

COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Office

Investment Perspektiven

2. Quartal 2026





Investment Perspektiven 2. Quartal

Kapitalmärkte am Scheideweg: Stagflationsbaisse oder Reflationsrally?



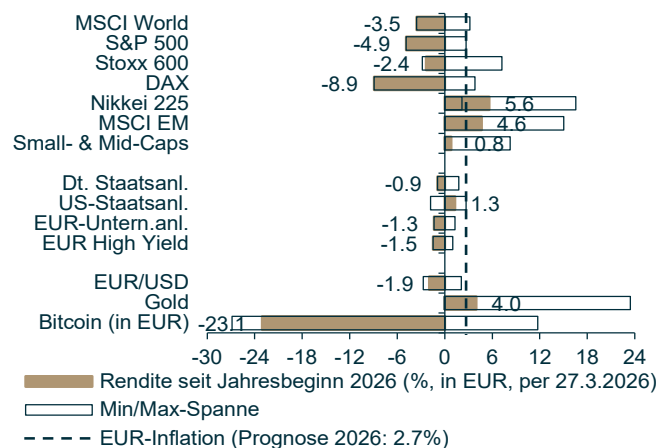
Thorsten Weinelt
Chefanlagestrategie

- **Geopolitik:** Der Iran-Krieg hat alles auf den Kopf gestellt. Nach Reflationseuphorie stehen Stagflationssorgen im Mittelpunkt.
- **Weltwirtschaft:** Eine Abschwächung mit erheblichen Risiken ist wahrscheinlich.
- **Geldpolitik:** Notenbanken befinden sich in einem Dilemma, denn sie müssen aufkommenden Konjunktur- und Inflationssorgen gleichermaßen Rechnung tragen. Wir erwarten eine Politik mit Augenmaß.
- **Asset Allokation:** Investiert bleiben, aber abpuffern für ein Stagflationsszenario! Keine Zeit für große Wetten, Chancen in der Krise nutzen!

Nach einem fulminanten Jahresstart ist – seit Beginn des Iran-Krieges – die Stimmung an den Kapitalmärkten angeschlagen. Die Marktteilnehmer erlebten zum vierten Mal in Folge einen gelungenen Jahresauftakt. Das Narrativ für die Kapitalmärkte war überzeugend: Notenbanker und Finanzminister schieben die Konjunktur an, die Inflation bleibt unter Kontrolle – auch durch den disinflationären Trend der

Bewegter Jahresauftakt an den Kapitalmärkten ...

Performance der Assetklassen in % und Bandbreite



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

künstlichen Intelligenz –, die Gewinnperspektiven der Unternehmen verbessern sich, und die Aktien haussieren. Dabei profitieren die Small- und Mid-Caps von den erwarteten Zinssenkungen in den USA, sowie einer steigenden M&A-Tätigkeit und den angekündigten Börsengängen, und die Emerging Markets von dem strukturellen Abwertungsdruck des US-Dollar (siehe Grafik unten links). Zudem landete die japanische Premierministerin Takaichi einen Erdrutsch-Wahlsieg mit einer Zweidrittel-Mehrheit für ihren wirtschaftsfreundlichen Kurs, was den Nikkei beflügelte. Gold erreichte – wie auch andere Edelmetalle – schwindelerregende Höhen, wohingegen der Bitcoin weiter unter Abgabedruck kam.

Doch US-Präsident Trump ist sich treu geblieben: kalkulierbar nur in seiner Unberechenbarkeit, polarisierend impulsiv und äußerst faktenflexibel sorgte er auch in diesem Jahr für Überraschungen – wie schon 2025 im April mit dem Liberation Day. Nach dem Maduro-Coup in Venezuela und Vorstoß zum Erwerb Grönlands zu Jahresbeginn griff er Ende Februar gemeinsam mit Israel den Iran militärisch an. Dabei folgte der Kapitalmarkt anfänglich dem Narrativ Trumps, dass der Krieg innerhalb von 14 Tagen vorbei sei und der Iran nach der Liquidierung seiner Führungsspitze und den erfolgreichen Luftschlägen einem Waffenstillstand unter US-Bedingungen zustimmen würde.

Weltwirtschaft in Geiselhaft: Beschädigte Energieinfrastruktur und Blockade der Straße von Hormus

Hormus und Bab al-Mandab: sensible Routen und zwei Nadelöhre für den Öl- und Gasnachschub



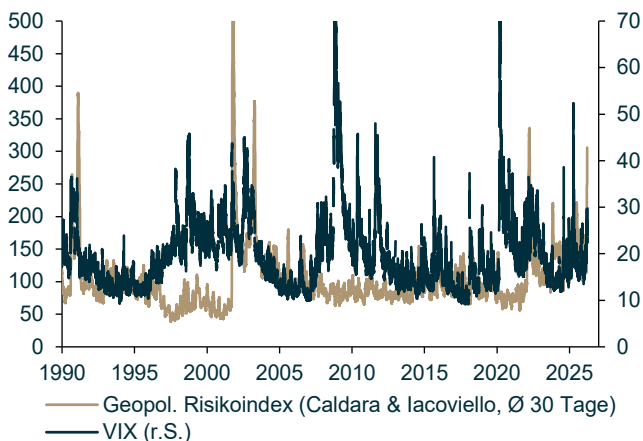
Quelle: Commerzbank-Research



Dies erwies sich jedoch als Trugschluss, denn der Iran schlägt auch nach 4 Wochen gegen die gesamte Golfregion, das US-Militär und Israel mit Drohnen und ballistischen Raketen zurück und beschädigt Teile der Energieinfrastruktur nachhaltig - so die Flüssiggasanlage Ras Laffan in Katar, was die Flüssiggasproduktion unmittelbar um 17 Prozent reduzierte. Damit kippte die Stimmung an den Kapitalmärkten. Noch schwerwiegender als die Bombardements der Energieanlagen ist die faktische Schließung der Straße von Hormus im Persischen Golf (siehe Grafik auf Seite 2), durch die rund 20 Prozent des weltweit geförderten Rohöls und Flüssiggases sowie umfangreiche Raffinerieprodukte und Düngemittel verschifft werden: Die großen internationalen Reedereien haben die Schifffahrt nahezu eingestellt. Begrenzt können Schiffe aus dem Iran oder Malaysia, Pakistan nach Verhandlungen die Straße von Hormus in Richtung Asien passieren.

Hohe geopolitische Unsicherheit sorgt für höhere Marktschwankungen und Volatilitätsspitzen

Geopolitischer Risikoindex und Volatilitätsindex VIX



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

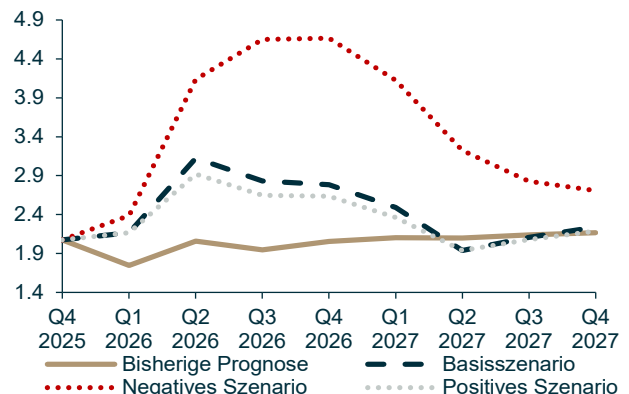
Die negativen Folgen für die Weltwirtschaft lassen sich noch nicht vollständig abschätzen. Die Risiken einer weiteren Eskalation und eines länger andauernden Iran-Krieges sind aber deutlich gestiegen. Dies zeigt sich auch in einem deutlichen Anstieg des geopolitischen Risikoindex und des Aktienmarkt-Volatilitätsindex VIX, der jedoch (noch) nicht in die Höhen aus der Zeit des Beginns des Ukrainekrieges und der Covidkrise erreichte (siehe Grafik oben). **Die Entwicklung der Weltwirtschaft und das Kapitalmarktgeschehen werden in den kommenden Wochen und Monaten entscheidend vom Fortgang des Iran-Konfliktes abhängen.**

Unsere Volkwirte haben **drei Szenarien** für den weiteren Verlauf des Iran-Krieges in Abhängigkeit von der Länge des Krieges, der weiteren Zerstörung der Energieinfrastruktur in der Golfregion und dem Anstieg des Brent-Rohöl- und des europäischen Gaspreises skizziert.

In unserem **Basisszenario (60% erwartete Wahrscheinlichkeit)** unterstellen wir, dass der Krieg etwa drei Monate anhält, ein Waffenstillstand also bis spätestens Ende Mai erreicht wird. Dabei ist zwischenzeitlich eine weitere Eskalation des Krieges und Beschädigung der Energieinfrastruktur in der Golfregion nicht auszuschließen, der Ölpreis (Brent) dürfte sich im Durchschnitt bei 110 US-Dollar je Barrel einpendeln, der europäische Gaspreis bei 60€. Die Schifffahrtsstraße von Hormus bleibt noch wenige Wochen versperrt, bis sich die Kriegsparteien auf eine Öffnung unter Geleitschutz einigen. Die Notenbanken reagieren umsichtig, die EZB wird ihren Leitzins nur leicht nach oben anpassen, die Fed später als geplant ihre Zinsen senken.

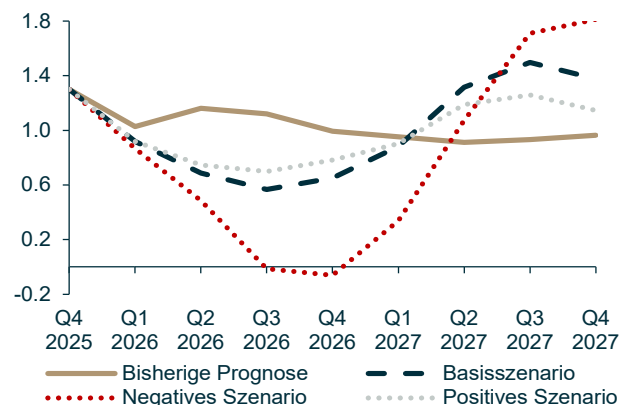
Inflation steigt im Basisszenario bis auf 3%, im Falle eines längeren Krieges deutlich höher

Inflation im Euroraum in %, Basisszenario: 3 Monate Krieg, Ölpreis 110\$, Gaspreis 60€; Positives Szenario: bis zu 8 Wochen Krieg, Ölpreis 100\$, Gaspreis 50€; negatives Szenario: 9 Monate Krieg oder länger, Ölpreis 150\$, Gaspreis 100€



Wachstum fällt im Basisszenario um 0,4%, bei längerem Krieg droht ein Stagflationsszenario

Wirtschaftswachstum Euroraum in %



Quelle: Commerzbank-Research

In einem **negativen Szenario (30%)** gehen wir von einer weiteren Eskalation des Krieges und einer nachhaltigen



Schädigung der Energieinfrastruktur in der Golfregion aus. Die Straße von Hormus bleibt bis Jahresende geschlossen oder die sensiblen Ölrouen anderswo gestört und der Anstieg des Ölpreises auf 150\$ je Barrel und des europäischen Gaspreises auf 100€ führen zu einer veritablen Energiekrise für die Weltwirtschaft. Ein Stagflationsszenario wäre die Folge, d.h. die Inflation würde im Euroraum auf bis zu 5 Prozent steigen bei gleichzeitigem Einbruch des Wirtschaftswachstums (siehe Grafik auf Seite 3). In diesem Dilemma dürften die Notenbanken die Leitzinsen zunächst erhöhen, um den Inflationsdruck durch den Energiepreisschock zu mindern, auch wenn eine restriktivere Geldpolitik einen wirtschaftlichen Abschwung verschärfen würde.

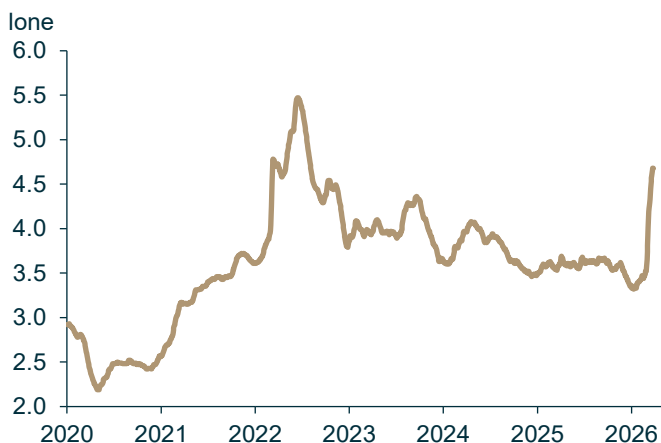
Im **positiven Szenario (10%)** gehen wir davon aus, dass der Krieg nach acht Wochen durch erfolgreiche Verhandlungen in einen Waffenstillstand mündet, was aktuell eine positive Überraschung für die Finanzmärkte wäre. Eine weitere Eskalation und Zerstörung der Energieinfrastruktur in der Golfregion wird vermieden. Die Sperrung der Straße von Hormus wird zeitnah aufgehoben, durch die Aufnahme der Schifffahrtsrouten ergibt sich schnell die Perspektive einer Normalisierung der Versorgungssituation. Die Notenbanken würden durch den zwischenzeitlichen Energiepreisanstieg hindurchschauen, die EZB ihren Leitzins unverändert lassen, die US-Notenbank ihren Zinssenkungszyklus mit dem Amtsantritt des neuen Fed-Chefs Kevin Warsh fortsetzen.

Unabhängig von den drei Szenarien lässt sich festhalten, dass als Folgen des Iran-Krieges bereits jetzt ...

1. ... ein schwächeres Wirtschaftswachstum und
 2. eine höhere Inflation
- zu erwarten sind (siehe auch Seite 10 Weltwirtschaft).

US-Benzinpreis erreicht höchsten Stand seit drei Jahren

Durchschnittspreis (Regular, Mid, Premium, Diesel), \$/Gallone



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

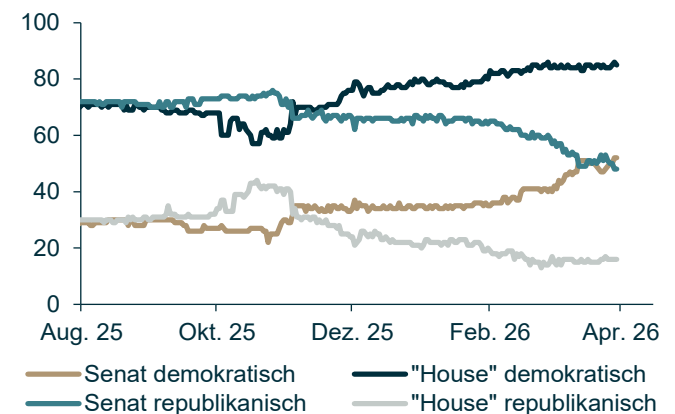
Gibt es einen TACO-Moment?

Der entscheidende Unterschied zu den Zollkapriolen im April 2025 ist aber, dass Donald Trump das Zepter nicht allein in der Hand hält: Er ist auf den Iran als Verhandlungspartner für den Waffenstillstand angewiesen. Dies macht einen Rückzieher, an den Kapitalmärkten gerne als TACO-Moment (für „Trump Always Chickens Out“) bezeichnet, schwieriger, aber nicht unmöglich. Denn der innenpolitische Druck auf die Trump-Administration steigt, weil die Amerikaner den Iran-Krieg mehrheitlich ablehnen und nunmehr die Folgen des Krieges in Form von höheren Spritpreisen zu spüren bekommen (siehe Grafik unten links).

Da verwundert es nicht, dass aktuelle Umfragen und auch Wettquoten auf eine empfindliche Niederlage der Republikaner bei den Zwischenwahlen im November dieses Jahres hindeuten. Nach dem Repräsentantenhaus wackelt mittlerweile auch die republikanische Mehrheit im Senat (siehe Grafik unten). Mit jedem weiteren Kriegstag wächst der politische Druck auf Donald Trump, einen Ausweg zu finden, mit dem er sich als Gewinner präsentieren kann. Dies wird umso schwieriger, je länger der Krieg dauert und je erfolgreicher das Mullah-Regime Widerstand leistet. Daher sehen wir auch die größte Wahrscheinlichkeit in einem Kriegsende im Laufe des zweiten Quartals, bei dem Donald Trump den Iranern weitreichend entgegenkommt, aber beide Seiten ein gesichtswahrendes Ergebnis in ihrer Öffentlichkeit präsentieren können. Gegen ein schnelles Kriegsende sprechen die noch weit auseinanderliegenden Positionen der Kriegsparteien sowie der Anspruch Trumps auf eine „Kapitulation“ des Irans (15 Punkte-Plan).

Trump unter Druck: Nach dem Repräsentantenhaus wackelt jetzt auch der Senat in den Zwischenwahlen

Polymarket-Wahrscheinlichkeiten für demokratische/republikanische Mehrheit im November



Quelle: Bloomberg, Polymarket, Commerzbank-Research



Es ist aber auch nicht auszuschließen, dass Präsident Trump den Einsatz von Bodentruppen anordnet, um die Chancen auf einen Regimewechsel zu erhöhen und die Straße von Hormus freizubekommen. In einem solchen Fall steigt das Risiko eines „endlosen Kriegs“ wie im Irak oder Afghanistan mit erheblichen Folgen für die Weltwirtschaft. Ein negatives Stagflationsszenario ließe sich dann kaum mehr vermeiden. Präsident Trump würde damit in die gleiche Situation geraten, für die er seine Vorgänger (Bush Jr. und Obama) so scharf kritisiert hatte.

Wie sollte ich mich als Anleger in diesem herausfordernden und durch Unsicherheiten geprägten Umfeld verhalten? Wie kann ich mich gegen ein negatives Stagflationsszenario absichern?

Das Wichtigste als Anleger ist es, sich in diesen häufig auftretenden geopolitischen Krisen nicht von seinen Emotionen leiten zu lassen und investiert zu bleiben. Denn in den meisten Fällen konnten Anleger nach einer volatilen Phase bereits sechs bis zwölf Monate später von wieder steigenden Aktienkursen profitieren (siehe Tabelle). Ausnahmen bildeten die Suez Krise 1956, der Yom-Kippur-Krieg 1973, der Iran-Irak-Krieg 1980 sowie der Kriegsbeginn in der Ukraine 2022. Der Krieg in Afghanistan 2001 war damals weniger für den Abverkauf an den Aktienmärkten verantwortlich als das Platzen der Internetblase. Für den Anleger war vor allem der Bärenmarkt nach dem ersten Ölpreisschock 1973 schmerzhaft (S&P 500 -43%), weil die Weltwirtschaft eine mehrjährige Phase eines schwachen Wachstums bei hoher Inflation (Stagflation) durchmachte, die erst Mitte der 1980er Jahre nach den massiven Zinserhöhungen des neuen Fed-Chef Paul Volcker ihr Ende fand.

Geopolitische Krisen als Chance begreifen

Performance des US-Aktienmarktes in % über unterschiedliche Zeiträume nach geopolitischen Krisen

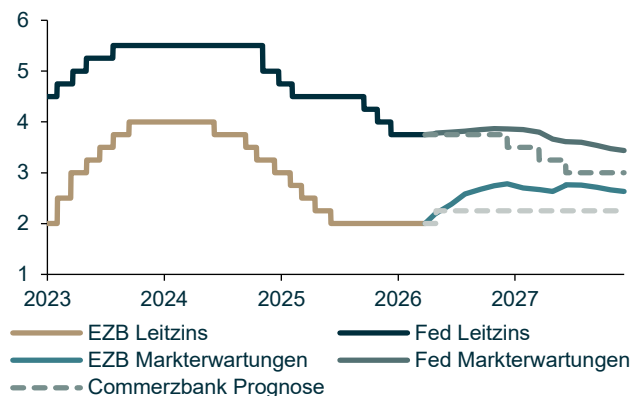
S&P 500 Rendite						
	Datum	+1W	+1M	+3M	+6M	+12M
KoreaKrieg	Jun 50	-7.6%	-10.0%	1.5%	4.9%	11.2%
VietnamKrieg	Nov 55	4.4%	7.3%	4.1%	13.9%	10.0%
Suezkrise	Okt 56	2.6%	-4.4%	-3.6%	-1.4%	-12.3%
Libanon-Krise 1958	Jul 58	2.9%	5.3%	12.1%	23.8%	32.1%
Kubakrise	Okt 62	-6.3%	5.4%	13.3%	21.1%	27.8%
Indien-Pakistan-Krieg	Aug 65	0.7%	2.6%	7.7%	8.7%	-2.1%
Sechstagekrieg	Jun 67	4.1%	3.3%	6.5%	7.7%	13.0%
Yom-Kippur-Krieg	Okt 73	1.4%	-4.5%	-10.0%	-15.3%	-43.2%
Fall/Befreiung von Saigon	Apr 75	2.0%	4.4%	1.8%	2.3%	16.4%
Geiselnahme im Iran	Nov 79	-1.0%	4.2%	11.6%	3.0%	25.9%
Sowjetisch-Afghanischer Krieg	Dez 79	0.3%	5.6%	-7.8%	6.9%	26.2%
Iran-Irak-Krieg	Sep 80	-5.3%	1.2%	4.1%	2.8%	-10.5%
Libanon-Krieg	Aug 82	0.6%	4.9%	13.9%	27.4%	36.8%
US-Aktionen in Libyen	Apr 86	2.0%	-1.4%	-1.7%	0.5%	19.6%
US-Einsatz in Panama	Dez 89	1.7%	-1.1%	-0.4%	4.7%	-3.7%
Golfkrieg	Aug 90	-3.3%	-8.2%	-11.3%	-2.4%	10.2%
Kroatischer Krieg	Mar 91	0.0%	0.0%	-1.1%	3.4%	7.6%
Bosnienkrieg	Apr 92	0.1%	2.8%	2.0%	0.4%	8.8%
Kosovo-Krieg	Feb 98	0.6%	4.4%	4.6%	-2.1%	18.0%
Krieg in Afghanistan	Okt 91	1.9%	4.1%	8.7%	4.8%	-26.7%
Irakkrieg	Mar 03	-0.8%	2.0%	13.7%	18.3%	26.7%
Russland/Ukraine	Feb 22	1.7%	5.4%	-8.1%	-3.4%	-7.4%
Durchschnitt		0.1%	1.5%	2.8%	5.9%	8.4%
Median		0.6%	3.0%	3.1%	4.1%	10.7%

Quelle: Morgan Stanley Research, Bloomberg

Die Situation heute ist aber eine andere, weil die USA mittlerweile Netto-Exporteur von Energie sind, die Weltwirtschaft weniger ölintensiv produziert und das Risiko von Lohn-Preis-spiralen wie zuletzt 2022 durch einen jetzt schwachen Arbeitsmarkt geringer ist. Darüber hinaus kommt es zu disinflationären Effekten durch die zunehmende Nutzung von KI, der Automatisierung und Digitalisierung von Arbeitsprozessen und Überkapazitäten Chinas. Auch ist davon auszugehen, dass die Notenbanken im Falle steigender Inflationserwartungen zwar weniger aber schneller reagieren als nach dem ersten Ölpreisschock 1973, dem zweiten Ölpreisschock 1979 oder 2022 infolge des Ukrainekrieges und des vorangegangenen Covid-Schocks, um den Inflationsdruck einzudämmen.

Geldpolitik in einer Zwickmühle: Inflation nur temporär?

Entwicklung Leitzinsen seit Anfang 2023 und Commerzbank-Prognosen (grau gestrichelt) in %



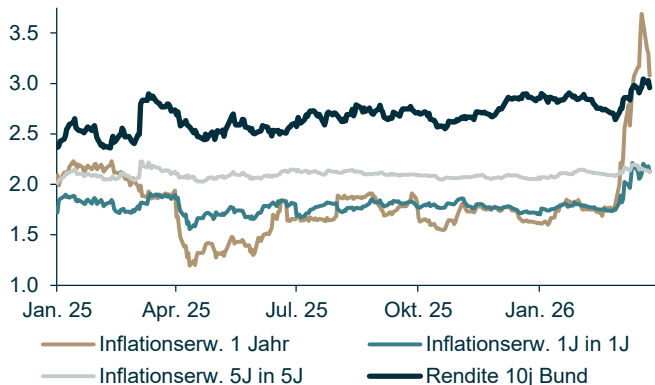
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

So erwarten unsere Volkswirte eine Zinserhöhung der EZB um 25 Basispunkte (Bp.) im zweiten Quartal. Dies darf als Signal an den Kapitalmarkt verstanden werden, dass man aus den Fehlern 2022 gelernt hat, wo die EZB erst nach einem Anstieg der Inflation auf 8% mit einer ersten Zinserhöhung reagierte. Die US-Notenbank dürfte aufgrund der höheren Energiepreise mit weiteren Zinssenkungen bis Jahresende warten, dann die Fed-Funds-Rate durch drei weitere Zinsschritte á 25 Bp. auf 3 Prozent senken (siehe Grafik oben und Seite 12). Die Markterwartungen von drei Zinserhöhungen der EZB und keiner Zinssenkung der Fed bis Ende des Jahres sind aus unserer Sicht übertrieben. Zwar sind die kurzfristigen Inflationserwartungen deutlich angestiegen und ursächlich für den Anstieg der Anleiherenditen, die langfristigen Inflationserwartungen (5J in 5J) sind aber nach wie vor stabil bei 2 Prozent (siehe Grafik nächste Seite).



Gestiegene Inflationserwartungen treiben kurzfristig die Anleiherenditen

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationserwartungen (1J, 1J in 1J, 5J in 5J) in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

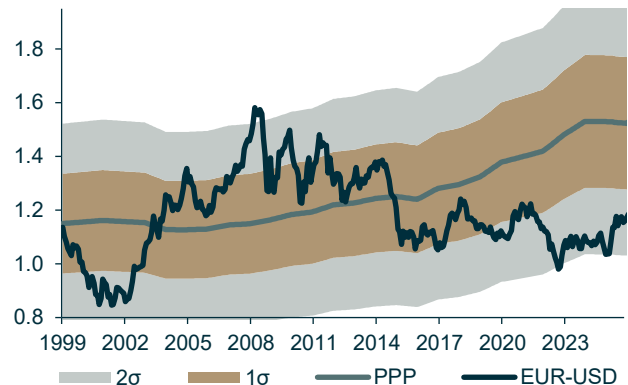
Der jüngste Anstieg der 10-jährigen Bundrendite über 3% und der 10-jährigen US-Treasury-Rendite über 4,4% spiegeln die gestiegenen Unsicherheiten über eine Lösung des Konfliktes. Im Risikoszenario einer Eskalation des Krieges und stark anziehender Rohstoffpreise dürften die Anleiherenditen jedoch weiter steigen. Wir bevorzugen nach dem starken Anstieg der 2-jährigen Renditen und aufgrund der übertriebenen Zinserhöhungserwartungen kürzere Laufzeiten für Neuengagements, und im Portfoliokontext die Duration weiter neutral zur Benchmark auszurichten. Zudem erwarten wir aufgrund der Risiken auch bei den Unternehmensanleihen gewissen temporären Druck auf die Renditen, weshalb wir das im Jahresausblick zurückgestufte Votum „neutral“ im aktuellen Umfeld beibehalten (vgl. auch Seite 12 Anleihen und Seite 30 Asset Allokation).

Auch an den Aktienmärkten hat sich das Narrativ mit dem Beginn des Irankonfliktes komplett gedreht. Vor allem die europäischen Aktienmärkte sind unter die Räder gekommen und die energieabhängigen (Schwellen-)Länder Asiens haben den Großteil der Gewinne seit Jahresbeginn wieder abgegeben. US-Aktienmärkte entwickelten sich relativ besser, nicht zuletzt, weil der USD seinem Safe-Haven-Status gerecht wurde und mit Beginn des Krieges aufwertete. **Wir haben in diesem Umfeld unsere regionale Allokation angepasst (siehe Insight AA vom 23.03.26 und auch Seite 17 Aktienteil) und unsere offensive Ausrichtung auf die Emerging Markets vorerst neutralisiert. Dafür haben wir neben Japan (struktureller Gewinner) taktisch die USA auf Übergewichten hochgestuft, Europa bleibt untergewichtet. Diese neue taktische Ausrichtung gilt, solange sich kein unmittelbares Ende des Iran-Krieges abzeichnet (positives Szenario) und wir uns in unserem Basisszenario befinden (siehe auch Seite 30, AA).** Denn mit

einem Waffenstillstand, der Öffnung der Schifffahrtsstraße von Hormus und einer Stabilisierung der Versorgungssituation im Laufe des zweiten Quartals dürfte sich das Narrativ an den Kapitalmärkten sowie die Kapitalströme zugunsten der Schwellenländer, insbesondere der asiatischen Region, schnell wieder drehen. Dem US-Aktienmarkt messen wir dabei seine traditionell defensivere Rolle in turbulenten Börsenphasen zu. Im Fall Japans sehen wir spannende Entwicklungen, die länger tragen können in den neuen klaren politischen Verhältnissen. Dazu haben wir auch ein Interview mit einem Vertreter der Börse Tokio geführt, der etwas zu den institutionellen Hintergründen erläutern wird (siehe Seite 34).

Struktureller Abwertungsdruck des USD dürfte sich mit Ende des Krieges fortsetzen

EUR-USD und (absolute) Kaufkraftparität (PPP) (± 1 und 2 Standardabweichungen)

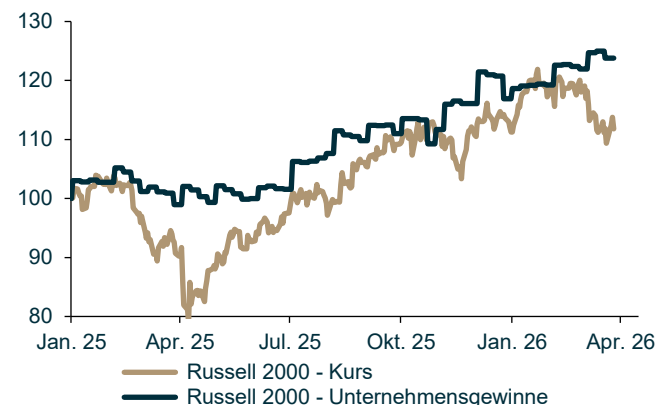


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

In der Tat gehen wir davon aus, dass mit einem Waffenstillstand der Greenback seinen strukturellen Abwertungstrend wieder aufnimmt, zumal der politische Druck auf die Fed deutlich zunehmen dürfte, die Zinsen zu senken.

Iran-Krieg hat Aufwärtstrend der Small- und Mid Caps vorerst gestoppt

Russell 2000: Kursentwicklung und Gewinnerwartungen (kommende 12 Monate), indiziert, Jan 2025 = 100



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



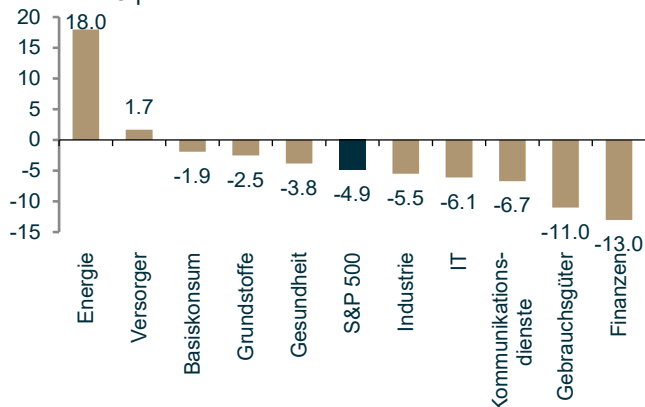
Auch sollte der Aufwärtstrend der Small- und Mid Caps, der durch den Iran-Krieg jäh ausgebremst wurde, wieder an Fahrt aufnehmen (siehe auch Seite 23 Small- und Mid-Caps).

In unserer Branchenstrategie haben wir mit Beginn des Krieges den Energiesektor auf Übergewichten hochgestuft. Dieses vor dem Hintergrund eines potenziell drohenden Stagflationsszenarios, bei dem Energieaktien die einzige wirksame Abpufferung bieten. Parallel haben wir den Finanzsektor mit der jetzt flacheren Zinsstruktur auf neutral zurückgestuft.

In der Tat hilft der Energiesektor bei Ölkrisen und insbesondere in Stagflationsphasen zur Stabilisierung, weil er nicht nur relativ zum Gesamtmarkt MSCI World die beste Performance aufweist, sondern auch absolut deutlich zweistellig positiv abschneidet (siehe Grafik und auch Seite 22 Branchenstrategie). In den Ölkrisen seit Beginn der 1990er Jahre konnte der Energiesektor im Durchschnitt eine positive Performance von 18 Prozentpunkten erzielen, gefolgt von Versorgern mit 1,7 %. Alle anderen Sektoren und Industriegruppen sind negativ.

Energiesektor bietet gewisse Absicherung bei Ölpreisschocks und folgender Stagflation

S&P 500 Sektoren; zeitgewichtete Durchschnittsperformance während historischen Perioden von Angebotsschocks ausgelöst durch Ölpreise



Quelle: Bloomberg, UBS. Historische Perioden seit 1990.

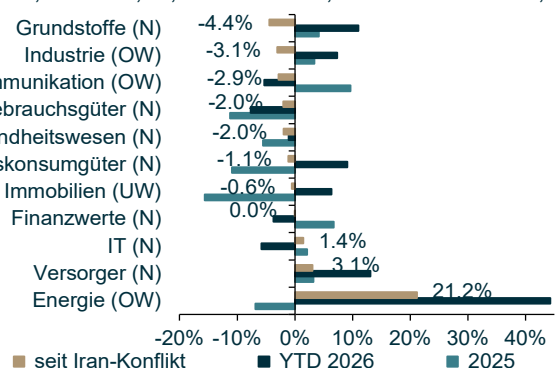
Seit Beginn des Iran-Krieges Ende Februar konnte der Energiesektor über 20% zulegen, seit Jahresbeginn über 40%. Die Versorger sind auch in dieser Krise auf dem zweiten Platz mit einer positiven Performance von 3% seit Beginn des Krieges und 13% seit Jahresbeginn.

Für Anleger, die bislang noch nicht in Energieaktien investiert sind, stellt sich natürlich die Frage, ob sie nach einem Plus von 40% noch kaufen sollten. Hier steht aus unserer Sicht weniger der Gedanke an ein weiteres, signifikantes Performancepotential im Vordergrund. Vielmehr sehen wir

Energieaktien als gewisse Absicherung für den Fall einer weiteren Eskalation des Irankonfliktes und ein Stagflationsszenario. Denn dann sollten sie sowohl relativ als auch absolut vom aktuellen Niveau noch deutlich zulegen. Im positiven Fall eines Waffenstillstandes und rückläufiger Energiepreise dürften die Energieaktien allerdings relativ zum MSCI World und auch absolut verlieren, was aber für Investoren gut zu verkraften sein sollte, wenn die Aktienmärkte insgesamt sowie die meisten anderen Sektoren (deutlich) zulegen.

Energiesektor übergewichten als Abmilderung bei Eskalation des Iran-Konfliktes

Relative Performance gegenüber MSCI World in EUR (MSCI World +6,8% 2025, -3,5% YTD 2026, seit Iran Konflikt -5,7%)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Wir sehen aktuell einige andere Branchenthemen als vielversprechend an. Dazu haben meine Kollegen Beiträge ab der Seite 26 vorbereitet. Dabei geht es um wichtige Trends des laufenden Jahres wie die befürchtete KI-Disruption insbesondere für Geschäftsmodelle von Software-Anbietern sowie das hochaktuelle Thema Rüstung und Verteidigung. Zudem wird eine interessante Nische des Chemiebereichs ausgeleuchtet, denn auch bei Industriegasen besteht ein wenig geläufiger Zusammenhang mit dem KI-Thema, was den Qualitätstiteln dieses Segments Rückenwind gibt.

Private Market Assets: Wir legen im aktuellen Marktumfeld unseren Fokus auf defensive Infrastruktur Assets.

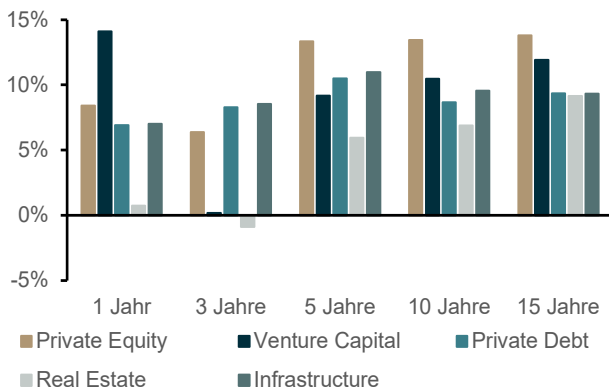
Private-Market-Assets ermöglichen neben einer Diversifikation in alternative Assetklassen eine Verbesserung des Risiko-Rendite-Profiles durch die Vereinnahmung von Illiquiditätsprämien, dieses auch insbesondere im aktuellen Marktumfeld, was durch Makrovolatilität und geopolitische Unsicherheit geprägt ist. Bereits in unseren Investment Perspektiven für das Kapitalmarktjahr 2026 haben wir europäische Infrastruktur-Investments hervorgehoben, weil diese von den deutschen und europäischen Investitionsprogrammen profitieren und einen defensiven Charakter aufweisen. Letzteres vor allem durch oftmals inflationsindexierte langfristige Verträge mit staatlichen Auftraggebern, die in der Regel eine



hohe Bonität aufweisen. Zudem wächst der Markt für Infrastruktur-Assets laut einer Preqin-Studie um ca. 13% p.a.; dabei wächst Europa mit dem Rückenwind der staatlichen Investitionsprogramme deutlich dynamischer als der Rest der Welt.

Attraktive Infrastruktur-Renditen trotz defensivem Charakter

Annualisierte Renditen für Private Market Assets



Quelle: Preqin 3/2026, Commerzbank-Research; Daten per 9/2025

Attraktiv sind vor allem auch die Renditeaussichten, die sich sowohl absolut als auch insbesondere zu anderen Private Market Assets sehen lassen können (siehe Grafik). Für Privatanleger bietet sich oftmals eine Investition in einen semi-liquiden ELTIF an, die Renditen sind dann meistens etwa 2-3% Punkte niedriger als für institutionelle Investoren, die in der Regel beabsichtigen die Illiquiditätsprämie über einen Zeitraum von 10-15 Jahren voll zu vereinnahmen.

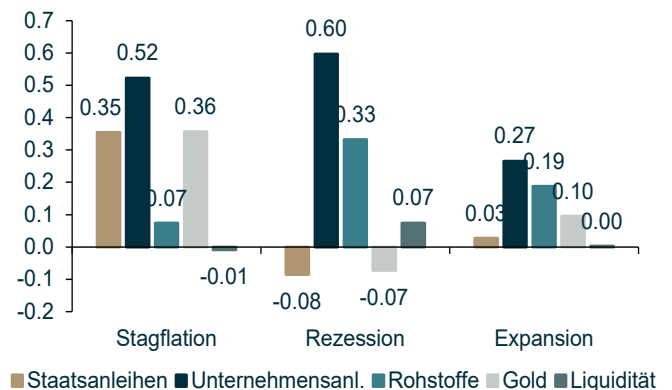
Für die Asset Allokation stellt sich im aktuellen Umfeld erhöhter Makrovolatilität und Stagflationssorgen die Frage nach der Diversifikation (siehe auch Seite 30).

Auf Assetklassen-Ebene ist diese Frage nicht einfach zu beantworten, denn in einem Stagflationsszenario sind die meisten liquiden Assets mit Ausnahme von Kasse positiv korreliert (siehe untere Grafik). Anders ausgedrückt bleibt im Stagflationsszenario nur die Flucht in Liquidität, die dann auch übergewichtet sein sollte. Solange der Iran-Krieg und der Energiepreisschock anhalten, fungiert der USD als sicherer Hafen und gewinnt gegenüber dem Euro und EM-Währungen, gleichermaßen erzielen USD-Assets gegenüber europäischen und EM-Assets eine Outperformance, US-Aktien und -Anleihen erleiden geringere Kursverluste. Auch Gold verliert in einem Stagflationsszenario, wenn die Realzinsen stark ansteigen. Folgt auf die Stagflation, höhere Realzinsen und Bondrenditen eine Rezession, dann werden Gold und auch längerlaufende Staatsanleihen zur Absicherung eines Multi-Asset-Portfolios mit Aktienschwerpunkt interessant.

In unserem Basisszenario einer Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik bei gleichzeitig begrenzt steigender Inflation bevorzugen wir, in Aktien investiert zu bleiben und den Fokus auf eine Abpufferung durch Energieaktien und einer Übergewichtung der USD-Assets zu legen.

Nicht viele sichere Häfen im Stagflationsszenario

Korrelation zum Aktienmarkt (MSCI World) in verschiedenen Makro Regimen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Der Iran-Krieg hat das Narrativ für das Kapitalmarkttjahr 2026 auf den Kopf gestellt und ist für den Anleger zu einer Herausforderung geworden. Der US-Präsident hält die Fäden nicht mehr alleine in seiner Hand. Er ist auf die Iraner angewiesen, um einen Waffenstillstand zu erreichen. Da ein Ende des Krieges im Interesse eigentlich aller Beteiligten liegt, ist eine Beilegung des Konflikts bis Ende Juni wahrscheinlich. Doch die Risiken einer weiteren Eskalation mit höherem Ölpreis und eines negativen Stagflationsszenarios haben zugenommen. Dem tragen wir in der Asset Allokation Rechnung, indem wir unsere offensive Ausrichtung neutralisiert und US Aktien sowie den Energiesektor mit Kriegsbeginn als gewisse Absicherung übergewichtet haben. Die hohe Makrovolatilität, die Unberechenbarkeit Donald Trumps und die hohe geopolitische Unsicherheit erfordern eine ausbalancierte Asset Allokation mit Absicherungselementen für ein Stagflationsszenario. Dies ist keine Zeit für ausgeprägte Positionierungen, aber es dürften sich substantielle Chancen im Jahresverlauf ergeben, die wir nutzen wollen. Im Bereich der alternativen Assets legen wir den Fokus auf Infrastruktur-Assets in Europa, die von den staatlichen Investitionsprogrammen und ihrem defensiven Charakter profitieren.



Positionierungsempfehlungen

	Positives Szenario (10%)					Basisszenario (60%)					Negatives Szenario (30%)				
	--	-	0	+	++	--	-	0	+	++	--	-	0	+	++
Aktien															
Renten															
Gold															
Liquidität															
Aktien Europa															
Aktien USA															
Aktien Japan															
Aktien EM															
Staatsanl. EUR															
Laufzeit <3,5 Jahre															
Laufzeit 3,5-7,5 Jahre															
Laufzeit >7,5 Jahre															
Unternehmensanl. EUR															
USD vs EUR															



Weltwirtschaft

Steigende Energiepreise bremsen Weltwirtschaft

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

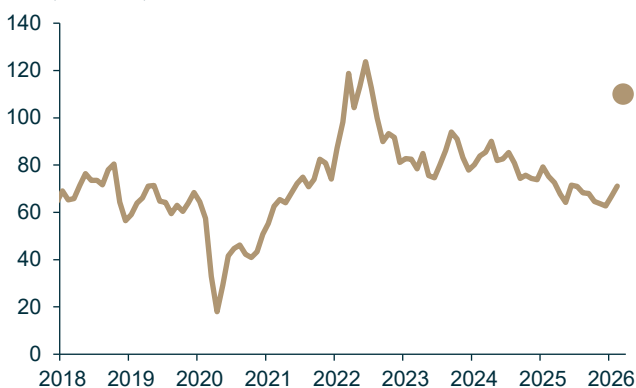
- Der Irankrieg und die deshalb stark gestiegenen Energiepreise werden die Weltwirtschaft in den kommenden Monaten spürbar bremsen.
- Noch am besten meistern wird dies die US-Wirtschaft, da die USA Netto-Exporteur von Energie sind und dort die Gaspreise kaum gestiegen sind.
- In China wird die ohnehin schwache Inlandsnachfrage durch die höheren Energiekosten zusätzlich belastet.
- In Deutschland dürfte sich die erhoffte Belebung der Wirtschaft wegen der höheren Energiekosten verzögern. Ein Rückfall in die Rezession dürfte es wegen der expansiven Finanzpolitik aber nicht geben.
- Auch im Euroraum dürfte die Wirtschaft im Sommerhalbjahr per Saldo kaum zulegen.
- Angesichts einer zwischenzeitlich über 3% liegenden Inflation wird die EZB ihren Leitzins wohl einmal erhöhen.

Irakrieg lastet auf Weltwirtschaft

Der Angriff Israels und der USA auf den Iran hat zumindest für die kommenden Monate die Aussichten für die Weltwirtschaft spürbar verschlechtert. Denn die deutlich gestiegenen Energiepreise (siehe Grafik) belasten die privaten Haushalte und die meisten Unternehmen, die in der Folge ihren Konsum einschränken bzw. Investitionen zumindest aufschieben könnten. Wir gehen davon aus, dass der Krieg noch einige Wochen dauert, sich dann die Situation aber

Ölpreis fast so hoch wie 2022

Preis für ein Barrel der Ölsorte Brent, Monatsdurchschnittswerte, in USD, Punkt markiert Stand Ende März



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

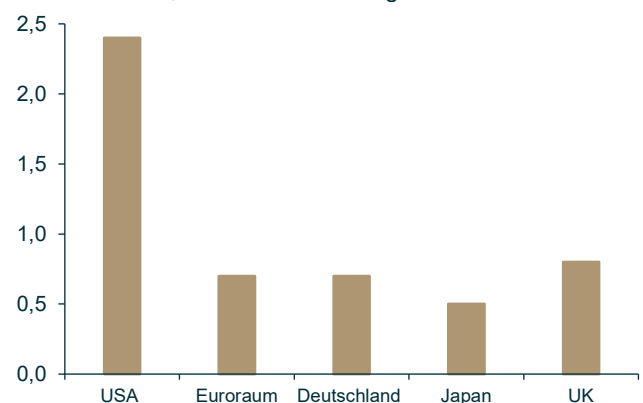
allmählich entspannt. Aber die Unsicherheit bei dieser Annahme ist groß, und je länger der Krieg dauert, desto stärker dürften diese belastenden Effekte sein, zumal es bei einem längeren Krieg in einigen Regionen auch zu spürbaren Engpässen bei der Versorgung mit Energie und bei anderen im Nahen Osten hergestellten Produkten kommen kann.

US-Wirtschaft unterdurchschnittlich betroffen

Am besten dürfte noch die US-Wirtschaft die aktuelle Situation meistern. Zwar sehen sich auch hier die privaten Haushalte und viele Unternehmen mit höheren Energierechnungen konfrontiert, was den Konsum und die Investitionen eher drücken wird. Allerdings sind hier nur die Preise von Rohölprodukten kräftig gestiegen, während sich der Gaspreis bisher kaum bewegt hat. Zudem sind die USA seit einiger Zeit Nettoexporteur von Rohöl und Erdgas, weshalb die US-Wirtschaft insgesamt von höheren Energiepreisen profitiert. Allerdings wird es etwas dauern, bis dieser Einkommenseffekt durch höhere Investitionen bzw. Ausschüttungen der entsprechenden Unternehmen seine positive Wirkung entfalten wird. Somit wird auch die US-Konjunktur nicht ganz so stark sein wie bisher erwartet, aber die US-Wirtschaft wird wohl auch 2026 spürbar wachsen und unter den wichtigsten Industrieländern die Spitzenposition einnehmen (siehe Grafik). Denn trotz der jüngsten Kursverluste dürften die Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig sein, und der Investitions-Boom rund um die Anwendung von künstlicher Intelligenz dürfte die Wirtschaft weiter anschieben.

USA 2026 wohl klarer Outperformer

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung 2026 gegenüber 2025 in Prozent, Commerzbank-Prognosen



Quelle: Commerzbank-Research



Fed senkt später

Die für die kommenden Monate zu erwartenden höheren Inflationsraten dürften die US-Notenbank davon abhalten, bereits im Sommer die Zinsen zu senken. Sollten allerdings wie von uns erwartet die Energiepreise in der zweiten Jahreshälfte wieder deutlich fallen, dürfte die Fed gegen Ende des Jahres dem anhaltenden politischen Druck zu niedrigeren Zinsen nachgeben. Trotz einer weiterhin recht ordentlichen Konjunktur und einer wohl immer noch über ihrem Ziel liegenden Inflationsrate dürfte die Fed beginnen, ihren Leitzins zu senken. Bis Mitte des kommenden Jahres rechnen wir insgesamt mit drei Zinssenkungen à 25 Basispunkten.

Teure Energie belastet chinesische Wirtschaft zusätzlich

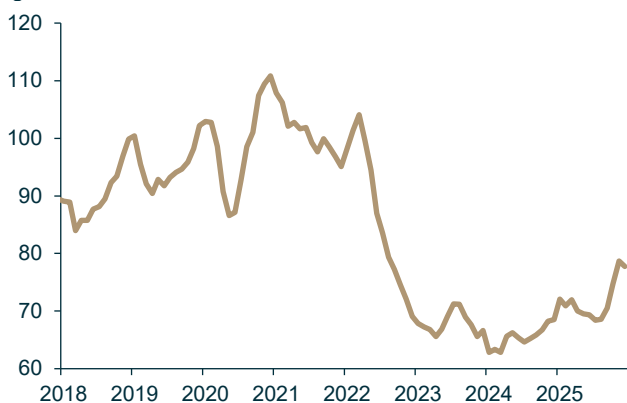
Anders als die USA ist China ein Netto-Importeur von Energieträgern, und insbesondere bei Rohöl ist es sehr abhängig von Lieferungen aus dem Nahen Osten. Schließlich stammen von dort fast die Hälfte des im Inland verbrauchten Rohöls bzw. der im Inland verbrauchten Rohölprodukte. Die steigenden Preise sind eine weitere Belastung der ohnehin schon schwachen Inlandsnachfrage, die unter anderem weiter unter den Nachwirkungen der geplatzten Immobilienblase leidet. Damit bleiben die Exporte die wichtigste Stütze der Konjunktur, während sich die Import-Nachfrage auch wegen des zunehmenden Strebens nach Autarkie eher weiter abschwächen wird.

Erholung in Deutschland verzögert sich, ...

Auch die deutsche Wirtschaft wird sowohl über eine schwächere Inlandsnachfrage als auch durch eine schwächere Auslandsnachfrage unter dem Iran-Krieg leiden. Folglich dürfte die Wirtschaft bis in den Herbst kaum zulegen, die erhoffte Erholung lässt also weiter auf sich warten. Ein Rückfall in die Rezession ist allerdings unter den gemachten

Lebenszeichen vom deutschen Wohnungsbau

Auftragseingänge im Wohnungsbau, Volumen, saisonbereinigte Monatswerte, Index 2021=100, 3-Monatsdurchschnitt



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

Annahmen unwahrscheinlich. Denn die höheren Ausgaben insbesondere der Bundesregierung sorgen für zusätzliche Nachfrage. Zudem sprechen beim Wohnungsbau die wieder steigenden Auftragseingänge dafür, dass die Talfahrt zu Ende ist oder gar von einer moderaten Erholung abgelöst werden wird (siehe vorherige Grafik). Mit im weiteren Jahresverlauf wieder fallenden Energiepreisen dürfte deshalb gegen Ende des Jahres die Erholung der deutschen Wirtschaft einsetzen.

... und auch im Euroraum kein Wachstum im Sommerhalbjahr

Ähnliches gilt für den gesamten Euroraum. Auch hier dürfte die Wirtschaft im Sommerhalbjahr kaum zulegen. Mit wieder fallenden Energiepreisen dürfte dann im Winter eine Erholung einsetzen.

Euroraum-Inflation zeitweise über 3%, ...

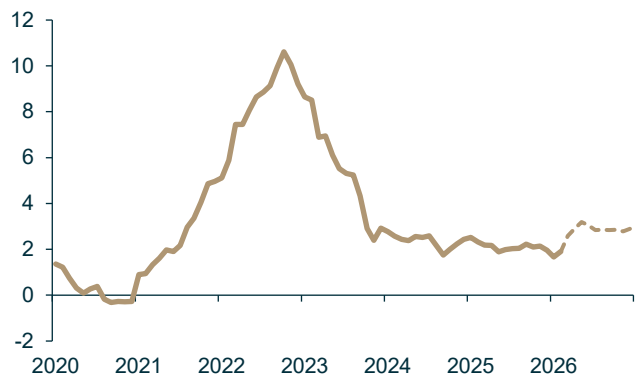
Die höheren Energiepreise werden die Inflationsrate im Euroraum wieder deutlich steigen lassen. In den kommenden Monaten dürfte sie zwischenzeitlich über 3% liegen. Einen Inflationsschock wie im Umfeld des Angriffs Russlands auf die Ukraine dürfte es allerdings nicht geben. Denn für diesen waren neben der Verteuerung von Energie andere Faktoren wie z.B. gravierende Probleme bei den Lieferketten verantwortlich, die sich bisher nicht in dem gleichen Ausmaß zeigen.

... EZB wohl mit einer Zinserhöhung

Eine über 3% liegende Inflationsrate dürfte die EZB bei ihrer Sitzung im April zu einer Reaktion veranlassen, wobei eine Zinserhöhung aus unserer Sicht wahrscheinlicher ist als nur eine Verschärfung des Tons im Kommuniké und bei der Pressekonferenz. Weitere Schritte werden davon abhängen, wie lange der Krieg dauert.

Kein Inflationsschock wie 2022

Harmonisierter Verbraucherpreisindex, Veränderung geg. Vorjahr in Prozent, ab März 2026 Commerzbank-Prognose



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



Anleihen

Staatsanleihen wegen steigender Ölpreise unter Druck

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

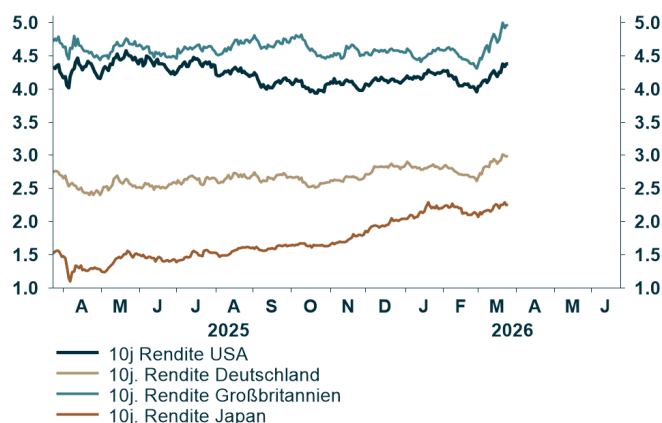
- Zinserhöhungsspekulationen wegen hohem Ölpreis
- EZB-Zinsanhebungen werden wahrscheinlicher
- Deutliche Spreadausweitung im Euroraum

Steigender Ölpreis entfacht Zinsspekulationen

Der Krieg im Iran brachte wegen der Sperrung der Straße von Hormus kräftig steigende Ölpreise mit sich. Anders als in andere Krisen dienten Staatsanleihen dieses Mal nicht als sicherer Hafen, da die Inflationserwartungen kräftig anstiegen und damit Spekulationen auf Zinserhöhungen entfachten.

Kräftiger Renditeanstieg bei Staatsanleihen

Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen in %



Quelle: LSEG-Datastream, Commerzbank-Research

Die Renditen von Staatsanleihen sind global kräftig angestiegen. Die Renditen kurzlaufender Staatsanleihen aufgrund der geänderten geldpolitischen Erwartungen sogar noch viel stärker.

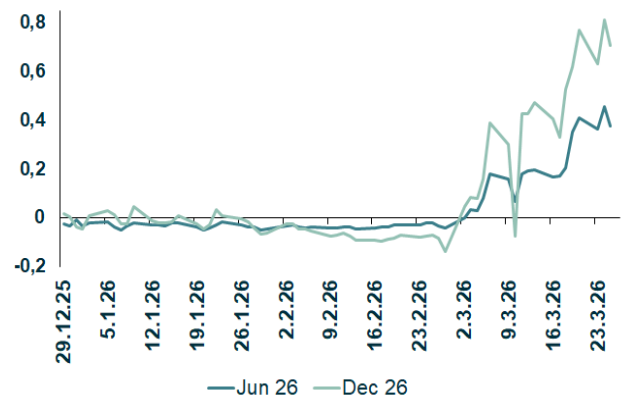
EZB bleibt wachsam, Zinserhöhung möglich

Das Kommuniqué zur jüngsten Zinsentscheidung enthielt anders als die Reden einiger Ratsmitglieder nicht die klare Aussage, dass die EZB entschieden gegen die zuletzt gestiegenen Inflationsrisiken vorgehen wird. Die EZB hat ihre Inflationsprognose zwar für dieses Jahr deutlich von 1,9% auf 2,6% angehoben. Aber 2027 erwartet sie wieder eine Inflationsrate von 2,0%. Zudem wurde die Kernrate lediglich von 2,2% auf 2,3% angehoben, so dass die EZB den Inflationsanstieg möglicherweise als temporär einstuft.

Die Marktteilnehmer preisen aber seit Kriegsbeginn wieder deutliche Zinserhöhungen ein, zwischenzeitlich sogar bis zu vier Anhebungen in diesem Jahr. Die Notenbanker zeigen sich bestrebt, nicht die gleichen Fehler wie beim Krieg in der Ukraine zu machen. Damals stieg der Ölpreis auf 140 US-Dollar und trieb die Inflationsrate im Euroraum ein Jahr später auf über 10%. Die EZB hob die Leitzinsen aber erst an, als die Inflationsrate 8% erreicht hatte. Das Risiko für einen Anstieg des Ölpreises in ähnliche Höhen wie vor vier Jahren ist durchaus gegeben, für die Inflationsrate wohl eher nicht. Wir gehen in unserem Basisszenario von einer zeitlich begrenzten Dauer des Krieges aus. Der Ölpreis dürfte in unserem Basisszenario nicht lange über 110 US-Dollar verharren. Deshalb rechnen wir nur mit einem temporären Inflationschub und lediglich mit einer Zinserhöhung.

Markterwartungen für die EZB

Zinserhöhungserwartungen (in Prozentpunkte) in Zins-Futures



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Wir bleiben bei den Laufzeiten noch vorsichtig

Die Renditen sind seit Beginn des Irankrieges deutlich angestiegen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen legte zwischenzeitlich über 40 Basispunkte auf über 3% zu und die der 2-jährigen Bundesanleihen sogar um 65 Bp. auf über 2,60%. Damit ist die Zinskurve wieder deutlich flacher geworden.

Die Risiken für einen Renditeanstieg bei Bundesanleihen bleiben in dem volatilen Umfeld hoch. Die Inflationserwartungen sind angestiegen und die Inflationsraten werden ab März deutlich ansteigen. Je nach weiteren Entwicklungen im Iran-Krieg kann es zu Leitzinserhöhungen der EZB kommen.



Diese Zinsspekulationen haben im Verein mit den Inflationserwartungen die Renditen stärker im kurzen Laufzeitenbereich ansteigen lassen. Es besteht aber durchaus das Risiko, dass auch der längere Laufzeitenbereich stärker unter Druck kommt. Vor allem ein Stagflationsszenario dürfte die Anleihenmärkte belasten. Wir ändern daher unsere Laufzeitenstrategie noch nicht und bleiben vorsichtig. Wir empfehlen daher weiterhin kurze und mittlere Laufzeiten. Im Portfolio raten wir weiterhin aus Risikogesichtspunkten zu einer neutralen (mittleren) Duration.

Neue gemeinsame EU-Anleihen im großen Stil?

Verschiedene Politiker, die EZB und die Bundesbank unterstützen Pläne zur Schaffung eines neuen gemeinsamen EU-Kreditaufnahmerahmens, wodurch ein großer und konkurrenzfähiger Anleihemarkt geschaffen werden soll. Ein Argument lautet, dass Europa ein „Safe Asset“ fehlt, das Kapital anziehen und die durchschnittlichen Finanzierungskosten senken würde. Trotz vieler Bestrebungen in der Politik, gibt es aber auf absehbare Zeit keine realistische Chance für eine neue gemeinsame Schuldenaufnahme im großen Stil. Die Schaffung einer neuen Kreditfazilität auf EU-Ebene erfordert Einstimmigkeit aller Mitgliedstaaten und die Ratifizierung durch die nationalen Parlamente, was erhebliche politische und rechtliche Hürden mit sich bringt.

Nach dem bisher größten Konjunkturpaket der EU, dem „Next Generation“-Programm (Next Generation EU, NGEU) in Höhe von 750 bis 850 Mrd. Euro, das von 2021 bis 2026 läuft und über EU-Anleihen finanziert wird, wird vom neuen Programm „SAFE“ (150 Mrd. Euro) zum Teil abgelöst. Das SAFE soll Kredite bis zu 150 Mrd. Euro für die Verteidigungsbereitschaft zur Verfügung stellen. Dazu kommt der neue mehrjährige Finanzrahmen (MFR 2028-2034), der auf 2 Bio. Euro deutlich erhöht werden soll. Bis Ende des Jahres soll eine Einigung stehen.

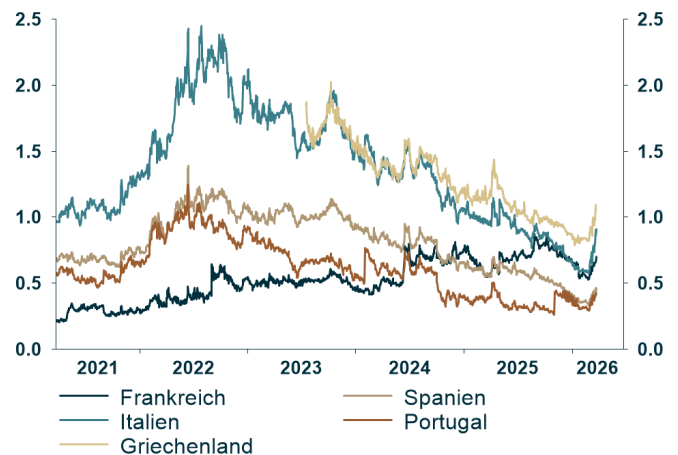
Am Kapitalmarkt dominieren im Euroraum bis auf Weiteres nationale Staatsanleihen. In den letzten vier Jahren kam es zu einer Konvergenz der Renditen. Bonitätsverbesserungen und die politische Stabilisierung in Frankreich sowie die Aussicht auf weitere gemeinsame Verschuldung führten zu einem kräftigen Rückgang der Risikoaufschläge (Spreads) von Euro-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen. Dies brachte eine bessere Performance als bei Bundesanleihen mit sich.

Seit dem Kriegsbeginn hat eine Trendwende eingesetzt. Im 10-Jahresbereich haben sich die Spreads wieder auf Niveaus von Mitte 2025 kräftig erhöht. Die allgemeine Renditeerhöhung und die Spreadausweitung führten zu deutlichen Kursverlusten bei den Staatsanleihen im Euroraum. Neuanlagen gestalten sich jedoch wieder attraktiver, da die Einstiegsrenditen wieder angestiegen sind. Wir bleiben daher bei

unserem Votum Kauf für nationale Staatsanleihen im Euroraum im kurzen und mittleren Laufzeitenbereich. Für Frankreich sehen wir nach der politischen Stabilisierung und der Bestätigung der Bonität wieder weniger Risiken und nehmen die Votierung von Halten auf Kauf für kurze und mittlere Laufzeiten nach oben.

Spreadeinengung im Euroraum zu Ende?

Renditespreads 10j. Staatsanleihen ggü. Bundesanleihen



Quelle: LSEG-Datastream, Commerzbank-Research

Fed: Markt preist keine Zinssenkung mehr ein

Die Fed ließ im März die Leitzinsen unverändert, hat aber ihre Inflations- und Wachstumsprognosen leicht nach oben genommen. Insgesamt signalisierte die Fed bei aller Unsicherheit auf der jüngsten Sitzung, dass die Tendenz zu vorsichtigen Zinssenkungen grundsätzlich intakt ist. Vor dem Iran-Krieg hatten wir prognostiziert, dass weitere Schritte ab Juni realistisch sind. Wir erwarten weiterhin, dass die Notenbank die Zinssenkungen wieder aufnimmt, aber erst wenn die Lage wieder übersichtlicher ist und die Ölpreise wieder fallen. Sollte der Konflikt länger anhalten und die Inflation länger überschießen, könnte sich der Zeitplan allerdings nach hinten verschieben, oder keine Zinssenkung mehr kommen.

Meine Empfehlung für Sie

Wir empfehlen Staatsanleihen kurzer und mittlerer Laufzeiten zum Kauf. Die Renditen längerer Laufzeiten könnten unter Druck kommen, wenn der Ölpreis hoch bleibt oder noch einmal ansteigt. Es besteht zudem das Risiko, dass die EZB die Leitzinsen anhebt. Wir empfehlen auch nationale Staatsanleihen aus dem Euroraum und EU-Anleihen mit kurzer und mittlerer Laufzeit zum Kauf. Auch französische Staatsanleihen können wieder gekauft werden. Wir präferieren eine neutrale Duration im Depot.



Unternehmensanleihen

Iran-Krieg überschattet starken Jahresauftakt – Wie geht es weiter?

Burkhard Fehling, Seniorexperte Anleihen
Pascal Reichert, Experte Anleihen

- Iran-Krieg lässt starken Jahresauftakt verpuffen, Renditen und Risikoaufschläge steigen an
- Zyklische Sektoren sind die aktuellen Verlierer
- Herabstufung des Segmentvotums auf Neutral, Kaufvoten verbleiben für einzelne Anleihen

Jahresauftakt 2026 verlief bis März erfolgreich

Die europäischen Unternehmensanleihen starteten mit einer robusten Wertentwicklung in das Jahr 2026. In den ersten beiden Monaten des Jahres verbuchte der iBoxx Euro Non-Financial Index ein Plus von 1,3%, High-Yield (HY) Anleihen hinkten laut iBoxx Euro Liquid High Yield Index mit 0,7% etwas hinterher. Grund hierfür waren die fallenden Renditen von Staatsanleihen, wovon die längerfristigen Unternehmensanleihen mit Investment-Grade Rating (IG) stärker profitierten als die kürzer laufenden HY-Anleihen. Die Risikoaufschläge (Spreads) der Unternehmen mit guter Bonität tendierten auf niedrigen Niveaus seitwärts, nur im Bereich der Hochzinsanleihen stiegen die Spreads an. Hier trafen Sorgen um den Softwaresektor (analog zum Aktienmarkt) auf historisch niedrige Spreads des HY-Segments.

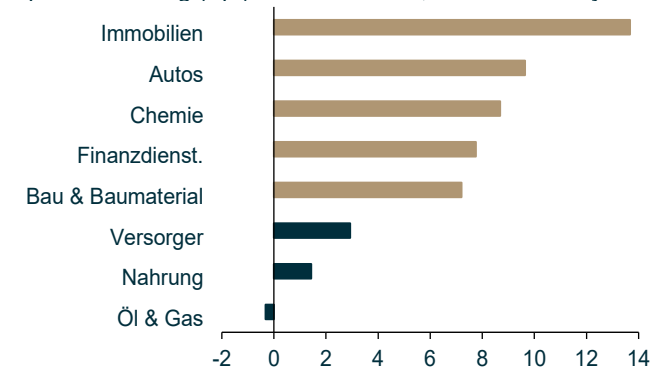
Iran-Krieg kehrt Trends für Unternehmensanleihen um

Der Beginn des Iran-Kriegs kehrte den Trend bei den Staatsanleihen jedoch um: Ausgelöst durch Inflationssorgen im Euroraum stiegen die Renditen über alle Laufzeitbänder rasch an. Gleichzeitig kamen auch die Spreads der IG-Unternehmensanleihen unter Druck. Im Fokus stehen hier aktuell Papiere von Unternehmen aus der Chemie-, Bau- und Automobilindustrie, also Sektoren, die unmittelbar von möglichen Lieferkettenunterbrechungen aus dem Persischen Golf oder über den Ölpreis betroffen sind. Die gestiegenen Renditen an den Staatsanleihenmärkten belasten auch Unternehmen, deren Geschäftsmodelle sensibel auf Renditeanstiege reagieren, etwa Finanzdienstleister und Immobilienunternehmen. Der Iran-Krieg macht sich jedoch nicht nur über eine höhere Inflation, sondern auch über aufkommende Wachstumssorgen im Euroraum bemerkbar. Relativ gesehen profitieren daher Sektoren, welche weniger vom Konjunkturverlauf betroffen sind, beispielsweise Versorgungstitel oder Nahrungsmittelkonzerne, wobei auch diese geringe Spreadausweitungen verkraften mussten. Einzig der Sektor Öl & Gas profitiert von

der aktuellen Krise, hier fielen die Spreads leicht. Hier lassen die erhöhten Energiepreise die Margen im Sektor steigen.

Druck durch Ölpreis & Zinsniveaus belasten Sektoren

Spreadänderung (Bp.) seit 27.02.2026, Petrol = Non-Zykliker



Quelle: IHS Markit, Commerzbank-Research; Stand: 26.03.2026

Ausblick für das verbleibende Jahr 2026

Für den Rest des Jahres 2026 wird die Dauer des Iran-Kriegs und die Reaktion der Europäischen Zentralbank auf den daraus resultierenden Anstieg der Inflation (serwartungen) entscheidend für die Unternehmensanleihen sein. Steigen die Renditen im Euroraum weiter an, so kommen Unternehmensanleihen unter Druck, auch wenn die Spreads unverändert bleiben sollten. Verfestigen sich die Wachstumssorgen im Euroraum weiter, übt dies Druck auf die Spreads aus, da die Unternehmen in einem schwierigeren Absatzumfeld agieren müssen. Ein schnelles Ende des Krieges am Persischen Golf würde die Inflations- und Wachstumssorgen mildern, dies erscheint aktuell aber zunehmend unwahrscheinlich. Weitere Informationen sind im aktuellen Votext zu finden.

Meine Empfehlung für Sie

IG-Unternehmensanleihen werden über die aufkommenden Inflations- und Wachstumssorgen durch den Iran-Krieg belastet. HY-Anleihen leiden zusätzlich unter dem schlechten Risikosentiment. Wir senken daher das Votum für Unternehmensanleihen im Portfolio von Übergewichten auf Neutral. Für Anleger, welche einzelne Anleihen bis zum Ende der Laufzeit halten wollen, finden sich dennoch attraktive Einstiegsmöglichkeiten, insbesondere im kurzen und mittleren Laufzeitenbereich.



Emerging-Markets Anleihen

Unter Beschuss: Emerging-Markets Anleihen und der Iran-Krieg

Pascal Reichert, Experte Anleihen

- Starker Jahresauftakt trifft auf Geopolitik
- Vor allem Anleihen von Golfstaaten kommen unter Druck
- Herabstufung des Segmentvotums auf Neutral

EM-Anleihen knüpften an Performance aus 2025 an

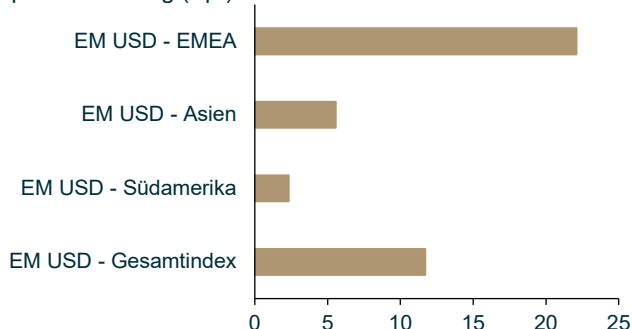
Wie auch in anderen Anleihesegmenten setzte sich 2026 die grundsätzliche Marschrichtung der Emerging-Markets (EM) Anleihen aus 2025 fort. In US-Dollar denominierte EM-Anleihen profitierten von fallenden Renditen der US-Treasuries, und robuste Wirtschaftsdaten stützten die Risikoaufschläge (Spreads) gegenüber den US-Treasuries. EM-Anleihen in lokalen Währungen starteten ebenfalls positiv in das neue Jahr: Deren Währungen werteten gegenüber dem US-Dollar auf, und auch die voranschreitende Disinflation unterstützte diese Anleihen. Bis zu Beginn des Iran-Kriegs erzielten die Segmente eine währungsbesicherte Euro-Performance von rund 1,4% (EM-USD) und 0,6% (EM-Lokalwährung).

EM-Segmente reagieren unterschiedlich auf Iran-Krieg

Für EM-Anleihen in US-Dollar sind die Folgen des Irankriegs unmittelbar zu spüren. Emittenten aus dem Nahen Osten machten vor Beginn des Krieges rund 30% des Marktes aus, allen voran Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate und Katar. Hier stehen vor allem konjunkturelle Sorgen im Vordergrund, da die Exporte und die Produktion von Rohöl und Gas sowie der Tourismus empfindlich gestört sind. Seit Beginn des Krieges stiegen daher die Spreads von Anleihen aus Europa, dem Mittleren Osten und Afrika (EMEA) gegenüber US-Treasuries um rund 22 Basispunkte (Bp.) an..

Anleihen von Golfstaaten sind am stärksten betroffen

Spreadänderung (Bp.) % seit 27.02.2026



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, per 26.03.2026

Betrachtet man den Gesamtindex für EM-Anleihen in US-Dollar stiegen die Spreads weniger stark als die Spreads der Anleihen aus EMEA. Hier kommt Unterstützung vom traditionellen Sorgenkind der EM-Anleihen in US-Dollar - Südamerika. Durch die geringe Abhängigkeit von Rohöl aus dem Nahen Osten und geringeren Handelsverflechtungen in die Region, sind die Anleihen südamerikanischer Emittenten weniger exponiert gegenüber den Auswirkungen des Iran-Kriegs.

Bei EM-Anleihen in lokaler Währung dominieren hingegen asiatische Emittenten mit rund 50% den Markt. Kombiniert man den hohen Rohölbedarf zur Energieerzeugung (bspw. Thailand, Malaysia, Südkorea) mit gleichzeitig hohen Importen von Öl aus Nahost, ergeben sich für diese Länder aus den gestiegenen Ölpreisen erhebliche Inflationsrisiken. Diese stellen für deren Staatsanleihenmärkte eine erhebliche Belastung dar und lassen die Zinserwartungen und damit die Renditen der Anleihen ansteigen.

Ausblick – Ausweitung oder Eindämmung des Krieges?

Für die kommenden Monate bleibt die Frage nach der Dauer und Intensität des Iran-Kriegs essenziell: Je länger dieser anhält, desto stärker kommen die Volkswirtschaften der Golfstaaten unter Druck, was weitere Spreadausweitungen befördert. Schäden an Energieinfrastruktur könnten eine neue Schuldenaufnahme erfordern, was bestehende Anleihen unter Druck setzen würde. Damit steigt die Gefahr, dass sich die Energiepreise in Asien in steigenden Inflationszahlen niederschlagen, was die Notenbanken zu einer Reaktion nötigen könnte. Südamerikanische Emittenten sehen wir besser von den Ereignissen im Persischen Golf abgeschirmt. Weitere Details sind im aktuellen [Votentext](#) zu finden.

Meine Empfehlung für Sie

Emerging-Markets Anleihen kommen als traditionell offensives Anleihesegment im aktuellen Marktumfeld unter Druck. Der negative Performancebeitrag der Anleihen aus dem Nahen Osten für EM-Anleihen in US-Dollar wird nur zu einem geringen Teil durch die weniger belasteten südamerikanischen Papiere kompensiert. Aufgrund eines nicht absehbaren Kriegsendes im Iran nehmen wir das Anleihesegment von Übergewichten auf Neutral zurück.



Währungen

US-Dollar und Schweizer Franken dienen als sicherer Hafen

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

- US-Dollar profitiert als Weltleitwährung und vom Status der USA als Erdölexporteur vom Iran-Krieg
- Interventionen bei starkem Schweizer Franken möglich

US-Dollar als sicherer Hafen

Der US-Dollar hat sich seit Beginn des Iran-Krieges aufgewertet. Zwischenzeitlich schwächte sich der Euro von 1,1820 (Ende Februar) auf fast 1,1400 US-Dollar ab. Die Gründe für die US-Dollarstärke sind unter anderem folgende:

- Der US-Dollar profitiert meistens in einer Krise als sicherer Hafen, da er Weltleitwährung ist und ein erheblicher Teil des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs in US-Dollar denominiert ist.
- Durch den Ölpreisanstieg verbessern sich die sogenannten Terms of Trade (Exportpreise zu Importpreisen), da die USA mittlerweile Netto-Ölexporteur sind und der Euroraum dagegen Öl importieren muss. Da US-Güter teurer gegenüber Gütern im Euroraum werden, wertet der reale effektive USD-Wechselkurs und auch der nominale Wechselkurs in der Regel auf.
- Ein Ölpreisschock belastet die Wirtschaft im Euroraum stärker als die der USA.

Wie sich der US-Dollar weiterentwickelt, hängt maßgeblich davon ab, wie lange der Krieg im Nahen Osten dauert und wie stark die Energiepreise ansteigen. Ein Beispiel dafür ist der Krieg in der Ukraine 2022, wo der Euro von 1,13 US-Dollar im Februar bis 0,95 US-Dollar im September kräftig abwertete, der Ölpreis aber auch auf 140 US-Dollar zulegte. Wir gehen aber weder von einem solch kräftigen Anstieg noch von einer solchen Dauer aus. Das Risiko bleibt aber. Eine Verschärfung im Konflikt dürfte zu einer weiteren Aufwertung des US-Dollar führen, auch weil die Fed weitere Leitzinssenkungen verschieben dürfte oder sie sogar gar ganz absagen könnte. Da das Risiko aber hoch ist, dass der Krieg länger dauert und die Energiepreise hoch bleiben, nehmen wir das Votum für den US-Dollar vorübergehend von untergewichten auf neutral nach oben. Mit dem wachsenden Druck der Trump-Regierung und weiter zu erwarteten Zinssenkungen der Fed, auch wenn sie später kommen, gehen wir davon aus, dass der US-Dollar weiter strukturell schwach tendieren wird.

Schweizer Franken stark gesucht

Der Schweizer Franken fungiert seit Beginn des Krieges im Nahen Osten als sicherer Hafen. Gegenüber dem Euro legte er von Jahresanfang bis Mitte März um 2,7% zu und erreichte ein neues Rekordhoch bei unter 0,90 CHF pro Euro. Seit Mitte März schwächt sich der Schweizer Franken jedoch wieder ab. Das liegt daran, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) bestrebt ist, im Devisenmarkt einzugreifen, sollte sich der CHF weiter stärken. Zwei Tage nach Beginn des Krieges warnte die SNB: "Angesichts der internationalen Entwicklung ist unsere Bereitschaft am Devisenmarkt einzugreifen erhöht". Verstärkt wurde die verbale Intervention bei der Notenbanksitzung im März. Nach den Ankündigungen möglicher Interventionen hat sich der Schweizer Franken wieder auf 0,915 CHF pro Euro abgeschwächt. Mit einem Ende des Krieges im Nahen Osten, sollte die Suche nach sicheren Häfen wieder abklingen und der CHF weiter an Wert verlieren. Andernfalls dürfte es nicht bei verbalen Interventionen der SNB bleiben. Wir behalten das Votum untergewichten bei.

Kurze Trendwende beim Schweizer Franken

Schweizer Franken für einen Euro



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Solange der Iran-Krieg anhält, sollte der US-Dollar als sicherer Hafen fungieren. Beim Schweizer Franken dürfte dagegen die SNB im Devisenmarkt intervenieren, sollte er sich wieder aufwerten.



Aktien Europa & USA

Alle Augen auf den Ölpreis

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

- Krieg in Nahost belastet die Aktienmärkte weltweit
- Schnelles Kriegsende zunehmend unwahrscheinlich
- Stagflationsängste werden stärker
- US-Aktienmarkt hält sich vergleichsweise gut
- Höhenflug von Europa zunächst gestoppt
- Zu früh für aggressive Käufe, solange die Investorenstimmung noch zu optimistisch ist und es keine Anzeichen für eine Lösung des Krieges gibt

Krieg in Nahost – Aus einem Risiko wird Realität

Die vielbeschriebene vermeintliche „Sorglosigkeit“ des Marktes („Wie kann der Markt bei all den vorhandenen Risiken so hoch stehen?“) ist zum Teil zu Ende. Der Iran-Krieg hat dafür gesorgt, dass aus einem Risiko mittlerweile Realität geworden ist. Nun beschäftigen sich die Investoren mit den konkreten Auswirkungen des Krieges. In derartigen Phasen richtet sich der erste Blick häufig auf die Muster der Vergangenheit, und hier zeigt sich ein durchaus beruhigendes Bild.

Ein Blick auf geopolitische Risiken in der Vergangenheit (seit 1907) zeigt, dass der US-Aktienmarkt während des Ereignisses dazu tendiert, im Durchschnitt um 7% (Median: -3%) zu fallen. Nach dem Ende der Krise erholte er sich im Durchschnitt innerhalb weniger Monate. Ausnahmen waren Krisen mit deutlichen ökonomischen Folgen wie die Finanzkrise ab 2008 oder das arabische Ölembargo im Jahr 1973.

Unter der Annahme, dass die Feindseligkeiten in den kommenden Wochen nachlassen, erwarten wir eine ähnliche Reaktion des Marktes wie bei den meisten vorherigen Krisenereignissen. Auch wenn man sich auf Phasen mit einem deutlich steigenden Ölpreis (mehr als 25 % Preisanstieg in einem Monat) konzentriert, zeigt sich im Performancemuster im Durchschnitt ein ähnliches Bild. Hier fällt der Kursrückgang in den ersten beiden Monaten etwas deutlicher aus, doch auch dann setzt in den meisten Fällen eine kontinuierliche Erholung ein. Die Statistik zeigt, dass Ölpreisspitzen und Aktienmarkttiefs meistens eng beieinanderliegen. Wie immer ist entscheidend, ob Energiepreisschocks mit Rezessionen einhergehen oder nicht. Aktuell bewegen wir uns an den Aktienmärkten damit in den „üblichen“ Mustern.

Jedoch ist jede Krise anders. Die aktuell geringere Abhängigkeit der Weltwirtschaft von Öl als Energieträger insgesamt sowie ein prozentual geringerer Preisanstieg als in den großen Krisen der vorherigen Jahrzehnte dürften helfen. Dafür

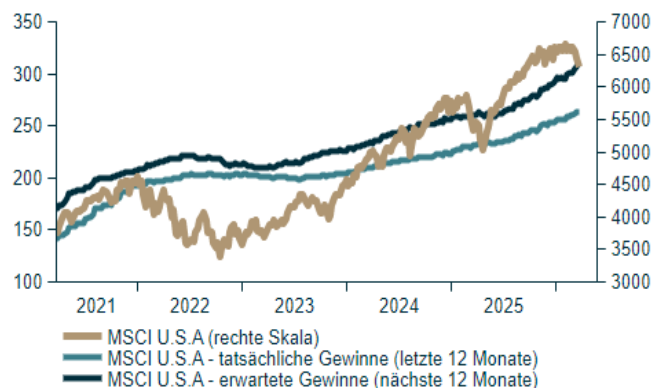
sind die Lieferketten jedoch stärker global ausgerichtet und somit auch stärker gefährdet. Entsprechend bleibt der Ölpreis der Dreh- und Angelpunkt, auch an den Aktienmärkten. Eine Darstellung verschiedener Szenarien für das aktuelle Umfeld mit den von erwarteten Auswirkungen auf die einzelnen Assetklassen finden Sie in den Ausführungen unseres CIO Thorsten Weinelt auf Seite 9.

US-Aktien: Bisher gut durch die Krise gekommen

In der Performance-Rangliste liegt der US-Markt unter den größeren Ländern bzw. Regionen auf Platz eins und „lediglich“ rund 5% unter seinem Rekordhoch (Stand: 20. März).

US-Markt schlägt sich gut – Gewinntrend weiter aufwärts gerichtet

MSCI USA vs. erwartete und tatsächliche Gewinne (Zeitraum: 5 Jahre)



Quelle: LSEG-Datastream, Commerzbank-Research

Ein Grund dafür ist, dass die USA als Netto-Ölexporteur auf der volkswirtschaftlichen Ebene weniger stark betroffen sind als Länder wie Indien, die importiertes Öl benötigen. Allerdings werden Bürger und Unternehmen durch die Preise an der Zapfsäule recht zügig belastet, während die positiven volkswirtschaftlichen Effekte erst später einsetzen. Immun gegen die Folgen des hohen Ölpreises sind Land und Aktienmarkt damit beileibe nicht.

Als Reaktion auf den Krieg haben sich allerdings die Trends unter der Oberfläche der Indizes erneut verändert. Nachdem zuvor IT & Co. die Märkte beherrschten, lautete zum Jahresanfang das Börsenmotto „Run it hot“. Dies beschrieb die Erwartung, dass Maßnahmen der Notenbank (Zinssenkungen) und der Regierung (fiskalische Unterstützung, Deregulierung)



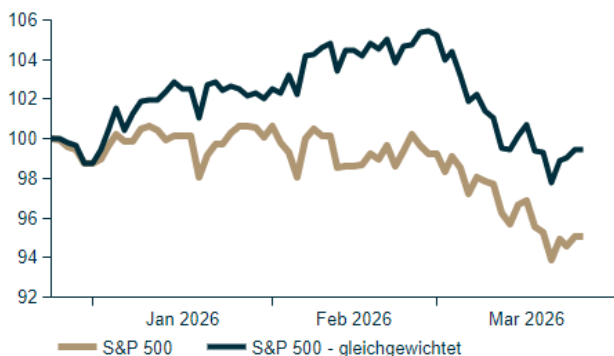
sowie vielleicht auch Produktivitätsverbesserungen durch KI die Wirtschaft anheizen und sprichwörtlich „heißlaufen“ lassen würden. Dadurch würden entsprechend auch die Gewinne der davon profitierenden zyklischen Sektoren steigen. In diesem Zusammenhang stiegen aber auch andere „ungelebte“ Sektoren, die zuvor im Zuge der Konzentration auf IT/KI-Werte vernachlässigt worden waren.

Dieser Trade wurde im Zuge des Iran-Krieges dann jäh unterbrochen. Die steigenden Ölpreise sorgten für Befürchtungen über sinkende Margen angesichts steigender Energie- und Transportkosten und die negativen Auswirkungen auf den Konsumenten, der den Anstieg des Benzinpreises schließlich unmittelbar spürt.

Hatten zuvor steigende Kurse bei den zyklischen und vernachlässigten Sektoren die Kursverluste bei Software & Co. ausgeglichen – was sich sehr gut am Vergleich des marktgewichteten S&P 500 mit dem gleichgewichteten S&P 500 (in dem alle Titel das gleiche Gewicht haben) erkennen ließ – ging es nun auf breiter Front abwärts.

Die Jahresanfangslücke schrumpft wieder

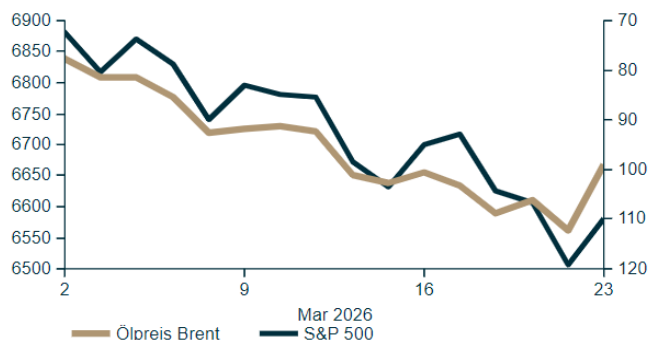
S&P 500 vs. S&P 500 gleichgewichtet (Start -3 Mon. = 100)



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Aktienmarkt im Windschatten des Ölpreises

Öl-Future Brent Lieferung in einem Monat in USD je Barrel (rechts - inverse Skala) vs. S&P 500 (linke Skala)



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Solange der Krieg im Iran andauert und die Straße von Hormus nicht frei befahrbar ist, dürften die Märkte weiterhin stark

vom Ölpreis beeinflusst werden. Die Korrelation des S&P 500 mit dem Ölpreis beträgt seit Ausbruch des Krieges außerordentlich hohe -0,9.

Aktuell preist der Markt wahrscheinlich ein eher „mildes“ Ölpreisszenario ein und reagiert trotz zwischenzeitlich schwacher Börsentage recht besonnen.

Betrachtet man die Auswirkungen eines hohen Ölpreises auf die im Index aggregierten Unternehmensgewinne, scheint dies auf den ersten Blick auch gerechtfertigt. Ein Anstieg des Ölpreises um 10% reduziert das BIP in den USA grob geschätzt um 0,1% bis 0,2%, was wiederum das S&P 500-Gewinnwachstum um 0,3 bis 0,6 Prozentpunkte reduziert. Zwar helfen beim Blick auf die Indexgewinne die steigenden Gewinne des Energiesektors. Dieser hat aber nur noch einen Anteil von 3,8% am US-Markt. Und im Gegenzug sollten die Erträge der am US-Konsum hängenden Branchen sinken, so dass sich der Gesamteffekt auf die Indexgewinne wohl mehr oder weniger ausgleicht.

Viel wichtiger für die S&P 500-Unternehmensgewinne sind die Gewinne von IT und den IT-nahen Titeln. So beläuft sich der Anteil der großen „KI-Werte“ Nvidia, Micron Technology, Broadcom, Microsoft, Meta, Amazon und Alphabet (Google) am Indexgewinn auf rund 50% für dieses Jahr und rund 40% für das Jahr 2027.

Ein leichter Rückgang der Gewinne durch die Ölpreiseinwicklung sollte also kein Beinbruch zu sein, da

- wir in unserem Basisszenario davon ausgehen, dass sich die Ölpreise im Jahresverlauf wieder deutlich ermäßigen,
- sich der Abschlag angesichts eines für 2026 erwarteten Gewinnwachstums von rund 14 % in Grenzen hält, und
- die Gewinnrevisionen weiterhin aufwärtsgerichtet sind und die Investoren eher darauf warten, ob sich erste Anzeichen einer wirtschaftlichen Schwäche auch in den Daten zeigen.

Dennoch steigt das Risiko, denn je länger der Ölpreis auf einem hohen Niveau notiert, desto stärker dürften Stagflationsängste einziehen. Angesichts der hohen Bewertung am US-Markt dürfte sich ein derartiges Szenario, sobald es klarer erkennbar oder wahrscheinlicher wird, schnell negativ auf die Kurse auswirken. Die derzeit negative Korrelation zwischen Anleiherenditen und Aktien - steigende Renditen gehen mit fallenden Aktienkursen einher - signalisiert bereits, dass der Markt in diese Richtung denkt.

Vor diesem Hintergrund und einer noch nicht ausreichend pessimistischen Investorenstimmung halten wir eine abwartende Haltung für Investoren durchaus für angebracht. Vor allem die Zinspolitik der Fed bleibt ein wichtiger Faktor. Wir



gehen zwar von weiteren Zinssenkungen der Fed im Jahr 2026 aus, jedoch hat angesichts der Inflationsgefahren das Risiko zugenommen, dass die Fed vorsichtiger agiert und möglicherweise weniger Zinssenkungen vornimmt. Zinssenkungen waren bisher ein wichtiger positiver Faktor für den US-Aktienmarkt und für die anderen großen Märkte. Im ungünstigsten Fall einer Umkehr des US- Zinstrends dürften die Aktienmärkte klar negativ reagieren. Sollte sich die Lage dagegen zügig entspannen, sehen wir insgesamt wieder (Aufhol-)Potenzial am US-Markt, vor allem bei zyklischen Titeln, aber auch für IT-Werte.

Europa – Gewinnerwartungen werden hinterfragt

Nach einem guten Start in das Jahr 2026 hat der Iran-Krieg auch in Europa die Karten neu gemischt. Im Januar und Februar profitierten europäische Aktien davon, dass die Begeisterung für die USA und den KI-Boom nachließ und sich die Investoren anderen Märkten zuwandten. Es gab ein sehr solides erwartetes Gewinnwachstum, Impulse durch die expansive Fiskalpolitik und eine im Vergleich niedrige Bewertung. Dieses positive Bild wird seit Anfang März jedoch hinterfragt. Die ökonomischen Auswirkungen der gestiegenen Öl- und vor allem Gaspreise schlagen in Europa deutlich stärker zu Buche als in den USA. Dies betrifft vor allem die Kostenseite der Unternehmen. Der schwache US-Dollar hilft zwar auf der Gewinnseite, da gut 50 % der Umsätze außerhalb Europas erwirtschaftet werden und viel davon in US-Dollar abgewickelt wird. Nichtsdestotrotz leiden zyklische Titel in Europa unter der aktuellen Unsicherheit, stärker sogar als ihre Pendanten in den USA. Auch die vielbeachteten Rüstungswerte laufen in den USA besser als in Europa. Aktuell ist der US-Markt daher im Vorteil. Weitere Zuflüsse nach Europa, die dazu dienen, die US-Dominanz in den Portfolios zu verringern und diese wieder stärker zu diversifizieren, sind im aktuellen Umfeld nicht zu erwarten.

Sollte sich ein Krieg mit dem Iran länger hinziehen und die Energiepreise hartnäckig hoch bleiben, gehen wir davon aus, dass die Konjunktur im Euroraum im Sommer um bis zu 0,2 Prozentpunkte schwächer wachsen dürfte als bisher prognostiziert. Dies gilt allerdings nur, wenn der Ölpreis für eine längere Zeit im Bereich von 80 USD verharren sollte. Im Risikoszenario eines über einen längeren Zeitraum bei über 100 USD notierenden Ölpreises könnte das Wachstum sogar um 0,4 Prozentpunkte schwächer ausfallen als erwartet. Dies dürfte sich aufgrund der Kostensteigerungen auch über fallende Margen entsprechend negativ in den Gewinnschätzungen der Unternehmensanalysten niederschlagen. Steigende Gewinnmargen der Unternehmen waren in den vergangenen Quartalen nicht nur für die US-Aktienmärkte, sondern auch für die europäischen Märkte ein wichtiger Kurstreiber.

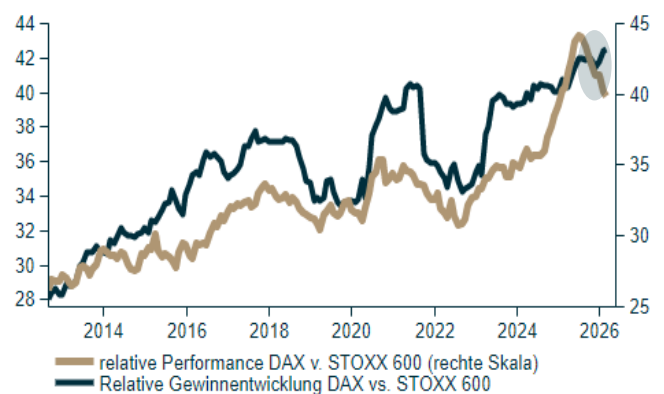
Für den Fall konstant hoher Ölpreise im Bereich von 100 USD und mehr sehen wir die Gefahr, dass die europäischen Unternehmensgewinne auch 2026 nicht vom Fleck kommen werden. Entsprechend könnten europäische Aktien in den kommenden Monaten weiter unter Druck bleiben.

Sollte sich die Lage im Iran und damit auch beim Ölpreis entspannen, ist das Erholungspotenzial für Europas Aktien allerdings deutlich höher als in den USA. Insbesondere zyklische Werte und Finanztitel sollten profitieren.

Auch dürfte der DAX bei einer Entspannung im Vergleich zum breiten europäischen Markt wieder aufholen. Aktuell performt der deutsche Markt schlechter, als es die relative Gewinnentwicklung zwischen DAX und Stoxx 600 nahelegt. Der Markt nimmt wohl eine Gewinnverschlechterung der exportorientierten DAX-Aktien im Vergleich zum europäischen Markt bereits zum Teil vorweg. Entsprechend erhöht sich das Kurspotenzial für den Fall eines glimpflicheren Ausgangs im Iran-Krieg.

DAX mit Aufholpotenzial gegenüber Stoxx 600, falls sich Lage im Iran-Krieg entspannt

DAX, STOXX 600: Entwicklung von relativem Kurstrend (Start: 1. Sep. 2012) und relativem Trend der Gewinnerwartungen (kommende 12 Monate)



Quelle: LSEG-Datastream, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Der Krieg in Nahost verunsichert die Anleger und schürt über steigende Öl- und Gaspreise Gefahren für die Inflation und die Konjunktur. Noch reagieren die Märkte verhältnismäßig gelassen. Aber die Risiken steigen, und der wichtige positive Faktor weiterer Zinssenkungen der US-Notenbank wird zunehmend in Frage gestellt. Vor diesem Hintergrund und einer noch nicht ausreichend pessimistischen Stimmung am Markt betrachten wir eine abwartende Haltung für Investoren derzeit als angebracht.



Aktien Japan

Politikwende untermauert positiven Gewinntrend

André Sadowsky, Seniorexperte Aktien Emerging Markets

- Japans Börse korrigiert nach kräftiger Hausse
- Takaichi dürfte expansive Fiskalpolitik forcieren
- Positiver Gewinntrend dürfte sich fortsetzen
- Strukturell positive Treiber bleiben intakt

Japans Börse korrigiert im Zuge des Nahost-Krieges

Vom Vorjahrestief bei 30.792 Punkten am 7. April 2025 legte der Nikkei 225-Index in der Spitze um 92 Prozent zu und erreichte am 26.2.2026 bei 59.332 Punkten sein vorläufig letztes Allzeithoch. Im Zuge des Kriegeausbruches im Iran und des damit einhergehenden kräftigen Ölpreisanstieges korrigierte der Nikkei 225 in der Spitze um 13 Prozent vom Allzeithoch. Die japanische Volkswirtschaft ist stark von Ölimporten abhängig; mehr als 90 Prozent der Ölimporte stammen aus der Region Nahost. Der Konflikt bleibt damit der größte Risikofaktor für Japan.

Kantersieg der LDP sorgte für positive Stimmung

Verantwortlich für die kräftige Hausse des Nikkei 225 zeichnete neben den zahlreichen positiven strukturellen Treibern, die schon seit längerer Zeit Bestand haben, der überraschend deutliche Wahlsieg der Liberaldemokratischen Partei (LDP) unter Führung von Sanae Takaichi. Die LDP verfügt jetzt über eine Zweidrittelmehrheit im Unterhaus, wodurch sie auch vom Oberhaus abgelehnte Gesetzesvorhaben umsetzen kann. Japans erste Ministerpräsidentin Takaichi setzt sich u.a. für eine expansive Fiskalpolitik, erhöhte Militärausgaben sowie für spätere Leitzinserhöhungen durch die japanische Notenbank ein. Die Kombination aus expansiver Fiskalpolitik bei gleichzeitig zumindest nicht restriktiver Geldpolitik dürfte das Wirtschaftswachstum in Japan und damit auch die japanischen Unternehmen unterstützen. Auch die grundsätzlich robuste Konjunktur in den USA und eine leichte Besserung in Europa dürften Japan als Exportnation beflügeln.

Strukturell positive Treiber bleiben intakt

Dazu gehören insbesondere weitere Investitionen, zum Beispiel im Bereich Automatisierung und Software, um der Arbeitskräfteknappheit zu begegnen. In dieses Bild passt auch, dass die Kreditvergabe der Banken robust wächst. Hinzu kommen verstärkte Bestrebungen von Regierung und Finanzmarktbehörden, die Corporate Governance der Unternehmen zu verbessern. Insbesondere die Kapitaleffizienz soll

durch steigende Aktienrückkäufe und Dividenden, die Auflösung der „Japan-AG“ (traditionell starke Überkreuzbeteiligungen) und einen stärkeren Fokus auf Rentabilität erhöht werden. (Siehe dazu auch das Interview auf Seite 34).

Überdies scheint Japan die Ära der jahrelangen Disinflation hinter sich gelassen zu haben: Die Inflationsrate liegt seit vier Jahren oberhalb von zwei Prozent, und das Vertrauen der Bank von Japan in diese Entwicklung scheint groß genug. Sie hat den Leitzins auf das höchste Niveau seit dreißig Jahren angehoben – ein Hoffnungszeichen, dass auch die Nullzinspolitik zum Ende gekommen ist. Dies ist auch deshalb positiv zu werten, weil mit einer höheren Inflation die Attraktivität von Fremdkapital zunimmt, wodurch sich auch die Eigenkapitalrentabilität verbessern könnte.

Gewinnwachstum weiter robust

Das prognostizierte Unternehmensgewinnwachstum bleibt für dieses Jahr mit 13% (J/J) robust. Es wurde zuletzt stetig weiter nach oben korrigiert. Das KGV hat sich nach der jüngsten Korrektur wieder von 16,8 auf 15,3 ermäßigt. Für die relative Betrachtung ist zudem wichtig, dass die Bewertung im Vergleich zum MSCI World weiter vergleichsweise niedrig ist.

Iran-Krieg unterbricht starken Nikkei-Aufwärtstrend

Japan: Nikkei 225 in Indexpunkten seit 2020



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Die jüngsten Turbulenzen bieten eine gute Einstiegsgeschichte in die starke Fundamentalstory des japanischen Aktienmarktes. Wir erwarten mittelfristig eine Fortsetzung der Outperformance der Region und bestätigen unsere Übergewichten-Empfehlung. Der Nahostkrieg und die Entwicklung des Yen bleiben die größten Risikofaktoren.



Aktien Emerging Markets

Korea und Taiwan treiben MSCI EM-Index nach oben

André Sadowsky, Seniorexperte Aktien Emerging Markets

- Emerging-Markets-Aktien erzielen Outperformance
- Krieg im Nahen Osten erhöht Volatilität deutlich
- Steigender Ölpreis belastet Börsen in Asien
- Strukturell positive Faktoren unverändert intakt

Speicherchiphaushalt treibt Börsen in Korea und Taiwan

Die Börsen in Südkorea und in Taiwan haben im ersten Quartal bei zuletzt hoher Volatilität kräftige Zuwächse erzielt. Während der Kospi-Index um 32% stieg, legte der Taiex-Index 13% zu (per 24. März). Verantwortlich hierfür zeichnete vor allem die Hausse bei den Speicherchippiganten Samsung Electronics (+58%) und SK Hynix (+51%) sowie TSMC (+17%). Die enormen KI-Investitionen führten zu einer sehr hohen Nachfrage nach Speicherchips, deren Preise entsprechend kräftig steigen. Durch das hohe Gewicht der beiden Chip-Werte liegt das Wachstum der Unternehmensgewinne gemäß der IBES-Konsensusschätzung in Korea bei unglaublichen 82% (J/J) (KGV 2026e: 10). Diese optisch sehr niedrige Bewertung muss in Zusammenhang mit der starken Zyklizität von Halbleitern gesehen werden. Wegen der aktuell hohen geopolitischen Unsicherheit (Iran, Öl, Zins etc.) bestätigen wir unser Votum für die Börse in Korea mit Neutral. Aufgrund der hohen Gewichtung von Korea und Taiwan im MSCI EM-Index erzielte dieser seit Anfang 2026 ein Plus von 1,1% (MSCI Welt-Index: -3,4%, per 23. März). Der Kriegausbruch im Nahen Osten führte aber zu deutlichen Gewinnmitnahmen bei sehr hoher Volatilität. Die Risikoaversion der Anleger stieg, da die asiatische Wirtschaft relativ stark von Ölimporten abhängig ist und längerfristige Preisanstiege die Inflation anheizen. Somit sind auch Leitzinssenkungen in den asiatischen Schwellenländern zunächst unwahrscheinlicher geworden. Wegen des kurzfristig erhöhten Risikos stufen wir daher das Votum für EM-Aktien von Übergewichten auf Neutral herab.

Strukturell positive Treiber bleiben intakt

Ungeachtet dessen bleiben viele strukturell positive Faktoren für die Emerging Markets unverändert intakt. Hierzu zählen u.a. die Themen Corporate Governance, Infrastrukturinvestitionen, Strukturreformen sowie insbesondere der Fokus auf zukunftsweisende Industrien wie Technologie (KI, Halbleiter, Robotik) sowie grüne Energie. Das prognostizierte Gewinnwachstum für den MSCI EM-Index für 2026 beträgt 35%

(J/J), was zu einem KGV von 12 führt. Das BIP-Wachstum in vielen Schwellenländern bleibt überdies robust.

Die Börse in China tritt auf der Stelle – Indien leidet

Die Börse in China tat sich im ersten Quartal schwer. Relativ schwache Makrodaten (v.a. Privatkonsum) sowie die unverändert anhaltende Immobilienkrise sorgten für Gegenwind. Die Hoffnung auf substanzielle fiskalische Impulse für den Privatkonsum im Rahmen des Volkskongresses im März wurden enttäuscht. Die starke Exportentwicklung ermöglicht es China, hier zunächst noch zuzuwarten.

Die vergleichsweise moderate Bewertung der Börse in China führte zuletzt aber wieder zu etwas mehr Kaufinteresse, zumal auch der kräftige Anstieg bei den Exporten wieder für etwas Kursfantasie sorgte.

Die Börse in Indien enttäuschte im ersten Quartal. Das stark von Ölimporten abhängige Land leidet besonders unter den geopolitischen Konflikten (Iran, Ukraine, US-Zölle). Zudem belastete das Thema KI-Disruption. Das BIP-Wachstum für das Fiskaljahr 2026/27 ist mit 6,7% (J/J) sehr ansehnlich und auch das geschätzte Wachstum der Unternehmensgewinne (2026e: 18,3% J/J) ist sehr robust.

MSCI EM-Index korrigiert im Zuge des Nahost-Krieges

MSCI Emerging Markets in USD in Indexpunkten seit 2020



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Der Nahost-Krieg hat vor allem bei den stark ölabhängigen asiatischen Börsen nach einem kräftigen Kursanstieg zu einer Korrektur geführt. Das hohe Gewinnwachstum, ein vielerorts solides BIP-Wachstum sowie eine Reihe von strukturell positiven Faktoren sprechen aber weiterhin für ein Engagement an den Schwellenländerbörsen.



Aktien Branchen

Zwischen drohender Energiekrise und nachlassendem „Halo-Trade“

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- Energiepreisanstieg führt zu Abkehr vom „Halo-Trade“
- Übergewichten: Energie, Industriegüter und Kommunikationsdienstleistungen
- Untergewichten: Immobilien
- Finanzsektor von Übergewichten auf Neutral

Drohende Energiekrise führt zu Abkehr vom „Halo-Trade“

Seit Januar richtete sich die Sektorauswahl der Investoren zunächst klar nach dem „Halo-Trade“ aus. „Halo“ ist dabei ein Akronym für „Heavy assets, low obsolescence“ – gesucht waren also Sektoren bzw. Unternehmen mit betont physischen Anlagenvermögen und einer geringen Gefahr der Alterung, bei denen Anleger nicht die Gefahr sahen, dass KI den Geschäftszweck zerstören oder die KI-Investitionen zu hoch sein könnten. Somit erfolgte eine Umschichtung aus IT-lastigen Sektoren in z.B. Basiskonsum, Chemie oder Telekommunikation. Diese Sektorrotation war rein Angst getrieben und in vielen Fällen wie z.B. beim Telekomsektor nicht durch positive Fundamentaldaten des jeweiligen Sektors untermauert. Dies hatte zur Folge, dass diese Umschichtungen recht schnell an Momentum verloren. Der Iran-Krieg verstärkt nun die Abkehr vom „Halo-Trade“. Die Angst vor anhaltend hohen Ölpreisen, steigender Inflation und höherem Zinsniveau treibt die Investoren zurück in Sektoren wie z.B. Technologie, die weiterhin durch gute Fundamentaldaten gestützt sind, auch wenn sie zum Teil davon trotzdem negativ betroffen wären.

Sektorauswahl bleibt eher zyklisch ausgerichtet

In dieser Gemengelage ist es nach unserer Meinung umso wichtiger eine ausgewogene Sektorauswahl auf Basis von Fundamentaldaten zu treffen. Prinzipiell bleiben wir weiter eher zyklisch ausgerichtet, da wir als wahrscheinlichstem Szenario nicht von einer langfristigen Energiekrise ausgehen. Zudem sollte die Geldpolitik der US-Notenbank letztendlich expansiv bleiben. Wir halten die neutrale Gewichtung einiger defensiver Sektoren für weiter angebracht, um auch mögliche Schwankungen am Aktienmarkt abzufedern.

Sektor Energie bleibt übergewichtet

Die Risikoprämie auf den Ölpreis dürfte zunächst weiter hoch bleiben bzw. steigen. Sollte sich die Lage beruhigen, erwarten wir einerseits einen Rückgang des Ölpreises über ein

rasches Auspreisen der politischen Risikoprämie. Andererseits sollten dann wieder die immer noch schlechten fundamentalen Rahmenbedingungen in den Vordergrund rücken und sich negativ auf den Energiesektor auswirken. Solange dies nicht der Fall ist, dürfte der Sektor die beste Absicherung für ein Stagflationsszenario mit schwachem Wachstum und steigender Inflation sein.

Finanzsektor von Übergewichten auf Neutral

Obwohl die fundamentalen Daten des Finanzsektors (u.a. Zinsstrukturkurve, US-Deregulierung) immer noch ein Übergewichten rechtfertigen, nehmen wir die Votierung auf Neutral zurück. Dies geschieht mit Hinblick auf die vermehrte Markterwartung eines Stagflationsumfelds, was sich weiter negativ auf den Sektor auswirken dürfte. Dies ist wie beim Energiesektor taktischer Natur, da bei einem baldigen Rückgang des Ölpreises die guten Fundamentaldaten wieder zum Tragen kommen sollten.

Industriegüter bleiben bevorzugt

Innerhalb des sehr heterogenen MSCI-Sektors Industriegüter bleiben europäische bzw. deutsche Industrieunternehmen bevorzugt, welche von der anhaltenden Aufstockung der europäischen Wehretats und Investitionen in die Infrastruktur weiter profitieren sollten. Diese sollten unverändert ein größeres Gewinnmomentum innerhalb des Sektors aufweisen.

IT-Sektor bleibt auf Neutral

Trotz der teilweise überzogenen Korrektur im Subsektor Software, ist die Bewertung des Gesamtsektors weiterhin überdurchschnittlich. Er wird nur von wenigen Unternehmen insbesondere aus dem Bereich Halbleiter (Nvidia, Broadcom) getrieben, der stark von großen Investitionen weniger Unternehmen in KI abhängig ist. Die Monetarisierung dieser Investitionen dürfte auch in Zukunft immer wieder hinterfragt werden, was zu erneut steigender Volatilität führen dürfte.

Meine Empfehlung für Sie

Wir empfehlen taktisch eine Übergewichtung von Energie. Favoriten sind Industrie und Kommunikationsdienstleistungen. Der Sektor Immobilien bleibt untergewichtet. Die Votierung des Finanzsektors wird auf Neutral zurückgenommen.



Aktien Small & Mid Caps

Schwindende Leitzinssenkungsfantasie bremst Small Cap-Aktien

Andreas Hürkamp, Seniorexperte Aktienstrategie

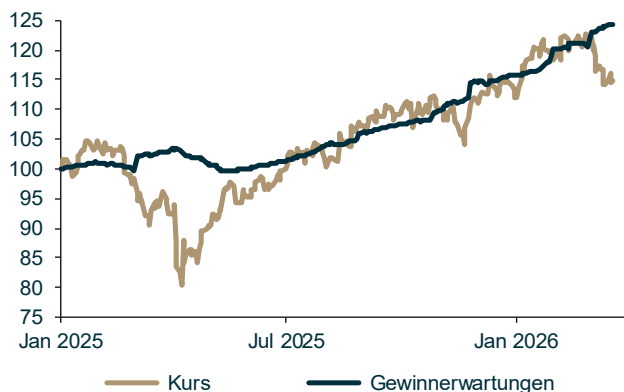
- Gewinne der Small-Cap-Aktien verbessern sich
- Reihe von Belastungsfaktoren drückt KGV-Bewertung

Unternehmensgewinne bewegen sich nach oben

Unsere Einschätzung, dass Small-Cap-Aktien 2026 eine spannende Investmentalternative sind, basiert auf unserer Erwartung, dass sich dank einer robusten globalen Konjunktur die Unternehmensgewinne der kleinen und mittelgroßen Unternehmen stetig verbessern dürften. Und in der Tat ist der Trend der Gewinnerwartungen für den MSCI USA Small Cap-Index seit Anfang 2025 um beeindruckende 24% gestiegen.

MSCI USA Small Cap-Index: Gewinntrend stetig aufwärts

Gewinnerwartungen (12 Monate) in Indexpunkten, indiziert



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Vier Belastungsfaktoren führen zu sinkender Bewertung

Die sich verbessernden Perspektiven für die Unternehmensgewinne waren ein wichtiger Grund für einen guten Jahresstart von Small-Cap-Indizes in das Börsenjahr 2026. Doch in den vergangenen Wochen haben mehrere Belastungsfaktoren zu einer Konsolidierung geführt, und die KGV-Bewertung für den MSCI USA Small Cap-Index ist unerwartet stark von 17,5 auf 15,5 gesunken. Erstens werden auch bei Small Caps Risiken diskutiert, welchen Einfluss KI-Modelle mittelfristig auf die Geschäftsmodelle haben könnten. Zweitens machen sich Investoren Sorgen, welches Exposure kleinere US-Finanzunternehmen in dem derzeit unter Druck stehenden Private-Credit-Bereich haben könnten. Drittens sorgen die durch den Iran-Krieg stark gestiegenen Preise für Öl und Benzin bei einzelnen Unternehmen zu einem steigenden

Margendruck über die Kostenseite. Und viertens ist infolge des Iran-Krieges die Leitzinssenkungs-Fantasie für die US-Notenbank deutlich geschrumpft – ein wichtiger Bullenfaktor für Small Cap-Aktien hat damit stark an Kraft verloren.

KGV für Small Cap-Aktien steht unter Druck

MSCI US Small Cap-Index: KGV-Bewertung



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Wir sehen Konsolidierungen als Nachkaufgelegenheiten

In unserem Basisszenario, dass sich der Iran-Krieg noch einige Zeit hinziehen wird, dürfte sich die Kursschwäche der Small-Caps zunächst fortsetzen. Doch mittelfristig erwarten wir auch für Small-Cap-Indizes eine nachhaltige Erholung. So dürften in unserem Iran-Szenario die Öl- und Gaspreise im Jahresverlauf wieder fallen, und die Leitzinssenkungsfantasie für die US-Notenbank würde dann wohl wieder zunehmen. Im Bereich Künstliche Intelligenz erwarten wir, dass Investoren mittelfristig auch wieder stärker auf die Chancen durch mögliche Effizienzgewinne blicken werden. Und die jüngste Entscheidung der US-Notenbank, insbesondere bei kleinen US-Banken die Eigenkapitalvorschriften zu lockern, sollte den US-Finanzinstituten helfen, mögliche Abschreibungen im Bereich Private Credit relativ robust wegzustecken.

Meine Empfehlung für Sie

Small-Cap-Aktien dürften während des Iran-Krieges unter Druck bleiben. Die zuletzt deutlich gefallene KGV-Bewertung bietet Investoren in den nächsten Monaten Chancen, ihr Exposure nochmals in kleinen Schritten zu erhöhen.



Aktien Spezial – IT/Kommunikation

KI-Disruptionsrisiko: Chancen durch einen fokussierten Investmentansatz über den IT-Sektor hinaus

Marc C. Gemeinder, Seniorexperte Technologieaktien

Markus Kubesch, Seniorexperte Small- & Mid-Cap-Aktien

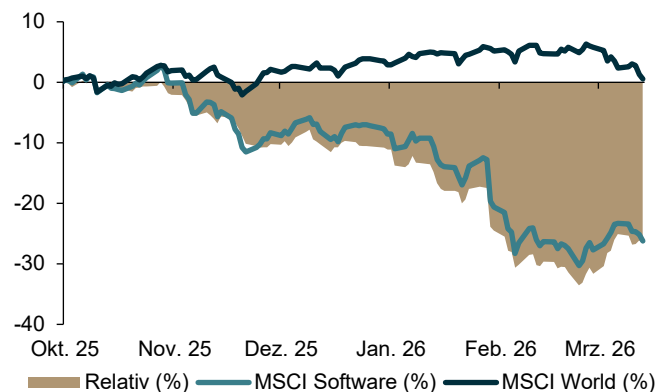
- Die Angst vor KI-Disruption führte zu breiten Kurskorrekturen, zunächst im IT-Sektor (insbesondere bei Software), gefolgt von anderen Bereichen/Sektoren.
- Stark gefährdet sind (Software-)Unternehmen mit einfachen Workflows und nutzerbasierten Preismodellen. Widerstandsfähiger zeigen sich tief in den Kundenabläufen verankerte Systeme bzw. Plattformen unter Verwendung proprietärer Daten.
- Unternehmen mit geringem KI-Disruptionsrisiko zeichnen sich u.a. durch eine hohe Anlagenintensität bzw. langlebige materielle Vermögenswerte aus, so z.B. Werte aus den Bereichen Energie, Versorger und Infrastruktur.

Software vs. KI: Disruption oder Evolution?

Für die Softwarebranche, lange Zeit ein Liebling der Anleger, stellt sich eine existenzielle Frage: Verdrängt KI klassische Anwendungen? Seit Herbst 2025 erleben Software-Aktien eine deutliche Kurskorrektur und haben sich trotz der kürzlichen Gegenbewegung mit einem Verlust von ca. 25% gegenüber dem Welt-Aktienindex deutlich schlechter entwickelt. Die Investoren erwarten eine erhebliche Eintrübung der Geschäftslage. Ist diese pessimistische Haltung fundamental gerechtfertigt oder ist die derzeitige Kursentwicklung eine Überreaktion des Marktes?

Software mit schwacher Performance seit Oktober

Fundamental gerechtfertigt oder Überreaktion?



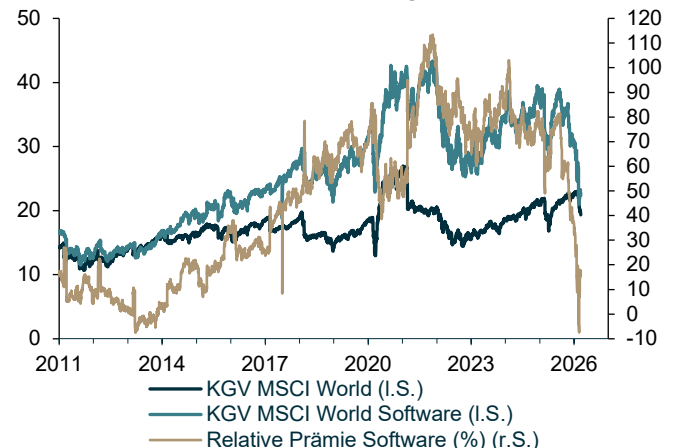
Quelle: Bloomberg, MSCI, Commerzbank-Research

Bären: KI stellt die Softwareindustrie infrage

Die Marktstimmung für Software ist angeschlagen. Auf der einen Seite befürchten die „Bären“ eine existenzielle Disruption durch künstliche Intelligenz. Ihre Sorge gilt den einstigen Trümpfen der Branche: Stabile Abo-Modelle, hohe Kundenbindung („Lock-in“) und extreme Skalierbarkeit. Diese Faktoren, die Software als Inbegriff des perfekten Geschäftsmodells machten, scheinen nun durch sinkende Eintrittsbarrieren und schrumpfende Wettbewerbsvorteile gefährdet. Diese Sorgen führten zu einem kompletten Verschwinden der historischen Bewertungsprämie des Sektors.

Die Bewertungsprämie des Sektors ist passé

Softwareaktien nun so teuer wie der Gesamtmarkt



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Bullen: Evolution der Softwarebranche als Chance

Auf der anderen Seite argumentieren die „Bullen“, dass die KI-Integration in Unternehmen kein revolutionärer Umsturz, sondern eine logische Evolution ist. Sie gehen davon aus, dass kritische Kernsysteme nicht abrupt ersetzt, sondern schrittweise mit intelligenten Funktionen angereichert werden. Dieser Prozess benötigt Zeit, wird die etablierten Anbieter aber letztlich stärken. Ihr zentrales Argument: Der wahre Wert der KI entfaltet sich nicht in der technischen Infrastruktur, sondern in der Anwendung. Sie sehen eine schrittweise Migration zu einem „KI-Ökosystem“, welches den etablierten Playern zugutekommen wird. Aufgrund historisch niedriger Bewertungen sehen risikofreudige Investoren in der aktuellen Marktkorrektur eine Kaufgelegenheit.



Einschätzung: Das Risiko ist nicht überall gleich

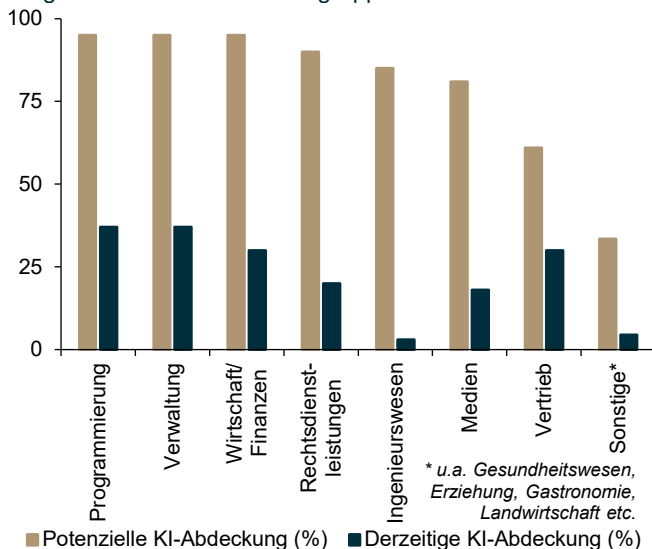
Wir setzen auf eine differenzierte Betrachtungsweise und sehen Softwareunternehmen in unterschiedlichem Maße betroffen. Wir identifizieren drei Risikogruppen: Am stärksten gefährdet sind Firmen, deren Geschäftsmodelle auf einfachen, standardisierten Workflows und leicht ersetzbaren Daten basieren. Die typischen nutzerbasierten Preismodelle beschleunigen das Risiko zusätzlich, da KI-Agenten die Anzahl menschlicher Arbeitskräfte (= zahlende Nutzer) reduzieren können. Im mittleren Segment finden sich Unternehmen, deren Workflows zwar komplexer, aber dennoch von KI teilweise zerlegbar sind, was sie zur Anpassung ihrer Preismodelle zwingt. Am widerstandsfähigsten sehen wir jene Unternehmen, die tief in den kritischen Abläufen ihrer Kunden verankert sind und über proprietäre Daten verfügen. Sie werden KI strategisch zur Wertsteigerung für ihre Kunden nutzen, anstatt durch sie bedroht zu werden, und so ihre Wertschöpfung verbessern können.

Einzelne Branchen unter besonderer Beobachtung

Die KI-Disruptionsängste haben längst weitere Sektoren/Branchen erreicht. Betroffen sind Unternehmen, deren Tätigkeitsbereiche durch implementierte KI-Prozesse vereinfacht und schnell ersetzt werden können. Dies gilt z.B., wenn KI austauschbare Büro- und Verwaltungsaufgaben oder Geschäftsabläufe in Teilbereichen, wie z.B. Recht oder Media, stark vereinfacht und künftig auch in einem stark ansteigenden Ausmaß übernehmen wird. Dieses Szenario wurde am Markt zuletzt u.a. bei Banken/Versicherungen, Immobilienwerten oder Medien-/E-Commerce-Unternehmen durchgespielt, was zu einer Neubewertung/Kurskorrektur bei einer Reihe von Aktien geführt hat.

Steigende KI-Abdeckung und -Nutzung

Ausgewählte Sektoren/Berufsgruppen im Überblick



Quelle: Anthropic "Labor market impacts of AI", Commerzbank-Research

Wo findet sich noch ausgeprägte Resilienz?

Es gibt Geschäftsmodelle, die sich aktuell als widerstandsfähig erweisen. Hierzu zählen Sektoren/Unternehmen mit „Heavy Assets, Low Obsolescence“ (HALO). Dies sind Unternehmen, die über eine hohe Anlagenintensität sowie materielle Vermögenswerte, die über ein geringeres Alterungs- und damit Disruptionsrisiko verfügen. Konkrete Beispiele zeigen sich insbesondere in kritischen Bereichen wie Energie/Versorger/Netze und Infrastruktur. Auch bestimmte Halbleiter-Hersteller sowie ausgewählte IT-Hardwareunternehmen (z.B. Anbieter der benötigten KI-Rechenleistungskapazitäten und Infrastruktur bzw. Data Center) schwimmen weiterhin oben auf der Welle des völlig intakten und dabei investitionsintensiven KI-Booms.

Titelauswahl richtet sich auf KI-Nettoprofiture

Im Markt und Wettbewerb etablierte Unternehmen haben Geschäftsmodelle mit spezifischem Knowhow, umfangreichen und proprietären Datenpools sowie markanten „USPs“ (Unique Selling Points). Auch ein umfangreiches Level an Regulierung bzw. Compliance erhöht die eigene Resilienz. Ausgeprägte eigene KI-Forschung und -Entwicklung sowie selektive, bzw. auf KI ausgerichtete Zukäufe im Markt (M&A) unterstützen und stärken die Widerstandsfähigkeit. Plattformen mit komplexen und geschäftskritischen Geschäftsmodellen wirken somit KI-Disruptionsängsten deutlich entgegen. Die auf KI basierenden Zukunftschancen überwiegen in diesem Fall spürbar die latent vorhandenen Risiken.

Meine Empfehlung für Sie

Der gegenwärtige Abverkauf von IT-/Softwareaktien sowie zurückgekommene Bewertungen bei Sektoren, bei denen ein hohes KI-Disruptionsrisiko angenommen wird, ist u.E. relativ undifferenziert. Risikoaffinen Anlegern eröffnen sich Chancen bei Werten mit hohen Eintrittsbarrieren und ausgeprägten „USPs“.

Auch lohnt sich der Blick auf übergreifende bzw. angrenzende Sektoren/Branchen mit Aktien, die über materielle Vermögenswerte verfügen und gleichzeitig eine hohe Resilienz zeigen.



Aktien Spezial – Industrie/Verteidigung

Geopolitische Zuspitzung rückt Verteidigungs-Aktien wieder in den Fokus

Sergej Shelesnjak, Seniorexperte Small- & Mid-Cap-Aktien

- Venezuela, Grönland, Iran – 2026 spitzt sich die geopolitische Lage weiter zu
- Zusätzliches Potenzial durch US-Aufrüstung noch nicht vom Markt eingepreist
- Profiteure sind Rüstungstitel auf beiden Seiten des Atlantiks

Zuspitzung der geopolitischen Lage 2026

Bereits im ersten Quartal 2026 gab es diverse geopolitische Ereignisse, die die Kurse von Rüstungsaktien positiv beeinflusst haben:

- (1) Venezuela: Auf den kurzen Angriff der USA auf Venezuela im Januar reagierten die Rüstungsaktien positiv.
- (2) Grönland: Ebenfalls im Januar hat Trump ein territoriales Interesse an Grönland kundgetan, das er im Zweifel auch militärisch durchsetzen wolle. Das Thema ist nach einigen Wochen verstummt, aber auch diese Nachrichten haben zu Kurssteigerungen in diesem Subsektor geführt.
- (3) Iran: Ende Februar begann die USA zusammen mit Israel einen Krieg gegen den Iran.
- (4) Ukraine: Ein Ende des Angriffskriegs von Russland auf die Ukraine ist bedauerlicherweise nicht in Sicht. Gerade europäische Rüstungsaktien sinken, sobald sich die Wahrscheinlichkeit eines Friedens erhöht, auch wenn es fundamental keine relevanten negativen Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit der Rüstungsunternehmen hätte.

Massive Erhöhung der US-Verteidigungsausgaben 2027?

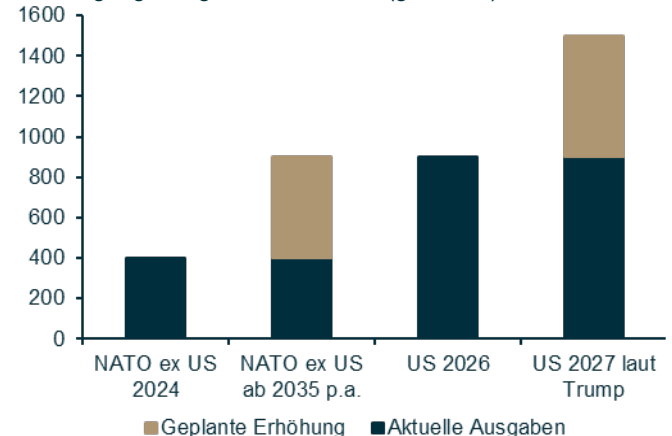
Eine inmitten dieser Ereignisse wenig beachtete Information, ist Trumps Aussage im Januar, er wolle das US-Verteidigungsbudget 2027 von 900 Mrd. USD im Jahr 2026 auf 1,5 Billionen USD im Jahr 2027 massiv erhöhen.

Einen so starken Anstieg wie Trump es angekündigt hat, halten wir zwar für sehr unrealistisch, weil es mit immensen Budgetreallokationen oder sehr hoher Neuschuldenaufnahme verbunden wäre. Allerdings haben die Aktienkurse auf diese fundamental für Rüstungsaktien höchst relevante Information nicht reagiert. Die Märkte preisen aktuell eine stabile Quote von 3 Prozent vom US BIP für US-Rüstungsausgaben ein, d.h. die Ausgaben für Verteidigung sollen lediglich um wenige Prozent in Höhe des BIP-Wachstums der USA steigen. Für realistisch halten wir jedoch einen höheren Anstieg als das BIP-Wachstum.

Eine Einordnung der Zahlen: Die massive Kursrallye, die im Jahr 2025 zu einem Kursanstieg von 60% im europäischen Aerospace & Defense Sektor geführt hat (MSCI Europe Aerospace & Defense), resultierte aus einer geplanten Gesamterhöhung des NATO-ex-US-Budgets von 400 Mrd. Euro im Jahr 2025 um etwa 500 Mrd. Euro auf 900 Mrd. pro Jahr ab dem Jahr 2035. Einen ähnlich hohen Betrag, für dessen Erhöhung der Rest der NATO zehn Jahre benötigt, möchte Trump nun in einem einzigen Jahr zusätzlich ausgeben.

Eine Erhöhung des US-Verteidigungsbudgets ist vom Markt nicht eingepreist und birgt Kurspotenzial

Verteidigungsbudgets in Mrd. USD (gerundet)



Quelle: NATO, Bloomberg, Commerzbank-Research

US- aber auch europäische Rüstungstitel profitieren

Jeglicher Anstieg im US-Verteidigungsbudget impliziert fundamental unterfüttertes Gewinnwachstum und damit zusätzliches Kurspotential – primär für US-Rüstungstitel. Aber auch europäische Rüstungsunternehmen profitieren, da einige Kompetenzen wie z.B. Panzergetriebe exklusiv von europäischen Unternehmen besetzt werden.

Meine Empfehlung für Sie

Wir sind davon überzeugt, dass die Verteidigungsrallye weiter geht und dass die Aktienkurse der Verteidigungsaktien das starke Wachstum der nächsten Jahre noch nicht vollständig widerspiegeln. Bleiben Sie deshalb auch im Jahr 2026 weiter in Verteidigungstiteln investiert



Aktien Spezial – Chemie

Industriegase: Unverzichtbar für den KI-Megatrend

Alexander Wahl, Seniorexperte Energie- und Chemieaktien

- Für die europäische Chemieindustrie bleibt das Marktumfeld weiter herausfordernd
- Industriegase profitieren jedoch vom KI-Wachstum des Halbleitermarktes und neuen Chiparchitekturen
- Hersteller von Industriegasen partizipieren durch dynamisches Volumenwachstum und Preissetzungsmacht

Überraschende Profiteure in einer geplagten Branche

Die europäische Chemieindustrie leidet unter einer ausgeprägten Nachfrageschwäche, die durch einen beispiellosen Aufbau globaler Überkapazitäten v.a. in China verschärft wird. Da die chinesische Inlandsnachfrage hinter den ausgeweiteten Produktionskapazitäten zurückbleibt, drängen chinesische Produzenten auf den europäischen Markt, wo die heimische Industrie zusätzlich durch strukturell höhere Energiekosten belastet wird. In der Folge versuchen die meisten europäischen Chemieunternehmen, sich durch Restrukturierungsprogramme und Standortschließungen gesund zu schrumpfen.

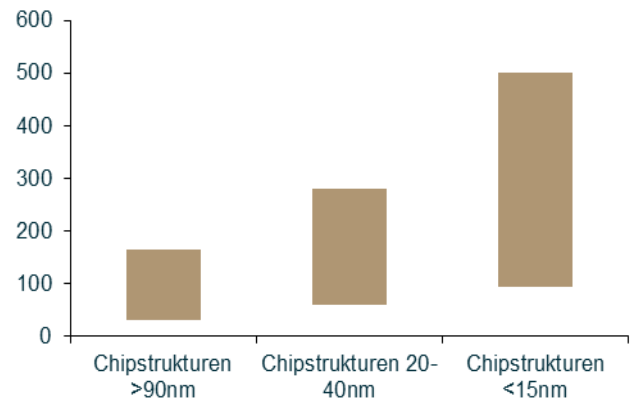
KI-Nachfrage treibt Gasbedarf in der Chipfertigung

Die Hersteller von Industriegasen stellen hier eine Ausnahme dar, da sie vom KI-Megatrend und technologischem Fortschritt im Halbleitersektor maßgeblich profitieren. In Halbleiterfabriken sind Industriegase fundamentaler Bestandteil der Chipfertigung. So wird Stickstoff verwendet, um in den Prozesskammern eine chemisch reine Atmosphäre zu schaffen. Spezialgase werden für das Ätzen von Strukturen genutzt oder Trägergase, um mit Fremdatomen die Eigenschaften von Halbleitern zu verändern.

Mit dem Vorstoß in immer kleinere Strukturgrößen steigt die Fertigungskomplexität und damit die Anzahl der erforderlichen Prozessschritte signifikant, in denen Gase zum Einsatz kommen. Während bei älteren Chipgenerationen noch geringere Mengen an Stickstoff reichten, benötigt die Fertigung von High-End-Prozessoren ein Vielfaches an Prozessgasen. Die Hersteller von Industriegasen erhalten so einen doppelten Rückenwind: sie profitieren vom technologischen Fortschritt durch neue Halbleiterarchitekturen und dem stetig steigenden Gasverbrauch pro gefertigten Chip. Gleichzeitig führt der Siegeszug der Künstlichen Intelligenz zu einer beispiellosen Mengenausweitung speziell bei hochkomplexen Halbleitern.

Steigende Gaskosten mit neuen Chip-Architekturen

Bandbreite der Gaskosten (USD pro 300mm Wafer) in Abhängigkeit von der Chipgeneration und -architektur



Quelle: Commerzbank-Research; Anmerkung: Die dargestellten Werte verstehen sich als Bandbreiten. Während Standard-Speichermodule das untere Ende markieren, liegen Hochleistungschips (Logik/EUV) am oberen Rand. Bandbreiten basieren auf Marktpreisen vom 26/02/2026.

KI-Anwendungen benötigen große Rechenzentren, die mit speziellen Grafikprozessoren und Hochleistungsspeichern bestückt werden. Dies führt zum Bau zahlreicher neuer Halbleiterfabriken. Allein im Jahr 2025 wurde der Bau von 18 Fabriken begonnen, die überwiegend in den Jahren 2026 und 2027 mit der Produktion beginnen sollen. So erwartet SEMI, der führende Branchenverband der Mikroelektronik, bis 2027 ein hoch einstelliges jährliches Wachstum der Investitionen in Halbleiterfertigungstechnik. In Kombination mit der Mengenausweitung speziell bei hochkomplexen Halbleitern sehen wir diese Investitionen als verlässlichen Indikator für den erwartbaren Gasabsatz und ein deutlich zweistelliges Wachstum des Gasbedarfs im Halbleiterbereich über die nächsten Jahre erscheint möglich.

Meine Empfehlung für Sie

Das Umfeld bleibt insgesamt herausfordernd für die europäische Chemieindustrie und erfordert eine selektive Titelauswahl. Durch die beschriebenen Effekte ergibt sich für die Hersteller von Industriegasen jedoch ein attraktives Wachstumsprofil selbst bei anhaltender Nachfrageschwäche im Chemiesektor. Zusammen mit dem insgesamt defensiven Charakter und der starken Preissetzungsmacht grenzen sie sich damit positiv ab.



Immobilien

Wo Altersdemographie positiv wirkt

Torsten Schwarz, *Seniorexperte Immobilien & Immobilienaktien*

- Gesundheitsimmobilien sind eine attraktive und relativ defensive Nische des (Wohn-)Immobilienmarktes
- Anleger profitieren bei Gesundheitsimmobilien von hohen Nettoanfangsrenditen, langen Mietvertragslaufzeiten und inflationsindexierten Mieteinnahmen
- Demographische Trends sorgen für ein stetiges Nachfragewachstum in den nächsten Jahrzehnten, wobei die relevante Altersgruppe 85+ dabei relativ am stärksten wächst

Gesundheitsimmobilien sind defensiv, inflationsindexiert und renditestark

Unter Gesundheitsimmobilien werden in erster Linie Pflegeheime und Gebäude für Betreutes Wohnen, aber auch Ärzte- und Krankenhäuser sowie Kurkliniken verstanden.

Die konjunkturelle Abhängigkeit ist bei den Gesundheitsimmobilien – im Gegensatz zu Büro-, Logistik- oder Einzelhandelsobjekten – eher gering. Vielmehr erfolgt die Finanzierung der Betreibereinnahmen zu einem Großteil über die staatlichen Sozialsysteme und/oder durch Zuzahlungen der individuellen Nutzer. Positiv ist auch, dass neue Mietverträge mit den Betreibern meist lange Laufzeiten aufweisen (>15 Jahre üblich) und in den meisten Ländern Europas auch an den Verbraucherpreisindex gekoppelt sind und mit der Inflation ansteigen. Zudem liegen die Nettoanfangsrenditen meist etwas höher als bei Wohnimmobilien.

Seniorengruppe 85+ Jahre wächst relativ am stärksten

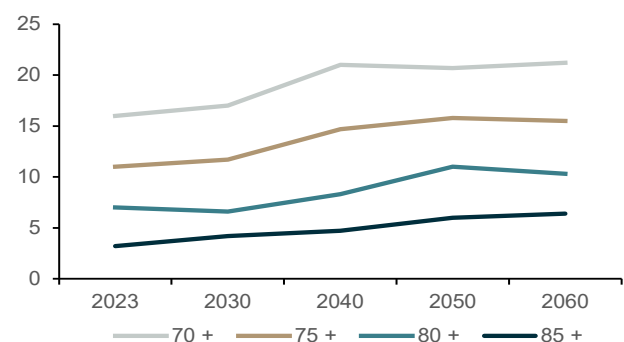
Der Anteil der Senioren an der Gesamtbevölkerung wird in den nächsten Jahrzehnten stetig weiter ansteigen. Für die langfristige Nachfrage nach Pflegeheimplätzen oder Betreutem Wohnen ist dieser Trend positiv zu werten. Ab einem Alter von etwa 80 Jahren steigen spezielle Pflege- und Gesundheitsbedürfnisse oftmals stark an, ab etwa 85 Jahren wird meist ein Aufenthalt in einem Pflegeheim die präferierte Wohnoption.

Auch wenn diese Hochbetagten aktuell und in Zukunft die kleinste Seniorenkohorte darstellen, wird sich ihre Zahl in Deutschland bis 2060 in etwa verdoppeln. Damit ist das relative Wachstum in diesem Bereich größer als in allen anderen dargestellten Alterskohorten. Für ganz Europa gehen ähnliche Projektionen beispielsweise von einem Anstieg der

Alterskohorte 85+ von aktuell rund 15 Mio. auf rund 25 Mio. Personen bereits bis zum Jahr 2040 aus.

Anteil der Senioren über 85 verdoppelt sich bis 2060

Jeweilige Altersgruppe an der deutschen Gesamtbevölkerung, in Prozent



Quelle: Commerzbank-Research, Aedifica Investor Relations, Eurostat

Professionelles Management und Kapital sind gefragt

Dieser grundsätzlich steigenden Nachfrage steht eine bisher eher verhaltene Neubautätigkeit im Bereich der Pflegeheime gegenüber. Die große Herausforderung in den nächsten Dekaden wird daher in ganz Europa sein, genügend Heimplätze neu zu schaffen bzw. so zu modernisieren, dass diese den pflegetechnischen Qualitätserfordernissen und den wohnwirtschaftlichen Präferenzen der Nutzer entsprechen.

In den letzten Jahren haben sich einige börsennotierte Immobiliengesellschaften auf den Erwerb und die Vermietung von Gesundheitsimmobilien spezialisiert, wobei Pflegeheime in den Portfolios meist dominieren. Die Kapitalgesellschaften fungieren dabei als Vermieter für professionelle Pflegeunternehmen, die die notwendigen Pflegedienstleistungen für die Bewohner übernehmen. Daher ist die Auswahl solventer und qualitativ guter Betreiberfirmen für die Immobilieneigentümer von besonderer Bedeutung.

Meine Empfehlung für Sie

Gesundheitsimmobilien weisen in ganz Europa attraktive Fundamentaldaten und positive demographische Trends auf. Über börsennotierte Immobilienaktien / REITs oder Immobilienfonds können Anleger von diesem interessanten Sektor profitieren.



Rohstoffe Gold

Unsicherheit bleibt Haupttreiber

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- Gold bleibt auch weiter ein sicherer Hafen
- Unterstützung durch mittelfristig wieder schwächeren US-Dollar
- US-Notenbank bleibt expansiv
- Goldminenbetreiber bleiben attraktiv
- Konsolidierungsphasen bieten Einstiegschancen

Gold bleibt auch weiter sicherer Hafen

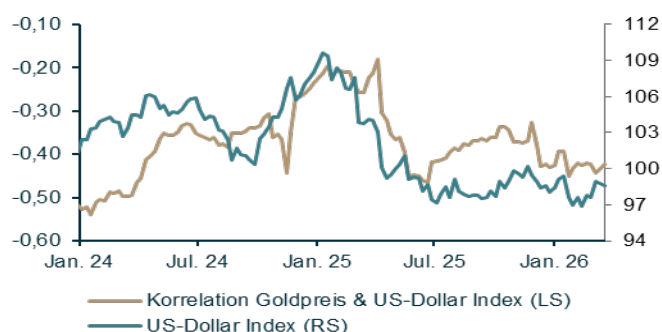
Auch wenn der Goldpreis mit Beginn des Iran-Kriegs deutlich nachgab, sehen wir Gold weiterhin als sicheren Hafen in geopolitischer Unsicherheit. Die Gründe für dieses unerwartete Verhalten lagen im exzessiven Anstieg zuvor, dem unerwarteten Anstieg von Dollar und Zinsen, was zu Gewinnmitnahmen führte. Dennoch sollte dieser grundsätzliche Stabilitätscharakter der Haupttreiber für den Goldpreis bleiben. Man sollte die anhaltende, aggressive, protektionistische US-Handels- und Fiskalpolitik nicht vergessen, die einen weiteren Katalysator für den Goldpreis darstellt. Sie dürfte die Verschuldung in den USA mittelfristig zusätzlich erhöhen und dazu führen, dass andere vermeintlich sichere Anlagen wie US-Staatsanleihen oder der US-Dollar eher zu Gunsten von Gold gemieden werden.

Unterstützung durch schwächeren US-Dollar

Nach unserer Ansicht sollte mittelfristig eine Schwächetendenz des US-Dollar wieder zu Tage treten. Dies dürfte zusätzlich den Goldpreis fundamental unterstützen, da Gold dann, wie die Vergangenheit zeigt, als Ersatz für den als Reservewährung verstärkt hinterfragten US-Dollar dient.

Schwächerer US-Dollar stützt den Goldpreis

Rollierende 52W-Korrelation Gold/US-Dollar Index*



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. *Durchschnittliche Veränderung des US-Dollars zu führenden Weltwährungen

Dies zeigt sich in einer stark negativen Korrelation.

Zinssenkungen durch die US-Notenbank bieten zusätzliches Potential

Der Druck von Präsident Trump auf die US-Notenbank dürfte weiter hoch bleiben. Nichtsdestotrotz sollte aber unter anderem auch der schwächere Arbeitsmarkt letztendlich dafür sorgen, dass die Fed grundsätzlich expansiv bleibt und dies trotz des momentanen Iran-Krieges.

Goldminenbetreiber bleiben attraktiv

Einhergehend mit der starken Entwicklung des Goldpreises sind auch die Aktien von vielen Goldminen-Betreibern stark angestiegen, da der Goldpreis die gesamten Kosten der Förderung immer weiter übersteigt und somit die Gewinne weiter vergrößert. Grundsätzlich bleiben auch die Aktien dieser Mininggesellschaften unterstützt. Dabei sollte aber nicht vergessen werden, dass sie in beide Richtungen stark auf den Goldpreis reagieren, also auch schon bei leichten Konsolidierungen des Goldpreises meist überproportional verlieren.

Konsolidierungsphasen bieten Einstiegschancen

Wie bereits zu Beginn des Jahres zu beobachten war, ist der Goldpreises nicht gefeit vor etwaigen Gewinnmitnahmen. Obwohl in diesem Fall eher technische als fundamentale Faktoren für die Korrektur verantwortlich waren, sollte diese Phase aufgrund der starken Unterstützungsparameter (insbesondere der Faktor Unsicherheit) weiter als Einstiegchance genutzt werden. Dies gilt auch für die aktuelle Konsolidierung aufgrund von übergeordneter Liquiditätsbeschaffung und schwindenden Zinssenkungserwartungen.

Meine Empfehlung für Sie

Gold bleibt der sichere Hafen, angetrieben insbesondere durch die anhaltenden (geo)politischen Unsicherheiten. Dies begünstigt somit auch die gesamte Wertschöpfungskette wie z.B. Betreiber von Goldminen. Konsolidierungsphasen sollten aufgrund der starken Unterstützungsparameter weiterhin als Einstiegchance genutzt werden.



Asset Allokation

Die Suche nach dem „Sicheren Hafen“

Dr. Thomas Osowski, Leiter Asset Allokation

- Iran-Konflikt setzt die globalen Kapitalmärkte deutlich unter Druck
- Hohe Abwärtsrisiken durch potenzielle Schäden an der Energie-Infrastruktur der Goldstaaten
- Anleihen und Gold bieten aktuell geringe Diversifikation.
- Wir präferieren eine benchmarknahe Allokation: Aktien neutral, Renten neutral, Liquidität neutral

Öl und Gas: Die globale Wirtschaft im Angebotsschock

Im aktuellen Marktumfeld überlagern sich mehrere Regimefaktoren. Im Vordergrund steht der geopolitische Konflikt mit dem Iran und dessen Einfluss auf Energiepreise, Inflationserwartungen und globale Wachstumsrisiken. Die Schließung der Straße von Hormus betrifft erhebliche Teile des globalen Öl- und Gasflusses. Gleichzeitig mehren sich Indizien auf signifikante Schäden an der Energie-Infrastruktur. Aufgrund der Relevanz von Energie für die globale Wirtschaft handelt es sich um einen potenziell makroökonomisch relevanten Angebotsschock.

Für das marktrelevante Makro-Regime ist entscheidend, dass dieser Schock nicht nur die Energiepreise, sondern zugleich auch die Inflationserwartungen erhöht und einen negativen Wachstumsbeitrag erzeugt. Insbesondere Europa – aber auch viele Staaten Asiens – sind wegen ihrer hohen Importabhängigkeit bei Energie anfällig. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit für ein stagflationäres Umfeld.

Das neue Makroregime stellt die bisherigen Zinserwartungen auf den Kopf

Hinzu kommt, dass die erhoffte geldpolitische Entlastung unsicherer geworden ist. Seit dem Beginn des Iran-Konflikt erwarten die Märkte eine deutlich restriktivere Geldpolitik. Während in den USA sämtliche Zinssenkungserwartungen ausgepreist wurden, werden von der EZB sogar Zinserhöhungen erwartet. Für die Asset Allokation ist das zentral, weil ein Teil der früheren Unterstützung für Risikoanlagen auf der Erwartung beruhte, dass nachlassende Inflation und sinkende Renditen gemeinsam wirken würden.

Angesichts der extremen Unsicherheit haben wir Szenarien formuliert (s. Seite 3). Unserem Basisszenario messen wir eine Wahrscheinlichkeit von etwa 60 % bei: Eine

diplomatische Deeskalation bis zum Ende des zweiten Quartals. Diese Einschätzung basiert auf der Analyse historischer Konfliktverläufe und der Annahme, dass weder die USA noch der Iran ein Interesse an einer unkontrollierbaren Eskalation der militärischen Konfrontation haben.

Regionale Divergenzen im Fokus

Parallel dazu bleiben die regionalen Wachstumsprofile uneinheitlich. China zeigt zwar stabilere kurzfristige Daten, bleibt aber wegen struktureller Probleme im Immobiliensektor ein ambivalenter Faktor für die Weltkonjunktur. Europa steht zwischen konjunktureller Schwäche und fiskalisch unterstützten Teilssegmenten. Die USA erscheinen robuster, sind aber ebenfalls nicht unabhängig von höherem Ölpreis, höheren Inputkosten und restriktiveren finanziellen Bedingungen. Das aktuelle Makro-Regime ist damit kein einfaches „Risk-on/Risk-off“-Umfeld, sondern eine Phase, in der regionale Unterschiede für die Allokation an Bedeutung gewinnen.

Angebotsschocks und Marktmechanik: Schwächere Diversifikation in einem neuen Inflationsumfeld

Aus diesem Makro-Regime folgt eine veränderte Marktmechanik. Der zentrale Punkt ist, dass ein geopolitisch ausgelöst, angebotsgetriebener Energiepreisschock am Kapitalmarkt anders wirkt als ein klassischer Nachfrageschock. Wenn Ölpreise aufgrund von Angebotsstörungen steigen, erhöht dies die Inflationserwartungen, ohne gleichzeitig einen positiven Wachstumsimpuls zu liefern. Dadurch wird die traditionelle Diversifikationsfunktion nominaler Staatsanleihen geschwächt: Anleihen können zwar weiterhin stabilisieren, sind aber in einem inflationssensitiven Angebotsschock kein automatisch gleich starker Gegenspieler zu Aktien wie in einem klassischen Konjunkturabschwung. Der aktuelle Angebotsschock durch die Beeinträchtigung des Güterflusses durch die Straße von Hormus zeigt dieses Bild deutlich. Gestiegene Inflationserwartungen und zurückgenommene Zinssenkungserwartungen führen zu Verlusten an den globalen Anleihenmärkten, während auch Aktien unter Druck geraten.

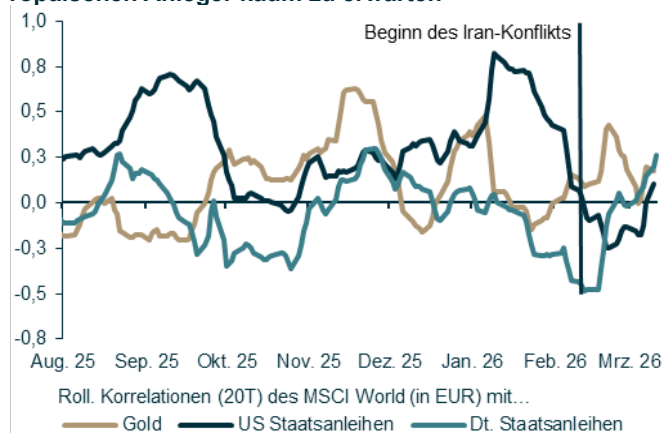
Auch Gold glänzt aktuell nicht

Damit verschiebt sich auch die Logik defensiver Portfolioelemente. Defensive ist derzeit nicht eindimensional – und vor allem nicht einfach: Der nächste Kandidat zur Portfolioabsicherung wäre Gold. Gold profitiert gewöhnlich von geopolitischer Unsicherheit, Safe-Haven-Nachfrage und seiner Rolle



als Schutzinstrument in einem fragiler gewordenen Inflationsumfeld. Im aktuellen Kontext konnte auch Gold dieser Rolle nicht gerecht werden: Die belastenden Faktoren in Form eines steigenden US-Dollars, steigender (nominaler) Renditen und Liquiditätsbeschaffung, um z.B. Risikopositionen offen zu halten, überkompensierten die diversifizierenden Eigenschaften von Gold zuletzt deutlich. Für Investoren ist es wichtig zu unterscheiden: Monetäre Inflation und Zweifel am (Fiat-)Geldsystem helfen Gold über sinkende (Real-)Zinsen, aber Ölpreisinflation wirkt über steigende Zinsen und einen stärkeren Dollar, sodass Gold unter Druck gerät.

Eine Diversifikation durch Euro-Anleihen ist für den europäischen Anleger kaum zu erwarten



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

US-Dollar: Totgesagte leben länger

Gleichzeitig zeigt der aktuelle Schock aber auch, dass der US-Dollar in geopolitischen Krisen noch immer einen diversifizierenden Charakter aufweist. Seit Beginn des Iran-Krieges zeigte der US-Dollar eine deutliche Aufwertung gegenüber den übrigen Währungen. Insbesondere diese Entwicklung ist diametral zu den Entwicklungen am „Liberation Day“ im April 2025 und zeigt, dass der US-Dollar weiterhin einen Beitrag zur Portfolio-Diversifikation leisten kann. Ob diese aktuelle Beobachtung durch die Markteinschätzung des US-Dollar als „Sicherem Hafen“ oder darüber herrührt, dass steigende Rohstoffpreise in Kombination mit dem Status des US-Dollars als Haupttransaktionswährung für internationale Rohstoffgeschäfte die Dollar-Nachfrage stützen, ist dabei für den Moment irrelevant. Denn unabhängig vom Grund der diversifizierenden Wirkung des Dollars stützen offene US-Dollar Positionen das Portfolio eines Euro-Investors merklich.

Zugleich bleibt der US-Dollar ein wesentlicher Transmissionskanal. In Phasen geopolitischer Anspannung fungiert er nicht nur als Fluchtwährung, sondern verschärft über Finanzierungskonditionen und Importpreise die Belastung außerhalb der USA. Das ist besonders relevant für Schwellenländer und

energieimportabhängige Volkswirtschaften. Ein stärkerer oder strukturell robuster Dollar wirkt in diesem Umfeld als zusätzlicher Selektionsmechanismus zwischen Ländern, Regionen und Anlageklassen. Die Marktmechanik wird damit nicht nur von Aktien und Zinsen bestimmt, sondern auch stark von Währungsbewegungen und ihrer Wirkung auf globale Finanzierungsbedingungen.

Insbesondere für Aktien bedeutet diese Marktmechanik, dass die Richtung erneut nicht nur vom Konjunkturbild, sondern stark vom geopolitischen Eskalationspfad abhängt. Eine Mechanik, die Investoren insbesondere seit dem Angriffskrieg auf die Ukraine (2022) und dem „Liberation Day“ (2025) bereits bestens kennen. Solange der Markt davon ausgeht, dass die Iran-Eskalation zeitlich begrenzt bleibt, können Aktien den Schock als vorübergehenden Belastungsfaktor verarbeiten. Dies sollte auch dann gelten, wenn in diesem Szenario der Ölpreis hoch und die Lage fragil bleibt, zugleich aber politische und militärische Signale auf eine mögliche Eindämmung innerhalb von Wochen deuten. Das erklärt, warum Risikoanlagen nicht zwangsläufig in ein dauerhaftes Krisenregime übergehen, obwohl die Unsicherheit gestiegen ist.

Trotz Trump und Staatsdefizit: In geopolitischen Krisen diversifiziert der US-Dollar weiterhin das Portfolio



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Zwischen der begründeten Hoffnung einer Konfliktlösung und der Angst weiterer Eskalation

Unser Basis-Szenario ist eine Lösung des Iran-Konflikts bis zum Ende des 2. Quartals mit einer anschließend langsamen, aber gradualen Normalisierung der Energieversorgung bei leicht erhöhten Preisen relativ zu Vorkriegsniveaus. Deutliche Risiko-Szenarien ergeben sich aus einer Verlängerung des Konflikts bis zum Jahresende und insbesondere von kurzfristig irreparablen Schäden an der Energieinfrastruktur.

Vor diesem Hintergrund ist eine neutrale Duration konsistent. Sie trägt der Beobachtung Rechnung, dass Staatsanleihen weiterhin eine Rolle als Stabilisator spielen können, ihre Schutzfunktion in einem energiepreisgetriebenen



Angebotsschock jedoch weniger eindeutig ist als in dem bisherigen Disinflationsregime. Gleichzeitig sprechen verschobene Zinssenkungserwartungen gegen einen zu offensiven Aufbau von Long-Duration-Risiken. Neutralität bei Duration ist damit kein Ausdruck von Indifferenz, sondern das Ergebnis eines Umfelds, in dem weder ein klarer Renditerückgang noch ein Bond-Bärenmarkt unser dominantes Basis-Szenario ist.

Hinsichtlich der gestiegenen Risiken längerfristiger Disruptionen in der Energieversorgung bildet eine neutrale Aktienpositionierung das Fundament unserer aktuellen Strategie. Sie balanciert zwei zentrale Überlegungen aus: Einerseits die Partizipation an der Erholung in unserem Basisszenario, andererseits den Respekt vor den markanten Tail-Risiken. Dabei muss jedoch unmissverständlich klar sein: Die Stabilität dieses Fundaments hängt vollständig an der Realisierung unseres Basisszenarios. Bei einer fortgesetzten Eskalation verliert die neutrale Quote ihre Berechtigung.

Innerhalb der Aktienallokation sehen wir europäische Aktien, auch aufgrund der hohen energiepolitischen Anfälligkeit, als unattraktiver als die regionalen Pendanten. Wir übergewichten US-Aktien. Zwar bleiben US-Aktien bewertungsseitig anspruchsvoll und dadurch anfällig gegenüber Zinssteigerungen, aber die USA sind als Nettoexporteur von Energie volkswirtschaftlich weniger betroffen. Die Attraktivität von Aktien aus den Schwellenländern hat sich im Zuge des neuen Angebotsschocks zumindest kurzfristig auf eine „neutrale“ Votierung reduziert. Die fiskalischen und governancebezogenen Änderungen in der japanischen Volkswirtschaft sind weiterhin mittelfristig starke Argumente für eine Übergewichtung. Wir sehen japanische Aktien zudem als wesentlichen Profiteur für eine Realisierung unseres Positiv-Szenarios.

Die aktuellen Rücksetzer im Goldpreis zeigen, dass Gold keine „universale“ Absicherung gegen Inflation ist. Kurzfristig leidet Gold unter dem starken US-Dollar und den schnell gestiegenen Zinserwartungen. Wir halten diese Einpreisung einer aggressiv restriktiven Geldpolitik durch die Märkte jedoch für überzogen. Sobald sich eine Lösung im Iran-Konflikt und damit des Energiepreisschocks zeigt, dürften die Zinserwartungen wieder sinken. In diesem Umfeld würde Gold seine klassische Schutzfunktion im Portfolio wieder ausspielen und überproportional profitieren. Indem wir Gold weiterhin übergewichten, positionieren wir uns also für das Szenario nach dem ersten Schock. Unsere Übergewichtung ist daher eine antizipative, keine reaktive Position.

Für die Liquiditätspositionierung streben wir ebenfalls eine neutrale Positionierung an. Angesichts der präsentierten „sicheren Häfen“ wird Liquidität häufig übersehen. Dabei bietet

gerade Liquidität eine wirkliche Diversifikation gegen Angebotsschocks durch Öl. Weiterführend erlaubt eine neutrale Positionierung die taktische Opportunität, bei einem Turnaround der Nachrichtenlage schnell und entschieden die Risikopositionen wieder zu erhöhen.

Gleichzeitig ist Liquidität jener Baustein, der am stärksten von der individuellen geopolitischen Einschätzung abhängt: Wer die Wahrscheinlichkeit einer längeren Eskalation und damit eines ausgeprägten Angebotsschocks höher einschätzt, muss typischerweise mehr Kasse halten. Insofern ist die Neutralgewichtung von Liquidität keine allgemeine Aussage gegen Vorsicht, sondern eine direkte Folge des zugrunde gelegten Basis-Szenarios.

Aktuelle qualitative Asset Allokation

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

Quelle: Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Aktuell dominiert ein geopolitischer Energieschock in einem ohnehin fragilen Disinflationsumfeld mit starken regionalen Unterschieden. In der Marktmechanik führt dies zu veränderten Korrelationen, einer weniger eindeutigen Schutzfunktion nominaler Staatsanleihen und Gold, während der US-Dollar aktuell Diversifikation bietet.

In der Positionierung folgt daraus eine benchmarknahe Positionierung in Aktien, Renten und Liquidität. Wir präferieren eine Übergewichtung von Gold. Die neutrale Positionierung ein bewusster Kompromiss: Sie wird in einem extremen ‚Risk-on‘-Szenario eine Erholungsrallye nicht vollständig mitnehmen und in einem ‚Risk-off‘-Szenario keinen vollständigen Schutz bieten. Ihr Ziel ist es, in dem von uns als wahrscheinlichstem erachteten Szenario eine robuste, positive Wertentwicklung zu erzielen.

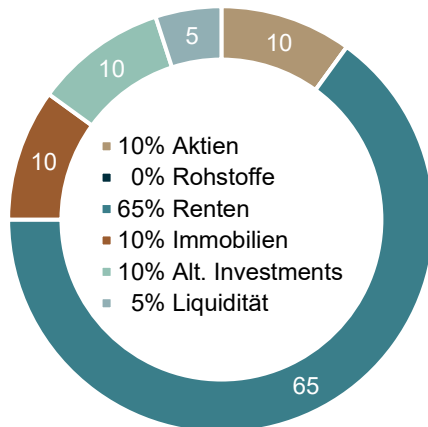
Diese Positionierung ist jedoch ausdrücklich bedingt: Sie setzt auf eine Lösung des Iran-Konflikts innerhalb der nächsten Monate. Je skeptischer der Blick auf dieses Basis-Szenario ausfällt, desto naheliegender wird eine vorsichtiger Risikoallokation.



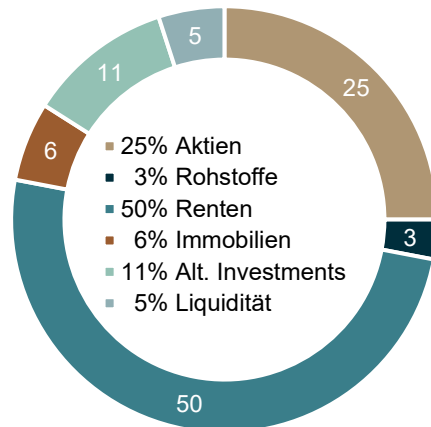
Musterallokation

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.

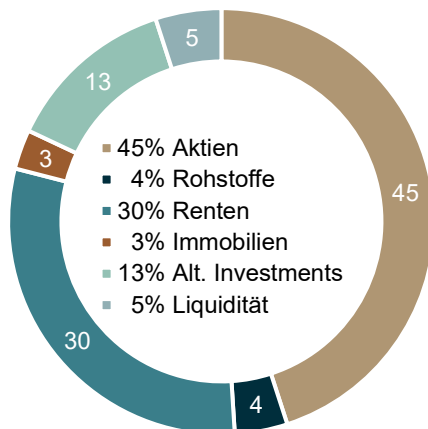
Stabilität



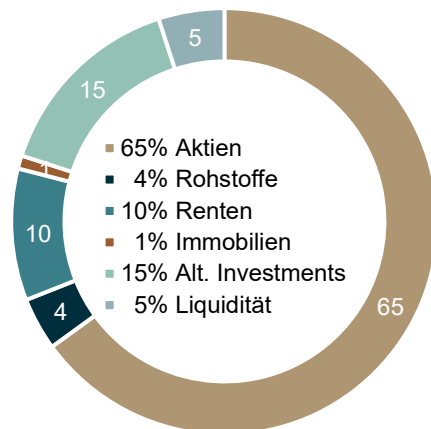
Einkommen



Wachstum



Chance





Japan – Neue Horizonte in Fernost

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Chad Cecere – Börse Tokio (TSE)

Japan durchläuft einen wirtschaftlichen Wandel: Strukturreformen, die Modernisierung der Regulierung und eine erneute Fokussierung auf Corporate Governance erschließen branchenübergreifend Wertpotenziale und schaffen neue Chancen für Investoren und die japanische Wirtschaft. Im Interview sprechen wir mit Chad Cecere, Senior Manager in der Abteilung Aktien der TSE, um Einblicke in die aktuellen Entwicklungen in Japan sowie Initiativen der Börse und Strukturreformen zu erhalten. In den letzten 12 Monaten stand der japanische Aktienmarkt im Rampenlicht. Nach 34 Jahren erreichte der Nikkei neue historische Höchststände und läutete eine neue Aktienkultur ein. In vielfacher Hinsicht ist ein detaillierter Blick nach Japan daher spannend.

Die meisten Menschen verbinden mit Japan 20 Jahre Stagnation und erwarten eine entsprechende Stimmung. Was hat sich hier grundlegend geändert?

Alle, die sich seit einiger Zeit nicht mehr ernsthaft mit Japan beschäftigt haben, sollten sich unbedingt anschauen, was dort derzeit geschieht. Wir hören von Investoren immer seltener die Frage: „Warum ist es dieses Mal anders?“ Bekannt sind die strukturellen Probleme, die Japan in der Vergangenheit immer wieder ausgebremst haben: Bevölkerungsrückgang, Deflation, starre Arbeitsmärkte usw. Wenn man jedoch unter die Oberfläche schaut, stellt man fest, dass diese Probleme tatsächlich in Wechselwirkung stehen, sich aber auch teils gegenseitig ausgleichen. Kombiniert man dies mit einem Umdenken beim Management von Unternehmen und bei Privatanlegern hinsichtlich ihrer Kapitalmarktpreferenzen, entsteht für Japan derzeit das Bild eines der dynamischsten Märkte der Welt.

Was meinen Sie damit, dass sich die strukturellen Probleme „gegenseitig ausgleichen“?

Nehmen wir zum Beispiel den Arbeitsmarkt. Es stimmt, dass Japan weiterhin mit einem erheblichen Geburtenrückgang und einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung konfrontiert ist. Andererseits ist es genau dieser Rückgang, verbunden mit einem Wandel im traditionellen Denken hinsichtlich der Beziehung zwischen Arbeitnehmer und Unternehmen, der den Arbeitsmarkt auf der Angebotsseite deutlich flexibler macht. Konkret führt die demografische Entwicklung zu einem Arbeitskräftemangel bei jüngeren Arbeitnehmern, sodass Unternehmen alles tun, um junge Talente

anzuwerben. Das japanische Prinzip der lebenslangen Beschäftigung bei einem Unternehmen gehört der Vergangenheit an, und die junge Generation ist sich ihres Werts bewusst. Junge Leute wechseln in Rekordzahlen das Unternehmen: 13,4% der männlichen und 11,3% der weiblichen festangestellten Vollzeitbeschäftigten in den 20ern haben 2024 den Arbeitgeber gewechselt, gegenüber nur 4,7% bzw. 5,8% im Jahr 2016. Dieser Trend ist auch in anderen Altersgruppen zu beobachten und trägt zu den kräftigen Lohnsteigerungen bei, die sich Verhandlungen zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern ergeben. Im Jahr 2025 dürfte der Lohnzuwachs bei mehr als 5% gelegen haben. Hier zeigt sich also, dass demografische Faktoren zu liquideren Arbeitsmärkten führen, was wiederum auch die Deflation zurückgedrängt hat.

Tatsächlich hat sich der Preissteigerungstrend in den letzten fünf Jahre gedreht, von Deflation zu Inflation. In Japan gibt es heute sogar wieder nennenswerte Zinsen. Ist die Kultur des „Cash is king“ endlich zu Ende?

Es brauchte nicht lange, bis die Rückkehr der Inflation in Japan ein Umdenken bei der Vermögensanlage der privaten Haushalte ausgelöst hat. In der Deflation war es trotz Nullzins absolut sinnvoll, am Cash festzuhalten. Doch jetzt, bei einer Inflation von über 3% und Bankzinsen von höchstens 0,75%, wenden sich viele zum ersten Mal den Aktienmärkten zu, um ihr Vermögen real zu erhalten. Seit 2024 können Privatpersonen im „Nippon Investment Savings Account“-Programm über Jahre kumuliert bis zu 18 Millionen Yen (100.000 €) steuerbegünstigt in Aktien investieren. Das hat ebenfalls enormen Rückenwind gebracht, wobei die Summe dieser Anlagen bis Januar 2026 30 Billionen Yen (160 Mrd. €) überstiegen hat.

Diese Maßnahmen halfen, den Anteil von Aktien und Investmentfonds am Gesamtvermögen der privaten Haushalte von 8,6 % im Jahr 2020 auf 13,9 % im Jahr 2025 steigen lassen. Und es gibt noch einiges an Spielraum, da die privaten Haushalte noch über 1,1 Billionen Yen (ca. 6 Billionen €) an Liquidität und Einlagen verfügen.

Auch japanische Unternehmen verfügen nach wie vor über hohe Barreserven. Was können Regierung und die Börse tun, um sicherzustellen, dass diese Cash-Berge produktiv eingesetzt werden?

Ja, in der Tat, und es geht nicht nur um Liquidität. Eine Studie zeigt, dass die gesamten nicht betrieblich notwendigen Vermögenswerte, also etwa Kapitalbeteiligungen und Immobilien etwa 28,6% der Gesamtvermögenswerte japanischer börsennotierter Unternehmen ausmachen, seit Jahrzehnten unverändert. Dies ist ein wichtiges Thema, das derzeit im Expertengremium zur Überarbeitung des Corporate-Governance-Kodex diskutiert wird. Der aktuelle Reformvorschlag macht das Management verantwortlich, offenzulegen wie ein Unternehmen Managementressourcen für das Wachstum des Unternehmens genau einsetzen will, und eine kontinuierliche Überprüfung der Sinnhaftigkeit.

Seit 2023 hat die TSE eine Reihe von Reformen umgesetzt, um japanische Unternehmen zu höherer Rentabilität und Transparenz zu bewegen. Was sind die wichtigsten?

Jeder, der sich auch nur am Rande für die japanischen Märkte interessiert, hat wahrscheinlich von unserer Aufforderung an die Unternehmen aus dem Jahr 2023 gehört, ihre Geschäfte mit stärkerem Blick auf Aktienkurs und die Kapitalkosten zu führen. Dies war sicher ein Auslöser für das jüngst stark gestiegene Interesse am japanischen Aktienmarkt. Allerdings war dies nur ein Baustein der mehr als ein Jahrzehnt zurückreichenden Initiativen zur Reform der Corporate Governance. Seit 2024 geben wir von der TSE den Unternehmen zudem konkrete Leitlinien zur Verbesserung ihrer Initiativen und Veröffentlichungen an die Hand, indem wir ihnen Listen mit Kernaspekten sowie Fallstudien von Investoren zur Verfügung stellen. Und die Marktreformen kommen nicht nur von Seiten der Börse – das ist eine gesamtjapanische Initiative. Die Finanzmarktaufsicht setzt sich aktiv dafür ein, Investoren zu einer aktiveren Rolle zu bewegen, z.B. durch die Einführung des Stewardship-Kodex im Jahr 2014 und eine Rechenschaftspflicht von Unternehmen in Bezug auf Überkreuzbeteiligungen. Auch das Wirtschaftsministerium spielt eine Schlüsselrolle bei der Beratung von Unternehmen durch neue Leitlinien, wie die Unternehmensführung in der Praxis verbessert werden kann. Zwei Leitlinien aus den Jahren 2019 und 2023 erläutern z.B. wie sich Vorstände in Übernahme-situationen (M&A und MBO) verhalten sollten. All diese Initiativen ließen ein Ökosystem entstehen, das Unternehmen ständig dazu drängt, ihre Geschäftsführung und ihre Kapitalmarktkommunikation zu überdenken.

Haben diese Reformen die Denkweise und die Kommunikationskultur der Unternehmensführung verändert? Handeln CEOs anders, aktiver? Ist Japan auf dem Weg zu einer transparenten Stakeholder-Kultur?

Der aktive Dialog zwischen Unternehmen und Investoren ist der zentrale Motor dieser japanischen Corporate-Governance-Reform, und Unternehmen sind mehr denn je bereit, mit Investoren in Kontakt zu treten und deren Perspektive in die Geschäftsführung einzubeziehen. Laut einer Umfrage unter japanischen börsennotierten Unternehmen führen 82% der Unternehmen einen individuellen Dialog mit Investoren, verglichen mit 75% im Jahr 2023. 64% der Unternehmen unterrichten darüber den Vorstand, und 41% erwägen, die Perspektiven der Investoren in die Unternehmensführung einfließen zu lassen – ein Anstieg gegenüber 56% bzw. 30% im Jahr 2023. Ein ermutigender Trend, auch wenn es noch viel Raum für Verbesserungen gibt.

Deshalb setzen wir uns von Seiten der Börse weiterhin für ein besseres Engagement, eine bessere Kommunikation und gegenseitiges Verständnis ein. So planen wir beispielsweise eine Umfrage unter Unternehmen, welche Art von Dialog am ehesten zum Fortschritt ihrer Initiativen beitragen und welche konkreten Wünsche sie an die Investorenseite haben. Andererseits werden wir mehrere große institutionelle Investoren im In- und Ausland zu ihren Abstimmungsrichtlinien und Erwartungen an die Unternehmen befragen. Die Ergebnisse dieser Initiativen werden auf unserer Website veröffentlicht, damit sich das wechselseitige Verständnis von Unternehmen und Investoren weiter verbessert.



Chad Cecere ist seit fast 15 Jahren bei der Tokyo Stock Exchange in verschiedenen Funktionen tätig, unter anderem in den Bereichen Kundenbeziehungen, Indexierung und Unternehmenskommunikation. Er war rund drei Jahre lang bei

der GPIF in den Abteilungen für Anlagestrategie sowie Stewardship und ESG tätig, gefolgt von eineinhalb Jahren bei der Sumitomo Mitsui Trust Bank, wo er Engagement-Beratung für japanische börsennotierte Unternehmen leistete, bevor er 2023 zur TSE zurückkehrte. Chad stammt ursprünglich aus Colorado in den Vereinigten Staaten, ist CFA-Charterholder und hat einen MBA der Chicago Booth School of Business.

Quellen und weitergehende Informationen:

<https://www.mynavi.jp/eng/>

<http://www.jtuc-rengo.org/>

<https://www.jsda.or.jp/en/>

https://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html

Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung

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

Auswirkung von Inflation

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

Darstellung von Wertentwicklungen

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

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

Abgeschlossen am 31. März 2026

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