



COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Office

Investment Perspektiven

3. Quartal 2026





Dann hebt sie ab und völlig losgelöst ...

Iran-Abkommen als Treibsatz für die KI-Rakete ... mit Risiken ...



Thorsten Weinelt
Chefanlagestrategie

- **Iran-Abkommen reduziert die Makro-Risiken** und macht negatives Stagflationsszenario unwahrscheinlich.
- Das Kapitalmarktnarrativ wechselt wieder zu **reflationärer Erholung durch expansive Fiskalimpulse**
- **Sinkende Inflationsraten** geben Notenbanken eine Perspektive für Leitzinssenkungen im Jahr 2027
- Der **KI-Superinvestitionszyklus ist voll intakt**. US-Hyperscaler kündigen neue Rekordinvestitionen an
- **OpenAI / Anthropic ante portas**: Erfolgreiches SpaceX Debüt setzt Benchmark für KI-Mega-Börsengänge.
- **Überschussangebot?** IPO-Boom und Kapitalerhöhungen übersteigen voraussichtlich die Aktiennachfrage durch Rückkäufe und bergen Risiko für volatilere Phasen nach Ablauf der Sperrfristen für Gründer, (Ex)-Mitarbeiter, VC-Fonds, Unternehmen und institutionelle Anleger.
- **Asset Allokation**: Wir bleiben **offensiv** ausgerichtet, **Aktien über-, Anleihen neutral und Liquidität untergewichtet**. Im Fokus steht der US- und der japanische Aktienmarkt sowie – neben dem breiten zyklischen Industriesegment – die IT- und Kommunikationsbranche. Europa bleibt – wegen der Energieabhängigkeit, der geringen KI-Investitionen und dem Reformstau – untergewichtet. **Private Markets**: Fokus auf Infrastruktur und Private Equity Investments.

Bewegtes erstes Halbjahr: Aktienmarkt und Weltwirtschaft erstaunlich resilient!

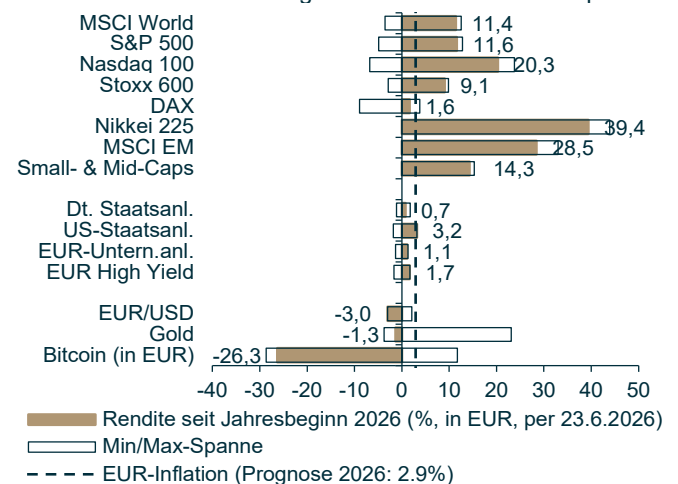
Zu Jahresbeginn dominierte die Kapitalmärkte ein Narrativ: Finanzminister und Notenbanker „schieben an“, es ergibt sich ein moderates Wachstum bei erhöhter, aber rückläufiger Inflation, kurz: eine reflationäre Erholung! Ein guter Börsenstart war vorprogrammiert, die Aussicht auf einen schwächeren US-Dollar und die Fortsetzung des KI-Superinvestitionszyklus gab insbesondere den Emerging Markets – vornehmlich Korea und Taiwan – Rückenwind. Zudem verlieh die Zweidrittelmehrheit für den wirtschaftsfreundlichen Kurs der neuen

Premierministerin Sanae Takaichi dem japanischen Aktienmarkt Flügel. Und der Goldpreis legte mit der Aussicht auf Zinssenkungen durch einen Wechsel an der Spitze der US-Notenbank um 25 % zu.

Doch dann stellte der überraschende Angriff der USA und Israels auf den Iran das bullische Narrativ auf den Kopf. Denn statt einer schnellen Kapitulation nach heftigen Luftangriffen und der Tötung der Führer des Mullah-Regimes reagierte der Iran mit Militärschlägen gegen US-Einrichtungen und die Energieinfrastruktur der arabischen Verbündeten im Persischen Golf. Dazu brachte er die Straße von Hormus unter seine Kontrolle, durch die etwa 20% des weltweit produzierten Erdöls und Flüssiggases und 30% der Düngemittel verschifft werden. Die Folge war ein Angebotsschock mit rasant steigenden Öl- und Gaspreisen. An den Kapitalmärkten verbreitete sich schnell die Sorge vor einer Stagflation – ähnlich der Situation in den 1970er Jahren und zu Beginn des Ukrainekriegs 2022. Die Notenbanken änderten prompt ihre Rhetorik in Richtung einer weniger expansiven Geldpolitik und möglichen Zinserhöhungen – was den Goldpreis bislang rund 25% fallen ließ.

Aktien im vierten Bullenmarktjahr! Japan und Emerging Markets vorne, Nasdaq100 knapp dahinter

Performance seit Jahresbeginn in % sowie Min/Max Spanne



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

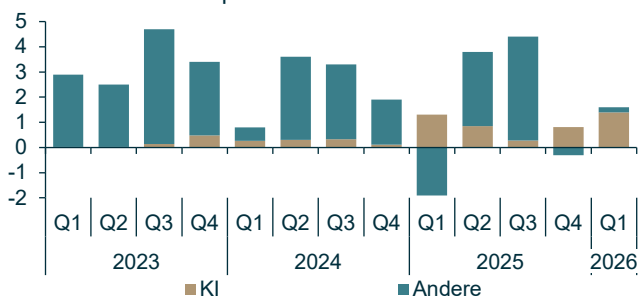
Aufgrund der Unsicherheiten des Krieges hatten wir die Aktienquote auf neutral abgesenkt und Energietitel und US-Aktien übergewichtet. Unser Basisszenario sah einen kurzen Krieg vor, da der Druck auf beide Seiten für ein rasches Kriegsende erheblich schien. **Mit Verkündung des**



Waffenstillstandes am 8. April sind wir wieder offensiver geworden und haben die **Aktienquote auf Übergewichten** hochgestuft. Den Rücksetzer zu Beginn des Krieges hatten wir genutzt und den **japanischen Aktienmarkt hochgestuft**, wohingegen wir europäische Aktien weiter untergewichten. Auf der Sektorebene wurde **IT auf Übergewichten** hochgestuft. Die offensivere Ausrichtung hat sich bis Ende Juni merklich ausgezahlt.

Für das 2. Halbjahr bleiben wir konstruktiv und erwarten weitere Zuwächse für risikoreichere Assets – insbesondere Aktien – trotz einer in den saisonal anfälligeren Monaten von Juli bis Mitte Oktober potenziell höheren Volatilität. Denn grundsätzlich gilt: Das Iran-Abkommen reduziert die Makro-Risiken, das negative Stagflationsszenario wird unwahrscheinlich und stattdessen rückt wieder eine von einer leicht höheren Inflation begleitete reflationäre Erholung in den Vordergrund. Unsere Überzeugung, dass 2026 das vierte Bullenmarktjahr für Aktien in Folge sein wird, wird zudem getragen durch ein dynamisches und sich verbreiterndes Gewinnwachstum, den intakten KI-Superinvestitionszyklus, fiskalpolitische Impulse und die Aussicht auf Zinssenkungen im Jahr 2027.

KI-Superinvestitionszyklus ist US-Wachstumslokomotive
Beiträge der Investitionen in IT und Software („KI“) sowie anderer BIP-Komponenten zum annualisierten Wirtschaftswachstum in Prozentpunkten



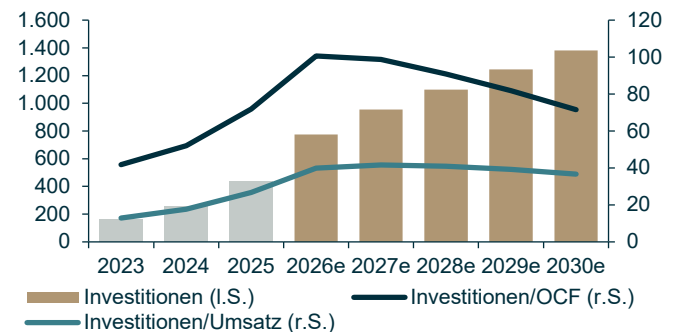
Quelle: BEA, Commerzbank-Research

USA bleibt Wachstumslokomotive für die Weltwirtschaft. Zwar werden die Rohstoffpreise auch nach dem Iran-Rahmenabkommen noch länger deutlich über dem Vorkriegsniveau liegen und die Weltwirtschaft eher belasten (vgl. Seite 9 Weltwirtschaft). Jedoch wirkt die Aussicht auf eine Entspannung an den Energiemärkten und rückläufige Rohstoffpreise unterstützend. Davon unbeeindruckt ist ohnehin die US-Wirtschaft. Hier wirkt der intakte KI-Superinvestitionszyklus als „Konjunkturlokomotive“. Allein die fünf großen US-Hyperscaler haben in den letzten Monaten mehrfach ihr Investitionsbudget nach oben angepasst; mittlerweile wird mit einem Investitionsvolumen von 5.500 Mrd. USD bis 2030 geplant (siehe Grafik).

KI-Superinvestitionszyklus voll intakt

Investitionen ausgewählter US-Hyperscaler (Amazon, Alphabet, Coreweave, Meta, Microsoft, Oracle) 2023 bis 2030

(Mrd. USD, I.S.), Investitionen zu OCF bzw. Umsatz (% r.S.)

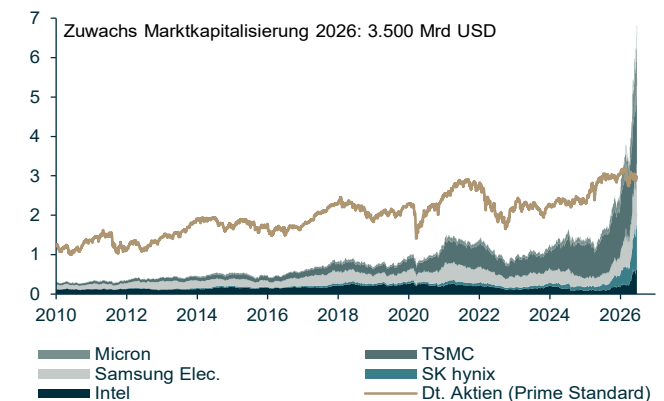


Quelle: Unternehmensangaben, Bloomberg, Commerzbank-Research

Der KI-Faktor ist mittlerweile zum wichtigsten Wachstumstreiber für die US-Wirtschaft geworden. Allein in den letzten beiden Quartalen machten die KI-Investitionen mehr als Zweidrittel des US-Wirtschaftswachstums aus (siehe Grafik unten links). Für den Euroraum stehen die Folgen des Ölpreisschocks im Mittelpunkt, denn die Impulse durch KI-Investitionen sind limitiert. So dürfte das BIP im zweiten Quartal geschrumpft sein, rückläufige Rohstoffpreise hellen aber den Wachstumsausblick für das zweite Halbjahr etwas auf. In Asien sind vor allem Korea und Taiwan Profiteure des KI-Superinvestitionszyklus und erleben einen Börsen- und Exportboom getragen durch die Halbleiter-Industrie und ihre Zulieferer sowie Stromnetz- und Infrastrukturbetreiber. So stieg die Marktkapitalisierung der Chiphersteller TSMC, Micron, SK hynix, Samsung und Intel in diesem Jahr um sagenhafte 3.500 Mrd. USD (siehe Grafik unten), was über der Marktkapitalisierung des gesamten deutschen Aktienmarkts liegt.

Durch die Decke: KI-Rakete hebt ab!

Entwicklung der Marktkapitalisierung in Bio. USD des deutschen Aktienmarktes (Prime Standard) und der Chiphersteller TSMC, Micron, SK hynix, Samsung und Intel



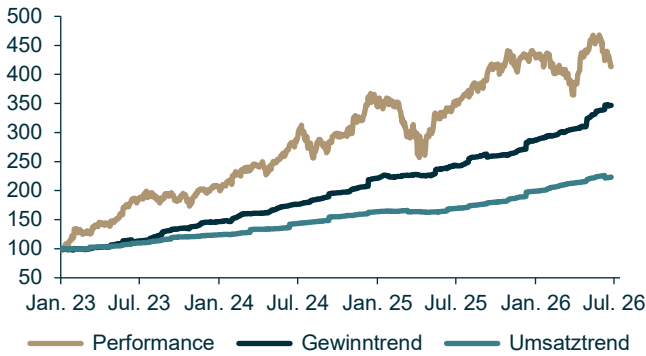
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



Die indische Volkswirtschaft ist ähnlich wie die europäische Wirtschaft stärker von dem Rohstoffpreisschock betroffen. Zudem leidet Indien überproportional an dem hohen Gewicht des Softwaresektors, der von der KI-Entwicklung bedroht wird.

Glorreiche Sieben weiter mit zweistelligem Umsatz- und Gewinnwachstum

Kurs, Analysten-Prognosen für Gewinne der „Glorreichen Sieben“ (kommende 12 Monate) 1.1.2023 = 100



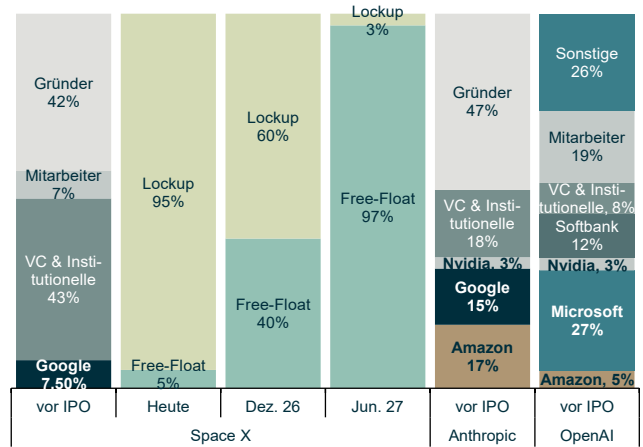
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aber auch der Umsatz- und Gewinnrend der US-Tech-Mega-Caps, der Glorreichen Sieben, die mit SpaceX und den Börsengängen von OpenAI und Anthropic zu den „Glorreichen Zehn“ werden, ist nach wie vor ungebrochen. Wie die Grafik eindrucksvoll verdeutlicht, hat die positive Gewinndynamik immer wieder für eine Erholung der Kurse nach den Abverkäufen in den Monaten März/April 2025 und 2026 gesorgt. Dies dürfte auch in den kommenden Quartalen so bleiben, auch wenn die Risiken für Rückschläge zugenommen haben.

Mit SpaceX ist nun der erste von drei Mega-Börsengängen in diesem Jahr erfolgt. Im Verlauf des 3. Quartals dürften mit Anthropic und Open AI zwei noch klarere KI-Stories an den Markt kommen, die für interessante Alternativen zu den etablierten KI-Erstrundenprofiteuren sorgen. Das Muster ist dabei ähnlich: Ein zunächst geringer Streubesitz von fünf bis zehn Prozent wird im ersten Schritt platziert. In den Indizes erfolgt teils eine höhere Gewichtung, was die Nachfrage künstlich erhöht. Dies soll den befürchteten Überhang durch das Auslaufen von Sperrfristen von Altaktionären in den nächsten Quartalen auffangen.

Wie die Grafik unten am Beispiel von SpaceX zeigt, endet die Veräußerungssperre für wesentliche Aktionäre nach 180 Tagen im Dezember 2026. Aber auch im Falle von Anthropic und OpenAI befinden sich erhebliche Anteile in den Händen von Gründern, Mitarbeitern und VC-Fonds, die nach Ablauf der Sperrfristen auf den Markt kommen könnten (siehe Grafik rechts und auch Insight: „Das vierte KI-Jahr – KI-Mega-Börsengänge von Anthropic und OpenAI ante portas“).

Überhang der drei Mega-IPOs könnte Volatilität bringen (Alt-)Aktionärsstruktur von SpaceX, OpenAI und Anthropic



Quelle: Unternehmensangaben, Commerzbank-Research

Auch wenn die großen strategischen Investoren bei SpaceX, OpenAI und Anthropic ihre Anteile auch nach der Veräußerungssperre weiter halten sollten, dürften zumindest Gründer, Mitarbeiter und VC-Fonds in Teilen Kasse machen. Allein bei SpaceX wird die Anzahl der (Buchgewinn-)Millionäre durch den Börsengang auf 5.000 bis 15.000 taxiert. Auch bei OpenAI liegen 19 % in den Händen von (ehemaligen) Mitarbeitern, während bei Anthropic, auf Basis von öffentlich verfügbaren Angaben, rund 47 % bei einem engeren Gründerkreis liegen (siehe Grafik). Dieser Vermögensaufbau hat im Übrigen nicht zu unterschätzende Folgeeffekte: Unternehmensverkäufe und Börsengänge, exemplarisch PayPal, haben gezeigt, dass ein Teil der Mittel reinvestiert wurde und eine ganze Generation neuer Geschäftsmodelle und Unternehmensgründer (u. a. Palantir, YouTube, LinkedIn, Yelp, Tesla) hervorbrachte. Dieser Kreislauf aus Innovation, Vermögensaufbau und Reinvestition schafft die Grundlage für die nächste Generation disruptiver Start-ups und trägt wesentlich zur technologischen Führungsrolle der USA bei.

In dieser Übergangsphase zu einem höheren Free Float ist vor dem Hintergrund der ohnehin inhärent höheren Risikoprofile der KI-Geschäftsmodelle mit erhöhter Volatilität in den KI-Aktien zu rechnen. Durch das hohe Gewicht der Technologieaktien (54% der Top 20 Unternehmen des MSCI World All Countries) dürfte sich die höhere Schwankungsbreite auch auf den Gesamtmarkt übertragen.

Viele Marktteilnehmer vergleichen die aktuelle Situation mit den Börsengängen während der Internetblase Ende der 90er Jahre. Allein in den Jahren 1999 und 2000 sammelten rd. 860 US-Börsengänge, davon rund 80% Unternehmen mit negativem Nachsteuergewinn und ca. 68% aus dem Technologiesektor, rund 129,5 Mrd. USD an Eigenkapital. Auch in Deutschland hatten wir Rekordbörsengänge in den Jahren



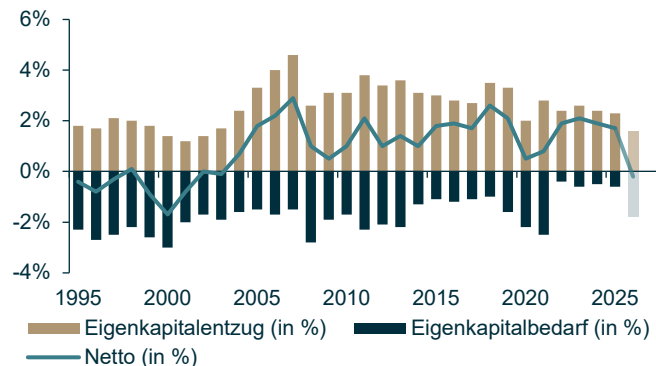
1999 und 2000, die rund EUR 30 Mrd. an Eigenkapital einsammelten: 237 IPOs am „Neuen Markt“, davon rund 80% aus dem Technologiesektor mit negativem Nachsteuergewinn.

Die aktuelle IPO-Welle wird allerdings von großen und bereits etablierten Unternehmen geprägt, deren Geschäftsmodelle und Wachstumsaussichten u. E. tragfähiger sind.

Neben den erwarteten Blockbuster-IPOs werden auch 2026 zahlreiche weitere Börsenkandidaten sowie bereits gelistete Unternehmen den Kapitalmarkt anzapfen. Eine Analyse von Goldman Sachs auf Basis des Russell 3000 kommt zu dem Ergebnis, dass sich die Eigenkapitalnachfrage der Unternehmen, etwa durch Kapitalerhöhungen, Sekundärplatzierungen oder die Emission eigenkapitalnaher Instrumente, weitgehend mit dem Kapitalentzug durch Aktienrückkäufe und Übernahmen die Waage halten dürfte.

Weitgehend ausgeglichener Eigenkapital-Nettobedarf inkl. der erwarteten Börsengänge

Eigenkapital-Angebot (Kapitalbedarf der Unternehmen) und -Nachfrage (Kapitalentzug) in Prozent der Marktkapitalisierung des Russell 3000 – Zeitraum 1995 bis 2026



Quelle: Goldman Sachs Investment Research, Commerzbank-Research

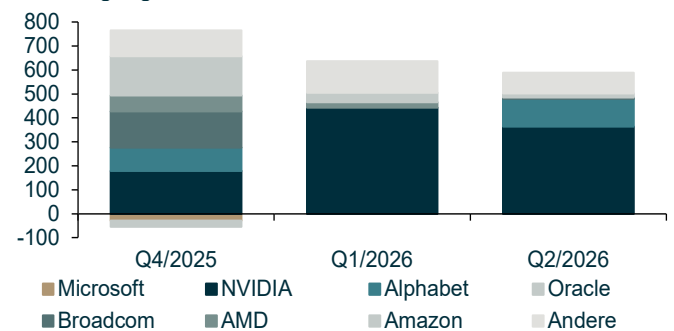
Diese Einschätzung teilen wir, sofern keine signifikanten Platzierungen größerer SpaceX-Aktienpakete erfolgen. Unter dieser Prämisse ist nicht davon auszugehen, dass sich ein strukturelles Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage am Aktienmarkt herausbildet, wie es während der Technologieblase in den Jahren 1999 bis 2001 zu beobachten war.

Die anstehenden Börsengänge von OpenAI und Anthropic sind nach dem erfolgreichen Börsendebüt von SpaceX ein entscheidender Gradmesser für den KI-Megatrend. Sie geben Aufschluss darüber, ob Investoren bereit sind die ambitionierten Bewertungen zu tragen und den zukünftigen Kapitalbedarf zu finanzieren. Mit einem geschätzten Emissionsvolumen von rund 150 Mrd. USD validieren die Börsengänge

auch indirekt die KI-Investitionspläne der US-Hyperscaler und festigen die Belastbarkeit des stark verflochtenen KI-Ökosystems.

KI-Ökosystem: Selbstverstärkendes Schwungrad

Veränderung der Marktkapitalisierung nach Transaktionen (Beteiligungen, Aufträge, Services) der KI-Unternehmen am Ankündigungsdatum in Mrd. USD

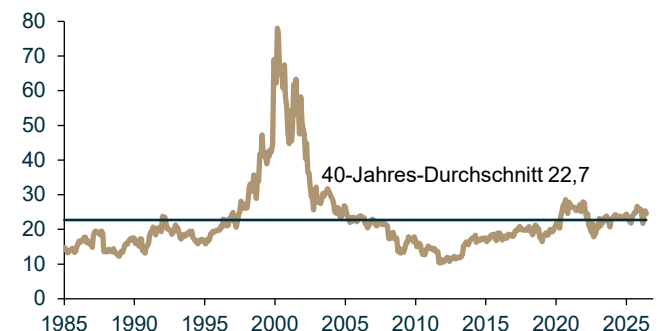


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Letzteres sehen wir zunehmend kritisch, da die zirkulären Abhängigkeiten im komplexen KI-Ökosystem durch Beteiligungen/Finanzierungen, Lieferbeziehungen und strategische Partnerschaften deutlich zugenommen haben. Damit sind auf der einen Seite Interessenkonflikte vorprogrammiert. Denn die großen Technologiekonzerne sind für die IPO-Kandidaten Geschäftspartner, die Serviceleistungen (Rechenkapazität) oder Produkte (bspw. Halbleiter) verkaufen. Gleichzeitig beziehen sie aber auch Serviceleistungen (bspw. Zugriff auf KI-Modelle) und stehen zudem mit eigenen KI-Modellen auch gegenseitig im Wettbewerb. Auf der anderen Seite wirkt das KI-Ökosystem wie ein sich selbst verstärkendes Schwungrad, welches angetrieben ist durch positive Netzwerkeffekte und Feedback-Loops. Solange die Netzwerkeffekte greifen und das benötigte Kapital zur Verfügung gestellt wird, können sich die Unternehmen gegenseitig weiter in neue Höhen kaputtulieren.

Bewertungen ambitioniert, aber (noch) nicht exzessiv

Nasdaq 100: Kurs-Gewinn-Verhältnis, Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

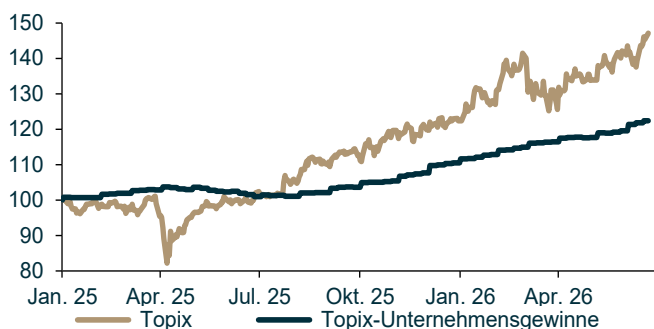


Es besteht natürlich die Gefahr, dass in diesem Marktumfeld Investoren zu euphorisch sowie Bewertungen exzessiv werden und die überzogenen Erwartungen an Umsätze und Gewinne von den KI-Unternehmen kaum mehr erfüllt werden können. Dies gilt es zu beobachten; aktuelle Gewinnerwartungen und Bewertungen geben aber noch keinen Anlass das Platzen einer KI-Blase auszurufen. So liegt das KGV des Nasdaq 100 aktuell mit 24,6 nur knapp über dem 40-Jahresdurchschnitt von 23 (siehe Grafik). Bisher haben die Unternehmen den stetig nach oben angepassten Gewinnerwartungen standgehalten oder sogar übertroffen (siehe Grafik Seite 4).

Neben den USA und dem Technologie- und Kommunikationssektor finden wir weiterhin den japanischen Aktienmarkt attraktiv. Katalysator für die positive Entwicklung in diesem Jahr und auch unsere Hochstufung auf Übergewichten war der Erdrutschsieg von Premierministerin Sanae Takaichi im Februar. Sie kann gestützt auf eine Zweidrittelmehrheit ihren wirtschaftsfreundlichen Kurs mit wachstumsorientierter Fiskalpolitik umsetzen. Dies führt zu massiven Investitionen in Zukunftssektoren u.a. in KI, Halbleiterausüstung, Industrieelektronik, Automatisierung und Verteidigung und legt neben den strukturellen Reformen den Fokus auf aktionärsfreundliche Maßnahmen wie Aktienrückkäufe und Dividenden (siehe auch Seite 18).

Nach der Zweidrittelmehrheit für einen wirtschaftsfreundlichen Kurs: Japan on fire!

Topix: Kursentwicklung und Gewinnerwartungen (kommende 12 Monate), indiziert, Januar 2025 = 100



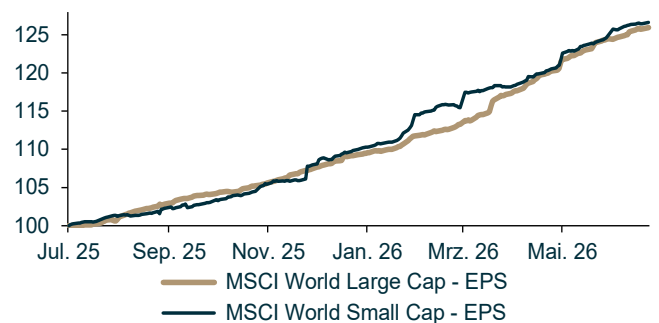
Quelle: LSEG Refinitiv Markterwartungen, Commerzbank-Research

Wir bleiben auch bei unserer positiven Haltung zu den Mid- und Small-Caps. Wie die Grafik oben links zeigt, verbreitert sich die Gewinnbasis. Die Gewinnerwartungen sind seit gut einem Jahr im Small- und Mid-Cap-Bereich um 25 % gestiegen, sogar leicht stärker als die des MSCI World Large Cap. Dies ist eine sehr gesunde Entwicklung für den fortschreitenden Bullenmarkt, der bis Anfang 2025 vor allem durch die Technologieaktien getragen wurde. Die Aussichten für die Small- und Mid-Caps bleiben konstruktiv, denn sowohl

die Fiskalimpulse wie auch die gestiegene M&A und IPO-Tätigkeit dürften den Small- und Mid-Caps helfen, ihren Bewertungsabschlag gegenüber den Large Caps von mehr als sechs KGV-Punkten abzubauen (vgl. auch Seite 23).

Gewinntrend verbreitert auch bei Small- & Mid-Caps

MSCI World Large Cap und Small Cap: Gewinnerwartungen (kommende 12 Monate), indiziert, Juli 2025 = 100



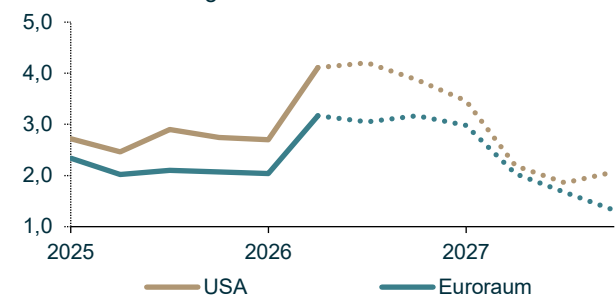
Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Zudem dürfte sich die Aussicht auf Zinssenkungen im Jahr 2027 positiv auf die zinssensitiven Small- und Mid-Caps auswirken.

Unsere Volkwirte erwarten sowohl von der Fed wie auch von der EZB im Laufe von 2027 erste Zinssenkungen. Dieses ist nach dem Rahmenabkommen wahrscheinlicher geworden, weil sinkende Rohstoffpreise und die auch vom neuen US-Notenbankchef Kevin Warsh angeführten disinflationären Effekte der KI den Notenbanken mehr Spielraum für Zinssenkungen im Jahresverlauf 2027 geben dürften (siehe Grafik).

Inflationsraten dürften Höhepunkt überschritten haben

Verbraucherpreisindex, Vorjahresraten in %, ab 2. Vj. 2026
Commerzbank Prognosen



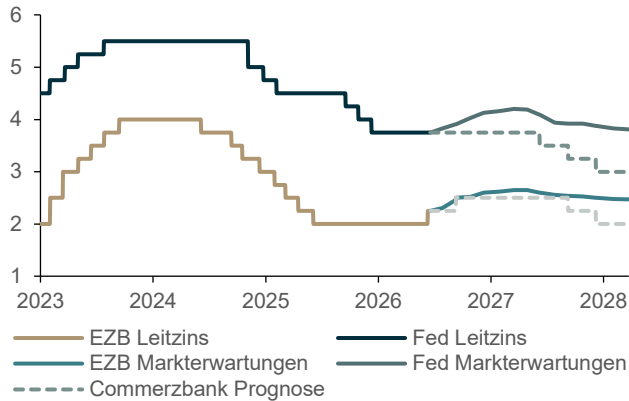
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Der derzeit faltenhafte Ton der Notenbanken dürfte sich in den kommenden Quartalen sukzessive abschwächen (siehe auch Seite 9). Unsere Volkwirte erwarten für 2027 drei Zinssenkungen der Fed, und – nach einer weiteren Zinserhöhung in diesem Jahr – zwei der EZB. Dies dürfte mittelfristig eine Unterstützung für die Kapitalmärkte sein, da es weder im Konsens der Volkwirte noch aktuell in den Leitzinserwartungen reflektiert ist (siehe Grafik).



Positive Überraschung möglich: Wir erwarten Zinssenkungen im Jahr 2027, der Markt noch nicht!

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

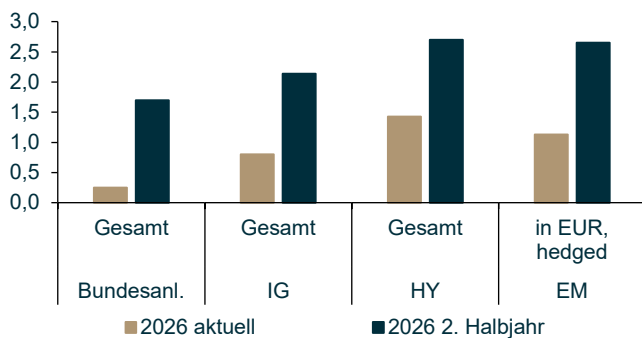


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Für die Anleihemärkte bedeutet dies, dass nach den Stagflationssorgen durch den Iran-Krieg und dem damit verbundenen Schwenk der Leitzinserwartungen nun ein erneuter Dreh und eine bessere Performance im zweiten Halbjahr in Aussicht stehen. Bei Unternehmensanleihen (IG) und Hochzinsanleihen (HY) sowie Emerging-Market-Bonds erwarten wir bei leicht rückläufigen Zinsen zwischen 2 bis knapp 3 % Performance, bei Bundesanleihen gut 1,5 % (siehe auch Seite 11ff.)

Nach Renditeanstieg: Positivere Ertragserwartungen für Anleihen für das zweite Halbjahr

Performance bis Juni 2026 und Performanceerwartung für Juli - Dezember 2026



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Alternative Assets: Fokus weiter auf Private Equity und Infrastruktur-Investments!

Innerhalb der Private Markets sehen wir sowohl Private Equity als auch Infrastruktur als attraktivste Renditequellen mit einem überzeugenden Verhältnis von Wachstumspotential, Resilienz, und strategischer Relevanz.

Diversifikation und Stabilität der Erträge im Mittelpunkt

Was sind die Gründe, warum Investoren in Private Equity, Immobilien und Infrastruktur investieren?

Private Equity	Immobilien	Infrastruktur
62,1 % Diversifikation	65,6 % Diversifikation	66,1 % Diversifikation
55,6 % Hohe risiko-adjustierte Renditen	49,5 % Absicherung gegen Inflation	49,7 % Verlässliche Einkommensquelle
44,4 % Hohe absolute Renditen	43,6 % Verlässliche Einkommensquelle	49,1 % Absicherung gegen Inflation
24,6 % Niedrige Korrelation mit anderen Anlageklassen	31,2 % Niedrige Korrelation mit anderen Anlageklassen	42,7 % Niedrige Korrelation mit anderen Anlageklassen
19,0 % Portfoliovolatilität reduzieren	28,5 % Portfoliovolatilität reduzieren	39,2 % Portfoliovolatilität reduzieren
7,3 % Absicherung gegen Inflation	17,7 % Hohe risiko-adjustierte Renditen	32,8 % Hohe risiko-adjustierte Renditen
4,3 % Verlässliche Einkommensquelle	14,5 % Hohe absolute Renditen	14,0 % Hohe absolute Renditen

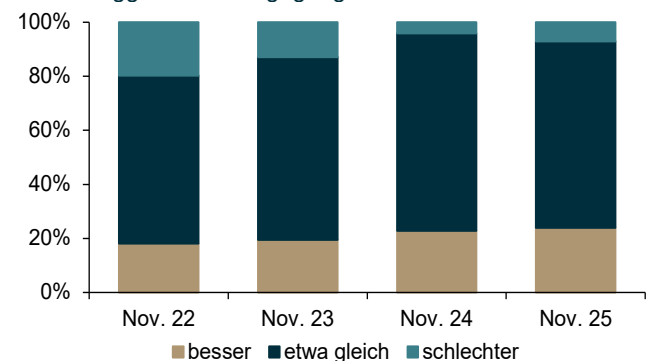
Quelle: Preqin, Commerzbank-Research

Im Private-Equity-Segment dürfte die zunehmende Exit-Aktivität – unterstützt durch den wiederauflebenden IPO-Markt und steigende M&A-Transaktionen – die Bewertungsdynamik verbessern und gebundenes Kapital freisetzen. Gleichzeitig profitieren wachstumsstarke Unternehmen von strukturellen Trends wie KI, Digitalisierung und Re-Industrialisierung.

Infrastrukturinvestitionen bieten darüber hinaus eine seltene Kombination aus stabilem Cash-Flow, Inflationsschutz und langfristigem Wachstum. Der massive Investitionsbedarf in Energieversorgung, Rechenzentren, und digitale Infrastruktur wird durch den globalen KI-Ausbau beschleunigt. Die jüngsten Investorenumfragen zeigen zudem einen steigenden Optimismus gegenüber Infrastruktur-Assets (siehe Grafik).

Steigender Optimismus der Investoren für Infrastruktur Investitionen

Umfrage: Wie wird die Performance in den kommenden zwölf Monaten gg. dem vorangegangenen Jahr ausfallen?



Quelle: Preqin, Commerzbank-Research



Meine Empfehlung für Sie

Der Weg vom Rahmenabkommen zwischen dem Iran und den USA hin zu einem Friedensvertrag dürfte sehr holprig werden, begleitet von verbalen Attacken und Abbruch und Neuanfang in den Verhandlungen. Dennoch gibt es für die Trump-Administration und auch für den Iran keine Alternative.

War der Waffenstillstand am 8. April der Wendepunkt für den Kapitalmarkt, so verringert das Rahmenabkommen nunmehr substantiell die Makro-Risiken. Ein Wechsel des Narrativs von dem befürchteten Stagflationsszenario hin zu einer reflationären Erholung getragen von Fiskalimpulsen, der Perspektive auf Zinssenkungen im Jahr 2027, dem intakten KI-Superinvestitionszyklus und erfolgreichen Mega-Börsengängen ist unseres Erachtens weiterer Treibstoff für die KI-Rakete, dient aber auch der Verbreiterung des Gewinnwachstums und sollte für neue Hochs an den Aktienmärkten im zweiten Halbjahr sorgen.

Wir bleiben offensiv ausgerichtet mit einer Übergewichtung bei Aktien mit Präferenz für den japanischen und den US-Markt sowie aus Branchensicht für IT, Kommunikation sowie den zyklischen Industriewerten. Mit den laufenden Verhandlungen haben wir eine Stagflationsabsicherung, das Übergewicht in Energieaktien, aufgelöst. Auf der Anleienseite bleiben wir neutral gewichtet, genauso wie bei Duration und Kreditsegmenten. Die Performanceerwartungen für Anleihen dürften im zweiten Halbjahr etwas höher sein als im ersten Halbjahr, für das Gesamtjahr erwarten wir eine Rendite etwas unterhalb der laufenden Verzinsung/des Kupons. Im Bereich der alternativen Assets legen wir neben Private-Equity-Investments den Fokus auf Infrastruktur-Assets in Europa, die von den staatlichen Investitionsprogrammen und ihrem defensiven Charakter profitieren.

Positionierungsempfehlungen

Assetklassen	--	-	0	+	++
Renten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidität	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Rohstoffe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alternative Investments	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien Regionen	--	-	0	+	++
Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
USA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Japan	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
China	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Korea	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Brasilien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Indien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien Sektoren	--	-	0	+	++
Informationstechnologie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Finanzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Energie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kommunikationsdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Versorger	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Grundstoffe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Industrie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gebrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesundheit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renten	--	-	0	+	++
Staatsanleihen EUR/USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Deutsche Pfandbriefe EUR	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unternehmensanleihen EUR	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nachrangsanleihen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Währungen aus Eurosicht	--	-	0	+	++
USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
GBP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
NOK	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CHF	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CAD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
AUD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



Weltwirtschaft

Für Entwarnung ist es noch zu früh

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

- Auch nach dem Waffenstillstand am Persischen Golf dürften die Energiepreise zunächst höher bleiben als vor dem Krieg.
- Trotz dieser Belastung sollte die US-Wirtschaft weiter recht kräftig wachsen. In China legen die Exporte weiter stark zu, während die Inlandsnachfrage schwach bleibt.
- Die Wirtschaft in Deutschland und im gesamten Euro-Raum dürfte im zweiten Quartal geschrumpft sein. Mit allmählich wieder niedrigeren Energiepreisen dürfte sich die Konjunktur aber im Winterhalbjahr wieder beleben.
- Die EZB dürfte ihren Leitzins noch einmal anheben, anders als die Fed.

Nachwehen des Iran-Kriegs belasten weiter

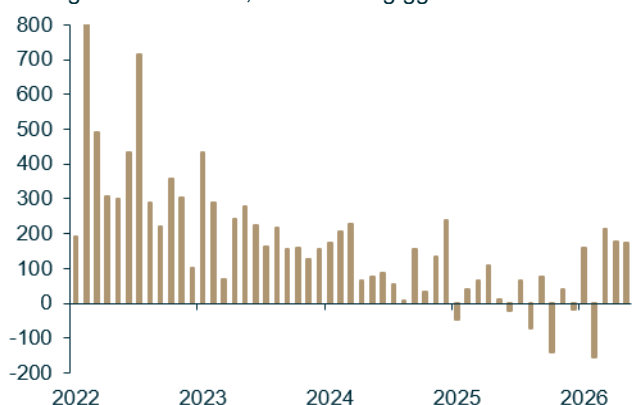
Die Einigung der USA und des Irans auf ein Rahmenabkommen hat bei den Unternehmen und an den Finanzmärkten für Erleichterung gesorgt. Allerdings dürfte die Lage am Persischen Golf vorerst angespannt bleiben, wobei sich gute und schlechte Nachrichten abwechseln könnten. Folglich dürften die Ölpreise noch lange deutlich über ihrem Vorkriegsniveau liegen und damit die Weltwirtschaft eher belasten.

US-Wirtschaft zeigt sich sehr widerstandsfähig, ...

Ziemlich unbeeindruckt von den hohen Energiepreisen zeigt sich bisher die US-Wirtschaft. In den vergangenen Monaten hat die Konjunktur sogar eher wieder Fahrt aufgenommen.

US-Arbeitsmarkt fasst wieder Tritt

Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft, saisonbereinigte Monatswerte, Veränderung gg. Vormonat in 1.000



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

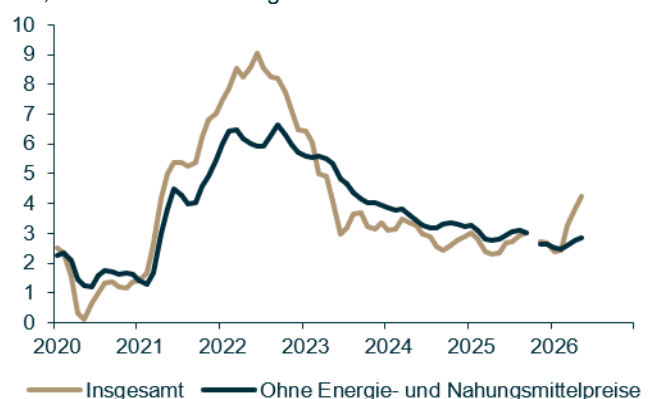
So hat die Zahl der Beschäftigten im Frühjahr wieder spürbar zugelegt, nachdem sie in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres weitgehend stagniert hatte (Grafik unten links). Ein Grund für diese Widerstandsfähigkeit ist sicherlich der Umstand, dass die USA inzwischen Netto-Exporteur von Energieträgern sind. Damit verringern die höheren Benzinpreise zwar die real verfügbaren Einkommen von vielen Haushalten, erhöhen aber das Einkommen des amerikanischen Energiesektors. Zudem schiebt der Boom rund um „Künstliche Intelligenz“ und die damit verbundenen massiven Investitionen die Konjunktur genauso an wie die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen und eine expansiv ausgerichtete Finanzpolitik. Diese Faktoren dürften die US-Wirtschaft auch weiter anschieben.

... aber US-Inflation deutlich zu hoch

Der Wermutstropfen für die US-Wirtschaft ist die seit längerem über dem Fed-Ziel liegende Inflationsrate. Wegen der gestiegenen Energiepreise lag die Teuerungsrate zuletzt über 4 %. Zudem ist die Kerninflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise seit mehreren Jahren höher als die US-Notenbank dies anstrebt (Grafik unten). Trotz der stark steigenden Preise und der robusten Konjunktur wird die US-Notenbank ihren Leitzins in den kommenden Monaten wohl kaum anheben. Vielmehr dürfte sie ihre Zinsen ab Mitte 2027 – bei einer dann voraussichtlich wieder deutlich niedrigeren Inflationsrate – dreimal senken, und damit dem politischen Druck zumindest teilweise nachgeben.

US-Inflationsrate wieder über 4 %

Verbraucherpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, für Oktober 2025 liegen keine Zahlen vor



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



China: Gespaltene Wirtschaft

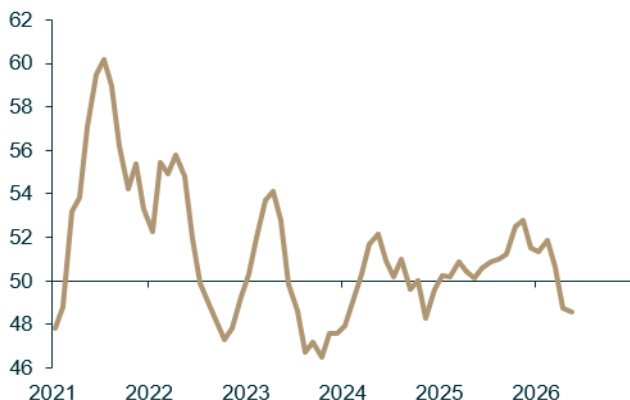
Nach den offiziellen Zahlen hat die chinesische Wirtschaft im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 5 % zugelegt. Allerdings verbirgt sich hinter diesen Zahlen eine sehr unterschiedliche Entwicklung der einzelnen Sektoren. Während die Exporte auch wegen des KI-Booms kräftig zulegen, bleibt die Inlandsnachfrage sehr verhalten. Denn diese leidet unter beträchtlichen Überkapazitäten und den Nachwirkungen der geplatzten Immobilienblase. An dieser Konstellation wird sich auf absehbare Zeit kaum etwas ändern, sodass die Nachfrage aus China nach europäischen Produkten schwach bleiben wird.

Euroraum: Minus im Sommerhalbjahr?

Die Wirtschaft im Euroraum ist mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in das Jahr gestartet. Dies ist aber größtenteils auf eine starke Abnahme des sehr schwankungsfälligen irischen Bruttoinlandsprodukts zurückzuführen. Ohne Irland hätte die Wirtschaftsleistung im Euroraum gegenüber dem Vorquartal mit einem Plus von 0,2 % moderat zugelegt. Für das zweite Quartal droht wegen der Belastungen durch die höheren Energiepreise eine erneut geringere Wirtschaftsleistung. Hierauf deuten zumindest die zuletzt schwachen Stimmungsindikatoren. So lag der kombinierte Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie und den Dienstleistungssektor im Mai deutlich unter 50 und signalisierte damit ein Schrumpfen der Wirtschaft (Grafik unten). Allerdings gehen wir davon aus, dass die Belastungen durch die Energiepreise im weiteren Verlauf dieses Jahres abnehmen werden. Dann dürfte sich auch die Konjunktur allmählich wieder beleben.

PMI signalisiert Schrumpfen der Wirtschaft

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



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

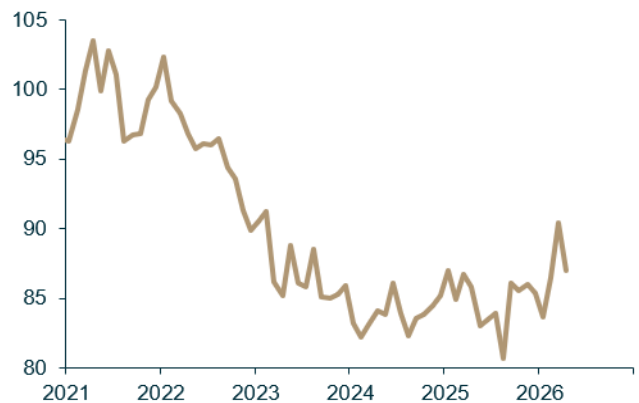
Deutschland: Iran-Krieg bremst moderate Erholung aus

Um die Jahreswende 2026 schien die deutsche Wirtschaft – angeschoben insbesondere durch massiv steigende Staatsausgaben – allmählich Tritt zu fassen. So hat das reale

Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal gegenüber dem Schlussquartal 2025 um 0,3 % zugelegt, und die Auftragseingänge der Industrie machten zuletzt Anstalten, ihren jahrelangen Seitwärtstrend zu verlassen (Grafik unten). Aber auch hier dürfte es wegen der massiv gestiegenen Energiepreise insbesondere beim privaten Konsum zuletzt einen spürbaren Rückschlag gegeben haben. So ist zu befürchten, dass die Wirtschaft im Frühjahr wieder leicht geschrumpft ist, worauf auch die schlechte Stimmung bei den Unternehmen deutet. Sollten die Energiepreise im weiteren Jahresverlauf – wie von uns erwartet – allmählich fallen, dürfte auch die deutsche Wirtschaft die moderate Aufwärtstendenz wieder aufnehmen.

Deutschland – Aufträge machen Hoffnung

Auftragseingänge der deutschen Industrie ohne Großaufträge, Volumen, 2021=100, saisonbereinigte Monatswerte



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

Euroraum-Inflation vorerst deutlich über 2 %, ...

Wegen der massiv gestiegenen Energiepreise lag die Inflationsrate im Euroraum im Mai bei 3,2 %. Auch die Kernteuerungsrate war mit 2,5 % höher als von der EZB angestrebt. Selbst wenn die Energiepreise in den kommenden Monaten allmählich fallen dürften, wird die Teuerungsrate noch einige Zeit bei etwa 3 % liegen. Denn die Unternehmen werden wohl zunehmend ihre höheren Kosten an ihre Kunden weitergeben. Erst in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres dürfte die Teuerungsrate wieder unter 2 % fallen.

... weshalb EZB ihre Zinsen wohl noch einmal erhöht

Vor diesem Hintergrund dürfte die EZB ihre Leitzinsen nach dem ersten Schritt bei der Juni-Sitzung – voraussichtlich im September – noch einmal anheben. In der zweiten Hälfte des kommenden Jahres sind aber auch von ihr angesichts der dann wohl wieder unter 2 % liegenden Inflationsrate Zinssenkungen zu erwarten. Wir gehen davon aus, dass der Einlagensatz Ende 2027 wieder 2 % betragen wird.



Anleihen

Renditen haben Höhepunkte wieder verlassen

Martin Hartmann, *Seniolexperte Anleihen und Währungen*

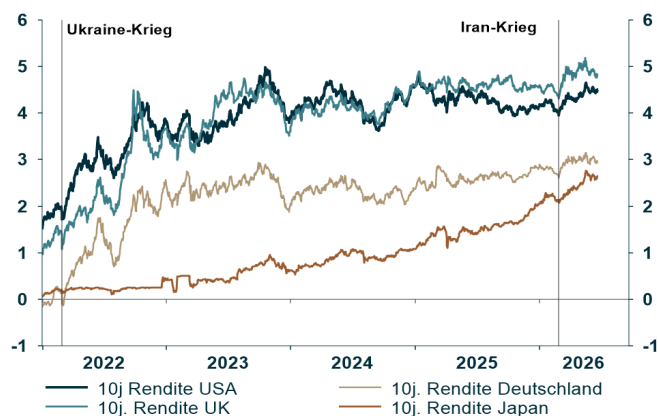
- Ölpreisrückgang bringt Entspannung
- EZB dürfte nur noch einmal erhöhen
- Längere Laufzeiten mit hohen Renditen attraktiv

Renditehochs liegen hinter uns

Während des Iran-Krieges kletterten die Renditen auf Mehrjahreshochs. Wie schon beim Ukraine-Krieg führten Inflationssorgen zu diesem Trendwechsel. So erreichte die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe kurzzeitig im Mai 3,20 %, den höchsten Stand seit 2011. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries erreichte fast die 4,70 %. Mit dem Rahmenabkommen zwischen Iran und den USA besserte sich die Stimmung wieder: Denn mit der Öffnung der Straße von Hormus fiel der zuvor zeitweise bis auf 120 US-Dollar gestiegene Ölpreis bis unter 80 US-Dollar, die Renditen entfernten sich wieder von ihren Mehrjahreshochs. Inzwischen liegt die Rendite 10-jähriger Bundesanleihe wieder bei 2,90 %.

Erneuter Renditeanstieg durch Iran-Krieg

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen seit 2022



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Noch eine Zinserhöhung der EZB

Die EZB hat auf ihrer Sitzung im Juni die Zinsen wie erwartet um 25 Basispunkte (Bp.) angehoben. Im Rahmen der Pressekonzferenz hat sich EZB-Chefin Lagarde dagegen verwahrt, die Zinserhöhung lediglich als Versicherungsschritt anzusehen. Der Zinsbeschluss sei vom Rat einstimmig beschlossen worden und stehe im Einklang mit allen Szenarien. Die Notenbank hat zu ihrem adversen und zum Risikoszenario noch ein mildes Szenario hinzugefügt. EZB-Chefin Lagarde

überraschte bei der Anhörung im Europaparlament jüngst mit der Aussage, dass keine entschlossene Reaktion auf den Irakkrieg notwendig sei. Wir erwarten für die übernächste Sitzung im September dennoch eine zweite Zinserhöhung um 25 Bp.. Eine dritte Zinserhöhung erwarten wir nicht.

Neue EZB-Projektionen

Wachstum und Inflation in den vier EZB-Szenarien

	BIP-Wachstum			Inflation		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Mildes Szenario	0,8	1,4	1,6	2,9	1,8	1,8
Basis-Szenario	0,8 (0,9)	1,2 (1,3)	1,5 (1,4)	3,0 (2,6)	2,3 (2,0)	2,0 (2,1)
Adverses Szenario	0,7 (0,6)	0,9 (1,2)	1,5 (1,6)	3,3 (3,5)	3,0 (2,1)	2,3 (1,6)
Risikoszenario	0,5 (0,4)	0,4 (0,9)	1,6 (1,9)	4,0 (4,4)	5,3 (4,8)	3,0 (2,8)

Quelle: EZB, Commerzbank-Research (in Klammern März-Projektionen)

Neuer Fed-Chef Warsh dürfte nächstes Jahr senken

Die US-Notenbank Fed hat mit ihrem neuen Chef Kevin Warsh die Leitzinsen bei der Sitzung im Juni wie erwartet unverändert bei 3,5 % bis 3,75% belassen. Warsh will die Fed reformieren und hat fünf Arbeitsgruppen u.a. zum Thema Inflationsziel und Bilanzverkürzung eingesetzt. Das Statement wurde um zwei Drittel gekürzt und die Andeutung weiterer Zinssenkungen gestrichen. Bei den kommunizierten Zinspfaden der Fed-Mitglieder, den sogenannten „Dot Plots“, sehen jetzt neun Fed-Mitglieder dieses Jahr sogar noch Zinserhöhungen. Warsh hat dazu keine Meinung abgegeben, weil er diese Kommunikationsform ablehnt. Die Zinserhöhungserwartung am Markt stieg jedenfalls. Wenn die Situation am Persischen Golf entspannt bleibt und die Ölpreise sukzessive zurückgehen und damit auch die Inflationsrate wieder sinkt, dürfte die Stimmung am Markt drehen und die Frage nach Zinssenkungen wieder aufkommen – ganz nach dem Gusto der Trump-Regierung. Ab etwa Mitte nächsten Jahres könnte die Fed dann die Zinsen um insgesamt 75 Bp. bis Ende 2027 senken.

Wir sind optimistischer als der Markt

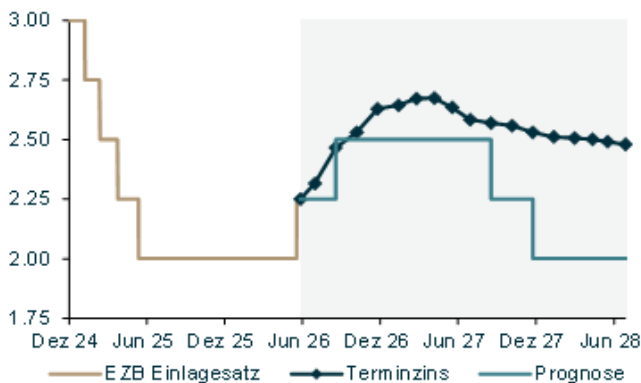
Die Zinserhöhungsspekulationen sprangen seit Beginn des Krieges an und waren teilweise übertrieben. So wurde für die EZB zeitweise mit mehr als vier Zinserhöhungen bis Ende 2026 gerechnet. Für die BoE lagen die Höchstwerte bei drei Zinsanhebungen, in Japan ebenfalls bei drei und für die Fed bei gut einer. Dies ist deutlich übertrieben. Die



Markterwartungen für die Notenbanken sind inzwischen teilweise etwas zurückgegangen.

EZB-Leitzinsen

Commerzbank-Prognose und Markterwartungen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Wir sind optimistischer als die Märkte, vor allem für das nächste Jahr. Denn die Inflationsraten sollten größtenteils ihre Hochs gesehen haben. Die Kernraten der Inflation (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) sind bisher ohnehin kaum angestiegen und werden wohl nur sehr begrenzt weiter ansteigen, da größere Zweitrundeneffekte kaum zu erwarten sind. Die EZB dürfte daher die beiden Zinserhöhungen von diesem Jahr in der zweiten Jahreshälfte 2027 wieder zurücknehmen. Für die Fed rechnen wir sogar mit drei Zinssenkungen im nächsten Jahr, die allerdings politisch motiviert sein dürften. Auch die BoE sollte im nächsten Jahr lockern; sie hat mit am meisten Spielraum dafür.

Renditeausblick und Anlagestrategie

Das Potenzial für einen weitergehenden Renditerückgang ist nicht allzu groß. Einerseits bremsen die hohen Haushaltsdefizite, und der hohe Kapitalbedarf durch die starke Investitionstätigkeit im Bereich KI belastet indirekt auch die Rendite der Staatsanleihen. Andererseits sind die Zinskurven bereits sehr flach geworden. Der Renditeabstand von zehnjährigen Bundesanleihen beträgt nur noch rund 35 Bp., was den Rückgang längerlaufender Renditen beschränkt. Im Januar und Februar lag der Renditeabstand noch über 70 Bp. Wir erwarten die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis zum Jahresende nicht unter 2,80 %.

Erst im kommenden Jahr dürften die Renditen weiter fallen, wenn die EZB die Zinsen im zweiten Halbjahr 2027 wieder senkt und die Inflation deutlich unter 2 % fällt.

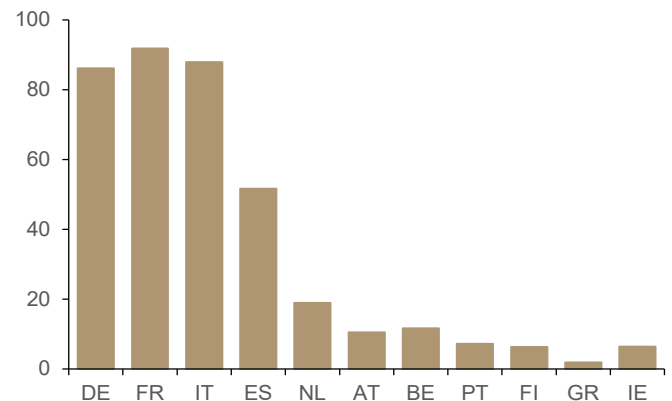
Wir haben das Votum für Staatsanleihen längerer Laufzeiten im Mai von Halten auf Kauf nach oben genommen, empfehlen aber für das gesamte Depot eine neutrale Duration. Positiver können wir werden, wenn die Zinserhöhung der EZB vollzogen ist.

EZB: Bilanzverkürzung belastet Euro-Staatsanleihen

Von 2015 bis 2022 wurden die Aktiva der EZB-Bilanz durch Staatsanleihekäufe mit den Programmen APP/PEPP und durch Langfrist-Tender (TLTRO) bis 8,8 Bio. Euro (Juni 2022) stark vergrößert. Ziel war eine geldpolitische Lockerung der EZB durch eine Ausweitung der verfügbaren Liquidität, denn eine weitere Zinslockerung schied seinerzeit aus, da der Einlegesatz der EZB bereits negativ war. Die EZB verringert ihre Bilanz seit 2022 durch das Auslaufen der Langfristtender und indem fällig werdende Anleihen nicht wieder angelegt werden. In dieser „Tapering“ genannten Bilanzverkürzung fielen die EZB-Aktiva von 8,8 Bio. Euro auf aktuell 6,1 Bio. Euro. Durch die Staatsanleihekäufe und die Wiederanlage generierte die EZB eine hohe Nachfrage nach Staatsanleihen. Mit der Verringerung der Bilanz wurde dem Euro-Rentenmarkt diese Nachfrage entzogen. Die Bestände der EZB sind im ersten Quartal 2026 um 42 Mrd. Euro zurückgegangen, angeführt von deutschen Staatsanleihen (-15 Mrd. Euro). In den kommenden 12 Monaten werden im EZB-Portfolio 380 Mrd. Euro an Bonds fällig. Das Tapering übt dabei besonderen Druck auf langjährige Papiere aus Italien und Frankreich aus, da diese auch am stärksten von der EZB gekauft wurden.

Schwindende EZB-Nachfrage

Fällig werdende EZB-Bestände bis Q1/2027 in Mrd. Euro



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Die Aussichten für die Staatsanleihemärkte sind positiv. Wir sehen Zinssenkungen im nächsten Jahr. Die EZB dürfte allenfalls noch einmal die Leitzinsen anheben. Allerdings begrenzen hohe Haushaltsdefizite, ein hoher Kapitalbedarf sowie der wegfallende EZB-Nachfrage einen Renditerückgang im längeren Laufzeitenbereich. Wir empfehlen dennoch auch längere Laufzeiten zum Kauf und eine neutrale Duration für das Depot.



Unternehmensanleihen

Risikoaufschläge mit hoher Resilienz

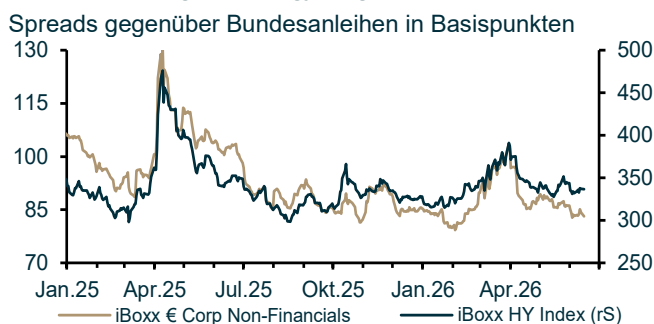
Burkhard Fehling, *Seniorexperte Anleihen*

- Risikoaufschläge nähern sich ihren langjährigen Tiefs
- Neuemissionen häufig stark überzeichnet
- Renditen wegen des höheren Zinsniveaus attraktiv

Rekordhohe Neuemissionen

Trotz der politischen Verwerfungen in den zurückliegenden Monaten mit Stagflationsszenarien spielten Zweifel an der Bonität der Unternehmen keine große Rolle. Dies äußert sich darin, dass die Emissionsflut bisher problemlos absorbiert werden konnte. Insbesondere die KI-Euphorie sorgt für diese Fülle von Unternehmensanleihen, denn viele US-Unternehmen stillen ihren Hunger nach Fremdkapital auch mit Euro-Emissionen. Das große Volumen wirkte sich im bisherigen Jahresverlauf kaum negativ auf die Risikoaufschläge (Spreads) aus. Eigentlich sollte man vermuten, das stark gewachsene Angebot schlage sich in deutlich ausgeweiteten Spreads nieder. Die Risikoaufschläge – gemessen am Renditeabstand des Euro iBoxx-Non-Financial Index zu Bundesanleihen – befinden sich aber nahe ihrem mehrjährigen Tief.

Risikoaufschläge auf langjährigen Tiefs



Lagen die Spreads 2022 noch bei über 200 Basispunkten (Bp.), verringerten sie sich in den folgenden Jahren kontinuierlich auf inzwischen deutlich unter 100 Bp. Diese Entwicklung wurde nur kurzfristig durch Schocks (US-Zollandrohungen oder Beginn des Iran-Krieges) unterbrochen.

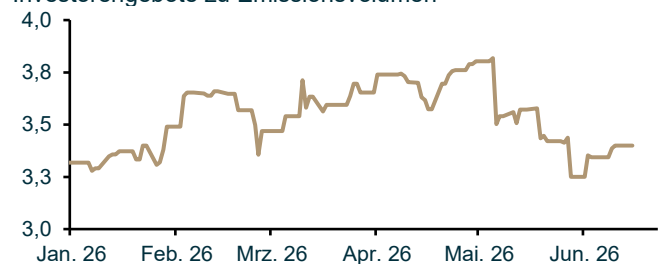
Hohe Überzeichnungsquoten

Das hohe Neuemissionsvolumen traf im bisherigen Jahresverlauf auf eine starke Nachfrage nach Anleihen mit Investmentgrade-Ratings. Dies äußert sich auch in den hohen Überzeichnungsquoten. Das Verhältnis zwischen der

Gesamtheit der Investorengbote und dem Emissionsvolumen übersteigt seit langem den Faktor Drei.

Seit Jahresanfang 2026: Mehr als dreifach überzeichnet

Investorengbote zu Emissionsvolumen



Erwartung: Solide Renditen und wenig Spreadvolatilität

Für die Kapitalmärkte bleibt die Entwicklung in Nahost bestimmend. Hält das Rahmenabkommen zwischen den USA und Iran, und die Straße von Hormus bleibt dauerhaft geöffnet, profitieren von der Erleichterung weite Teile der Unternehmen. Denn Ängste vor wirtschaftlichen Schäden und Störungen der Lieferketten – insbesondere bei europäischen Zyklikern in energieintensiven Sektoren – hätten in nächster Zeit zu erheblichen Belastungen führen können. Wir rechnen bei den Spreads mit einer anhaltenden Robustheit gegenüber politischen Störfaktoren, was sich in einer niedrigen Volatilität der Unternehmensanleihen widerspiegeln dürfte. Nach dem Sommer, wenn die EZB ihre Zinserhöhungen voraussichtlich abgeschlossen hat, sollten der Rentenmarkt und insbesondere die Unternehmensanleihen mit neuem Schwung in den Herbst gehen. Die jährlich stattfindende sommerbedingte Flaute an der Neuemissionsfront ist dann vorüber und das neue Material lockt – auch unterstützt von den EZB-Maßnahmen – mit einem attraktiven Renditeniveau.

Meine Empfehlung für Sie

Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen zeigen bisher eine hohe Resilienz gegenüber den politischen Schocks und handeln nahe ihrem historischen Tief. Wir sehen zwar nur begrenztes Einengungspotential, bleiben bezüglich etwaiger Schocks aber auch entspannt. Das Renditeniveau von rund 3,75% bleibt attraktiv für Käufe.



Emerging-Markets-Anleihen

Solide Performance in der zweiten Halbzeit erwartet

Pascal Reichert, *Experte Anleihen*

- EM-Anleihen gehen robust durch die Iran-Krise
- Risikoaufschläge sinken auf Allzeittiefs
- Das Risikosentiment bleibt über den Sommer der wichtigste Treiber für EM-Anleihen

Die Geopolitik treibt EM-Anleihen weiter um

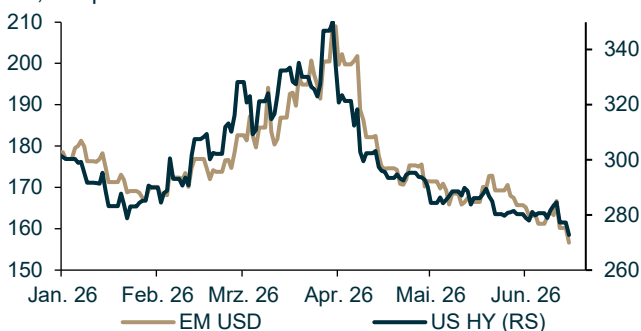
Anleihen aus den Emerging-Markets (EM) haben im ersten Halbjahr 2026 so einiges durchmachen müssen. Nach einem starken Jahresauftakt setzte der Iran-Krieg dem Segment wegen der Betroffenheit von Emittenten im Nahen und Fernen Osten zwischenzeitlich stark zu: Die starke Performance von rund 1,3 % bis zum Kriegsbeginn am 01.03.2026 ging so wieder verloren, und auch die Risikoaufschläge (Spreads) gegenüber den US-Staatsanleihen weiteten sich von rund 166 Basispunkten (Bp.) auf über 210 Bp. aus (siehe Grafik). Nach der Verkündung der Waffenruhe Anfang April erholten sich EM-Anleihen zum Teil wieder trotz zulegender Renditen (aktuell YTD-Performance: 1,18 %). Diese Dynamik ging von einem rasanten Rückgang der EM-Spreads auf sogar neue Jahrestiefs aus.

Spreads trotzen den Auswirkungen des Iran-Krieges

Innerhalb von rund zwei Monaten sanken die Spreads der EM-USD-Anleihen von rund 210 Bp. auf 156 Bp. im Tief. Zum Vergleich, für einen ähnlichen Rückgang benötigten Spreads im Rekordjahr 2025 noch rund sechs Monate. Der Vergleich zu 2025 ist insofern sinnvoll, da hier die makroökonomische Situation der Emerging Markets freundlicher aussah, als dies aktuell der Fall ist.

Risikofreude lässt Spreads abschmelzen

Spreads von Emerging-Markets- und US-High-Yield-Anleihen, in Bp.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die höheren Energiepreise ließen die Inflation auch in den Schwellenländern ansteigen, vor allem in Ländern, die von Energieimporten aus dem Mittleren Osten abhängig sind. Auch die im Index hochgewichteten lateinamerikanischen Staaten (~30%), die von den Spreadrückgängen am stärksten profitierten, sehen sich 2026 mit steigenden Fiskaldefiziten und politischen Risiken konfrontiert. Wenn sich die fundamentalen Treiber von Spreads also verschlechtert haben, wieso engten sich die Spreads dann in dieser Geschwindigkeit und Stärke wieder ein? Die Antwort lässt sich in der sehr robusten Risikostimmung der Kapitalmärkte finden. Im Zuge des Friedensprozesses zwischen den USA und dem Iran positionierten sich die Kapitalmärkte frühzeitig auch in risikoreicheren Anleihe-segmenten. Spreadeinengungen bei US-Hochzinsanleihen, welche als Indikator für eine verbesserte Risikostimmung an den Anleihemärkten gelten, gingen mit Spreadrückgängen bei EM-Anleihen einher (siehe Grafik).

Ausblick für den Sommer

Für die kommenden Monate bleibt die globale Risikostimmung entscheidend für Emerging-Markets-Anleihen. Gibt es eine nachhaltige Lösung des Iran-Konflikts und stellt sich das Argument der konjunkturellen Belastungen für die EM-Anleihen als temporär heraus, dürften sich die Spreads zumindest auf den gegenwärtigen Niveaus halten. EM-Anleihen werden dann über die aktuelle Rendite von rund 6 % (in USD) eine solide Performance erzielen. Verschlechtert sich jedoch die Risikostimmung, wächst die Gefahr für eine Spreadkorrektur. Wenn US-Staatsanleihen in solch einer Situation als sicherer Hafen dienen, können die fallenden US-Renditen zumindest Teile der Spreadausweitungen kompensieren. Dennoch dürften EM-Anleihen dann im Vergleich zu anderen Anleihe-segmenten schlechter abschneiden.

Meine Empfehlung für Sie

Bei EM-Anleihen gilt es aktuell, mehr auf die allgemeine Lage an den Kapitalmärkten zu achten als auf einzelne Makro-Faktoren. Rücksetzer im Risikosentiment bergen die Gefahr, die historisch engen Spreads in Krisen stark ansteigen zu lassen. Setzt sich die gute Stimmung an den Kapitalmärkten fort, könnte die hohe Rendite der EM-Anleihen aber für eine solide Jahresperformance sorgen.



Wandelanleihen

Chancen mit einer hybriden Anlageklasse

Pascal Reichert, Experte Anleihen

- Wandelanleihen kombinieren Eigenschaften von Unternehmensanleihen mit einer Kursbeteiligung an Aktien
- Beimischung von Wandelanleihen verbessert das Rendite-Risikoprofil eines Mischportfolios
- Hoher Anteil an Technologiewerten zu beachten

Wie funktionieren Wandelanleihen?

Unter einer Wandelanleihe versteht man ein festverzinsliches Wertpapier, welches zusätzlich zu den Konditionen einer Unternehmensanleihe mit einer Wandlungsoption der Anleihe in die Aktien des Emittenten ausgestattet ist. Diese Option gewährt dem Inhaber das Recht, die Anleihe während eines definierten Zeitraums in eine im Voraus festgelegte Anzahl von Aktien des Unternehmens umzutauschen.

Grundsätzlich steigt der Wert der Wandlungsoption mit dem Aktienpreis des Emittenten. Handelt die Aktie deutlich über dem Wandlungspreis, verhält sich der Preis einer Wandelanleihe sehr ähnlich wie die zugrundeliegende Aktie, sie handelt „aktienähnlich“. Fällt der Aktienkurs stark unter den Wandlungspreis, so wird die Wandlungsoption zwar faktisch wertlos, durch die Anleiheeigenschaften handelt die Wandelanleihe jedoch nun wie eine klassische Unternehmensanleihe und damit „anleiheähnlich“. Zum Zeitpunkt der Emission einer Wandelanleihe handelt diese meist „anleiheähnlich“, da hier der aktuelle Aktienpreis üblicherweise unter dem Wandlungspreis liegt. Dieser Anleiheboden schützt damit die Wandelanleihe bei stark fallenden Aktienkursen. Diese Kombination aus Aktienoption und Unternehmensanleihe ergibt das asymmetrische Preisprofil einer Wandelanleihe. Der Eigentümer der Wandelanleihe profitiert von steigenden Aktienkursen, umgekehrt drücken Kursverluste nicht in gleichem Maß auf den Preis der Wandelanleihe, solange der Anleiheboden ausgedrückt in der Bonität stabil bleibt.

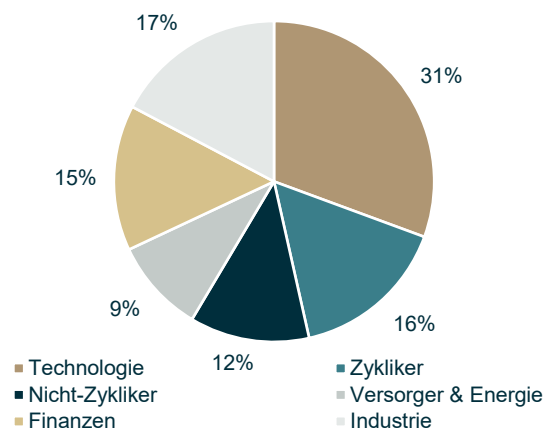
Die Emittenten: Wer begibt Wandelanleihen?

Warum begeben Emittenten von Wandelanleihen nicht klassische Unternehmensanleihen, sondern stattdessen diese zusätzlich mit einer Wandlungsoption in Aktien des eigenen Unternehmens aus? Die Antwort liefert die Marktzusammensetzung von globalen Wandelanleiheindizes. Oft handelt es sich bei Emittenten von Wandelanleihen um Wachstumsunternehmen aus den Bereichen Technologie oder Zyklischer, die meist

einen großen Kapitalbedarf haben (siehe Grafik). Aufgrund dieser Sektoraufteilung dominieren Papiere aus den USA (oder in US-Dollar denominated) mit rund 65% den Markt für Wandelanleihen, gefolgt von Asien mit etwa 19% und Europa, der mittlere Osten und Afrika mit insgesamt 15%.

Technologiewerte dominieren Wandelanleihen

Anteil der Sektoren am BofA Global 300 Convertible Bond Index, in %



Quelle: Bank of America, CB-Research;

Zyklischer: zyklische Konsumgüter, Transport, Nicht-Zyklischer: Gesundheit, Basiskonsum

Durch die Emission einer Wandelanleihe bieten diese Firmen den Anlegern die Chance auf eine Beteiligung am künftigen Unternehmenserfolg über die Aktienkomponente. Im Gegenzug akzeptieren Investoren einen oft deutlich niedrigeren Zinssatz, als ihn das Unternehmen für eine herkömmliche Anleihe hätte zahlen müssen. Dies senkt die laufenden Zinskosten des Emittenten. Das Kalkül der niedrigeren Finanzierungskosten nutzen auch Emittenten, welche den Small- & Mid-Caps zuzuordnen sind. Diese Emittenten machen rund 40 % des gesamten Marktwertes von globalen Wandelanleihen aus, und profitieren als junge Unternehmen besonders von den niedrigeren Finanzierungskosten. Zunehmend nutzen auch Großkonzerne, wie beispielsweise Oracle, dieses Instrument zur flexiblen Diversifikation ihrer Finanzierungsstruktur. Umgekehrt bedeuten die Wandelanleihen eine mögliche Anteilsverwässerung für die bisherigen Aktionäre.

Warum sind Wandelanleihen für Investoren attraktiv?

Ein Investor in Wandelanleihen nimmt einen niedrigeren Kupon (im Vergleich zu Unternehmensanleihen) in Kauf und erhofft sich durch die Wandlungsoption eine Teilhabe am



steigenden Aktienkurs, ohne das volle Risiko eines äquivalenten Aktieninvestments einzugehen. Geht diese Rechnung auf? Die Sharpe Ratio (das Verhältnis zwischen Rendite abzüglich des risikolosen Zinses und Volatilität) kann hierfür herangezogen werden. Für den Zeitraum 2016 bis 2026 lag die Sharpe Ratio von Wandelanleihen bei 0,89, die für globale Aktien bei 0,84. Damit lieferten Wandelanleihen eine leicht höhere risikoadjustierte Rendite. Gleichzeitig mussten Wandelanleihen in dem betrachteten Zeitraum einen geringeren maximalen Verlust (-22 %) als globale Aktien (-33 %) hinnehmen. Selbst gegenüber den weniger volatilen Anleihen lag der maximale Verlust nur leicht über dem maximalen Verlust von europäischen Anleihen (-20 %, Bloomberg Euro Aggregate Index).

Auch im dynamischen Vergleich zeigt sich das vorteilhafte Rendite-Risikoprofil von Wandelanleihen gegenüber dem klassischen 60/40 Portfolio (siehe Grafik). Maßgeblich für die Outperformance waren vor allem zwei Phasen: das zweite Halbjahr 2020 und der Zeitraum 2025/2026. In beiden Perioden profitierte die Anlageklasse von der Kombination des strukturellen Vorteils der Wandler und einem günstigen Aktienmarktumfeld. Während die Performance 2020 vor allem durch die Post-Covid-Erholung im Technologiesektor im Nullzinsumfeld getragen wurde, sorgte aktuell eine andere Kombination für Auftrieb: Der KI-Boom traf auf eine höhere Marktvolatilität bei gleichzeitig moderaten Spread-Bewegungen und niedrigeren Zinssensitivität von Wandelanleihen. Gerade die höhere Volatilität wirkt sich positiv aus, denn sie steigert den Wert der eingebetteten Kaufoption, während der Anleiheboden das Risiko begrenzt.

Allokation von Wandelanleihen hat sich gelohnt

Relative Performance (in %) eines Mischportfolios* ggü. einem Portfolio mit 60% Aktien und 40% Anleihen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. * 55% Aktien, 35% Anleihen, 10% Wandelanleihen

Worauf sollten Anleger achten?

Grundsätzlich gelten Wandelanleihen aufgrund ihrer zwei Komponenten als komplexe Wertpapiere. Wegen der günstigen Diversifikationsaspekte bieten sich vor allem breit

anlegende Fondsprodukte für die Umsetzung an. Aber auch hier gilt es, mehrere Punkte zu beachten:

- **Eigene Risikobereitschaft:** Durch ihren hybriden Charakter sind Wandelanleihen nicht mit traditionellen Unternehmens- oder gar Staatsanleihen zu vergleichen. Für den risikobewussten Anleiheinvestor kann diese Assetklasse jedoch eine attraktive Beimischung für ein Anleihe- oder Mischportfolio darstellen.
- **Positive Sicht auf Technologiewerte benötigt:** Geht ein Anleger von stagnierenden oder gar fallenden Aktienkursen aus, entfaltet die Wandlungsoption keinen Performancebeitrag. Um besonders hohe Renditen mit Wandelanleihen zu erzielen, müssen Technologiewerte mit einer guten Performance unterstützen.
- **Keine stark steigenden Renditen und Spreads:** Damit der Anleiheboden seine schützende Wirkung entfalten kann, dürfen fallende Aktienkurse nicht mit stark steigenden Anleiherenditen und Anleiherisikoaufschlägen zusammenfallen. Ansonsten drohen Wandelanleihen teils herbe Verluste.
- **Währungsrisiken beachten:** Der globale Markt für Wandelanleihen wird vom US-Dollar und asiatischen Währungen dominiert. Für Anleger aus dem Euroraum bedeutet dies: Ihre Rendite wird nicht nur von der Kursentwicklung der Anleihe beeinflusst, sondern auch vom Wechselkurs.

Meine Empfehlung für Sie

Wandelanleihen stellen eine interessante, aber komplexe Anlageklasse dar. Die Marktstruktur mit Schwerpunkt auf asiatische und US-Emittenten in der Wachstumsphase prägen die Faktoren, welche bei einer Anlage zu beachten sind. Die Verbindung aus Eigenschaften von Unternehmensanleihen und der Wandlungsoption in die Aktie des Emittenten ermöglicht eine asymmetrische Preisentwicklung, sodass sich Kursgewinne der Aktie stärker auswirken können als Verluste. Eine Beimischung von Wandelanleihen in ein Portfolio aus Aktien und Anleihen kann daher das Rendite-Risikoverhältnis verbessern. Allerdings eignen sich Wandelanleihen nur für Anleger, welche mit dem erhöhten Risiko der Anlageklasse umgehen können.

Zur Vertiefung: [Insight „Wandelanleihen: Chancen einer hybriden Anlageklasse“](#).



Währungen

US-Dollarabschwächung dürfte noch auf sich warten lassen

Martin Hartmann, *Seniorexperte Anleihen und Währungen*

- US-Dollar bleibt während Iran-Krieg in Handelsspanne
- NOK schwächt sich wegen niedrigeren Ölpreises ab

US-Dollar weiter in etablierter Handelsspanne erwartet

Der US-Dollar gilt als Fluchtwährung in schwierigen Zeiten. Während des Iran-Krieges profitierte er aber nur wenig davon und bildete keinen richtigen Aufwertungsstrend aus. Stattdessen entwickelte sich der US-Dollar seitwärts und setzte die seit Mitte 2025 intakte Handelsspanne zwischen 1,14 und 1,19 US-Dollar pro Euro fort.

EUR/US-Dollar seit längerer Zeit seitwärts

US-Dollar gegenüber Euro



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

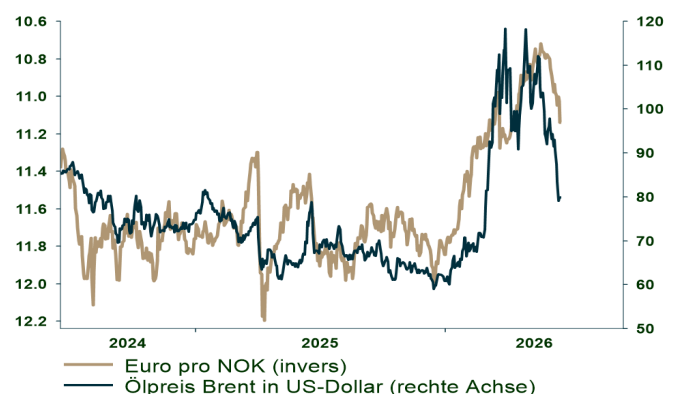
Der US-Dollar hat seit der Ankündigung des Rahmenabkommens nur moderat abgewertet, sich aber nach der ersten Fed-Sitzung von Warsh wieder stärken können. Der Euro verbilligte sich wieder auf unter 1,145 US-Dollar. Grund dafür waren falkenhafte Aussagen der US-Notenbank. Die Zinserwartungen der Notenbank in den „Dot Plots“ lassen auf höhere Zinsanhebungsbereitschaft als zuvor schließen. Gleichzeitig wurden die Aussichten auf Zinssenkungen für das kommende Jahr deutlich reduziert. In der Folge wurden am Markt für dieses Jahr mehr Zinserhöhungen eingepreist. Es ist fraglich, ob Warsh die von US-Präsident Trump geforderten Zinssenkungen im nächsten Jahr tatsächlich umsetzen kann. Wir bleiben zunächst beim Votum neutral für den US-Dollar. Erst wenn sich die von uns erwarteten Zinssenkungen der US-Notenbank abzeichnen, dürfte der US-Dollar deutlicher abwerten.

Norwegische Krone baut Kursgewinne ab

Die Entwicklung der wichtigsten Währungen während des Iran-Krieges hat gezeigt, dass Rohstoffexporteure überwiegend zu den Währungsgewinnern, und Nettoimporteure zu den Verlierern zählten. Für Nettoölexporteure wirkt ein Ölpreisschock positiv, da er das Verhältnis aus Export- und Importpreisen, die sogenannten Terms of Trade, verbessert. Dies führt in der Regel zu einer Währungsaufwertung. So hat die norwegische Krone (NOK) mit +6,4 % seit Jahresbeginn mit am meisten unter den G10-Währungen gegenüber dem Euro zugelegt. Zudem schwenkte die norwegische Notenbank (Norges Bank) im März 2026 von in Aussicht gestellten Zinslockerungen auf einen restriktiven Kurs um und hob ihren Leitzins um 25 Bp. auf 4,25 % an. Jetzt im Juni ließ sie ihn unverändert, erhöhte aber den „Leitzinspfad“ leicht und sieht bis Jahresende einen Satz von etwas über 4,5 %. Eine weitere Zinsanhebung ist für September vom Markt eingepreist. Der rückläufige Ölpreis hat die NOK zuletzt zwar geringfügig geschwächt. Beim Ölpreis dürfte der größte Rückgang vollzogen sein und der Renditevorteil Norwegens gegenüber dem Euroraum sollte hoch bleiben. Wir votieren die NOK daher unverändert mit Übergewichten.

NOK und Ölpreis rückläufig

NOK gegenüber Euro indiziert



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Der US-Dollar wird weiterhin neutral votiert; eine Anpassung nehmen wir erst vor, wenn sich Fed-Zinssenkungen abzeichnen. Das NOK-Votum bleibt „Übergewichten“.



Aktien Europa, USA & Japan

Aufwärtstrends intakt

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

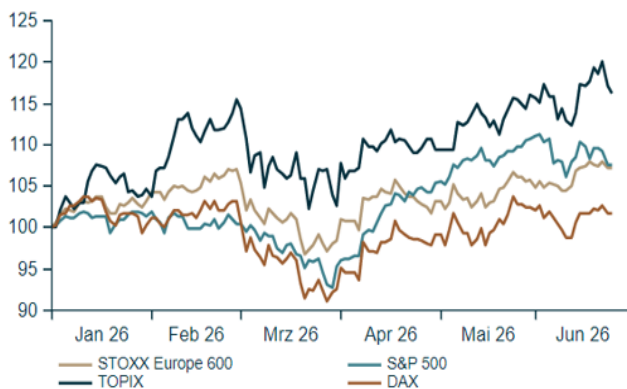
- Rahmenabkommen im Iran-Krieg sorgt für Erleichterung
- Fundamentale Treiber sind intakt
- Aufwärtspotenzial wegen hoher Bewertung limitiert

Eine wechselhafte erste Jahreshälfte

Zwar bestimmten im ersten Halbjahr Schlagzeilen über den Krieg gegen den Iran die Medien, doch die Aktienmärkte weltweit zeigen sich im bisherigen Jahresverlauf 2026 ausgesprochen widerstandsfähig und verzeichnen solide Zuwächse. Nach der starken Rally der vergangenen Monate ist die Frage gestattet, ob die Höhenluft nicht langsam etwas dünn wird und der extreme Auftrieb der IT-/KI-Aktien ein Ende haben könnte. Denn es war neben dem eher gering gewichteten Energiesektor insbesondere der IT-Sektor, der diese positive Performance auf Länderebene bestimmte.

Japan, das Land der aufgehenden Kurse

(indexiert, 31.12.2025=100, in lokalen Währungen)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Je mehr IT, desto besser. Dies war auch ein Grund für die größtenteils durchwachsene Performance der europäischen Märkte, die in dieser Hinsicht gegenüber den USA und vielen asiatischen Märkten das Nachsehen hatten. Dies zeigt sich auch innerhalb der jeweiligen Länderindizes. In den USA führt der Nasdaq 100 mit einem Plus von 16,2% die Gewinnerliste an, während der S&P 500 ein Plus von 7,6% verzeichnet und der Dow Jones mit 6,9% etwas zurückhängt. Dass auch der DAX hinter dem europäischen Markt lag, war zum größten Teil durch die schwache Entwicklung von SAP begründet. Das DAX-Schwergewicht hat in diesem Jahr bislang rund 30% verloren und befindet sich nach einem

schwachen Jahresbeginn seit Monaten in einer Seitwärtsbewegung.

Mit der Unterzeichnung des Abkommens zwischen den USA und dem Iran dürfte sich – bei allen berechtigten Fragen über die mittelfristigen Perspektiven des Deals – das fundamentale Bild für Aktien weiter verbessern, so dass einer Fortsetzung der Aufwärtsbewegung grundsätzlich nichts im Weg steht.

USA – Weiterhin im Zeichen des KI-Megatrends

Nach einem schwachen Start ins Jahr, als eine Rotation weg von IT und hin zu zuvor ungeliebten Sektoren herrschte, hat das KI-Thema am US-Markt im zweiten Quartal wieder sehr stark an Fahrt aufgenommen. Der IT-Sektor war Anfang Juni aus markttechnischer Sicht schließlich klar überkauft, viele Investoren waren bereits entsprechend positioniert und die Stimmung war insgesamt sehr optimistisch. Aus unserer Sicht ist der Rücksetzer im Juni daher eine gesunde Verschnaufpause. Der Megatrend KI wird von den Investoren bislang nicht infrage gestellt, allerdings wird selektiver investiert. So wird der Softwaresektor weiterhin skeptisch betrachtet, befindet sich aber wohl in einer Bodenbildung und ist nicht mehr im freien Fall. Halbleiterwerte sind dagegen nach wie vor der Star des Segments. Nach der sehr starken Performance könnte der IT-Sektor zunächst eine Pause einlegen und damit – aufgrund seines hohen Gewichts im Index – auch den S&P 500 von größeren Sprüngen abhalten. Dies bietet aber, wie auch schon im ersten Quartal gesehen, den zuvor vernachlässigten Sektoren die Chance, wieder stärker ins Rampenlicht zu rücken und den Index zu tragen.

Insgesamt dürfte der US-Markt seinen Aufwärtstrend beibehalten. Das robuste Wachstum der Unternehmensgewinne sollte sich fortsetzen. Dieses wird nach wie vor von den enormen Gewinnsteigerungen des hoch gewichteten IT-Sektors dominiert. Der Energiesektor hat zwar ein noch höheres erwartetes Gewinnwachstum für das Jahr 2026, dafür aber nur ein geringes Indexgewicht von 3,2%, während der IT-Sektor mit 40% zu Buche schlägt. Aber auch das für 2026 erwartete Gewinnwachstum der anderen Sektoren kann sich sehen lassen. Hier hilft die weiterhin solide Wirtschaftslage. Auch die konjunkturellen Frühindikatoren signalisieren eine anhaltende Expansion der Wirtschaft. Rezessionsgefahren sind in den USA mit Blick auf das zweite Halbjahr kein Thema. Wenn wir die geopolitischen Risiken außer Acht lassen, die

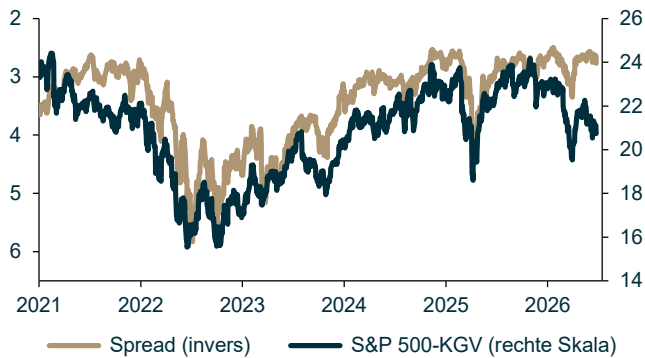


jederzeit wieder aufflammen können, dürfte vor allem die weiterhin hohe Bewertung das Kurspotenzial des US-Marktes begrenzen. In den vergangenen zwölf Monaten zeigte sich bereits, dass die Kursperformance des US-Marktes hauptsächlich vom Wachstum der Unternehmensgewinne und nicht von Bewertungsausweitungen getrieben wurde.

Der limitierte Spielraum für eine Bewertungsausweitung wird auch im Vergleich zu anderen Risiko-Assets – wie den High Yields auf der Anleienseite – deutlich. Hier besteht grundsätzlich ein enger Zusammenhang zwischen dem HY-Spread und der Bewertung (KGV). Zwar haben sich die Spreads gehalten, während die Bewertung gesunken ist, gleichwohl betrachten wir eine kurzfristige Bewertungsausweitung für unwahrscheinlich. Zum einen bewegen sich die Spreads bereits auf einem sehr ambitionierten Niveau, zum anderen ist das KGV auch durch die deutlich steigenden Gewinnerwartungen gedrückt worden. Hier dürfte die Dynamik nachlassen und der Markt abwarten, ob die erwarteten Gewinne auch geliefert werden.

KGV-Bewertung für S&P 500 zuletzt gefallen, obwohl US High-Yield-Spreads eng geblieben sind

Spread für US-Hochzinsanleihen in Prozentpunkten (invers) und S&P 500-KGV (Gewinne der nächsten 12 Monate) seit 2021



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

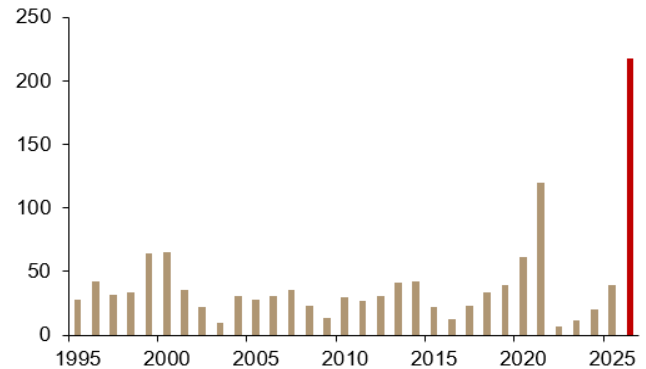
Zu den im langfristigen Vergleich hohen Bewertungen passt auch, dass nun verstärkt Neuemissionen (IPOs) an den Markt kommen. Dabei ist aktuell nicht die Anzahl, sondern das Volumen bemerkenswert. Grundsätzlich gilt, dass neues Angebot um Kapital konkurriert und in der Regel erst auftaucht, nachdem eine zunehmende Risikobereitschaft bereits für steigende Kurse und eine erhöhte Bewertung gesorgt hat. Damit liefert die laufende IPO-Welle einen weiteren Grund, warum eine weitere deutliche Bewertungsausweitung nicht zu erwarten ist.

Ein echter „Game Changer“ für den Gesamtmarkt ist das steigende Emissionsvolumen für uns derzeit jedoch noch nicht. Das Emissionsvolumen bei SpaceX von rund 86 Mrd. US-Dollar war das größte in der Börsenhistorie.

Entsprechend mussten sich die Investoren im Vorfeld Liquidität für die Zuteilung beschaffen. Wenn man das Emissionsvolumen jedoch ins Verhältnis zur Größe des Gesamtmarktes setzt, relativiert sich dies allerdings.

IPOs: Rekordemissionen, aber ...

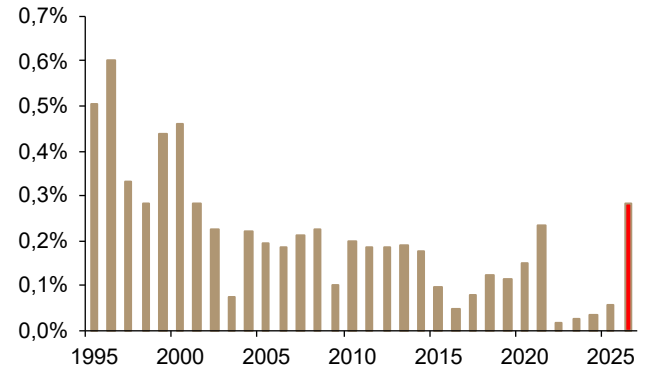
Jährliches US IPO-Volumen, in Mrd. \$. 2026: Commerzbank Mindestschätzung (bisheriges Volumen laut Bloomberg +100 Mrd. \$ für die kommenden IPOs)



Quelle: Jay R. Ritter IPO Database, Bloomberg, Commerzbank-Research

... alles ist relativ

Jährliches US IPO-Volumen, in % der Russell 3000 Marktkapitalisierung zum jeweiligen Jahresende. 2026 basierend auf Commerzbank Mindestschätzung



Quelle: Jay R. Ritter IPO Database, Bloomberg, Commerzbank-Research

Selbst wenn man die kommenden Mega-Emissionen der KI-Marktführer Anthropic und OpenAI hinzurechnet, würde das Emissionsvolumen weniger als 0,4% des Gesamtmarktes betragen. Zudem werden die Aktienrückkäufe der S&P-500-Unternehmen wohl auf einem hohen Niveau bleiben, wenn gleich die Wachstumsrate der Rückkäufe nachlassen dürfte. So werden beispielsweise die Rückkaufaktivitäten der großen Hyperscaler angesichts ihres steigenden Finanzbedarfs für KI-Investitionen wahrscheinlich deutlich sinken.

Eine negative Wildcard könnten jedoch möglicherweise weitere Kapitalerhöhungen größeren Ausmaßes darstellen. Medienberichte, dass nach Alphabet auch Meta zur Finanzierung von KI-Investitionen eine Kapitalerhöhung in Erwägung zieht, kamen am Markt nicht gut an. Für das Jahr 2026 wird



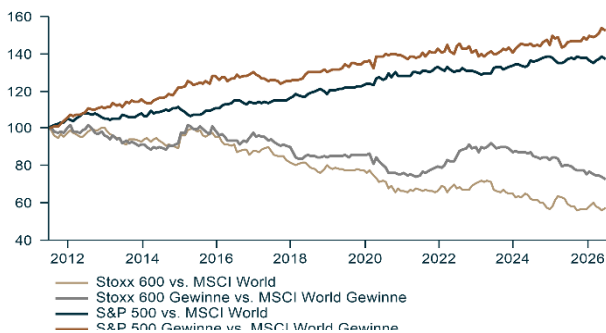
ansonsten ein mehr oder weniger ausgeglichenes Verhältnis von Aktien-Angebot (u. a. Neuemissionen, Kapitalerhöhungen) und Aktien-Nachfrage (u. a. Aktienrückkäufe, Übernahmeaktivitäten) für den Gesamtmarkt erwartet. Je nachdem, wie hoch die Volumina der kommenden IPOs und Kapitalerhöhungen tatsächlich ausfallen, kann es aber auch durchaus zu einem Nettoangebot an Aktien kommen. Eine Situation, die in den vergangenen dreißig Jahren nur vier Mal gab. Dies könnte grundsätzlich ein zumindest hemmender Faktor für die Aktienmärkte insgesamt sein. Schwer einzuschätzen und der wichtigere Belastungsfaktor ist in diesem Zusammenhang auch der Zeitpunkt, zu dem sich die bisherigen Anteilseigner der bisherigen und kommenden Neuemissionen von ihren Anteilen trennen – je nachdem, wann ihre Sperrfristen auslaufen. Die Historie zeigt, dass dies kein abstraktes Risiko, sondern ein übliches Vorgehen wäre. Dies könnte zu einem späteren Zeitpunkt für Druck auf dem Markt sorgen, da das Aktienangebot steigt und dem Markt dadurch insgesamt Liquidität entzogen würde. Schlussendlich stellt das gestiegene IPO-Volumen vor allem einen Stimmungstest für KI-Themen am Markt dar. Wir erwarten Umschichtungen innerhalb des KI/IT-Themas zur Mittelbeschaffung.

Risikofaktor Zinsen

Steigende Renditen bilden einen weiteren, möglichen Risikofaktor. Sollte sich die militärische und politische Entspannung im Iran-Konflikt aber als belastbar erweisen, dürfte dieser Faktor im Hintergrund bleiben. Die in den vergangenen Monaten gestiegenen Renditen waren stark vom steigenden Ölpreis getrieben. Mit dem Rahmenabkommen hat sich das Risiko stark steigender Ölpreise allerdings deutlich reduziert. Damit sollten sich auch die Inflationssorgen verringern.

Keine Trendwende zu erkennen

Relative Kurs- und Gewinnentwicklung Stoxx 600 und S&P 500 vs. MSCI-Welt, indiziert 100=17.06.2011



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Europa – Aufholpotenzial, aber keine Trendwende

In den vergangenen Monaten hat der europäische Markt überdurchschnittlich unter der Belastung durch hohe

Energiepreise für Konsumenten und Unternehmen gelitten. Auch das geringe Gewicht von Halbleiterwerten im relativen Vergleich hat belastet. Mit der Einigung im Iran-Krieg ist nun eine Erleichterungsrally eingetreten, die allerdings in der relativen Performance keine Trendwende darstellen dürfte.

Zwar haben sich die Gewinnerwartungen der Analysten für den Gesamtmarkt im vergangenen Quartal verbessert. Wir sind jedoch der Meinung, dass die aktuelle Erwartung eines Gewinnplus von 14 % für 2026 zu hoch ist, da die Konjunktur im Euroraum 2026 nur um 0,6 % wachsen dürfte. Ein Gewinnwachstum von 4 % bis 6 % für den Euro Stoxx 50 halten wir für erreichbar. Für das zweite Halbjahr sehen wir in diesem Umfeld noch etwas Potential für europäische Aktien, auch wenn sich andere Märkte wie die USA etwas besser entwickeln dürften.

Japan – Politischer Rückenwind und KI

Der japanische Aktienmarkt erlebt derzeit eine bemerkenswerte Hausse. Die weitreichenden Reformen, mit denen die Börse in Tokio den Druck auf die Unternehmen erhöht, ihre Kapitaleffizienz zu steigern und ihre Corporate Governance zu verbessern, bleiben ein strukturell positiver Faktor für den japanischen Aktienmarkt. Dies geht mit einem deutlichen Gewinnwachstum der Unternehmen einher.

Trotz der jüngsten Kursgewinne sind japanische Aktien zwar noch fair bewertet, aber der Spielraum für eine weitere Bewertungsausweitung ist auch hier gering.

Politisch sorgt die klare Mehrheit von Premierministerin Sanae Takaichi für Rückenwind. Die schrittweise Zinswende der Notenbank belastet den Markt nicht. Zudem profitiert der Leitindex Nikkei 225 durch seine Tech-Schwergewichte massiv vom globalen KI-Boom.

Meine Empfehlung für Sie

Mit dem Rahmenabkommen und den Verhandlungsschritten zwischen den USA und dem Iran wäre ein wesentlicher Belastungsfaktor für die Aktienmärkte vom Tisch. Die fundamentalen positiven Treiber sind weiterhin intakt. Das Gewinnwachstum dürfte hoch bleiben, und die Inflations- und Zinsängste dürften sich legen. Da die Märkte einen positiven Ausgang im Iran-Konflikt bereits größtenteils eingepreist hatten, negative Folgen des Konflikts sich erst noch in den Daten zeigen werden und die Bewertung vieler Märkte im historischen Vergleich immer noch hoch ist, sollte das Performancepotential allerdings begrenzt sein. Wir erwarten bis Ende des Jahres insgesamt ein weiteres Kursplus, welches eher bei 5 % als bei 10 % liegen dürfte.



Aktien Emerging Markets

Hausse bei Halbleitern treibt Indizes in Südkorea und Taiwan

André Sadowsky, *Seniorexperte Aktien Emerging Markets*

- Hausse bei Speicherchip- und Halbleiteraktien dominiert
- Chinas Wirtschaft weiter zweigeteilt
- Endet die Schwäche an Indiens Börse?

MSCI Emerging Market-Index legt stark zu

Der MSCI Emerging Markets-Index legte seit Anfang 2026 um 23% zu (alle Daten per 23. Juni). Verantwortlich für die beeindruckende Performance waren vor allem die Börsen in Korea (Kospi: +101 %) und Taiwan (Taiex: +59 %). Beide Indizes profitieren von den extremen Kursanstiegen ihrer Halbleiter-Schwergewichte Samsung Electronics und SK hynix (Korea) sowie TSMC (Taiwan). Der Boom im Bereich der KI führt zu milliardenschweren Investitionen in Rechenzentren und damit zu einer starken Nachfrage nach Speicherchips. Diese einmalige Konstellation hat zu signifikanten, regionalen Verschiebungen innerhalb des MSCI EM-Index geführt. Mittlerweile haben die Börsen in Korea (23 %) und Taiwan (26 %) ein Gewicht von fast 50 %, wohingegen die einst dominanten Märkte China auf 20 % bzw. Indien auf 11 % fast eine Halbierung hinnehmen mussten. Auf Unternehmensebene kommen die drei asiatischen Chipgiganten auf ein Gewicht von 30 %. Damit ist die Konzentration deutlich höher als im MSCI US-Index, in dem die drei größten Werte auf ein Gewicht von knapp 20 % kommen.

Gewinnschätzungen steigen rasant

Infolge der oben dargelegten explosiven Entwicklung im Halbleiter- und KI-Bereich sind die Schätzungen für das erwartete Wachstum der Unternehmensgewinne im Jahr 2026 beispielsweise in Korea von 48% (J/J) zu Jahresbeginn auf 275% gestiegen. Für den MSCI EM-Index haben sich die Prognosen auf aktuell 59% (J/J) erhöht, was einem KGV von 13,4 entspricht. Auch wenn das Momentum bei den Aktienkursen in den Bereichen Halbleiter und KI noch hoch ist, raten wir im aktuellen „irrationalen Überschwang“ zu einer neutralen Gewichtung der Börse in Südkorea.

Chinas Wirtschaft weiterhin zweigeteilt

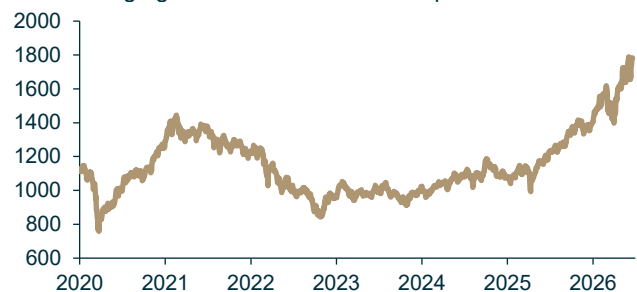
Die chinesische Wirtschaft bleibt zweigeteilt. Während die Exporte boomen, dümpelt der Binnenkonsum vor sich hin. Vor diesem Hintergrund schlägt sich der CSI 300-Index (A-Aktien) nicht schlecht. Er legte seit Anfang 2026 um 7% zu

(+13% in Euro). Besonders gefragt waren die Technologietitel des ChiNext-Index (+32%)

Mögliche Fiskalprogramme zur Belebung der Binnenkonjunktur könnten dem Markt im zweiten Halbjahr 2026 ebenso Rückenwind verleihen wie eine Stabilisierung des Immobilienmarktes.

MSCI Emerging Markets-Index macht Iran-Korrektur wett

MSCI Emerging Markets in USD in Indexpunkten seit 2020



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Schafft Indiens Börse den Turnaround?

Der Nahost-Krieg hat Indien wegen der hohen Ölabhängigkeit stark zugesetzt. Das Rahmenabkommen der USA mit dem Iran dürfte zu einer Stabilisierung an der Börse führen, denn der jüngst gesunkene Ölpreis mindert den Inflationsdruck und entlastet das Fiskalbudget. Die Zentralbank könnte vorerst auf Leitzinserhöhungen verzichten. Die Rupie hat sich zuletzt von ihrer Schwäche leicht erholt. Die Börse ist mittlerweile recht moderat bewertet und der Verkaufsdruck aus dem Ausland hat deutlich nachgelassen. Das Wachstum der Firmengewinne ist mit ca. 15% ansehnlich. Indien hat zwar viele IT-Werte jedoch im ungeliebten, aber von KI-bedrohten Software-Segment, Halbleiterwerte fehlen dagegen in Indien. Die zuletzt schwache Börse in Brasilien (Votum Untergewichten) dürfte vor der anstehenden Präsidentschaftswahl (Oktober) weiterhin von Unsicherheit geprägt sein.

Meine Empfehlung für Sie

Die extreme Hausse der Chipwerte dominiert weiter den MSCI Emerging Markets-Index. Während wir die Börse in Südkorea nach dem starken Anstieg weiter mit Neutral gewichten, sehen wir in China weiteres Aufwärtspotenzial. Indien bleibt ein Turnaround-Kandidat.



Aktien Branchen

Die Risikoprämie auf den Ölpreis dürfte weiter abnehmen

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- Energie und IT mit den Hauptrollen in H1
- Übergewichten: Industriegüter, Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen
- Taktisches Übergewicht von Energie wird neutralisiert
- Untergewichten: Basiskonsum und Immobilien

Iran-Krieg führte zur Absicherung durch Energiesektor

Am Beginn des Jahres schichteten noch viele Investoren aus IT-lastigen Sektoren in z.B. Basiskonsum, Chemie oder Telekommunikation um. Diese Sektorrotation war rein durch die Angst getrieben, dass die Erwartungen in KI zu hoch sein könnten und sich die Rieseninvestitionen nicht auszahlen. Energie stieg als einziger Sektor bis zum Beginn von Verhandlungen im Iran-Krieg extrem an. Die Angst vor anhaltend hohen Ölpreisen, steigender Inflation und höherem Zinsniveau trieb die Investoren zurück in den Energiesektor als Absicherung gegen Stagflationsrisiken. Mit der Aussicht auf ein Abkommen seit Anfang April übernahm der IT-Sektor mit erneut entfachtem KI-Optimismus und guten Quartalszahlen die alleinige Führungsrolle. Diese „einbeinige“ Sektorperformance hat sich durch das vereinbarte Rahmenabkommen zwischen den USA und dem Iran verringert, da auch andere Sektoren mehr Beachtung fanden.

Diversifizierte Sektorallokation

Dieser Konstellation begegnen wir weiter durch eine ausgewogene Sektorauswahl. Wir bleiben dabei grundsätzlich zyklisch ausgerichtet, da wir als wahrscheinlichstes mittelfristiges Szenario von einer weiteren Beruhigung der Energiekrise ausgehen. Nichtsdestotrotz halten wir die neutrale Gewichtung einiger defensiver Sektoren für weiter angebracht, um auch mögliche Schwankungen am Aktienmarkt abzufedern.

Sektor Energie von Übergewichten auf Neutral

Sollte sich die Lage im Iran weiter beruhigen, erwarten wir eine zunehmende Normalisierung des Ölpreises über ein anhaltendes Auspreisen der politischen Risikoprämie. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass es nach dem Rahmenabkommen und dem angestrebten Friedensabkommen dennoch eine gewisse Zeit dauern wird, bis sich die Lage auf dem Ölmarkt hinsichtlich Transportwege, -menge und Produktion wieder normalisiert. Somit gehen wir nicht davon aus,

dass Öl so schnell das Preisniveau wie vor der Iran-Krise erreichen wird.

IT-Sektor übergewichten

Unsere Ende April geänderte Einschätzung des IT-Sektors von Neutral auf Übergewichten bleibt bestehen. Die signifikante Outperformance wird weiter durch sehr starke Gewinnerwartungen gestützt, die weiter nach oben revidiert werden. Nichtsdestotrotz ist die Gewindynamik im Sektor weiter erheblich beeinflusst von dem Subsektor Halbleiter, der stark von großen Investitionen weniger Unternehmen in KI abhängig ist. Die Frage der langfristigen Monetarisierung dieser Investitionen und auch die KI-Ängste im Subsektor Software sollten auch in der Zukunft für höhere Volatilität sorgen.

Europäische Industriegüter bevorzugt

Obwohl der heterogene MSCI-Sektor Industriegüter auch durch den Iran-Krieg zum Teil negativ beeinflusst wurde, bleiben dennoch europäische bzw. deutsche Industrieunternehmen selektiv attraktiv. Insbesondere solche, die von der anhaltenden Aufstockung der europäischen Wehretats und Investitionen in die Infrastruktur weiter profitieren sollten. Diese dürften unverändert ein größeres Gewinnmomentum innerhalb des Sektors aufweisen.

Basiskonsum untergewichten

Der Sektor ist geprägt durch harten Wettbewerb, steigenden Innovations- und Margendruck, Absatzproblemen im wichtigen Markt China, und US-Zöllen. Zudem bremsen die anhaltenden inflationären Tendenzen (Energie, Lebensmittel) die Kaufkraft der Konsumenten. Somit unterliegt er weiterhin negativen Gewinnrevisionen, die das erwartete Gewinnwachstum zusehend schwächen.

Meine Empfehlung für Sie

Favoriten bleiben Industrie, Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen. Die taktische Übergewichtung von Energie wird neutralisiert. Die Sektoren Basiskonsum und Immobilien erachten wir im gegenwärtigen Umfeld als unattraktiv.



Aktien Small & Mid Caps

Steigende Unternehmensgewinne geben Small-Cap-Aktien Rückenwind

Andreas Hürkamp, Seniorexperte Aktienstrategie

- Unternehmensgewinne verbessern sich stetig
- Steigendes KGV, falls US-Leitzinsängste schwinden

Small-Cap-Aktien in den USA stark im ersten Halbjahr

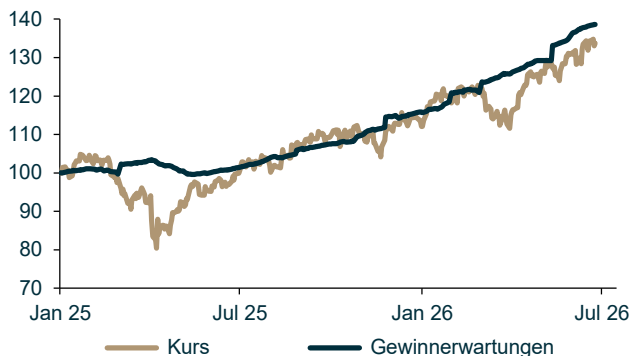
In unseren Investmentperspektiven für 2026 hatten wir Small-Cap-Aktien – insbesondere mit Blick auf die USA – als eine spannende Investmentalternative herausgestellt. Wir waren überzeugt, dass sich nach den deutlichen Leitzinssenkungen der US-Notenbank im Jahr 2025 die Gewinnperspektiven der kleinen und mittelgroßen Aktien dank einer robusten US-Konjunktur 2026 deutlich aufhellen dürften. Nun ist der MSCI USA Small-Cap-Index im ersten Halbjahr um 19,2 % gestiegen, obwohl auch Small-Cap-Aktien aufgrund der großen Unsicherheit im Iran-Krieg im März zwischenzeitlich deutlich korrigiert hatten (Stand 24. Juni 2026).

Erwartete Unternehmensgewinne klettern nach oben

Das Bemerkenswerte an der starken Entwicklung des MSCI USA Small-Cap-Index ist, dass die Analystenerwartungen für die Unternehmensgewinne der nächsten zwölf Monate für den Index seit Jahresbeginn ebenfalls kräftig um 19,7% gestiegen sind. Viele Unternehmen profitieren davon, dass sich – trotz der hohen Energiepreise – die Konjunktur und der Konsum in den USA weiterhin robust entwickelt haben. Zudem dürften auch mittelgroße US-Unternehmen von den stark steigenden Ausgaben in KI-Infrastruktur profitieren.

MSCI USA Small-Cap-Index: Gewinntrend stetig aufwärts

Gewinnerwartungen (12 Monate) in Indexpunkten, indiziert



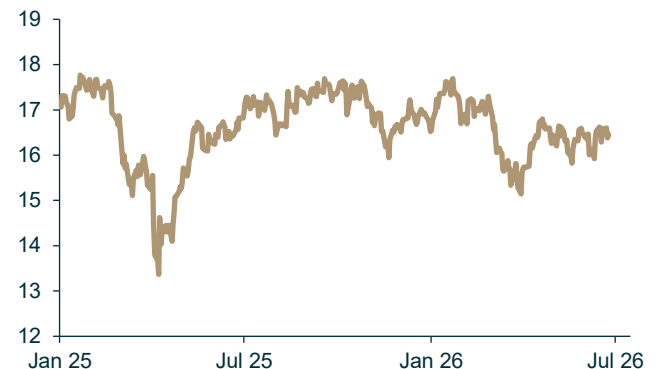
Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

KGV niedriger als vor dem Iran-Krieg

Die stark steigenden Erwartungen der Analysten für die Unternehmensgewinne haben dazu geführt, dass – trotz der 20 %-Rally des MSCI USA Small-Cap-Index - das Index-KGV mit 16,5 auf dem Niveau von Anfang Januar liegt. Das KGV notiert damit unter dem Niveau von knapp 18 zu Beginn des Iran-Krieges. Ein wichtiger Grund für die vergleichsweise moderate Kursentwicklung und das damit zuletzt rückläufige KGV dürfte sein, dass der Markt infolge der durch den Iran-Krieg deutlich gestiegenen US-Inflation aktuell eingepreist hat, dass die US-Notenbank bis Mitte 2027 in zwei Schritten ihre Leitzinsen nach oben anpassen wird.

12M-KGV für Small Cap-Aktien unter Vorkriegsniveau

MSCI US Small-Cap-Index, S&P 500: KGV-Bewertung



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Wir sind zuversichtlicher als der Markt und erwarten dank mittelfristig sinkenden Inflationsrisiken, dass sich der neue Fed-Chef Kevin Warsh im zweiten Halbjahr entscheiden wird, die Leitzinsen nicht zu verändern. Aufgrund schwindender Zinsbelastungen sehen wir daher gute Chancen, dass sich das KGV für den MSCI USA Small-Cap-Index im zweiten Halbjahr wieder leicht nach oben bewegen wird.

Meine Empfehlung für Sie

Small-Cap-Aktien in den USA haben im ersten Halbjahr 20 % zugelegt. Wir sehen für das zweite Halbjahr weiteres Kurspotential. Denn zum einen dürften die Gewinnprognosen der Analysten weiter nach oben klettern. Und zum anderen könnte das KGV etwas steigen, falls die aktuelle Diskussion über Fed-Leitzinserhöhungen wieder abebbt.



Aktien Spezial – Informationstechnologie

Bevorstehende KI-Megabörsengänge sind Lackmустest für den Kapitalmarkt

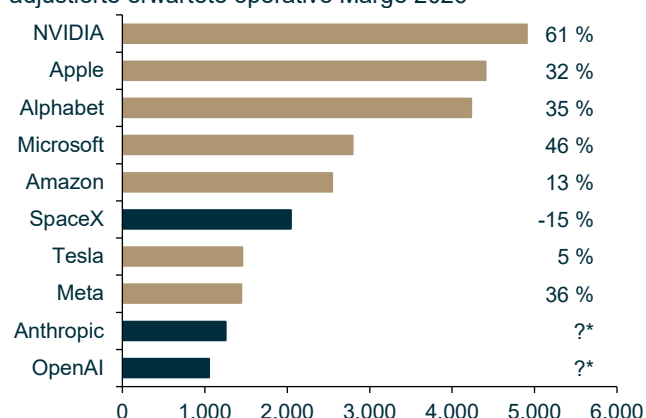
Thomas Becker, Leiter Aktien Einzelwertanalyse

- KI-Börsengänge von Anthropic und OpenAI könnten Börsenbewertung von bis zu 2,3 Billionen USD anstreben
- Erfolgreiche Platzierungen sind zentral für die Festigung der Stabilität des gesamten KI-Ökosystems
- Der KI-Megatrend ist intakt, aber aufgrund hoher Bewertungen und risikobehafteter Geschäftsmodelle ...
- ...präferieren wir weiterhin die heterogene Gruppe der KI-Zweit- und Drittrundenprofiteure

Anthropic und OpenAI könnten eine Bewertung von 2,3 Billionen USD anstreben

Die avisierten Börsengänge (IPO) der führenden Unternehmen für KI-Basismodelle, OpenAI und Anthropic, markieren den Eintritt des KI-Megatrends in eine neue Phase am Kapitalmarkt. Die indikativ angestrebte Börsenbewertung von rund 2,3 Billionen USD (Anthropic: 1,25 Billionen USD, OpenAI: 1,05 Billionen USD) würde diese Unternehmen direkt in die Top 20 der global größten börsennotierten Konzerne katapultieren. Die durch die Börsengänge auf die „Glorreichen 10“ inkl. SpaceX erweiterte Gruppe der KI-Ersttrundenprofiteure schafft für Investoren neue Anlageoptionen.

Die „Glorreichen 10“ inkl. SpaceX, Anthropic und OpenAI Marktkapitalisierung in Mrd. USD, Prozentzahlen zeigen die adjustierte erwartete operative Marge 2026



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research
* keine Angabe, bzw. nicht öffentlich bekannt

Lackmустest für den KI-Megatrend aus Kapitalmarktsicht

Mit einem erwarteten kombinierten Streubesitz-Emissionsvolumen von circa 150 Mrd. USD sind die IPOs ein zentraler Test sowohl für die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes als

auch für die Stabilität des gesamten KI-Ökosystems. Analysen ([CIO-Insight: Das vierte KI-Jahr – KI-Mega-Börsengänge von Anthropic und OpenAI ante portas](#)) zeigen, dass der Kapitalmarkt die Neuemissionen absorbieren kann. Dies ist allerdings auch notwendig, da der Erfolg dieser Mega-Börsengänge aus mehreren Gründen essenziell ist.

Erstens sichern sich beide Unternehmen den Zugang zu neuen Investorenschichten und damit die Finanzierung des signifikanten Kapitalbedarfs. Unternehmensprognosen zufolge wird sich der kombinierte Nettoverlust beider Firmen bis 2030 auf über 200 Mrd. USD belaufen.

Zweitens validieren die IPOs die Investitionspläne der US-Datencenteranbieter, die planen, bis 2030 rund 5,5 Billionen USD in den Ausbau der KI-Infrastruktur zu investieren. Zudem sind die Tech-Giganten selbst maßgeblich an den Börsenkandidaten beteiligt – jeweils 35% von OpenAI und Anthropic werden von den „Glorreichen 7“ gehalten.

Drittens schaffen die Börsengänge eine neue Welle von Wohlstand für Gründer und Mitarbeiter („KI-Millionäre“), was Reinvestitionen in neue Start-ups fördern und die US-Dominanz im Tech-Sektor festigen dürfte.

Risikoreichere Geschäftsmodelle könnten zu einer volatileren Phase im zweiten Halbjahr führen

Anders als zur Dotcom-Blase, als primär junge, unprofitable Firmen an die Börse gingen, besitzen die KI-Marktführer unseres Erachtens tragfähige Geschäftsmodelle. Dennoch erwarten wir durch die KI-Börsengänge eine höhere Volatilität, ausgelöst durch indexinduzierte Kapitalbewegungen, auslaufende Sperrfristen von Altaktionären und die inhärent höheren Risiken der KI-Geschäftsmodelle.

Meine Empfehlung für Sie

Unsere Einschätzung für die KI-Ersttrundenprofiteure, deren investierbares Universum sich durch die IPOs von Anthropic und OpenAI verbreitert, bleibt positiv. Die angestrebten Bewertungen, der Kapitalbedarf und die Verflechtungen des KI-Ökosystems mahnen aber zur Vorsicht. Um die Risiken – nicht nur vor dem Hintergrund der Börsengänge – zu begrenzen, präferieren wir eine breit diversifizierte Anlage in die heterogene Gruppe der KI-Zweit- und Drittrundenprofiteure.



Aktien Spezial – Space Economy

The world is not enough

Torsten Schwarz, *Seniorexperte Industrieaktien*

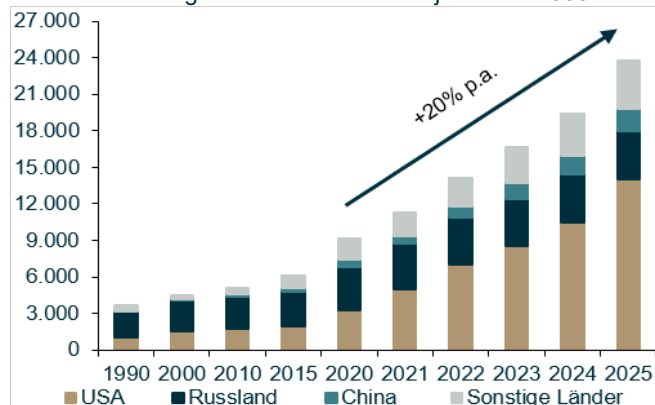
- Die Raumfahrt (Space Economy) hat sich von einer einstmaligen kleinen Nische zu einem wichtigen Infrastrukturmärkte entwickelt.
- Die industrielle Wertschöpfung verschiebt sich zunehmend in den Bereich skalierbarer Service- und Plattformmodelle und standardisierter Industrielösungen.
- Zukünftige Anwendungsbereiche der Raketen- und Satellitentechnik sind enorm vielfältig und könnten sogar die Nutzung des Weltalls als Ressource und Lebensraum für die Menschheit umfassen.
- Anleger können über ausgewählte Einzelwerte der Wertschöpfungs- / Zuliefererkette und Fondslösungen von diesen spannenden Entwicklungen profitieren.

Space Economy heute

Die Space Economy hat sich in den vergangenen Jahrzehnten von einer staatlich dominierten und militärisch geprägten Nische zu einer kommerziell getriebenen Industrie mit einem globalen Marktvolumen von rund 600 Mrd. USD im Jahr 2025 entwickelt. Sie befindet sich in einer strukturellen Expansionsphase, getrieben durch technologische Fortschritte, sinkende Start- und Transportkosten, zunehmende Industrialisierung der Produktion und einen massiven Ausbau der Satelliteninfrastruktur. Ein zentraler Trend ist der Übergang zu LEO-Satelliten (Low Earth Orbit), die globale, kontinuierliche Konnektivität ermöglichen und terrestrische Netze ergänzen.

Mehr Objekte im All – 20% Wachstum p.a. in den letzten 5 Jahren, USA mit deutlicher Dominanz

Kumulierte Zahl gestarteter Weltraumobjekte seit 1990



Quelle: Commerzbank-Research, Morgan Stanley

In den kommenden Jahren wird ein weiterer Ausbau bei den Satelliten erwartet (2035e: 75.000), was die technologische Basis für eine globale Dateninfrastruktur im All schafft.

Größte Wertschöpfung bei Services und skalierbaren Geschäftsmodellen

Während der sogenannte Upstream-Bereich (Launch, Satellitenbau) die technologische Grundlage schafft, entsteht der größte Wert im Downstream-Segment, insbesondere bei skalierbaren Service- und Plattformmodellen mit wiederkehrenden Einnahmen. Gleichzeitig profitieren Zulieferindustrien überproportional von der Industrialisierung des Sektors, da Komponenten wie Halbleiter, Antennen, Sensorik sowie Antriebs- bzw. Elektroniksysteme in allen Satelliten und Bodeninfrastrukturen benötigt werden. Die zunehmende Standardisierung und steigende Stückzahlen eröffnen hier erhebliche Skaleneffekte.

Was sind zukünftige Anwendungsgebiete?

Mit großer Wahrscheinlichkeit erweitert sich das Anwendungsspektrum über die klassische Konnektivität und Erdbeobachtung hinaus und umfasst künftig Mobilfunkintegration (Stichwort 6G), auf Echtzeitdaten angewiesene Anwendungen wie autonomes Fahren und Fliegen oder datenintensive Technologien wie Mixed Reality und Telemedizin. Mit dem jüngst erfolgten Börsengang von SpaceX sind zudem weitere potenzielle Zukunftsmärkte wie Raumfahrttourismus, In-orbit Manufacturing (Produktion im All), Punkt-zu-Punkt-Transport auf der Erde mittels Raketen, Aufbau einer Mond-Ökonomie, Rechenzentren und Energieproduktion im All, Transport und Logistik zwischen Erde, Mond und Mars sowie Asteroidenabbau in den Fokus und in den Bereich des Möglichen gerückt.

Meine Empfehlung für Sie

Die Space Economy bietet ein attraktives langfristiges Chance-/Risikoprofil. Besonders interessant erscheinen vertikal integrierte Plattformanbieter, datengetriebene Geschäftsmodelle sowie diversifizierte Zulieferer, wenngleich hohe Kapitalintensität, technologischer Wettbewerb und regulatorische Risiken zentrale Unsicherheitsfaktoren bleiben. Über ausgewählte Fondslösungen können Anleger vom Wachstum der gesamten Branche profitieren.



Aktien Spezial – Banken

Resilient und mit soliden Ertragsperspektiven

Michael Cloth, Seniorexperte Bank-/Versicherungsaktien

- Überwiegend solider Jahresstart mit über den Erwartungen liegenden Ergebnissen
- Neue Belastungsfaktoren (KI-Disruptionsängste, Private Credit, Iran-Krieg), bisher ohne spürbare operative Auswirkungen, drückten die Aktien
- Kosten und Risikovorsorge unauffällig
- Erhöhtes Zinsniveau begünstigt künftige Erträge
- Attraktive Bewertungen und Ausschüttungen, europäische Banken unverändert bevorzugt

Solides erste Halbjahr trotz neuer Herausforderungen

Im ersten Quartal überzeugten Finanzinstitute in Europa – aggregiert betrachtet – mit Erträgen, die über dem Konsens lagen, und einer leicht besser als vermuteten Risikovorsorge. Die Kosten lagen im Rahmen der Markterwartungen. Das Vorsteuerergebnis überraschte positiv, was die Kurse von Bankaktien aber oft nicht gütigten, weil diverse Belastungsfaktoren (Private Credit, Iran-Krieg) die Stimmung trübten.

Zuversicht für Zins-/Provisionserträge und Risikokosten

Der Iran-Konflikt führte zu einer Rücknahme des erwarteten weltweiten Wirtschaftswachstums bzw. konkreter Wachstumsannahmen für regionale Ökonomien (z.B. Deutschland). Dies könnte die bisher robuste Kreditnachfrage belasten. Dennoch bleibt der Ausblick auf den Zinsertrag aus unserer Sicht positiv: Wachsende Einlagen, gestiegene Zinserwartungen und höhere langfristige Zinsen ermöglichen höhere Treasury-Beiträge, die u.E. noch nicht in den Markterwartungen reflektiert sind. Dazu kommt ein positives Kapitalmarktumfeld mit Einfluss auf das Asset-/Wealth-Management und die Handels- und Emissionsaktivitäten der Investmentbanken. Die Risikokosten und die Entwicklung ausfallgefährdeter Engagements hielt sich bisher im Rahmen der Markterwartung. Management-Aussagen deuten trotz makroökonomischer Eintrübung nicht auf eine deutliche Verschlechterung hin.

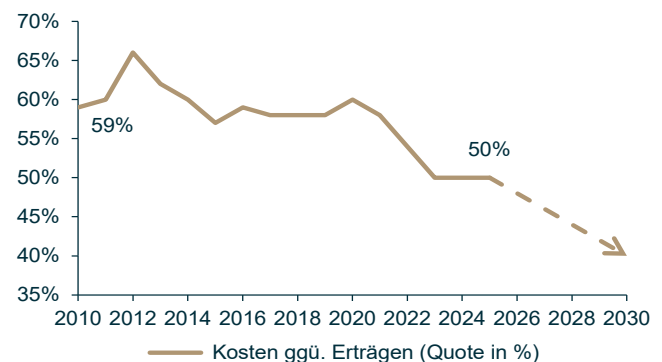
Kosten: Künstliche Intelligenz (KI) ist hilfreich

Bisher wurden die Vorteile durch technologische Entwicklungen wie KI für die Branche diskutiert, ohne bereits in deutlichem Ausmaß konkrete Wirkungen auf die Kostensituation der Banken zu erkennen. Offensichtlich ist jedoch, dass Einführung und Anwendung von KI erhebliche Potenziale eröffnen – sowohl auf der Kosten- als auch auf der Ertragsseite.

Insbesondere der größte Kostenblock Personalkosten kann perspektivisch durch Digitalisierung unter Einsatz von KI positiv beeinflusst werden. Kundenspezifischere Angebote mit Hilfe der KI können aber auch die Erträge begünstigen. Allerdings erwachsen auch KI-Risiken, wie u.a. durch neueste Entwicklungen bei der Einlagengenerierung und für das Wealth Management (KI optimiert für den Kunden). Diese Entwicklung sollte im Blick gehalten werden, stellen aus unserer Sicht aber mittelfristig kein disruptives Risiko dar.

KI eröffnet Potenzial zur weiteren Effizienzverbesserung

Kostenertragsquote europ. Banken (in%)



Quelle: Morgan Stanley, Commerzbank-Research

Attraktive Bewertung und Ausschüttung

Die Bewertung des Sektors (KGV mit u.E. zu deutlichem Abschlag zum Gesamtmarkt, Kurs/materieller Buchwert ggü. Rendite) ist weiterhin attraktiv. Europäische Banken bieten einen Bewertungsvorteil gegenüber US-Pendants. Das erwartete Ergebniswachstum hält die Ausschüttung über Dividenden und Aktienrückkäufe hoch. Daraus ergibt sich für Anleger – neben Kurschancen – eine ansprechende Gesamtrendite.

Meine Empfehlung für Sie

Während KI-Disruptionsängste und Sorgen vor einer neuen Finanzkrise durch Private Credit überzogen scheinen, führen die schwelenden globalen Konflikte zu einem geringeren Wirtschaftswachstum. Bisher zeigt sich das Bankgeschäft solide. Ein höheres Zinsniveau begünstigt, der Kapitalmarkt (u.a. Emissionen) ist lebendig. Erlöse dürften daher stärker als die Kosten zulegen. Es gibt ausgewählte interessante Einzeltitel.



Immobilien

Zu hohe Mieten in Deutschland? Nicht im europäischen Kontext!

Torsten Schwarz, *Senioexperte Immobilien & Immobilienaktien*

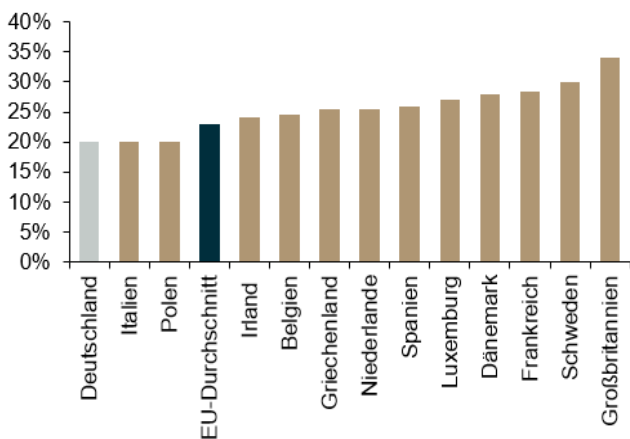
- Die Wohnkostenbelastung deutscher Mieter ist im EU-Vergleich statistisch gesehen eher unterdurchschnittlich.
- Deutschland hat (daher?!) prozentual die meisten Mieterhaushalte innerhalb der EU.
- Private Eigentümer, nicht börsennotierte Konzerne, bilden mit über 60 % das Gros der Vermieter.
- Ein moderates Ausgangsniveau und weiter hohe Nachfrage bei gleichzeitig geringer Neubautätigkeit sprechen für weiter anhaltendes Mietenwachstum.

Mietbelastung in Deutschland unter EU-Niveau

Die öffentliche Wahrnehmung ist eindeutig: In Deutschland sind die Mieten hoch, zuletzt sogar stark gestiegen, und für viele scheint Wohnen zunehmend „unbezahlbar“ zu werden. Doch dieser Eindruck relativiert sich zumindest statistisch im internationalen Kontext.

Deutsche, Italiener und Polen mieten relativ günstig

Mietbelastung im Verhältnis zum Haushaltseinkommen



Quelle: Bank of America, Commerzbank-Research

Gemessen am Verhältnis von Miete zu verfügbarem Einkommen der Haushalte zählt Deutschland mit 20 % zu den günstigsten Ländern in Europa (Durchschnitt 23 %). Die mittlere Wohnkostenbelastung liegt hierzulande beispielsweise deutlich unter Märkten wie Großbritannien, Schweden oder Frankreich.

Deutschland: Ein Mietermarkt

Diese relativ moderate Belastung liefert einen weiteren möglichen Erklärungsansatz für eine zentrale Besonderheit des deutschen Wohnungsmarkts: den hohen Anteil von Mietern. Rund 53 % der Bevölkerung lebt in Deutschland in Mietwohnungen – der Spitzenwert im EU-Vergleich (Durchschnitt 32 %). Während in vielen Ländern Wohneigentum als notwendige Alternative zu steigenden Mietkosten betrachtet wird, bleibt das Mieten hierzulande ökonomisch attraktiv. Hinzu kommt ein stark regulierter Mietmarkt, der insbesondere Bestandsmieter schützt und extreme Verteuerungen dämpft.

Ökonomische Realität vs. politische Debatte

Die Bautätigkeit liegt seit Jahren unter dem Bedarf, Genehmigungen gehen tendenziell zurück, und steigende Kosten belasten die Entwicklung neuer Projekte. Gleichzeitig konzentriert sich die Nachfrage auf wirtschaftsstarke Regionen und Ballungsräume. Lokal deutlich höhere Mietpreisniveaus und Belastungsquoten (insbesondere für Haushalte mit geringem Einkommen) sind die Folge.

Diese Divergenzen erklären, warum die reale Situation – insbesondere vieler Mieter oder Wohnungssuchender in Großstädten – vermutlich deutlich negativer ausfällt als die aggregierte statistische Betrachtung.

Daher wird aktuell die Debatte um mögliche Enteignungen großer Wohnungsunternehmen erneut intensiv geführt. Ein Blick auf die Eigentümerstruktur relativiert jedoch auch hier die öffentliche Wahrnehmung: Der Großteil des deutschen Mietwohnungsbestands befindet sich nicht in der Hand börsennotierter Konzerne (<5 %), sondern bei privaten Eigentümern und Kleinvermietern (>60 %).

Meine Empfehlung für Sie

Im europäischen Vergleich ist die Mietbelastung der meisten deutschen Haushalte als unterdurchschnittlich einzuordnen. Dies und die strukturellen Treiber (Nachfrageüberhang, geringes Neubauvolumen, Demografie, Urbanisierung) sprechen daher weiterhin für ein kontinuierliches Mietwachstum und moderat steigende Immobilienpreise. Deutsche Wohnimmobilien bleiben damit eine langfristig solide Anlageklasse.



Rohstoffe Gold

Leichtes Aufatmen

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

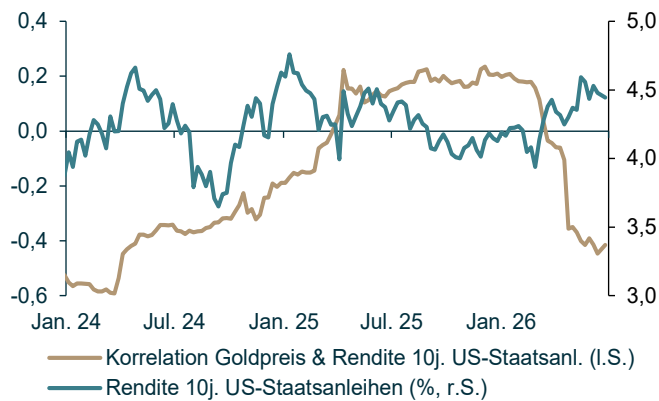
- Absicherung mit Öl als Goldersatz sollte abnehmen
- Gold bleibt sicherer Hafen
- Geringerer Verkaufsdruck
- Konsolidierung bietet Einstiegschance

Absicherung mit Öl als Goldersatz sollte abnehmen

Im Verlauf des Iran-Krieges wurde Gold durch Öl als kurzfristige taktische Absicherung ersetzt, da der rasant gestiegene Ölpreis die Inflations- und Zinserwartungen schnell und stark nach oben trieb. Somit ist der Goldpreis momentan weniger abhängig von geopolitischen Risiken oder dem absoluten Zinsniveau als von der Zinsdynamik und geldpolitischen Risiken. Dies lies die Korrelation von Goldpreis und der Rendite der 10j. US-Staatsanleihen, die lange Zeit positiv verlief, stark ins Negative drehen, und den Goldpreis konsolidieren.

Negative Korrelation weiterhin hoch

Korrelation zwischen Goldpreis in US\$ je Feinunze und Rendite 10j. US-Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research.

Das nun vereinbarte Rahmenabkommen zwischen den USA und dem Iran hat den Ölpreis und somit die Inflations- und Zinsdynamik beruhigt. Bei einem endgültigen Friedensvertrag dürften taktische Absicherungen durch Öl weiter aufgelöst werden und den Goldpreis noch stärker unterstützen.

Gold bleibt sicherer Hafen

Wir sehen Gold auch weiterhin als sicheren Hafen in geopolitischer Unsicherheit. Man sollte die anhaltende, aggressive, protektionistische US-Handels- und Fiskalpolitik nicht vergessen, die einen weiteren Katalysator für den Goldpreis

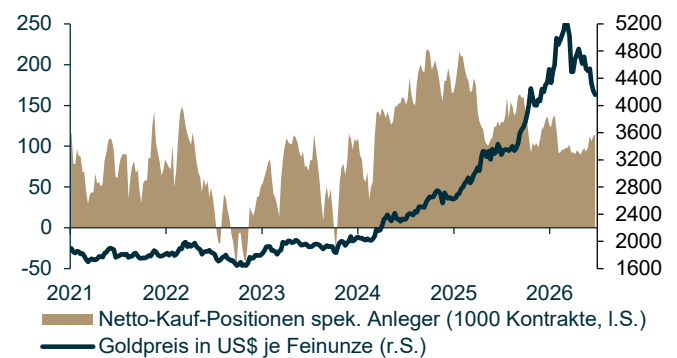
darstellt. Sie dürfte die Verschuldung in den USA mittelfristig zusätzlich erhöhen und dazu führen, dass andere vermeintlich sichere Anlagen wie US-Staatsanleihen oder der US-Dollar eher zu Gunsten von Gold gemieden werden.

Geringerer Verkaufsdruck

Bedingt durch den starken Anstieg des Goldpreises am Jahresanfang und dessen Konsolidierung im Verlauf des Iran-Krieges kam es zu einem weiteren Abbau der Netto-Kauf Positionen spekulativer Investoren. Somit besteht einerseits ein geringerer Verkaufsdruck als etwa ab der Jahresmitte 2024. Dadurch könnte der Goldpreis schon von geringem Kaufinteresse stärker profitieren.

Niedrigere Netto-Kauf Positionen stützen Goldpreis

Netto-Kauf-Positionen vs. Goldpreis in US\$ je Feinunze



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research.

Dies alles dürfte auch die Betreiber von Goldminen begünstigen, wobei dabei eine viel höhere Volatilität in den Aktienkursbewegungen zu beachten ist.

Meine Empfehlung für Sie

Gold bleibt aus unserer Sicht attraktiv. Nach der Verlagerung der taktischen Absicherung hin zu Öl sprechen die Beruhigung bei Ölpreis und Zinsdynamik, die anhaltenden geopolitischen und fiskalpolitischen Unsicherheiten sowie ein niedrigerer Verkaufsdruck spekulativer Investoren weiterhin für Gold. Die Konsolidierung des Goldpreises sollte als Einstiegschance genutzt werden. Dies begünstigt somit auch die gesamte Wertschöpfungskette wie z.B. Betreiber von Goldminen.



Asset Allokation

Entspannung im Iran-Konflikt reduziert Stagflationsrisiken – Aktien bleiben übergewichtet

Alexander Krämer, CFA, FRM, Asset Allokation

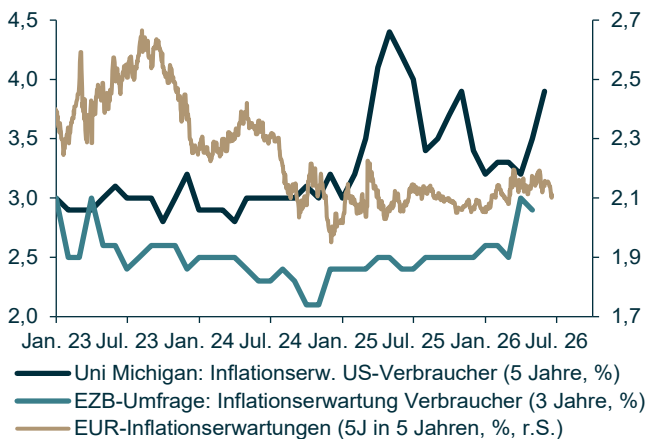
- Straße von Hormus ist wieder offen, Stagflationsszenario vorerst abgewendet: Energie-Übergewicht neutralisieren
- US-Dollar und US-Aktien von Mittelzuflüssen gestützt
- Asset Allokation: Aktien übergewichtet zu Lasten von Liquidität mit Fokus auf US-Aktien und Japan. Anleihen (durations-)neutral.

Stagflationsszenario wohl abgewendet

Die Straße von Hormus ist wieder offen – und nach dem Rahmenabkommen zwischen den USA und dem Iran soll in den nächsten sechzig Tagen ein Friedensabkommen ausgehandelt werden. Schon der Weg zum Rahmenabkommen hat gezeigt, dass Rückschläge dabei nicht auszuschließen sind. Damit bleibt eine erneute Schließung der Straße von Hormus inklusive eines erneuten Anstiegs der Ölpreise und der Inflationserwartungen ein mögliches Risikoszenario, wenn auch ein unwahrscheinliches: Denn die Zugeständnisse Trumps an den Iran sind so weitreichend, dass der Iran bei einem Scheitern des Friedensabkommens sehr viel zu verlieren hätte. Das Risiko eines energiepreisgetriebenen Inflationsschock reduziert sich damit.

Fallen in den nächsten Monaten auch die Inflationserwartungen der Verbraucher?

Ausgewählte Inflationserwartungen, in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Grundsätzlich dürfte daher das Stagflationsszenario an den Märkten in den nächsten Monaten eine untergeordnete Rolle

spielen, was die Risikoprämien an den Aktienmärkten stabilisiert und das bestehende Aktienübergewicht rechtfertigt. Dies sollte zumindest solange gelten, wie bei der Inflation keine signifikanten Zweitrundeneffekte erkennbar sind. Der deutliche Rückgang der an den Kapitalmärkten gepreisten Inflationserwartungen legt nahe, dass die Kapitalmärkte davon derzeit nicht ausgehen. Entscheidender für die Geldpolitik dürfte aber sein, wie sich die Inflationserwartungen der Verbraucher entwickeln: Im Fall der EZB lagen die Erwartungen für die Inflation über drei Jahre zuletzt mit knapp drei Prozent außerhalb der Wohlfühlzone; die für die Fed relevante Umfrage der Universität von Michigan zeigte zumindest im Juni einen deutlichen Rückgang auf 3,4 Prozent.

Der neue Fed-Chef und die Zinsen

Die Notenbanken sind deshalb vorsichtig. Die weiterhin hohe Inflation dürfte dann auch für die EZB ausschlaggebend gewesen sein, mit ihrer Leitzinserhöhung im Juni praktisch schon den nächsten Erhöhungsschritt anzukündigen. Und auch der neue Fed-Vorsitzende Kevin Warsh tat US-Präsident Donald Trump nicht den Gefallen einer Zinssenkung. Vielmehr zeigen die Projektionen bei gut der Hälfte der Mitglieder des Offenmarktausschuss der Fed eine Leitzinserhöhung noch in diesem Jahr – was dann auch in einen stärkeren US-Dollar und höhere Renditen mündete.

Wieviel Absicherung braucht es noch im Portfolio?

Mit Beginn der Waffenruhe Anfang April hatten wir bereits auf einen steigenden Risikoappetit an den Märkten gesetzt und Aktien wieder ins Übergewicht genommen, unter anderem mit einer zusätzlichen Präferenz für Japan und den IT-Sektor. Als Absicherung hatten wir den Energiesektor übergewichtet, das Untergewicht im US-Dollar und das Übergewicht der Schwellenländer neutralisiert und uns auf der Anleienseite durationsneutral aufgestellt. Natürlich lässt sich auch jetzt eine erneute Eskalation rund um die Straße von Hormus nicht vollständig ausschließen. Daher ist es aus Diversifikationsgründen sinnvoll, keine *Untergewichtung* des Energiesektors vorzunehmen, auch da ein weiterer Rückgang der Ölpreise wohl noch einige Zeit dauern dürfte. Eine *Übergewichtung* erscheint aber angesichts des „Friedenswillens“ der USA nicht mehr angebracht. Unter diesem Gesichtspunkt wären auch die weiteren Sicherungskammern zu lösen. Hier gilt



aber: Statt einer Anpassung der Portfolioabsicherung um der Anpassung Willen steht eine erneute Risikoabwägung im Vordergrund.

US-Aktien – Eine Versicherung die Prämien zahlt!

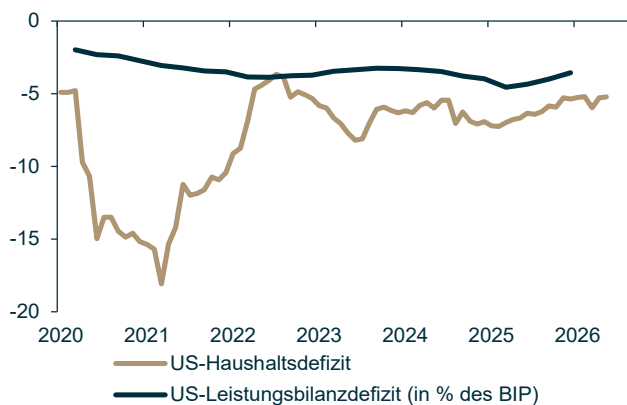
Am einfachsten verhält es sich mit der eingegangenen Übergewichtung des US-Aktienmarkts. In Krisenzeiten hat er sich traditionell als resilient gezeigt. Diese Eigenschaft wurde durch das Abklingen des Konflikts jetzt gar nicht erprobt. Durch den besonderen Branchenmix in Sachen KI und Hochtechnologie war der Anleger allerdings genau richtig positioniert. Da dieser Trend noch weiter tragen sollte, bleibt die Übergewichtung des US-Marktes weiter bestehen.

US-Dollar weiter neutral im Portfolio halten

Für den Dollar gilt dabei: Gemäß der Kaufkraftparität ist er weiterhin überbewertet, was er unter anderem seinem Status als Weltleitwährung zu verdanken hat. Dieser Status lässt sich aus drei Gründen hinterfragen: Sorge um die Unabhängigkeit der Fed, eine Sanktions- und Zollpolitik, die zunehmend das Vertrauen von Handelspartnern unterminiert, und das Doppeldefizit von Haushalts- und Leistungsbilanz der USA. Hier ist hervorzuheben, dass sich das Haushaltsdefizit (bislang) zumindest nicht ausgeweitet hat und das Leistungsbilanzdefizit geschrumpft ist.

US-Leistungsbilanzdefizit in Q4 gesunken

US-Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit in % des BIP



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Auch die Aussagen von Donald Trump im Zusammenhang mit eingefrorenen Vermögenswerten des Iran („If we didn't give it back, nobody would ever invest in the dollar again“, G7-Gipfel in Evian) kann man als Beschwichtigung in Richtung der US-Dollaranleger sehen. Dazu hat der erste Auftritt von Kevin Warsh nicht sofort die Sorgen um die Unabhängigkeit der Fed erneuert. In Kombination mit den aktuell stabilen Mittelzuflüssen bei US-Aktien, die die Nachfrage nach dem US-Dollar stützen, erscheint eine neutrale Position im US-

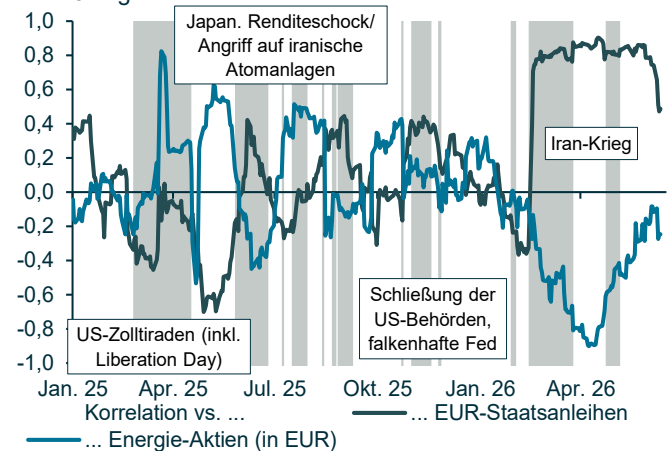
Dollar weiter gerechtfertigt, auch wenn die Leitzinserhöhungserwartungen des Marktes in den nächsten Monaten wieder ausgepreist werden dürften. Konsequenterweise bedeutet dies, dass auch bei der regionalen Aktienallokation die Emerging Markets weiterhin neutral gewichtet werden, da derzeit kein dauerhafter Rückenwind durch eine US-Dollarabwertung zu erwarten ist, und die USA Übergewichtet bleiben. Dies, und das Übergewicht in japanischen Aktien, wird durch eine Untergewichtung in europäischen Aktien finanziert.

Anleihenduration verlängern?

In Stagflationsszenarien funktioniert die Diversifikation von Aktienrisiken durch eine höhere Anleihenduration nicht, da meist ein Renditeanstieg ursächlich für die Schwäche des Aktienmarktes ist. Droht allerdings das Sentiment für Aktien aus anderen Gründen zu kippen, kommt es in der Regel zu einem Anstieg der Risikoaversion, der über eine höhere Duration auf der Anleihe Seite abgefedert werden kann. Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass außerhalb eines solchen Szenarios die zahlreichen Fiskalpakete insbesondere mit Blick auf Verteidigungsausgaben gegen deutliche Renditerückgänge sprechen – ja sogar zu einem Anstieg der Renditen führen können, und zwar unabhängig von eventuellen Stagflationsszenarien. In der Konsequenz bedeutet dies, dass der Rentenmarkt weiterhin ein Auslöser für eine Korrektur am Aktienmarkt sein kann. Daher bleiben wir auch bei einer neutralen Duration im Portfolio.

Positive Korrelation zwischen Anleihe- und Aktienkursen dürfte mit Normalisierung der Ölpreise wieder drehen

20-Tage-Korrelation (tägl. Renditen). Graue Flächen: Phasen mit einer negativen Aktienkursentwicklung über die vergangenen 20 Tage



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



Aktuelle qualitative Asset Allokation

Aktien weiter zugunsten von Liquidität übergewichtet

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

Quelle: Commerzbank-Research

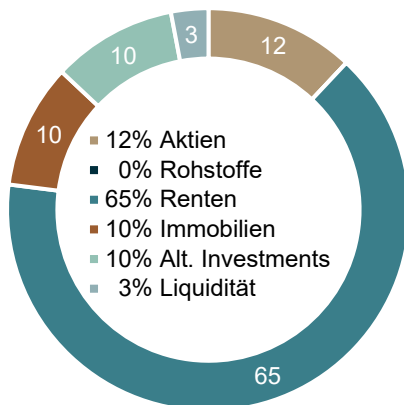
Meine Empfehlung für Sie

Mit den entgegenkommenden Grundlinien des Rahmenabkommens ist die Hürde für den Iran gestiegen, die Straße von Hormus wieder zu schließen – wir neutralisieren daher die Übergewichtung des Energiesektors im Portfolio. Die weiteren Sicherungen wie die neutrale Position im US-Dollar oder die Präferenz für US-Aktien bleiben aber bestehen – wenn auch weniger aus dem Sicherungsgedanken, sondern weil sich im Verlauf des Iran-Kriegs der Grund geändert hat.

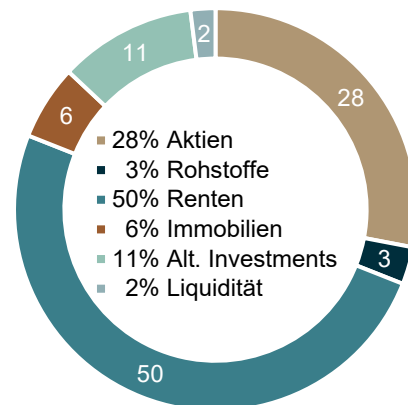
Musterallokation

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.

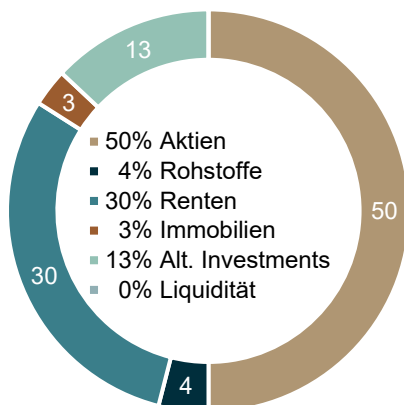
Stabilität



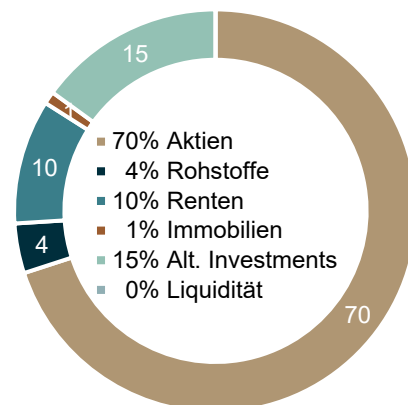
Einkommen



Wachstum



Chance





Fließt das Öl nun wieder?

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Thu Lan Nguyen über die Lage im Nahen Osten

Die Straße von Hormus, eine der wichtigsten Arterien der globalen Energieversorgung, war seit Ende Februar praktisch dicht. Immer wieder gab es Schlagzeilen über drohende Knappheit bei Öl oder Benzin. Jetzt steht nach vielen vergeblichen Anläufen und Vermittlungsversuchen ein Rahmenabkommen zwischen den USA und dem Iran. Die Wiederöffnung der Straße von Hormus ist dabei ein wesentlicher Aspekt. Damit besteht die Chance auf eine baldige Normalisierung der Schifffahrt im Persischen Golf.

Auch wenn viele Details unklar sind und wichtige Konfliktaspekte insbesondere rund um den Libanonkrieg Israels ausgeklammert scheinen, haben die Ölmärkte mit kräftigen Rückgängen eine Botschaft „Rückkehr zur Normalität“ ausgestrahlt. Ist das nun voreilig oder weise?

Dazu habe ich mich mit der Leiterin des Bereichs Rohstoff- und Währungs-Research der Commerzbank, Thu Lan Nguyen, ausgetauscht.

Für viele in Deutschland oder in den USA ist die Kernfrage – wann werden die Benzinpreise fallen? Gibt es denn auf Sicht überhaupt eine Chance, dass die Niveaus vor dem Irankrieg in diesem Jahr wieder erreicht werden könnten?

Teils war das zuletzt ja schon so, doch bald fällt ja wieder der Tankrabatt weg. Daher ist das zum jetzigen Zeitpunkt schwer zu sagen, wir wären aber eher vorsichtig, danach eine schnelle Rückkehr zu Vorkriegsniveaus zu erwarten. Das gilt insbesondere bei den Ölprodukten, da Raffinerien der Region zum Teil bei den wechselseitigen Angriffen sehr stark beschädigt wurden. Davon betroffen sind mehr die Diesel- als die Benzinpreise an unseren Tankstellen, da wir mehr Diesel aus der Golfregion importiert haben. Hier kommt es auf die jeweiligen Reparaturkapazitäten der Länder an, die recht unterschiedlich sind. Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate dürften besser aufgestellt sein als z.B. der Irak. Entsprechend ist es unklar, wie schnell die Produktion hier wieder auf Vorkriegsniveaus hochgefahren werden kann.

Schauen wir zunächst auf das Rahmenabkommen unter dem Aspekt der Straße von Hormus und der Ölversorgung. Was ändert sich nach den bisher bekannten

Informationen und was könnte schief gehen in den 60 Tagen der Verhandlungen?

Der wichtigste Aspekt ist natürlich, dass sich sowohl der Iran als auch die USA dazu bekannt haben, ihrerseits die Blockade der Straße von Hormus aufzuheben.

Was schief gehen kann, haben wir erst am letzten Wochenende gesehen: Der Iran hatte kurzzeitig angekündigt, die Straße von Hormus aufgrund von neuen Angriffen Israels im Libanon wieder zu schließen.

Die Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran wurden dann zwar trotzdem aufgenommen und es wurden offenbar erste Fortschritte erzielt. Aber die Episode hat gezeigt, dass es ein schwieriger Weg bis zu einer Einigung sein dürfte, nicht zuletzt, da Israel als eine wichtige Partei in dem Konflikt an den Gesprächen nicht offiziell teilnimmt.

Manche Aspekte sind neu in den Gesprächen wie eine „Servicegebühr“ oder das angedeutete Ende von Sanktionen gegen den Iran. Was könnte das mittel- bis längerfristig für die Energiemärkte bedeuten?

Die Aufhebung aller Sanktionen gegen den Iran ist vermutlich eine der positivsten Überraschungen des Abkommens. Dies dürfte es dem Iran ermöglichen, seine verfügbaren Produktionskapazitäten, die die Internationale Energieagentur auf 3,8 Mio. Barrel pro Tag schätzt, voll auszunutzen. Das wäre eine Produktionssteigerung zum Vorkriegsniveau um 600 Tsd. Barrel pro Tag und würde damit die Angebotssituation am Ölmarkt mittel- bis langfristig weiter entspannen.

Nehmen wir den guten Fall, dass die Übereinkunft hält. Ganz praktisch gesprochen: In den letzten Wochen sind einige Tanker mit Ladung aus dem Persischen Golf herausgefahren, jedoch wohl kaum leere Tanker hinein. Wieviel Zeit braucht es für eine Normalisierung der Versorgungslage?

Hier dürften zwei Aspekte eine wichtige Rolle spielen: Wie schnell wird die Meerenge von Seeminen geräumt? Erst wenn die Meerenge wieder gänzlich sicher befahrbar ist, ist zu erwarten, dass sich einerseits die Versicherungskosten als auch der Schiffsverkehr normalisieren. Bis dahin dürften Schiffe nur durch eine enge Fahrrinne und evtl. auch nur unter Geleitschutz den Weg passieren können, so

wie es jetzt bereits der Fall ist. Das schränkt das potenzielle Volumen deutlich ein.

Die andere Frage ist, wie viel Tankerkapazität in kurzer Zeit zur Verfügung steht. Das in der Region verfügbare Öl muss schließlich auch transportiert werden. Die Kapazitäten der globalen Tankerflotte werden somit nicht zuletzt darüber entscheiden, wann die Mengen auf den Markt kommen und der Rohölmarkt wieder ausreichend versorgt ist.

Die Schäden an der Infrastruktur im Energiebereich am Persischen Golf sind vermutlich schwer abzusehen. In welchem Zeitraum sind die Vorkriegsniveaus der Produktion denn wieder denkbar?

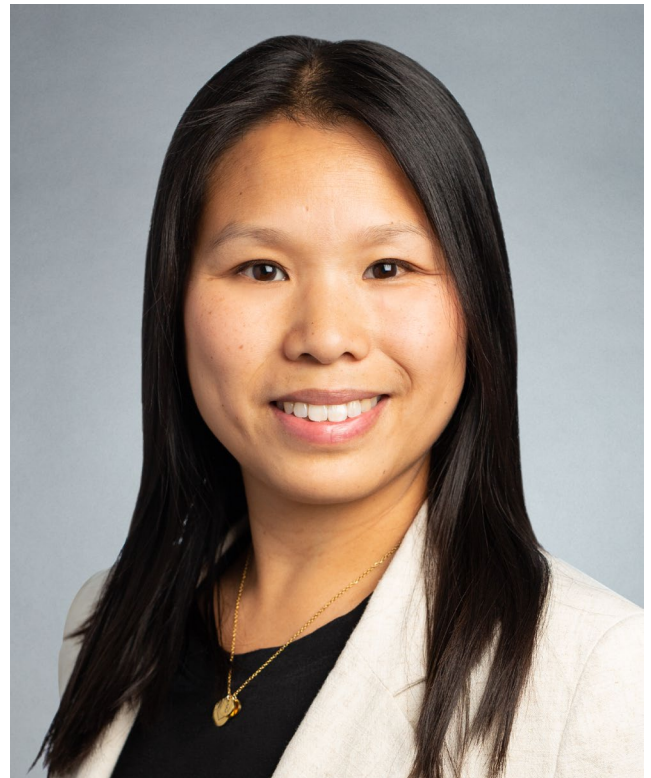
Hierzu gibt es kaum verlässliche Einschätzungen. Die IEA geht davon aus, dass das globale Ölangebot nicht vor 2027 zu den Vorkriegsniveaus zurückkehren wird. Aber ob es sechs oder zwölf Monate dauert, lässt sich kaum sagen. Unsere Erwartung ist es aber auch, dass wir erst im kommenden Jahr – zumindest nachhaltig – eine volle Wiederherstellung der Ölexporte sehen werden. Am Gasmarkt ist die Situation schwerwiegender. Hier hat der staatliche Energiekonzern Katars bereits gesagt, dass man Jahre brauchen werde, bis die verlorenen Produktionskapazitäten wiederhergestellt sind.

Auch wenn die Ölmärkte die Aussichten auf eine Beilegung der Feindseligkeiten mit kräftigen Abschlüssen begrüßt haben, gibt es Bereiche von Ölprodukten, wo wir dennoch mit physischen Knappheiten in den Sommermonaten konfrontiert sind?

Solange der Schiffsverkehr in der Straße von Hormus nicht wieder zu 100 % hergestellt ist – was wir, wie oben erklärt, in den kommenden Monaten nicht erwarten – dürfte weiterhin eine Angebotslücke klaffen. Bei Ölprodukten, d.h. mitunter Benzin, Diesel und Kerosin im Speziellen befinden wir uns gerade durch die beginnende Urlaubszeit zudem in der nachfrageintensivsten Saison. Diese Lücke muss durch einen Abbau der Lagerbestände überbrückt werden. In den USA sind die Bestände, z.B. für Mitteldestillate, aber bereits auf mehrjährigen Tiefstständen. Das spricht dafür, dass die USA ihre Exporte von Ölprodukten drosseln müssen, wodurch sich das Angebot außerhalb der USA verknappert. Die Gefahr von Engpässen ist durch die Öffnung der Straße von Hormus zwar geringer geworden, aber wohl nicht komplett gebannt.

In diesem sich so rasch wandelndem Umfeld – wie lauten deine Prognosen und Prämissen für die Entwicklung der Ölpreise im laufenden Jahr und Richtung 2027?

Kurzfristig sehen wir nur begrenztes weiteres Abwärtspotenzial für die Ölpreise. Einerseits gehen wir davon aus, dass die weiteren Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran über ein neues Atomabkommen überaus holprig verlaufen dürften und daher eine Verlängerung des Abkommens immer wieder in Frage gestellt werden könnte. Andererseits dürfte es auch im besten Fall, dass die Straße von Hormus wieder nachhaltig geöffnet wird, geraume Zeit dauern, bis sich der Schiffsverkehr, und damit die Energieexporte aus der Golfregion wieder normalisiert haben. Aus diesem Grund prognostizieren wir auch zu Ende dieses Jahres noch einen Brentölpreis von 80 USD je Barrel und sehen erst im kommenden Jahr eine Rückkehr in Richtung Vorkriegs-Niveaus bei etwa 65 USD je Barrel.



Kurz-Vita: Thu Lan Nguyen

Thu Lan Nguyen ist studierte Volkswirtin mit einem Master der Universität Maastricht in Financial Economics. Sie verfügt über 16 Jahre Erfahrung im Bereich der Kapitalmarktanalyse. Seit dem Jahr 2023 leitet sie den Bereich Rohstoffresearch bei der Commerzbank und seit dem Jahr 2025 zusätzlich auch den Bereich des Devisenresearch.

Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung

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

Auswirkung von Inflation

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

Darstellung von Wertentwicklungen

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

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

Abgeschlossen am 25. Juni 2026



Unser Informationsangebot für Ihre Geldanlage kostenlos bestellen:

www.commerzbank.de/nl



Besuchen Sie unser Research-Portal für Privatkunden:

<https://research.commerzbank.com>

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