Positionen in Small-Cap-Indizes wie Stoxx Europe Small Cap oder MDAX auszubauen.

Meine Empfehlung für Sie

Die wirre Handelspolitik Donald Trumps hat bei US-Small-Cap-Aktien zuletzt einen starken Rücksetzer ausgelöst. Die Unsicherheit dürfte in den nächsten Monaten weiter sehr hoch bleiben. Doch wir würden Korrekturen zum Ausbau von Positionen nutzen, da wir für die kommenden Jahre überdurchschnittliches Potenzial sehen. Aufgrund der wahrscheinlichen Sonderkonjunktur durch das deutsche XXL-Fiskalpaket halten wir Small- und MidCaps in Europa für eine interessante Anlage.



Aktien Spezial - „Whatever it takes“

Die deutsche Edition

Sergej Shelesnjak, Seniorexperte Small & Mid Cap Aktien

- Historisches Fiskalpaket von rund 1.800 Mrd. Euro in den nächsten zwölf Jahren zum Ausbau und zur Modernisierung der deutschen Infrastruktur und Verteidigung.
- Der effiziente Einsatz der Mittel hängt entscheidend von Strukturreformen ab, bspw. Abbau von Bürokratie und Flankierung durch privatwirtschaftliche Investitionen.

Rambo Zambo – es wird geklotzt und nicht gekleckert

Die Fiskalpakete umfassen nach unserer Berechnung rund 1.800 Mrd. Euro in den nächsten zwölf Jahren und teilen sich wie folgt auf:

(1) 1.100 Mrd. Euro kumulierte Mehrausgaben für Verteidigung unter der Annahme einer stetigen Erhöhung der Ausgaben auf 3% des BIPs bis 2030 und einem nominalen BIP-Wachstum von 2,5% p.a.. Ausgaben von mehr als 1% des BIPs können ohne Limitierung der Höhe und des Zeitraums finanziert werden. Dabei umfasst Verteidigung auch Cybersicherheit und Zivilschutz.

(2) 500 Mrd. Euro Sonderausgaben für Infrastruktur. Davon 100 Mrd. für die Bundesländer und 100 Mrd. für den Klimaschutz. Auf den Topf darf nur zugegriffen werden, sofern die Investitionsquote im Bundeshaushalt mindestens 10% (aktuell rund 50 Mrd. Euro) beträgt.

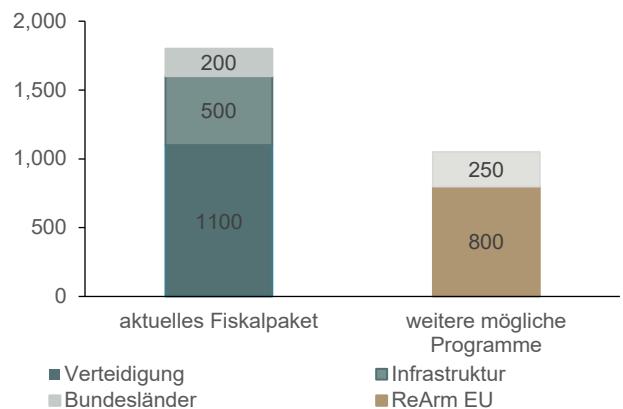
(3) 200 Mrd. Euro für die Bundesländer durch die Anhebung der Schuldengrenze von vorher 0% auf 0,35% des BIPs des Bundeslandes.

Ins Verhältnis gesetzt: In Deutschland wurden im Jahr 2024 480 Mrd. Euro für das Bauwesen ausgegeben. Der Verteidigungsetat lag 2024 bei einem Rekordhoch von 71 Mrd. Euro.

Weitere nationale und EU-Stimuluspakete in Planung

Parallel sind Lockerungen der EU-Schuldenregeln im Gespräch. 800 Mrd. Euro Mehrausgaben in Verteidigung auf EU-Ebene (ReArm Europe) stehen im Raum. Sollte es tatsächlich zum Frieden in der Ukraine kommen, erwarten wir Infrastrukturinvestitionen in Höhe von rd. 250 Mrd. Euro in den Wiederaufbau.

Rund 1.800 Mrd. Euro zusätzliche Investitionen über zwölf Jahre – jedes Jahr etwa 3% des deutschen BIPs
(in Mrd. €)



Quelle: Commerzbank-Research, Union/SPD Fiskalpaket, Stand 26.3.25

Aufgrund der Komplexität und Wirkungsverzögerungen der Fiskalpakete empfehlen wir Anlegern risikogemanagte Fondsprodukte. Chancenorientierte Investoren, welche Aktieneinzeltitel bevorzugen, verweisen wir auf unser [Insight](#) („Whatever it takes“ Fiskalpaket – Potenzielle Profiteure am Aktienmarkt“), welches eine CIO-Selektionsliste mit 32 potenziellen Profiteuren enthält.

Meine Empfehlung für Sie

Besonders stark von dem Fiskalpaket sollten europäische Unternehmen der Infrastruktur- und Verteidigungsindustrie und deutsche Nebenwerte profitieren.

Infrastrukturprofiteure sind neben der Baustoff- und Bauindustrie auch Sektoren, die an der Infrastrukturtransformation (Digitalisierung, Energie, Bildung) beteiligt sind. Verteidigungsprofiteure sind neben nationalen Rüstungschampions auch deren Zuliefererindustrien.

Durch dieses gewaltige deutsche Fiskalpaket sollten sich auch bei deutschen Unternehmen Chancen finden, insbesondere bei deutschen Small & Mid Caps, die besonders stark von einem wirtschaftlichen Aufschwung in Deutschland positiv betroffen wären. Zusätzlich hat sich nach der schwachen Entwicklung in den letzten drei Jahren besonders viel Aufholpotenzial angesammelt.



Aktien Spezial - Infrastruktur

500 Mrd. Euro Infrastrukturfonds – Potenzielle Profiteure am Aktienmarkt

Tanja Markloff, Seniorexpertin Versorger- und Investitionsgüteraktien

- CDU/CSU und SPD einigten sich auf einen Infrastrukturfonds von 500 Mrd. Euro.
- Über die nächsten 12 Jahre sollen mit dem Fonds Investitionen in die Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit gefördert werden.
- Rund 100 Mrd. Euro sollen dabei für Klimaschutz zur Verfügung stehen.
- Die restliche Allokation ist noch weitestgehend offen, wobei ein Großteil auf den Verkehrssektor entfallen dürfte.

Baustoff- und Bauindustrie die offensichtlichsten Profiteure, sowie Anbieter von Elektrifizierung/Effizienz

Obgleich – abgesehen von dem 100 Mrd. Klimaschutzbudget – noch keine Details über die Allokation des geplanten Infrastrukturfonds veröffentlicht wurden, gehen wir in Anlehnung an frühere Analysen des Bundesverbands der deutschen Industrie (BDI) davon aus, dass das Gros der restlichen Fördergelder auf den Ausbau und die Modernisierung des Verkehrssektors (Bundesschienenwege, Fernstraßen, Brücken, Wasserstraßen, öffentlicher Nahverkehr, etc.) entfallen wird, sowie auf Investitionen in öffentliche Einrichtungen wie bspw. Kindertagesstätten, (Hoch)Schulen und Wohngebäude.

Mit dem Zubau und der Modernisierung/Sanierung von Verkehrswegen und Gebäuden sollte u.E. auch die Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen zur Elektrifizierung und Digitalisierung sowie nach Energieeffizienzlösungen steigen.

Stärkung der wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit, Klimaschutz und Transformation

Zur Stärkung der Resilienz, wie bspw. die Sicherstellung der Produktion kritischer Güter im Inland, sieht der BDI einen Bedarf von rd. 20 bis 40 Mrd. Euro. Berücksichtigt wurden hierbei u.a. Investitionen in Mikroelektronik, Batterietechnologien, Rohstoffe und Clean-Tech-Wertschöpfungsketten sowie Chemie- und Pharmazievorprodukte.

Hinzu kommt der öffentliche Finanzbedarf für klimapolitische Maßnahmen wie die Dekarbonisierung der Industrie, der Aufbau von Tank- und Ladeinfrastrukturen, der Hochlauf alternativer Kraftstoffe und Lokalisierungsanreize für grüne Technologien. Der BDI hatte hierfür rd. 41 Mrd. Euro budgetiert, wobei hierin mögliche staatliche Finanzierungsbeiträge für die

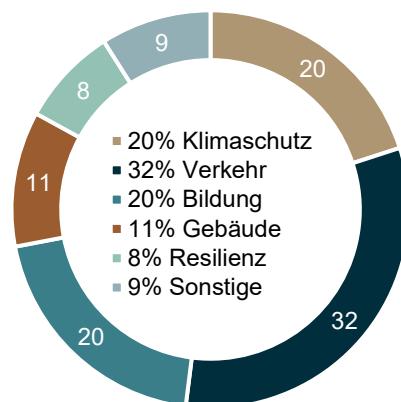
Umgestaltung des Stromnetzes und anderer Energieinfrastrukturen noch nicht berücksichtigt waren. CDU/CSU und SPD einigten sich inzwischen in Absprache mit den Grünen auf ein Klimaschutzbudget von rd. 100 Mrd. Euro.

Zunehmende Stromnachfrage und der Umbau des Stromnetzes und anderer Energieinfrastrukturen

Die mit der grünen Transformation einhergehende zunehmende Elektrifizierung der Sektoren Transport, Industrie und Gebäude sollte zu einer stärkeren Stromnachfrage führen, was erhebliche Investitionen in Stromerzeugungsanlagen, Energienetze und Speicher erfordert.

500 Mrd. Euro Infrastrukturfonds

Mögliche Aufteilung der Fondsmittel in Anlehnung an BDI



Quelle: Commerzbank-Research in Anlehnung an Schätzungen des BDI (Verband der Deutschen Industrie) im Juni 2024

Meine Empfehlung für Sie

In Anlehnung an frühere Analysen des BDI gehen wir davon aus, dass ein Großteil der Fördermittel in die Erweiterung und Modernisierung von Verkehrs- und Transportwegen, öffentlichen Einrichtungen und Gebäuden fließen wird, wovon insbesondere Unternehmen der Bau- und Baustoffindustrie profitieren sollten, sowie Unternehmen, die Produkte und Dienstleistungen zur Elektrifizierung, Digitalisierung und Energieeffizienz anbieten. Hinzu kommt mit steigender Stromnachfrage der Bedarf nach einer Anpassung der Energieinfrastruktur, wovon Stromproduzenten, Netzbetreiber und Anbieter von Kraftwerks-, Netz- und Speichertechnologien profitieren sollten.



Aktien Spezial - Verteidigung

Die „Friedensdividende“ ist aufgebraucht – Verteidigungsausgaben steigen

Torsten Schwarz, Seniorexperte Immobilien- und Investitionsgüteraktien

- Deutlich höhere Verteidigungsbudgets in Deutschland und Europa geplant
- Relativ kleine europäische Verteidigungsindustrie wird zukünftig stärker von den höheren Ausgaben profitieren
- Alle militärischen Bereiche müssen ausgebaut werden, dadurch profitieren eine Vielzahl von Unternehmen und Zulieferer

Verteidigungspaket beschlossen

Die nach dem Ende des Kalten Krieges seit den 1990er Jahren durch die „Friedensdividende“ deutlich geschrumpften Militärausgaben werden nach den Plänen führender CDU- und SPD-Politiker (und nach Zustimmung der Grünen) – über das derzeitige NATO-Ziel von 2% hinaus – deutlich erhöht. Auch wenn die kolportierten Milliarden-Summen sehr hoch erscheinen mögen, zeigt ein Blick zurück, dass 3% Verteidigungsausgaben während des „Kalten Krieges“ zu Zeiten der Bundeskanzler Adenauer, Brandt oder Kohl Normalität waren und sogar im regulären Haushalt finanziert werden konnten.

Aber nicht nur in Deutschland, sondern für ganz Europa werden neue Verteidigungsausgaben geplant. Mit Hilfe des EU-Plans „ReArm Europe“ (Erhöhung der durchschnittlichen Verteidigungsausgaben je Land um 1,5 Prozentpunkte des BIP und zusätzliche Kredite in Höhe von 150 Mrd. Euro.) könnten über die nächsten vier Jahre rund 800 Mrd. Euro an Investitionen mobilisiert werden. Nicht zu unterschätzen bei der Ermittlung der anstehenden Investitionserfordernisse ist die Tatsache, dass bisher mehr als die Hälfte der EU-Verteidigungsausgaben für Personalkosten und nicht für militärische Ausstattung oder Forschung/Entwicklung verwendet wurde.

Börsenprofiteure in Europa oder in Übersee?

Die europäische Verteidigungsindustrie besteht nur aus wenigen, auf Rüstungsgüter fokussierten Unternehmen. Diese werden meist als nationale Champions geführt (hoher Staats-einfluss). Daneben haben einige Industrieunternehmen einzelne, meist kleinere Sparten mit entsprechendem Exposure zum Verteidigungsbereich. Hier bestehen für die Firmen oft gewisse Synergien zwischen den zivilen und militärischen Forschungs- und Produktionseinheiten.

Insgesamt ist der Sektor in Europa sehr klein; weniger als 0,2% der Industriearbeitsplätze bzw. nur 0,75% des BIP werden direkt dem Verteidigungssektor zugerechnet. Dabei sind die Anteile in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich (Frankreich ca. 1,2%, Schweden/Italien 0,6%, Deutschland/Polen rund 0,2% vom BIP). Die geringe Größe des Sektors zeigt sich auch am Beispiel der bisherigen Unterstützung der Ukraine, bei der schätzungsweise 80% der europäischen militärischen Aufträge an Nicht-EU-Länder (insbesondere USA) vergeben wurden.

NATO-Gipfel im Juni 2025 definiert zukünftige Bedarfe – Ausbau aller Waffengattungen wahrscheinlich

Die zukünftig notwendigen Fähigkeiten für eine effektive Abwehr der Bedrohungslage werden aktuell innerhalb der europäischen NATO-Länder diskutiert und wahrscheinlich zum nächsten Gipfel im Juni 2025 vorgestellt. Sehr wahrscheinlich werden aber alle militärischen Bereiche ausgebaut (Land-, Luft- und Seestreitkräfte, inkl. Raumfahrt/Satelliten/Drohnen/Cyberaktivitäten etc.). Dadurch rücken grundsätzlich alle börsennotierten Verteidigungsunternehmen in den Fokus. Aber auch angrenzende Sektoren oder die Zuliefererindustrie (z.B. IT-Sektor, Elektronik, Automobil- und Flugzeugbau etc.) dürften profitieren.

Rüstung ist „nicht nachhaltig“ im Rahmen der Commerzbank Nachhaltigkeitsstrategie

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass Unternehmen mit einem Rüstungsumsatz von mehr als 10% gegen die Nachhaltigkeitskriterien der Commerzbank verstößen und damit als „nicht nachhaltig“ klassifiziert werden. Gleches gilt für Unternehmen, die einen Umsatzanteil mit „geächteten Waffen“ aufweisen. Weitere Informationen entnehmen Sie bitte der Nachhaltigkeitsstrategie der Commerzbank unter Regulatorik – gesetzliche und rechtliche Vorgaben Commerzbank.

Meine Empfehlung für Sie

Die europäische Verteidigungsindustrie ist an der Börse wegen der geplanten signifikanten Erhöhung der Verteidigungsausgaben verstärkt in den Fokus gelangt. Die Perspektiven für alle Unternehmen in diesem Bereich haben sich dadurch erheblich verbessert.



Aktien Spezial - Banken

Gestern Zinsen, heute Provisionserlöse

Michael Cloth, Seniorexperte Bank- und Versicherungsaktien

- Europäische Banken fundamental in guter Verfassung
- Zinsergebnis dürfte Höhepunkt überschritten haben
- Strukturelles Wachstum der Provisionserlöse intakt
- Solide Eigenkapitalquoten und attraktive Ausschüttungen sprechen für europäische Banken

Anhaltende „Zins-Outperformance“ beendet

Europäische Banken, spezifischer Euroland-Banken, haben in den letzten Jahren seit der Zinswende erheblichen operativen Rückenwind erfahren. Anleger profitieren von steigenden Kursen. Nachdem die starken Ertrags- und Ergebnisseigerungen in den Vorperioden vor allem durch das Zinsgeschäft – hier insbesondere Margenverbesserungen, vorrangig bei Einlagen – ermöglicht wurden, stellt sich die Frage des Ausblicks angesichts des durch die Europäische Zentralbank (EZB) seit Sommer 2023 eingeleiteten Zinssenkungszyklus. Das Bild ist uneinheitlich. Die Unterstützung durch höhere Kreditvolumina ist aufgrund des in weiten Teilen Europa niedrigen Wirtschaftswachstums gering. Immerhin profitierten manche Banken von Treasury-Erträgen, die sich aus dem Bilanzmanagement ergeben, was den Druck auf das Zinsergebnis abfedert. Eine steilere Zinsstrukturkurve und die Hoffnung auf eine wirtschaftliche Belebung bzw. Impulse aus den geplanten staatlichen Wirtschaftsprogrammen (vor allem in Deutschland) helfen der Branche und dem Stimmungsbild. Die seit Mitte 2024 zu beobachtenden (z.T. deutlichen) Abschwächungen der Zuwachsralten beim Zinsergebnis dürften sich fortsetzen. Insofern entfällt 2025 ein bisher starker Treiber für die Erlösentwicklung der Branche.

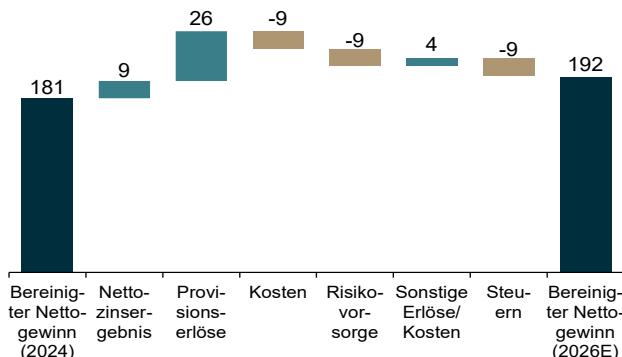
Die Hoffnung liegt auf einem neuen Ertragstreiber

So rücken die beiden anderen Komponenten des Gesamtertrags in den Fokus. Das Handelsergebnis ist volatil und schwer prognostizierbar. An Bedeutung aber dürfte das Provisionsgeschäft gewinnen. Banken vereinnahmen insgesamt für eine Vielzahl von Dienstleistungen und Produkten Erlöse, die unter diese Kategorie fallen. Exemplarisch dafür stehen Einnahmen aus dem klassischen Investmentbanking wie M&A-Erlöse oder die Emission von Wertpapieren (volatil), dem Asset- und Wealth-Management, dem Versicherungsgeschäft oder dem Zahlungsverkehr. Im Zuge gesunken er und weiter sinkender Zinsen sind z.B. (Privat-)Kunden eher

bereit, alternative Anlagen außerhalb des Zinsgeschäfts zu suchen.

Provisionserlöse als Treiber für das Ergebnis

Europäischer Bankensektor - Ertrags- und Kostenbrücke bis 2026 (in Mrd. Euro)



Quelle: Deutsche Bank, Commerzbank-Research

Wegen einer deutlich höheren Provisionserlösdynamik haben sich die Markterwartungen hinsichtlich der Komposition der Gesamteinnahmen und des Ergebnisses bereits angepasst.

Eigenkapital und Ausschüttung als weitere Pluspunkte

Die gute Eigenkapitalausstattung begünstigt eine erhöhte und verlässliche Ausschüttung, die die Branche attraktiv macht. Durch zum Teil zusätzliche Aktienrückkäufe wird die Anzahl umlaufender Anteile reduziert, so dass der erwirtschaftete Gewinn auf weniger Anteile verteilt wird und sich das Ergebnis/Aktie verbessert. Dies und eine robuste provisionsgetriebene Ergebnisentwicklung dürfte zu einer weiteren Reduktion der Eigenkapitalkosten führen.

Meine Empfehlung für Sie

Der überwiegende Teil der Erlöse europäischer Banken wird im Zinsgeschäft generiert, das leicht unter Druck steht. Im Durchschnitt rund 25% trägt das Provisionsgeschäft zum Gesamtertrag bei. Aufgrund des stärkeren Wachstums dürften sich die Gewichte leicht verschieben und sich so das Ertragsprofil verbessern.

Wir sehen den Bankensektor als weiterhin attraktiv an und bevorzugen Institute, die einen höheren Anteil Provisionsgeschäft ausweisen und hier breit aufgestellt sind.



Aktien Spezial - Künstliche Intelligenz

KI-Megatrend bleibt intakt - Fokus verlagert sich auf Zweitrundenprofiteure

Marc C. Gemeinder, Seniorexperte Technologieaktien

- Der Wachstums- und Innovations-Megatrend Künstliche Intelligenz (KI) ist weiter intakt
- Anhaltend hoher Investitionsaufwand in Rechenzentren und KI-Infrastruktur sowie aufkommender Wettbewerb sorgen temporär jedoch auch für Skepsis
- Erfolgsmeldungen liefern jetzt verstärkt die Unternehmen aus dem Kreis der KI-Zweitrundenprofiteure

Anlagethema Künstliche Intelligenz ist kein Selbstläufer - Aktienkurse der Glorreichen 7 unter Druck

Die ersten Wochen des Jahres 2025 zeigten auf, dass das Thema KI für Investoren – zumindest temporär – auch mit spürbarem Gegenwind verbunden sein kann. Nach einer monatelangen Kurs-Outperformance der KI-Erstrundenprofiteure sind insbesondere die Tech-Vorzeigounternehmen an den Börsen deutlich abgestraft worden.

Offensichtlich wird dies mit einem Blick auf die „Glorreichen Sieben“ (G7), wo die diesbezüglich zusammengefassten Aktien seit Anfang 2025 einen durchschnittlichen Kursverlust von rund 10% zu verkraften hatten.

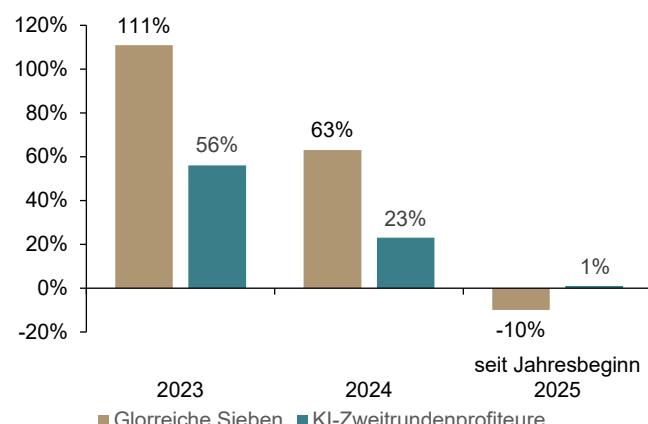
Neben makroökonomischen und politischen Gegenwinden schlug sich die aufgekommene Skepsis des Marktes hinsichtlich der signifikant hochgefahrenen und auf KI ausgerichteten Investitionsbudgets in den Kursen nieder. Auch die Wahrnehmung, dass die breite Kommerzialisierung und Monetarisierung von KI-Funktionalitäten bzw. Anwendungen mehr Zeit bedürfen, belastete. Hinzu kommt ein sich intensivierendes KI-Wettbewerbsfeld, konkret ausgelöst durch den Markteintritt neuer KI-Modelle, wie bspw. der chinesischen KI-App „DeepSeek“.

Unabhängig davon ist der KI-Megatrend auch weiterhin als intakt anzusehen. Auch nach den Kursrücksetzern bestätigen wir unsere konstruktive Sicht auf die Erstrundenprofiteure. Dennoch wird gleichzeitig eine differenzierte Sichtweise auf die Chancen und Risiken von KI und damit auf die Unternehmen, die nun als nächstes von den unverändert dynamischen Entwicklungen des Marktes profitieren können, erforderlich. Abseits der G7 hat sich bereits eine Gruppe von tech-affinen Unternehmen aus den Sektoren Technologie, Medien/Telekommunikation etabliert. Aufbauend auf

bestehenden bzw. weiter ausgebauten KI-Infrastrukturen stellen die Anbieter Anwendungen und Services bereit für z.T. sektorübergreifende Produktivitätsverbesserungen und damit neue aussichtsreiche Umsatzpotenziale.

Die Unternehmen der zweiten Reihe nutzen bereits die Vielfalt der KI-Anwendungsszenarien. Es besteht die berechtigte Hoffnung und Aussicht, am Kapitalmarkt kurz- bis mittelfristig erfolgreicher als die Branchenprimusse abschneiden zu können, wie sich in den ersten Wochen des Jahres mit einer besseren Kursentwicklung zeigt.

KI-Zweitrundenprofiteure seit Jahresstart mit einer im Vergleich zu den Glorreichen 7 stabilen Kursentwicklung



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research;
Durchschnittliche Wertentwicklung eines Aktienkorbs mit vierzehn ausgewählten KI-Zweitrundenprofiteuren bestehend aus Accenture, Adobe, ASML, Broadcom, Cisco Systems, IBM, Intel, Netflix, Oracle, Palo Alto Networks, Qualcomm, Salesforce, Samsung Electronics und SAP; Stand: 26.3.2025

Tech-Riesen bleiben interessant – Zweitrundenprofiteure rücken jedoch verstärkt in den Fokus

Die Unternehmen aus der zweiten Reihe mit KI-Relevanz zeigten sich zuletzt in einer vergleichsweise robusten Form an den Kapitalmärkten und sind inzwischen durchaus in der Lage, auf ihr bislang kurs- und bewertungstechnisch nicht ausgeschöpftes KI-Potenzial zunehmend hinzuweisen. Entsprechend haben sich seit dem Jahresbeginn vierzehn von uns identifizierte potenzielle KI-Zweitrundenprofiteure (und das in einem für Technologiewerte insgesamt schwierigen Marktumfeld) in kurstechnischer Sicht vergleichsweise robust gezeigt. Unterlegt werden kann dies mit einer signifikanten Kurs-Outperformance gegenüber dem Aktienblock der Glorreichen Sieben.



Das Mega-Investitionsprojekt „Stargate“ heizt den internationalen Wettbewerb an

Der KI-Megatrend erhielt unlängst Rückenwind durch die Ankündigung des 500 Mrd. US-Dollar schweren, amerikanischen Investitionsprojektes „Stargate“ Ende Januar 2025, mit dem die Trump-Regierung gemeinsam und vor allem mit den ansässigen US-Unternehmen die (bisherige) globale Dominanz auf dem KI-Markt weiter festigen und ausbauen will (siehe hierzu auch das Insight KI-Wettstreit - Megaprojekt „Stargate“ gegen „DeepSeek“). Basierend auf einer eigenen Schätzung könnte das jährliche Wachstum der Investitionen in Rechenzentren und KI-Infrastruktur (bis einschließlich zum Jahr 2029) und damit der aufzubringende Aufwand, der als Basis für künftig anwendbare KI investiert wird, entsprechend dynamisch auf einen Wert von rund +15% p.a. (im Vergleich: +13% ohne Stargate) ansteigen.

KI aus China offenbart sich als ernstzunehmendes Wettbewerbsmodell

DeepSeek gilt als direkte chinesische Antwort auf die bisher den Markt dominierenden US-amerikanischen KI-Applikationen ChatGPT (OpenAI/Microsoft), Gemini (Alphabet) und Llama (Meta Platforms). DeepSeek überraschte die Marktteilnehmer als modernes, anwenderfreundliches KI-Modell mit einem Fokus auf Lösungsansätzen bei komplexen Problemstellungen mit – zumindest auf den ersten Blick – sehr niedrigen KI-Trainings- und Betriebskosten, die vom Markt allerdings teilweise bereits in Frage gestellt wurden. Trotz der bislang bekannten bzw. vermeintlichen Schwächen (u.a. eingeschränkte globale Anwendung/Kommerzialisierung, mögliche Lizenz- und Copyrightrisiken sowie Technologierestriktionen bzw. Sanktionen) dürfte sich DeepSeek zu einer wahlweise einfachen, praktikablen und insbesondere kostengünstigen KI-Alternative weiterentwickeln und den weltweiten Wettbewerb insgesamt weiter spürbar anheizen bzw. antreiben.

Das weltweite Rennen um die KI-Vorherrschaft ist im vollen Gange – Europa zeigt sich abgehängt

Um zu der Konkurrenz aus den USA und nun verstärkt auch aus China (hier glänzen zunehmend aktive Konzerne, wie beispielsweise Alibaba Group, Baidu und Tencent) zumindest etwas aufschließen zu können, sind bereits europäische Initiativen aufgesetzt worden, um mit gebündelter Kraft gemeinsam angreifen zu können. Für Aufmerksamkeit sorgte Frankreichs Präsident Macron, der im Februar den europäischen Startschuss für ein länderübergreifendes Aktionsprogramm abgab und zu einem KI-Gipfel geladen hatte. In der Folge hat die EU-Kommission bereits milliardenschwere Unterstützung zugesichert, dabei soll u.a. in „KI-Fabriken“ investiert werden.

Während in den USA praktisch kein Tag vergeht, ohne dass das KI-Thema durch positive Unternehmensnachrichten und politische Meldungen befeuert wird, diskutiert Europa weiterhin intensiv über notwendige Regulierung, Finanzierungsmöglichkeiten und den ethischen Einsatz von KI. Das könnte dazu führen, dass Europa im weltweiten KI-Rennen endgültig den Anschluss verliert.

KI-Trends im Jahr 2025

Wir rechnen mit einer Vielzahl weiterentwickelter KI-Modelle der nächsten Generation. KI-Agenten könnten die Unternehmens- und Arbeitswelt revolutionieren, indem eine steigende Anzahl von Aufgaben übernommen und Geschäftsprozesse neugestaltet bzw. individualisiert werden. Dabei rückt „Agentische KI“ zunehmend in das Blickfeld. Hierbei handelt es sich um softwarebasierte KI-Systeme, die für die Interaktion von Daten, Prozessen und Abläufen ausgelegt sind, die Aufgaben selbstständig analysieren (u.a. unter Verwendung von Kameras/Sensoren), die Entscheidungen treffen und praktisch ohne externe (menschliche) Eingriffe einsetzbar sind. KI wird auch den Einsatz industriell verwendbarer Roboter signifikant verbessern, gleichzeitig schreitet die Perfektionierung menschlicher Avatare voran. Ein weiteres Augenmerk dürfte künftig auch auf nachhaltigeren KI-Infrastrukturen in Verbindung mit innovativen Technologien und umweltfreundlichen Rechenzentren liegen, die effizienter arbeiten und dabei ressourcenschonend eingesetzt werden können.

Meine Empfehlung für Sie

Kommerzialisierung und Monetarisierung von Künstlicher Intelligenz befinden sich erst in einer frühen Phase, der mit milliardenschweren Investitionen befeuerte KI-Megatrend ist entsprechend intakt. Temporäre Konsolidierung, einhergehend mit zum Teil deutlichen Kursbewegungen, ist bei den großen Technologie-Titeln – und damit v.a. bei den „Glorreichen 7“ – dauerhaft mit einzukalkulieren. Daher empfiehlt sich unverändert eine ausgewogenere und diversifiziertere Anlagestrategie, die nicht allein auf die KI-Platzhirsche auszurichten ist und zusätzlich aussichtsreiche techaffine Titel aus der zweiten Reihe einschließen sollte. Mehr Augenmerk verdient hier unverändert die größere bzw. heterogenere Gruppe der KI-Zweitrundenprofiteure.



Immobilien

Was plant die neue Regierung für den deutschen Wohnungsmarkt?

Torsten Schwarz, Seniorexperte Immobilien & Immobilienaktien

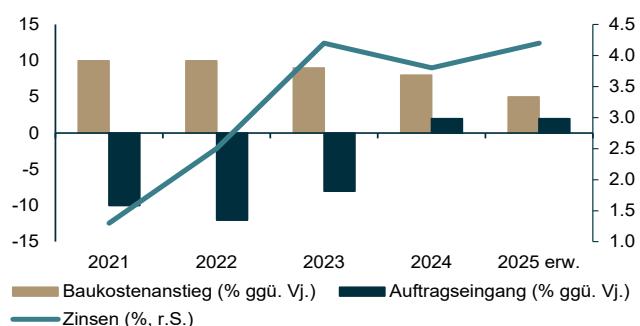
- Sinkende Neubautätigkeit aufgrund des Bau- und Zinskostenanstiegs hat Wohnungsmangel weiter verschärft
- Politik: Strenge Mietregulierung, langwierige Planungsprozesse und hohe Baustandards erschweren Angebotsausweitung zusätzlich – Änderungen wahrscheinlich
- Wohnungsmarktkonzepte der Koalitionsparteien in den Wahlprogrammen unterscheiden sich: Ergebnisse der Koalitionsverhandlungen mit Spannung erwartet

Bekannte Probleme, was sind die richtigen Lösungen?

Es wäre unfair, die gesunkenen Wohnungsneubauten der letzten Jahre allein der scheidenden Bundesregierung anzulasten. Gleichwohl hat diese ihr zum Amtsantritt 2021 gesetztes, ambitioniertes Ziel von 400.000 Wohnungen deutlich verfehlt.

Auftragseingänge im Wohnungsbau sinken vor allem wegen gestiegener Baukosten und Zinsen

Zwischen 2021 und 2024: Auftragseingänge minus 35%/Baukosten +40% (jeweils kumuliert)



Quelle: Commerzbank Research

Die wenigen Neubauten – meist größere, baulich modernste und gut ausgestattete Einheiten – gingen zudem auch teilweise am eigentlichen Bedarf vorbei. Denn es fehlen oft eher kleine Wohnungen für die stark steigende Anzahl von Einpersonenhaushalten (+3,5 Mio. seit 2011 laut Destatis/Zensus), die v.a. in den Großstädten und Metropolregionen von Singles aller Altersgruppen, Pendlern, Studenten etc. nachgefragt werden. Zudem enthalten die Neubauten auch gewisse „Luxus“-Kostentreiber (Tiefgaragen, Aufzüge, Balkone, etc.), auf die im Sinne einer besseren preislichen Erschwinglichkeit möglicherweise zukünftig verzichtet werden kann bzw. muss.

Die Problemfelder und mögliche Lösungsvorschläge zur Reduzierung des Wohnungsmangels sind hinlänglich bekannt und ausführlich beispielsweise im Frühjahrsgutachten 2025 des Zentralen Immobilienausschusses (ZIA) aufgeführt. Darin geht es im Wesentlichen um Aspekte wie schnellere „Planungs- und Genehmigungsverfahren durch Digitalisierung, Bürokratieabbau und mehr Personal in Bauämtern, eine stärkere Aktivierung von Bauland“ oder „standardisierte Bauverfahren, weniger restriktive Bauvorschriften und Vorgaben, Absenkung der Grunderwerbsteuer bzw. der Umsatzsteuer beim Wohnungsbau“ und „langfristig planbare Rahmenbedingungen und ein Überdenken bestehender Mietregulierungen.“

Geld aus dem neuen Infrastruktur-Fonds könnte helfen

Aus dem jüngst vom Bundestag beschlossenen Infrastrukturprogramm dürfte auch ein Teil in diverse Maßnahmen/Subventionen zur Wohnungsbauförderung fließen, um die Kosten für Bauträger, Mieter oder Käufer zu reduzieren.

Was planen die Koalitionspartner?

Die in den Wahlprogrammen der künftigen Koalitionäre von Union und SPD gemachten Vorschläge zum Wohnungsmarkt zielen grundsätzlich auf mehr Anreize zum Wohnungserwerb (Union, z.B. Freibeträge Grunderwerbs- oder Erbschaftssteuer) bzw. weitergeführte Regulierung ab (SPD, Mietpreisbremse) und unterscheiden sich dadurch konzeptionell. Beim Ziel der Senkung von Baukosten und der Erhöhung der Bautätigkeit sind sich beider dagegen einig, allerdings ohne explizites Neubauziel. Dadurch könnten einige der noch von der alten Bundesregierung/dem SPD geführten Bundesbauministerium vorbereiteten Gesetzesentwürfe (z.B. Gebäudetyp E) relativ schnell vereinbart werden.

Meine Empfehlung für Sie

Bezahlbare Wohnimmobilien bleiben in Deutschland ein stark nachgefragtes Gut. Das Wohnungsangebot konnte aus diversen Gründen in den letzten Jahren nicht Schritt halten. Wir gehen davon aus, dass sich der Trend rekordhoher Vermietungsquoten und stark steigender Mieten mittelfristig fortsetzt. Es bleibt abzuwarten, welche der von Immobilienexperten gemachten Lösungsvorschläge die neu zu formierende Bundesregierung übernehmen wird.



Rohstoffe Gold

Anhaltende Unsicherheit treibt den Goldpreis

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- Goldpreis stark von Unsicherheit getrieben
- Verbesserte fundamentale Rahmenbedingungen
- Weitere Zinssenkung durch die US-Notenbank als mittelfristige Unterstützung

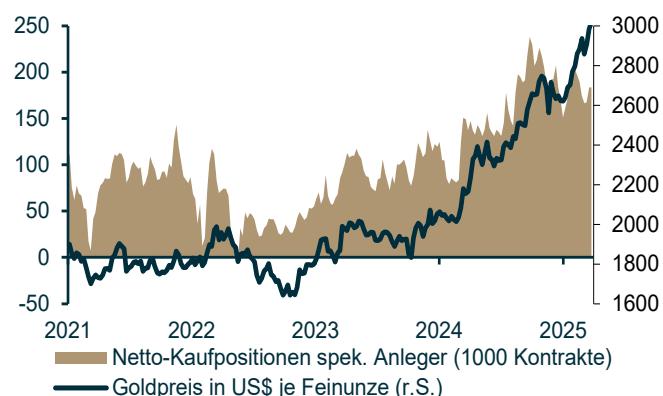
Goldpreis von starker Unsicherheit getrieben

Der Goldpreis und seine erneuten Rekordstände werden stark von Unsicherheiten getrieben und weniger von fundamentalen Daten.

Auf der einen Seite verunsichert die gegenwärtige Handels- und Fiskalpolitik des neuen US-Präsidenten Trump und deren Folgen. Die Abkehr vom freien Handel gestützt durch eine Vielzahl von Importzöllen könnte die Staatsverschuldung und auch die Inflation der USA mittelfristig weiter antreiben. Auf der anderen Seite stehen geopolitische Risiken im Nahen Osten und insbesondere in der Ukraine, die durch die unerrechenbaren Vorstöße des US-Präsidenten immer wieder verstärkt werden. Die Funktion des Goldes als sicherer Hafen sollte deshalb auch weiterhin eine sehr große Rolle spielen. Dies hat auch dazu geführt, dass die Kauf-Positionen von spekulativen Finanzanlegern trotz vereinzelter Gewinnnahmen weiter auf relativ hohem Niveau verharren und immer noch ein solides Fundament bieten.

Kauf-Positionen weiterhin auf relativ hohem Niveau

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



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Fundamentale Rahmenbedingungen leicht verbessert

Betrachtet man die rein fundamentalen Rahmenbedingungen so müssten die anhaltend hohe Rendite der 10-jährigen US-

Staatsanleihen und der immer noch starke US-Dollar den Anstieg des Goldpreises grundsätzlich dämpfen. Dies ist aber nicht der Fall, da der Faktor Unsicherheit im Moment überwiegt. Zudem hat jüngste Rückgang der Rendite der 10-jährigen US-Staatspapiere dafür gesorgt, dass die negative Korrelation mit dem Goldpreis wieder stärker ausgeprägt ist und ihn somit trotz des immer noch hohen Zinsniveaus unterstützt. Das gleiche gilt auch für den US-Dollar, der an Stärke gegenüber dem Euro verloren hat.

Negative Korrelation zwischen Anleiherenditen und Goldpreis aktuell wieder stärker ausgeprägt

Goldpreis (in USD) und Rendite 10j. US-Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Nichtsdestotrotz macht die starke Rolle des Treibers Unsicherheit den Goldpreis aber anfälliger für kurzfristige Konsolidierungen. Mittelfristig könnte die von uns für das vierte Quartal erwartete, nächste Zinssenkung der US-Notenbank die fundamentalen Rahmenbedingungen weiter verbessern.

Meine Empfehlung für Sie

Der Goldpreis wird momentan primär durch den Faktor Unsicherheit getrieben, welche auf wirtschaftlicher und geopolitischer Ebene stark mit der Politik des US-Präsidenten Trump verknüpft ist. Die fundamentalen Rahmenbedingungen für die Unterstützung des Goldpreises bleiben angespannt, aber haben sich am aktuellen Rand verbessert. Gold stellt in diesem Umfeld weiterhin ein attraktives Investment dar.



Asset Allokation

„Trumpcession“-Sorgen: Aktien taktisch neutral, kurze Laufzeiten bei Renten

Alexander Krämer, Seniorexperte Asset Allokation

- Deutlich destruktivere US-Zollpolitik als unter Trump 1.0 hat erneut US-Rezessionssorgen heraufbeschworen
- Konsolidierung im Tech-Bereich weitet sich aus
- Asset-Allokation taktisch neutral für Aktien und Aktienregionen. Liquidität gegenüber Anleihen übergewichtet; kurze Duration bevorzugt

Der „Tariff Man“ liefert ...

In den ersten Wochen seiner zweiten Amtszeit hat US-Präsident Donald Trump auf der Zollseite mehr geliefert als viele erwartet hatten. Damit ist die Unsicherheit über die US-Handels-, aber auch allgemein über die US-Konjunkturpolitik, signifikant gestiegen und hat zu einem deutlichen Rückgang des US-Verbrauchertrauens geführt. Die Verbraucher, bzw. ihr Konsum, waren jedoch der Hauptgrund für das solide Wachstum der USA in den letzten Quartalen. Die jüngsten Entwicklungen haben daher erneute Rezessions- bzw. „Trumpcession“-Sorgen heraufbeschworen, und auch das erwartete US-Wachstum im Jahr 2025 wurde vielfach bereits nach unten revidiert.

Hohe Unsicherheit über US-Wirtschaftspolitik belastet

Unsicherheitsindex zur US-Wirtschaftspolitik und Erwartungskomponente des Verbrauchertrauens der Uni Michigan



Quelle: Commerzbank-Research

Die Phase der Unsicherheit über das US-Wachstum, aber auch die US-Zollpolitik dürfte vorerst noch anhalten, und weiterhin für eine erhöhte Volatilität bei risikoreicheren Anlagen

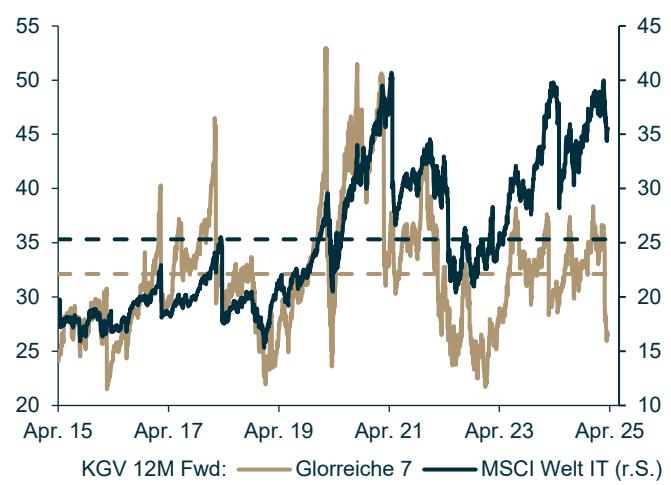
führen – auch deshalb, weil vom „Trump-Put“ (der Annahme, dass Donald Trump in seiner Politik wie jetzt im Zollthema konzilianter wird, wenn der US-Aktienmarkt negativ reagiert) bislang nicht nur nichts zu sehen ist, sondern einige Aussagen von Donald Trump suggerieren, dass die Reaktion des US-Aktienmarktes auf seine Politik zumindest vorläufig eine untergeordnete Rolle spielt. Während seiner ersten Amtszeit hatte er den Stand der Aktienindizes sehr oft als Qualitätsbeleg seiner Präsidentschaft angeführt.

... und US-Tech ist nicht länger „Everybody's Darling“

Neben den US-Rezessionssorgen ist es aber auch Teil der Wahrheit, dass der Treiber der US-Aktienoutperformance der letzten beiden Jahre, der IT-Sektor bzw. die „Glorreichen Sieben“, derzeit konsolidieren. Diese Konsolidierung hat geholfen, die Bewertungsrelationen des IT-Sektors, aber auch der „Glorreichen Sieben“ etwas zu normalisieren. Die durch DeepSeek ausgelöste Rekalibrierung der KI-Erwartungen dürfte den KI-Enthusiasmus in den nächsten Monaten noch ein wenig bremsen, was uns dazu bewogen hat, die Übergewichtung des IT-Sektors, aber auch der US-Aktien zu neutralisieren.

Bewertung der Glorreichen Sieben normalisiert sich

KGV; gestrichelte Linie: Durchschnitt seit 2015



Quelle: Commerzbank-Research

Aktuelle Situation bei Anleihen spricht gegen ...

Was bedeutet dies für die übergeordnete Asset-Allokation? Unser grundsätzliches Bild, dass wir uns konjunkturell in den USA eher im Spätzyklus befinden, bleibt erhalten. Es ist



gerade typisch für den Spätzyklus, dass Befürchtungen über eine konjunkturelle Abschwächung immer wieder zu Konsolidierungen oder kleineren Korrekturen am Aktienmarkt führen. Diese sind aber dann in der Regel (Spät-)folgen der restriktiven Geldpolitik, die sich über Zinssenkungen der Notenbank (auch bekannt als Versuch einer weichen geldpolitischen Landung) abfangen lassen. Daher ist hier auch die bevorzugte Positionierung eine sogenannte „Barbell“, bei der eine stärkere Akzentuierung risikoreicherer Anlagen wie der Aktie durch eine Positionierung bei z.B. risikolosen Staatsanleihen ausgeglichen, und durch eine Untergewichtung mittlerer Risikokategorien gegenfinanziert wird.

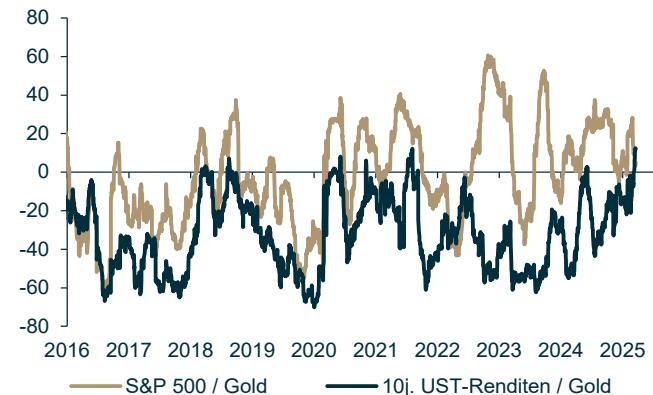
... „Barbell“-Allokation trotz konjunkturellem Spätzyklus

Die deutlich aggressiver als erwartete Zollpolitik Donald Trumps (und damit auch ihre Inflationsauswirkungen), aber auch die deutliche Ausweitung der Staatsverschuldung in Deutschland und der daraus erwartete, weitere Anstieg der Anleiherenditen stellen aber den Diversifikationseffekt im Falle (temporär) schwächernder Aktienmärkte in Frage. Wir begegnen diesem Risiko, indem wir taktisch nun eine neutrale Ausrichtung des Aktiensegments bevorzugen. Dabei bleiben wir bei unserem mittelfristig grundsätzlich positiven Bild für den Aktienmarkt. Denn der Unsicherheit über die Auswirkungen der Zollpolitik stehen – neben der jüngsten Verbesserung zahlreicher Frühindikatoren für das verarbeitende Gewerbe – fiskalpolitische Maßnahmen entgegen: Für Deutschland das bereits erwähnte Fiskalpaket, und in den USA die im Wahlkampf versprochene Deregulierung und Steuerentlastung für Unternehmen wie Bürger. Auch in China soll der Konsum durch staatliche Subventionen angekurbelt und so der negative Effekt aus dem zwar erste Zeichen von Stabilisierung sendenden, aber insgesamt weiterhin schwächernden Immobilienmarkt kompensiert und das Wachstumsziel von fünf Prozent erreicht werden.

Dem potenziellen Anstieg der (längerfristigen) Renditen begegnen wir, indem wir den Rententeil des Portfolios stärker auf kurze Laufzeiten ausrichten – was auch unsere Präferenz für eine Übergewichtung der Liquidität zulasten des Anleihegments erklärt.

Gold derzeit unkorreliert

60-Tage-Korrelation



Quelle: Commerzbank-Research

Weiterhin als Beimischung auch im Portfoliokontext sinnvoll bleibt Gold. Es zeigt sich jüngst wenig korreliert mit der Entwicklung der Aktien- und Anleihenmärkte und hilft so, die Wertentwicklung eines Portfolios zu glätten und zu stabilisieren.

Aktuelle qualitative Asset Allokation

Aktien jetzt neutral gewichtet. Anleihen untergewichtet, Liquidität übergewichtet drückt Präferenz für kurze Duration aus



Quelle: Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

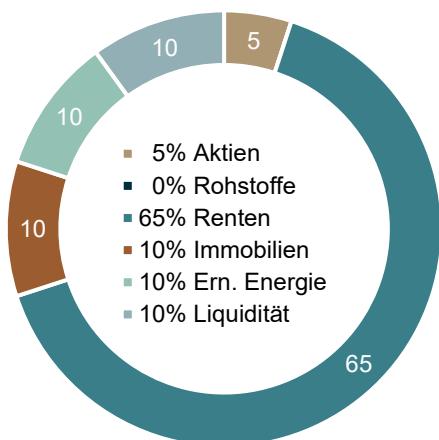
Die aktuelle Zollpolitik Donald Trumps gestaltet sich bislang destruktiver als unter Trump 1.0 und als erwartet. Wir begegnen den aufkeimenden Rezessionsbefürchtungen nun mit einer neutralen Aktienpositionierung. (Unternehmens-)Anleihen, insbesondere mit längeren Laufzeiten bleiben untergewichtet – auch da eine expansivere Fiskalpolitik in Europa und den USA und der daraus erwartete Anstieg der Renditen die Diversifikationsvorteile einer Anleihenposition einschränken. Stattdessen bevorzugen wir kurze Duration und Liquidität.



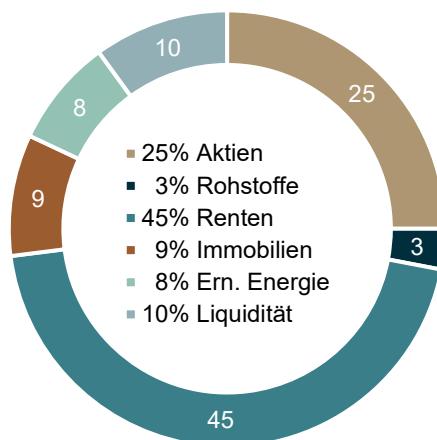
Musterallokation

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.

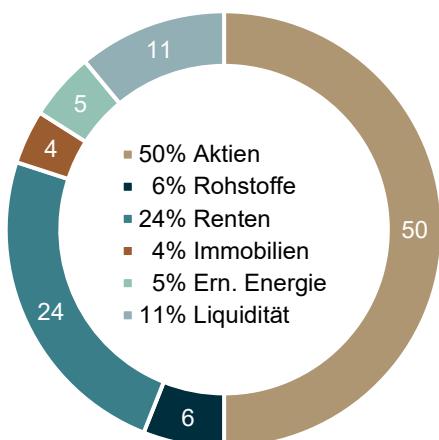
Stabilität



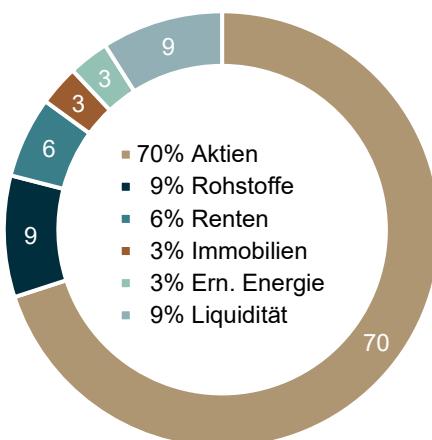
Einkommen



Wachstum



Chance





Welt im Umbruch - Interview zur Geopolitik

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Prof. Dr. Thomas Jäger

Politische Börsen haben kurze Beine lautet eine bekannte Börsenweisheit. Damit sind meist politische Einzelereignisse gemeint. Allerdings wirken geopolitische Strömungen und auch ein Strömungsabriss dauerhaft auf Finanzmärkte. Angesichts der Umwälzungen der letzten Zeit und der Vielzahl der politischen Krisenherde, freuen wir uns auf Einblicke in die geopolitische Großwetterlage von einem der bekanntesten Politikwissenschaftler der Bundesrepublik, Prof. Dr. Thomas Jäger von der Universität zu Köln.

Die etablierte Weltordnung erodiert schon seit längstens. In den letzten Tagen und Wochen scheint sie geradezu zusammenzubrechen. Wie schätzen Sie diese Entwicklung ein?

Richtig, es ist schon seit Längerem abzusehen, dass die USA ihre besonders herausgehobene Stellung im internationalen System und damit die Absicherung der liberalen Globalisierung nicht aufrechterhalten können. „Chimerika“ war stets eine Fata Morgana geopolitischer Ferien. China wuchs zum Herausforderer und beide Staaten konkurrieren nun. Das musste Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben, die derzeit ihre Form als resiliente Globalisierung ausbildet. Zudem ist das Chaospotential mittlerer Mächte, zu denen auch Russland gehört, gewachsen. Bisher sah es so aus, als ob sich eine neue bipolare Ordnung um die USA und China ausbildet – und das ist noch immer die wahrscheinlichste Entwicklung. Doch die grundlegenden Veränderungen in der amerikanischen Außenpolitik eröffnen nun auch den Blick auf andere Gestaltungen der internationalen Ordnung, wenn die USA Russland in seinem Streben nach politischer Dominanz über Europa fördern. Putins Ziel, Russland zur Weltmacht zu führen, gelingt nur über die beitwillige Unterstützung von Trump.

Was bedeutet eine multipolare Welt in Hinsicht auf Stabilität, Zusammenarbeit und Wirtschaftsentwicklung auf Sicht der nächsten Jahrzehnte?

Mit dem Begriff multipolar muss man noch vorsichtig sein. Die Bundesregierung nutzt ihn ebenso wie die EU seit vielen Jahren. Doch war er dabei nur Ausdruck einer stabilen Selbsttäuschung und keine Beschreibung der Realität. Alleine die USA und China verfügen derzeit über die

Fähigkeiten, aus eigener Kraft ein Pol der internationalen Ordnung zu sein. Russland könnte es nur mit der Dominanz über Europa, die EU nur, wenn sie sich zur Ausbildung eines gemeinsamen politischen Willens versteht und parallel zukünftig über die entsprechenden militärischen Fähigkeiten verfügt. In ein paar Jahrzehnten wird Indien hingegen in den Kreis diese Mächte aufrücken. Alle anderen, die gewöhnlich genannt werden, sind nicht dabei. Während eine Ordnung mit zwei Polen relativ stabil ist, sind die überraschenden Schwankungen in einer Ordnung mit drei und mehr Weltmächten größer. Konkret heißt das für die Gegenwart: Falls sich die USA aus Europa zurückziehen, werden die Europäer ihre Souveränität bewahren können? Oder werden sie den militärischen Drohungen Russlands erliegen? Und falls das Letzte eintritt, wird sich Russland eigenständig gegen China behaupten können? Da ist derzeit viel im Fluss, weil die USA ihre Außenpolitik der letzten 80 Jahre über den Haufen geworfen haben, es aber unklar ist, welche Ordnung sie eigentlich anstreben. Manche meinen, es gehe um drei Weltmächte mit ihren jeweiligen Einflusszonen, also Kanada und Grönland für die USA, Europa für Russland und die pazifischen Staaten für China. So einfach wird das nicht werden, selbst wenn Trump weiterhin harte Politik gegen die amerikanischen Interessen führt.

Kommen wir zu einer der aktuellen Unruhequellen. US-Präsident Trump ist geradezu hyperaktiv in Themen, die sein „MAGA“-Ziel befördern sollen, das Ergebnis ist bisher eine völlige Verunsicherung von Verbrauchern, Unternehmen und langjährigen Partnern. Wann bröckelt sein Rückhalt in den USA?

Er fängt schon an zu bröckeln. In vielen Umfragen lehnt eine Mehrheit seine Politik ab. Die Zustimmung sinkt zudem, wenn nach konkreten Vorhaben – etwa der Senkung der Lebenshaltungskosten – gefragt wird. Nur bei der Begrenzung der Migration hat er noch deutlich positive Werte. Das wird man genau beobachten müssen, denn inzwischen werden nicht nur Menschen abgeschoben, die sich illegal im Land aufhalten, sondern auch Menschen mit Aufenthaltserlaubnis deportiert. Dann fehlt am nächsten Morgen die Kollegin am Arbeitsplatz. Aus Sicht der Trump-Regierung betrifft dies 22 Millionen Menschen. Noch haben steigende Preise und fallende Aktienkurse nicht das

Potential zur breiten Mobilisierung. Und hinter der Nebelwand von Bürokratieabbau, den in den USA sehr viele unterstützen, ist die Einschränkung der Gewaltenteilung, die Trumps Ziel ist, noch nicht allen sichtbar. In den USA werden gerade Demokratie und Rechtsstaat geschreddert. Das müsste eigentlich viel mehr Menschen mobilisieren als die außenpolitischen Volten. Und Umfragen zeigen auch, dass Trumps feste Unterstützung bei ungefähr einem Drittel der Wählerschaft liegt. Die zwei Drittel sind aber noch nicht ausreichend wach.

Lohnt es sich schon an eine Welt nach Trump zu denken? Bleiben dauerhafte Narben und könnte das Zerwürfnis mit den Partnern wieder gekittet werden?

Der große Trumpf der USA im Wettbewerb mit China waren die vielen Verbündeten weltweit. So wurde ja auch erwartet, dass Trump, wie es in seiner ersten Amtszeit versucht wurde, die Verbündeten im Pazifik und Europa für eine gemeinsame Chinapolitik gewinnen wollte. Aber wir sehen das Gegenteil. Die USA wenden sich von den Verbündeten ab und sehen sie als Last. Unter Trump wird sich das zerbrochene Vertrauen nicht mehr kicken lassen und wohl auch nicht unter der nächsten Regierung, selbst wenn sie das reparieren wollte. Die Europäer werden, wie die pazifischen Staaten auch, die Beziehungen zu den USA intensiv aufrechterhalten wollen. Das liegt in ihrem Interesse. Parallel werden sie eigene Kooperations- und Sicherheitsstrukturen aufbauen. Es wird jetzt stets auch um einen Plan B gehen, möglicherweise wird der dann irgendwann zu Plan A. Der amerikanischen Rüstungsindustrie hat Trump deshalb jetzt schon massiv geschadet. Andere Branchen werden dem folgen.

Die Ukraine und ihre Bewohner scheinen in den Gesprächen zwischen Trump und Putin eher eine Art Spielstein auf einem geostrategischen Brettspiel. Gibt es Chancen auf ein Ende der Kampfhandlungen und welche Konturen sehen Sie für eine Nachkriegsordnung im Osten Europas?

Putin verfolgt mit dem Krieg in der Ukraine ja nicht nur die territoriale Ausweitung Russlands, sondern will Europa dominieren und die USA aus Europa vertreiben. Das waren die Bedingungen, die Russland im Dezember 2021 den USA und der NATO übermittelten mit dem Hinweis: Wenn das erfüllt wird, gibt es keinen Krieg. Putin hat keines dieser Ziele erreicht, hingegen Russland massiven wirtschaftlichen Schaden zugefügt, doch ändert das nichts an diesen Zielen. Er verfolgt sie weiter. Deshalb wird der Krieg auch nicht mit einem Kompromiss enden können, sondern aus

russischer Sicht nur mit einer Kapitulation der Ukraine, die man aber gerne „Verhandlungsergebnis“ nennen kann. Das hat die Regierung Trump völlig falsch eingeschätzt, weshalb sie derzeit irrlichtert und nicht weiß, was sie auf welchem Weg erreichen will. Der eigentliche Gegenspieler Russlands in Europa ist aber die Europäische Union. Nicht wegen ihrer Fähigkeiten, sondern wegen ihres Ordnungsmodells. Die EU ist eine Sicherheitsgemeinschaft, ihre Mitglieder greifen sich nicht gegenseitig an. Russland hingegen will den Revisionismus zurück nach Europa bringen. Denn Territorialkonflikte zwischen europäischen Staaten wären ein brauchbares Einflussinstrument. Wenn die EU Zonen unterschiedlicher Sicherheit ausbildet, weil sich, wie Russland fordert, fremde NATO-Truppen aus Osteuropa zurückziehen, wird sie das nicht überleben. Deshalb kann es aus EU-Interesse keine gesonderte Ordnung für Osteuropa geben, aus russischem Interesse geht es genau darum, diese zu erreichen. Das steht gerade auf dem Spiel.

Für die Bundesrepublik und andere Teile Europas war der US-Atomschirm ein konstitutives Element der Verteidigungsstrategie. Kann Europa mit seinen Rüstungsvorhaben hier Ersatz schaffen? Ist die Atomwaffe Europa und gemeinsame Truppen eine Vision?

Die EU-Staaten haben keine Alternative zur militärischen Ertüchtigung, wenn sie souverän bleiben wollen. Das bezieht sich derzeit vor allem auf die konventionelle und hybride Rüstung. Das können die EU-Staaten aus eigener Kraft schaffen, denn das demographische, wirtschaftliche, finanzielle, technologische und kulturelle Potential ist vorhanden. Die EU-Staaten sind selbstverschuldet in dieser miserablen Lage, sie können sich aber auch eigenständig daraus befreien. Ob sie den politischen Willen dazu ausbilden, ist derzeit fraglich. Einerseits sind erste Anzeichen zu sehen, andererseits versinken viele Treffen immer wieder in Ankündigungen. Den amerikanischen Nuklearschirm zu ersetzen, wird weitaus schwieriger, weil hier letztlich nur das französische Potential in Frage kommt. Denn die britische Nuklearbewaffnung hängt an den USA. Da Nuklearwaffen nationale Waffen sind, also nur für das eigene Überleben eingesetzt würden, stellte sich ja jahrzehntelang das Problem der erweiterten Abschreckung. Würden die USA ihre Existenz für Staaten in Europa riskieren? Das wäre die Frage, die dann in Paris auf dem Tisch liegt, denn auch wenn die Kosten für den europäischen Nuklearschirm sicherlich breiter getragen werden, am Ende entscheidet der französische Präsident. Aber warum sollte das riskanter sein, als sich zukünftig auf den amerikanischen Präsidenten zu verlassen?

**Schauen wir auch noch ins Inland. Die Koalitionsfin-
dung läuft. Das wichtige Bindemittel der Koalitionäre
scheint vor allem das jetzt komfortabel aufgefüllte “ge-
meinsame Konto“ zu sein. Wo sehen Sie Erfolgsfelder,
wo Reibepunkte für die neue Bundesregierung?**

Das ist schwer zu sagen, weil derzeit ja noch vieles unklar ist. Sowohl in der Migrations- als auch der Gesundheitspolitik, um zwei zentrale Politikfelder herauszugreifen, gibt es noch keine Einigung. Und wenn es die gibt, kommt es zu- dem auf die Umsetzung an. Richtig ist, dass sich die Regierung mit großem finanziellem Spielraum versorgt hat. Das ist ebenso Chance wie Risiko, war aber mit Blick auf die Ertüchtigung der Bundeswehr notwendig. Was jetzt für Sicherheit ausgegeben wird, haben die Regierungen der letzten 15 Jahre anders verwendet. Entscheidend für den Erfolg der neuen Bundesregierung wird sein, das Wachstum der Wirtschaft zu fördern, die Migration zu begrenzen, innere Sicherheit zu gewährleisten und alles auch noch klug zu kommunizieren. Die letzten Wochen lassen da al- lerdings einen sehr durchwachsenen Eindruck zurück. An- ders gesagt: Das politische Personal kann sich in seiner Leistung und Erscheinung noch steigern.

**Wagen Sie eine Prognose zur Haltedauer? Volle Legis-
latur? Kann es danach überhaupt einfachere Regie-
rungsbildungen geben?**

Das Problem in Deutschland ist, dass Wahlen die Macht-frage nicht entscheiden. Das war früher mit zwei Volksparteien anders, aber die gibt es nicht mehr. Jetzt koalieren drei, vier kleine Parteien. Weil sie sich profilieren wollen, ohne dies professionell kommunikativ zu können, kommt es stets zu Reibungen. Das ist auch eine Frage der Qualität des Personals. Meiner Einschätzung nach lässt sich dies nur durch die Begrenzung der Amtszeiten oder einer Änderung des Wahlsystems grundlegend ändern. Doch dem müssten ja diejenigen zustimmen, die genau das nicht wollen. Der Druck auf die Regierungsparteien kommt in den nächsten Jahren hingegen aus der AfD und der Linken. Scheitert die Regierung, werden diese Parteien weiter an Zustimmung gewinnen. Aber das wusste die letzte Bun- desregierung auch schon und hat sich nicht darum ge- schert.



Kurz-Vita: Prof. Thomas Jäger

Thomas Jäger studierte von 1981 bis 1986 an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, der Otto-Friedrich-Universität Bamberg und der Philipps-Universität Marburg Politikwissenschaft, Philosophie, Soziologie und Geschichte. Er wurde 1990 an der Philipps-Universität Marburg zum Dr. phil. promoviert. 1995 habilitierte er sich im Fach Politikwissenschaft in Marburg. Im Jahr 1999 wurde Jäger zum Professor für Internationale Politik und Außenpolitik an der Universität zu Köln berufen. Er ist ordentliches Mitglied der Nordrhein-Westfälischen Akademie der Wissenschaften und der Künste. Außerdem gehört er dem wissenschaftlichen Direktorium des Instituts für Europäische Politik und dem wissen- schaftlichen Beirat des Zentrums für Militärgeschichte und Sozialwissenschaften der Bundeswehr an. Ferner ist er Herausgeber der Zeitschrift für Außen- und Sicherheitspolitik (ZfAS) und der Buchreihe Globale Gesellschaft und internationale Beziehungen. Er hat eine Gastkolumne bei Focus Online und ist in vielen Medien geschätzter und ge- fragter Interviewpartner zu Internationaler Politik und Si- cherheitspolitik.

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 27. März 2025

Commerzbank AG

Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

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

Group Research
Chief Investment Office