

COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Office

Investment Perspektiven

4. Quartal 2026





Gestiegene Eskalations- und Zinsrisiken

Balanciertere Ausrichtung vor den US-Zwischenwahlen

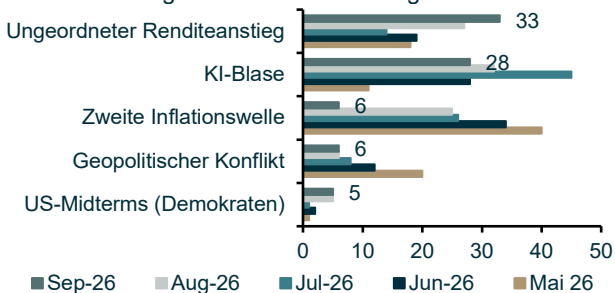


Thorsten Weinelt
Chefanlagestrategie

- **Geopolitik:** Die Risiken weiterer Eskalationen haben zugenommen, sowohl im Iran- als auch im Ukrainekrieg und damit auch die Risiken eines erneuten Preisschubs bei Öl, Gas und Raffinerieprodukten.
- **Wachstum:** Positive Wachstumssignale durch den intakten KI-Superinvestitionszyklus und Fiskalimpulse. Stagflationssorgen können jederzeit wieder aufflammen.
- **Geldpolitik:** Notenbanken verteidigen ihre Glaubwürdigkeit. Wir erwarten moderate Zinserhöhungen.
- **Anleihen:** Dynamischer Anstieg der Bondrenditen bis über 5 % in 10-jährigen US-Treasuries hat Investoren aufgeschreckt. Extreme Short-Positionierung und Nachfrage langfristig orientierter Pensionsfonds stabilisieren.
- **Aktien:** Robuste und sich verbreiternde Gewindynamik liefert die Basis für Kursgewinne. Kurzfristig belasten Eskalationsgefahren, eine höhere Volatilität vor den US-Zwischenwahlen und die Sorgen um disruptive KI.
- **Asset Allokation:** Wir reduzieren taktisch die Aktienquote von Übergewichten auf Neutral. US-Aktien bleiben ggü. europäischen Aktien übergewichtet. Anleihen weiterhin Neutral, jedoch liegt der Fokus – nicht zuletzt wegen der flachen Zinskurven – auf kürzeren Laufzeiten.

Höhere Anleiherenditen und Rendite-Vola Risiko Nr. 1

Investorenfrage: Was sehen Sie als größtes Risiko?



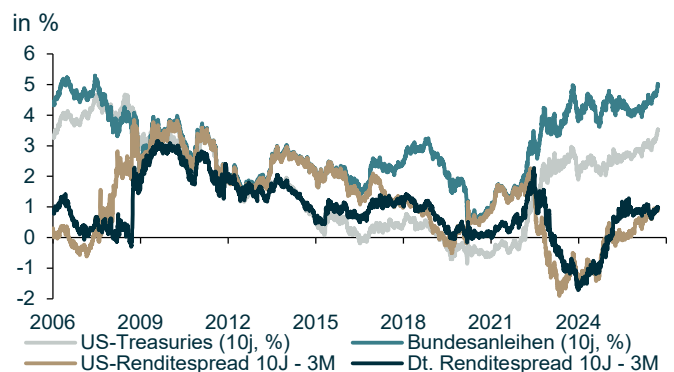
Quelle: BofA Investor Survey, Umfrage institutionelle Investoren weltweit

Zurück zur Normalität oder Risiko eines erneuten Crashes am Bondmarkt?

Die rasant angestiegenen Anleiherenditen sind zum Sorgenfaktor Nr. 1 an den Kapitalmärkten geworden (siehe auch die September-Investorenfrage links unten). Seit Jahresbeginn haben die 10-jährigen US-Renditen um etwa 0,9 Prozentpunkte auf teils über 5 % zugelegt, allein in den letzten beiden Wochen um mehr als 20 Basispunkte (Bp.). Im Euro-Raum zeigt sich ein ähnliches Bild, 10-jährige Bundrenditen stehen seit Jahresbeginn um 0,7 Prozentpunkte höher, dabei legten sie in den letzten 14 Tagen auch um 20 Bp zu und notieren oberhalb von 3,5 % (siehe Grafik).

Zurück zur Normalität: Bondrenditen wieder auf dem Niveau vor der globalen Finanzmarktkrise

Renditen 10-jähriger amerikanischer und deutscher Staatsanleihen sowie die Steilheit der Zinsstrukturkurven (10J-3M)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Zur Einordnung dieses rasanten Anstiegs lohnt ein Blick in die Vergangenheit. Denn das aktuelle Renditeniveau von mehr als 5 % in den USA und mehr als 3,5 % in Deutschland war die „Normalität“ vor der globalen Finanzmarktkrise. Mit der globalen Finanzmarktkrise 2008/2009, der Staatsschuldenkrise 2011/2012 und der Corona-Pandemie 2020 folgte eine lange Phase extrem niedriger bzw. Negativ-Zinsen, verursacht durch eine ultra-lockere Geldpolitik und Zentralbankinterventionen (Aufkäufe von Staatsanleihen sowie Liquiditätsbereitstellung) (siehe obere Grafik).

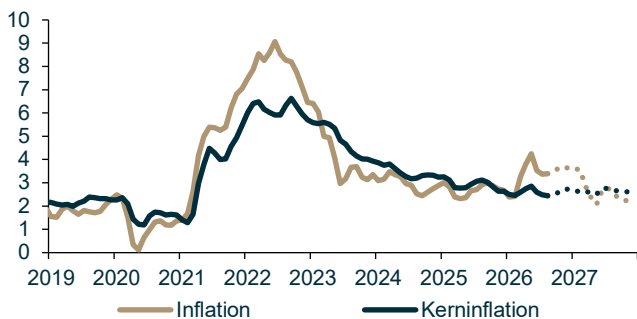
Gleichzeitig war diese Phase begleitet von niedrigen Inflationsraten, die durch die disinflationären Effekte der Globalisierung und der oftmals krisenbedingten Nachfrageschwäche begünstigt wurden.



Einsetzende De-Globalisierungstrends (Friend-, Near- und Re-Shoring, sowie Zölle und Handelshemmnisse) und der durch die Corona-Pandemie ausgelöste und durch den Ukraine- und Iran-Krieg verstärkte Rohstoffzyklus haben seit fünf Jahren zu hartnäckig höheren Inflationsraten oberhalb des Notenbankziels von 2 % geführt (siehe Grafik) und die Niedriginflationsphase beendet. Unsere Volkswirte erwarten eine Rückkehr zum Inflationsziel erst 2028. Die zeitgleiche geopolitische Zeitenwende führte von einer unipolaren, US-dominierten Welt zu einer neuen multipolaren Ordnung.

Energiepreise aktuell verantwortlich für höhere Inflation. Eskalationsgefahr birgt Risiko weiteren Anstiegs

US-Inflation, mit und ohne Energie und Nahrungsmittel, in %

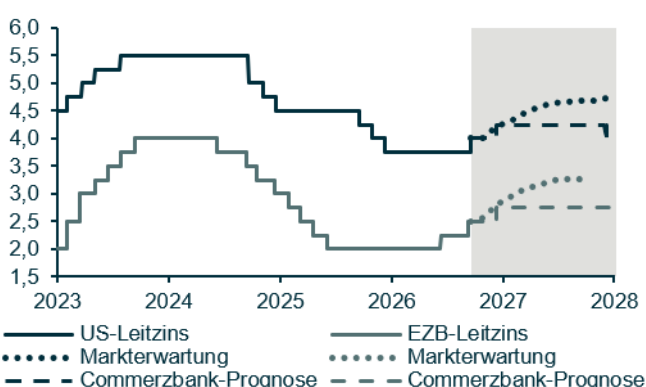


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Umso mehr bemühen sich die Notenbanken um Glaubwürdigkeit und haben mit Zinserhöhungen auf den zunehmenden Inflationsdruck reagiert. So erhöhte die EZB auf ihrer Sitzung im September den Einlagensatz nach einem ersten Schritt im Juni zum zweiten Mal um 25 Bp. auf 2,5%. Die Fed zog im September mit einer Erhöhung um 25 Bp. nach. Unsere Volkswirte erwarten noch jeweils eine weitere Erhöhung der Leitzinsen um 25 Bp. im Dezember 2026. Die Markterwartungen liegen sowohl bei der EZB als auch bei der Fed noch höher (siehe Grafik).

Wir rechnen mit einem moderaten Zinserhöhungszyklus

Leitzinsen, Markterwartungen und Commerzbank-Prognosen in %



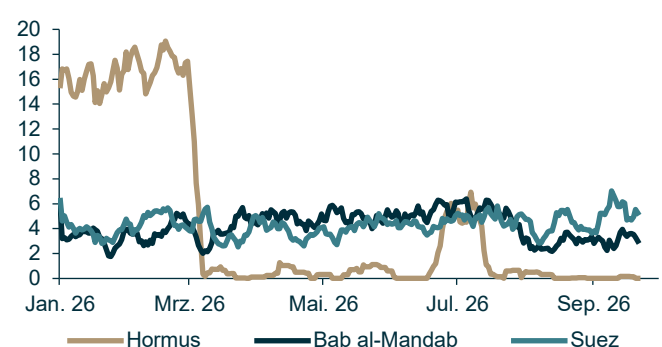
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Unsere Kernthese hierbei ist, dass der Iran-Konflikt zwar weiter schwelt, aber mit Unterbrechungen Schiffe durch die Straße von Hormus wie auch das Bab al-Mandab und den Suezkanal hindurchkommen und die Energieversorgung der Weltwirtschaft gesichert bleibt. Der Ölpreis dürfte in diesem positiven Fall sukzessive, aber nachhaltig unter 100 US-Dollar fallen. Aktuell sind die offiziellen Daten der Schiffsbewegungen nur für den Suezkanal repräsentativ, denn die Anzahl der iranischen und internationalen Schiffe, die bei den anderen Routen den AIS-Transponder ausschalten und mit Genehmigung der Iraner und Amerikaner die „Dark Route“ passieren, dürfte weiterhin signifikant sein. Schätzungen reichen von sechs bis zehn Mio. Barrel pro Tag oder etwa 30 % bis 50 % der Öl- und Gasfracht vor Beginn des Krieges.

Hauptrisiko dürfte aber eine weitere Eskalation im Iran-Krieg sein. Dies auch, weil die iranische Führung ein hohes Interesse daran haben dürfte, dass Trump bzw. die Republikaner bei den Zwischenwahlen ihre Mehrheiten im Repräsentantenhaus und im Senat an die Demokraten verlieren. Denn in einem solchen Fall dürfte es der Trump Administration schwerfallen, weitere Mittel für eine Fortsetzung des in den USA unbeliebten Iran-Krieges zu bekommen. Bei der jüngsten Auseinandersetzung ist mehr als deutlich geworden, dass die iranische Führung wie auch die Huthis deutlich aggressiver auf Angriffe der Saudis und des US-Militärs reagiert haben. US-Militär-Stützpunkte und Kriegsschiffe sowie auch Öl- und Gasinfrastrukturanlagen in der Region wie zum Beispiel Pipelines sind wieder vermehrt ins Visier genommen und auch getroffen worden, um über höhere Energiepreise und Angebotsengpässe auf den Weltmärkten ein Ende des Krieges zu den Bedingungen des Rahmenabkommens zu erzwingen.

Immer weniger Öl „sichtbar“ auf dem Weg durch Nadelöhre: Iran und Huthis kontrollieren die Ölrouten

Rohöltransporte, in Millionen Barrel pro Tag, 7-Tage-Durchschnitt



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

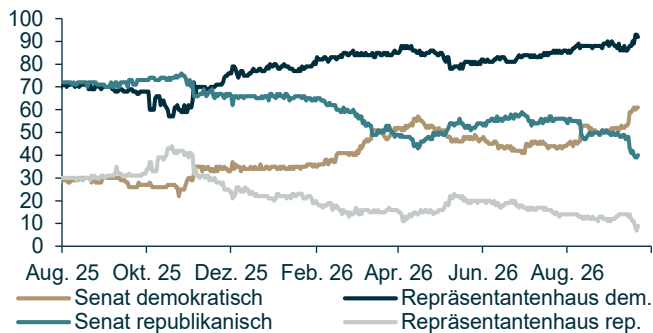
Ein gesichtswahrender Ausweg aus diesem Krieg noch vor den US-Zwischenwahlen wird damit für die US-Regierung



zunehmend schwieriger, während die aktuellen Umfragen und Wettbüros eine deutliche Niederlage für die Republikaner vorhersagen. Laut den aktuellen Polymarket-Wahrscheinlichkeiten verlieren die Republikaner nicht nur das Repräsentantenhaus, sondern auch die Mehrheit im Senat (siehe Grafik). Das jüngste angekündigte „Geschenk“ Trumps in Höhe von 5.000 US-Dollar bei einem wenig wahrscheinlichen „Doppelsieg“ der Republikaner wirkt wie eine Verzweiflungstat und dürfte kaum reichen, die Wut der Amerikaner über höhere Benzin- und Dieselpreise zu besänftigen, unabhängig davon, ob eine solche Maßnahme verfassungsgemäß und mit ca. einer Billion US-Dollar finanziell verkraftbar wäre.

Höhere Spritpreise zeigen Wirkung: Neues Umfragetief für Donald Trump – Senat wackelt, „Haus“ wohl verloren

Polymarket-Wahrscheinlichkeiten für demokratische/republikanische Mehrheit



Quelle: Polymarket, Commerzbank-Research

Mit dem Rücken zur Wand steigt – wie in diesem Versprechen belegt – aber auch das Risiko, dass der US-Präsident Maßnahmen einläutet, die die Finanzlage der USA weiter verschlechtern und zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen ausüben könnten.

Steigendes Angebot an Staatsanleihen durch höhere Defizite, höhere Zinsausgaben und höhere Verschuldung

Verschuldungskennzahl	Jahr	USA	Industrieländer**	Schwellenländer
Verschuldung in Bio USD	2007	9,4	28,9	5,9
	2026e	40,7	79,8	40,5
Schuldenquote*	2007	65%	69%	35%
	2026e	126%	108%	77%
Zinsausgaben in Bio USD	2007	0,4	0,8	0,4
	2026e	1,4	1,5	2,1
Zinsausgabenquote*	2007	2,9%	1,9%	2,5%
	2026e	4,4%	2,0%	3,9%
Defizitquote*	2007	-2,9%	-1,2%	0,6%
	2026e	-7,5%	-4,8%	-5,8%

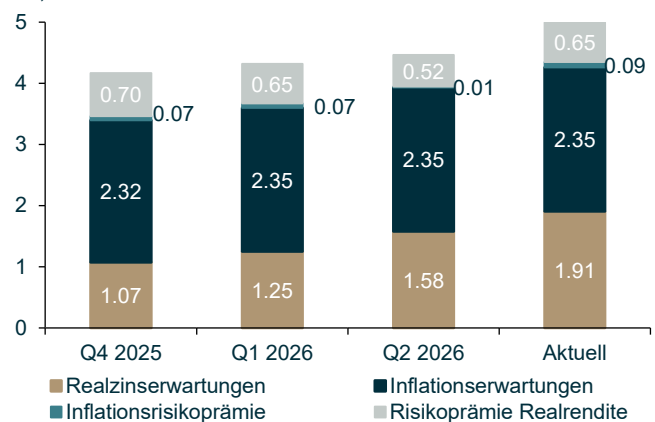
Quelle: IMF World Economic Outlook 2025, IMF Fiscal Monitor 2026 u. 2013, Commerzbank Research *Anteil der Zinsausgaben, der Staatsverschuldung und des Defizits in % des BIP **IMF Advanced Economies ex USA

Ein Blick auf die aktuelle öffentliche Verschuldung von über 40 Billionen bzw. 126 % des BIP gegenüber 9 Billionen und 65 % des BIP im Jahr 2007 macht die schwierige Lage sehr deutlich (siehe Tabelle unten links). Aber nicht nur in den USA hat die Staatsverschuldung und die Höhe der Defizite deutlich zugenommen, einen signifikanten Anstieg sehen wir auch in den Industrieländern und in den Schwellenländern. Die höhere Staatsverschuldung, die bei vielen Industrienationen 100 % überschritten hat (siehe auch Seite 11), sowie die höheren Zinsausgaben dürften die Regierungen zunehmend unter Druck setzen, unpopuläre Sparmaßnahmen einzuleiten. Auch „kreativere“ Maßnahmen, die zum Beispiel die Nachfrage nach Staatsanleihen erhöhen („finanzielle Repression“) oder eine Entschuldung durch Nichtrückzahlung der von den Notenbanken gehaltenen Anleihen dürften diskutiert werden. Letztere Idee hatte gerade der linksradikale Präsidentschaftskandidat Mélenchon in Frankreich ins Spiel gebracht. **Die hohe Staatsverschuldung und die Aussicht auf „kreative“ Maßnahmen zur Entschuldung dürfte den Goldpreis nachhaltig unterstützen (siehe auch Seite 21).**

Darüber hinaus konkurrieren die Industrienationen zunehmend mit den US-Hyperscalern um Anleiheinvestoren. Die US-Tech-Mega-Caps müssen schließlich ihre geplanten KI- und Rechenzentrumsinvestitionen von über 3.700 Mrd. USD in den kommenden drei Jahren finanziert bekommen. Dies dürfte den Druck auf die Anleiherenditen mittelfristig weiter hochhalten.

Bondrenditen wegen höheren Realzinsen, Risikoprämien und Finanzierungsbedarf der Hyperscaler unter Druck

Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen, zerlegt in Komponenten, in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Der größte Zuwachs der US-Anleiherenditen ist auf höhere Realzinsersparungen zurückzuführen, die durch gestiegene Wachstumserwartungen und höhere Leitzinsersparungen nach oben geschossen sind. Zuletzt spiegeln sich die

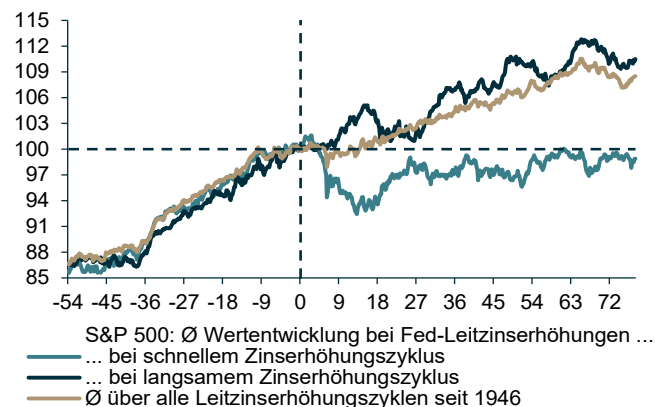


gestiegenen Fiskalrisiken auch in der Risikoprämie der Realrenditen und der Inflationsrisikoprämie wider (siehe Grafik oben). Die Inflationserwartungen sind demgegenüber stabil geblieben. Für die kommenden Monate bedeuten die erhöhten Risiken eines fortgesetzten Renditeaufwärtstrends, dass wir die Duration in unseren gemischten Portfolios unterhalb des Vergleichsmaßstabs halten wollen. Hinzu kommt, dass durch die deutliche Verflachung der Zinskurven (siehe Grafik Seite 2) das Risiko eines Engagements in längere Laufzeiten nicht mehr im Verhältnis steht zu der schmalen Mehrrendite, die man gegenüber kürzeren Laufzeiten erzielen kann. Darüber hinaus haben Rezessionsrisiken vor dem Hintergrund der anziehenden Konjunktur in den USA und im Euroraum (siehe auch Seite 9) weiter abgenommen, die für ein Engagement in länger laufende Staatsanleihen – als effektive Absicherung im Rezessionsszenario – sprächen. Zudem bedeutet die Konkurrenz für die Emissionen der Industrienationen durch die Mega-Emissionen der US-Hyperscaler zur Finanzierung ihrer geplanten immensen KI-Infrastrukturinvestitionen über den Bondmarkt einen latenten Druck auf Renditen und Neuemissionsprämien.

Einem weiteren Renditeanstieg steht kurzfristig entgegen, dass die Positionierung der Investoren bereits auf der Short-Seite ist und langfristig orientierte Pensionskassen zunehmend Interesse an einem Renditeniveau von 5 % für die „sichere Anlage“ entwickeln. Bei Unternehmensanleihen sowie den offensiven Anleihesegmenten der Hochzinsanleihen und Emerging-Market-Anleihen bleiben wir insgesamt neutral ausgerichtet, da die Risikoprämien deutlich zusammengelauften sind.

Langsamer Zinserhöhungszyklus ist kein Partycrasher!

Durchschnittliche Wertentwicklung des S&P 500 nach der ersten Fed-Leitzinserhöhung



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Natürlich stellt sich die Frage, ob der eingeleitete Zinserhöhungszyklus der Notenbanken der „Partycrasher“ im vierten Jahr des Bullenmarktes am Aktienmarkt sein wird, zumal

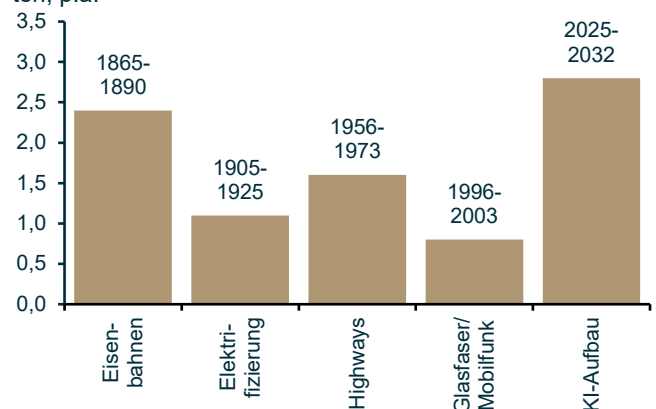
häufig die Fed vorangegangene Bullenmärkte durch ihren Zinserhöhungszyklus beendete. So brachten Zinserhöhungen ab Mitte 1999 bis in das Jahr 2000 hinein die Internet-Blase zum Platzen, ebenso wie die Zinserhöhungen im Vorfeld der globalen Finanzmarktkrise 2008 die Blase am US-(Subprime-)Immobilienmarkt. Aber nicht nur die Fed hat diesbezüglich eine Vergangenheit: Ende der 80er / Anfang der 90er Jahre waren es Zinserhöhungen der japanischen Notenbank, die die Blase am japanischen Aktien- und Immobilienmarkt Anfang der 90er Jahre platzen ließ.

Der entscheidende Faktor ist, mit welcher Geschwindigkeit die Notenbank die Zinsen erhöht. Geschieht dies nur moderat und in kleinen Schritten, so wie wir es für die Fed und die EZB erwarten, sind höhere Leitzinsen kein „Partycrasher“ und die positive Entwicklung an den Aktienmärkten kann sich noch eine ganze Weile fortsetzen (siehe Grafik unten links). Geschieht dies aber schnell und abrupt, wie im Jahr 2022, dann kommt es in der Regel innerhalb von wenigen Monaten zu einer heftigen Korrektur am Aktienmarkt.

Aus unserer Sicht spricht vieles für einen moderaten Zinserhöhungszyklus. Zum einen dürften alle Beteiligten zumindest mittelfristig ein Interesse an einer Lösung des Irankonfliktes haben. Geringerer Inflationsdruck durch wieder fallende Rohstoffpreise und die disinflationären Effekte der KI durch deutliche Produktivitätsgewinne dürften den Notenbanken ab Ende 2027 Spielraum geben, die Zinsen zu senken.

Disinflationärer Wachstumsimpuls durch positiven Produktivitätsschock

Auswirkung historischer Infrastrukturinnovationen in den USA auf das nominale US-Wirtschaftswachstum, in Prozentpunkten, p.a.



Quelle: Stijn van Nieuwerburgh (2026), „Financing the AI Buildout“ Columbia Business School, Commerzbank-Research

Dass es diesen positiven Produktivitätsschock geben kann, darauf haben neben dem neuen Fed Chef Warsh diverse Wissenschaftler hingewiesen. Der Zusatzimpuls durch KI auf das Wachstum dürfte zudem höher ausfallen als in

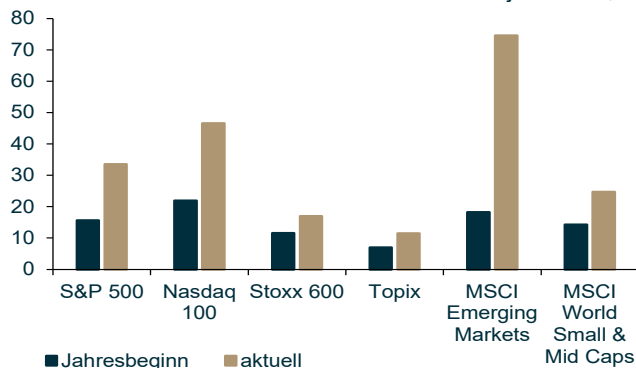


vergleichbaren industriellen Revolutionen wie die Einführung der Eisenbahnen, die Elektrifizierung oder des Mobilfunks/Internets. So wird dieser Zusatzimpuls für die USA auch in den kommenden sechs Jahren auf etwa 2,8 Prozentpunkte des nominalen Wirtschaftswachstums geschätzt (siehe Grafik rechts unten auf Seite 5).

Der positive Wachstumsimpuls der KI machte nicht nur im ersten Halbjahr gut die Hälfte des US-Wirtschaftswachstums aus, sondern wird auch in der dynamischen Verbreiterung des Gewinnwachstums in allen Regionen sichtbar. So haben sich die Umsatz- und Margenerwartungen deutlich verbessert, die Gewinnerwartungen sind seit Jahresbeginn in allen Regionen zweistellig nach oben revidiert worden. Am stärksten haben neben den USA und dem Nasdaq-100 die asiatischen Schwellenländer vom KI- bzw. Halbleiterboom profitiert; das Gewinnwachstum hat sich hier mehr als verdoppelt (siehe Grafik). Das Thema Halbleiter beleuchtet auch das Interview auf der Seite 25. Bezüglich der Gewinndynamik bleibt Europa klar das Schlusslicht, weshalb wir Europa auch weiter gegenüber den USA untergewichten.

KI befeuert US- und EM-Gewinndynamik, aber Verbreiterung der Gewinnbasis, auch in Europa und bei Small & Mid Caps.

Erwartetes Gewinnwachstum für das Geschäftsjahr 2026,



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research, Japan Geschäftsjahr 2025/26

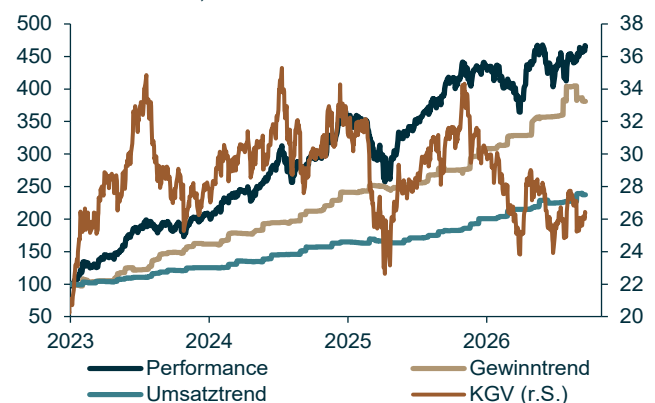
Auch die Gewinnerwartungen der Small- und Mid-Caps sind deutlich nach oben angepasst worden. **Die Gewinnverbreiterung ist das wichtigste Argument – trotz des kurzfristigen Gegenwindes durch Zins- und Eskalationsrisiken – grundsätzlich positiv für die Aktienmärkte zu bleiben.**

Der japanische Aktienmarkt, den wir seit den Wahlen im ersten Quartal auf Übergewichten genommen haben und der sich seither unter den großen Aktienmärkten der Industriestaaten am besten entwickelt hat war, wird künftig durch einen stärker erwarteten Yen und rückläufiges Gewinnmomentum belastet, weshalb wir ihn auf Neutral zurückstufen.

Wir bleiben mittelfristig konstruktiv für Aktien und investiert, reduzieren aber unser Übergewicht taktisch auf neutral. Wir tragen der zu erwartenden, höheren Volatilität im Vorfeld der US-Zwischenwahlen Rechnung, die im Risiko einer Eskalation im Iran-Krieg begründet ist und damit verbunden das Risiko höhere Rohstoffpreise und Anleiherenditen. Wie die Grafik unten zeigt, konnten die Kurse der US-Mega-Caps im laufenden Jahr nicht mit dem Anstieg der Gewinnerwartungen um über 20 % Schritt halten. Die Folge war eine Bewertungskompression, die die Gewinnbewertung der „Glorreichen Sieben“ von in der Spitze über 36 auf jetzt 26 gedrückt hat. Hintergrund sind die hohen Investitionen und das zulegende Renditeniveau, das bei Wachstumswerten negativer wirkt.

US-Tech-Mega-Caps: Bewertung nicht mehr ambitioniert dank starken Umsatz und Gewinnwachstums

Wertentwicklung, Gewinn- und Umsatzerwartungen für kommende 12 Monate, Kurs-Gewinn-Verhältnis



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die aktuelle Bewertung der „Glorreichen Sieben“ mit einem KGV von 26 ist – gegeben die hochprofitablen Geschäftsmodelle und die Möglichkeiten der Monetarisierung der KI-Investitionen – nicht ambitioniert und lässt Raum für weitere Kursfantasie. Ähnlich verhält es sich mit dem Technologieindex Nasdaq-100, dessen KGV von 29 auf 21 und damit unter den langfristigen Schnitt von 23 gefallen ist. Auch das KGV des S&P 500 ist von 23 auf 19 gesunken. **Da der KI-Superinvestitionszyklus weiter voll intakt ist, bleiben wir Übergewichtet im Technologie- und Kommunikationssektor.**

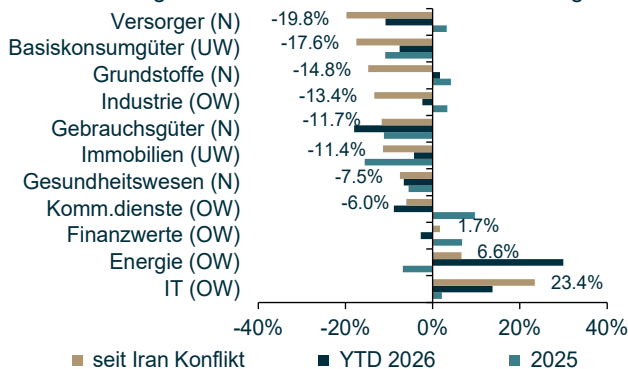
Seit Jahresbeginn ist der Energiesektor der stärkste Sektor. Wir hatten ihn mit Beginn des Irankrieges als Absicherung gegen eine Eskalation auf Übergewichten hochgestuft (siehe Grafik Seite 7 und auch Seite 19). Nach dem Rahmenabkommen zwischen USA und Iran Ende Juni hatten wir taktisch die Übergewichtung des Energiesektors wegen der hohen Abhängigkeit vom Ölpreis auf neutral zurückgeführt.



Um sich gegen eine erneute Eskalation und potenzielle Stagflationsrisiken abzusichern, empfiehlt es sich, den Anteil der von steigenden Ölpreisen profitierenden Energieaktien zu erhöhen und diese erneut überzugewichten. Gleichmaßen stufen wir den Finanzsektor hoch auf Übergewichten, da er von steigenden Zinsen profitieren dürfte. Immobilienaktien und Basiskonsumgüter bleiben untergewichtet (siehe auch Sektorstrategie Seite 19).

Energieaktien – Absicherung gegen erneute Eskalation im Irankrieg

Wertentwicklung der MSCI-Sektoren und Positionierung



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Überschussangebot durch Mega-Börsengänge und IPO-Überhang wird überkompensiert durch Rekord-Zuflüsse und Rekord-Aktienrückkäufe. Wie wir bereits in unseren letzten Investment Perspektiven beschrieben hatten, sind die angekündigten KI-Mega-Börsengänge ein entscheidender Gradmesser zur Validierung der KI-Investment-Story und der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes zu den angestrebten hohen Bewertungen. Anthropic plant den Gang an die Börse unverändert 2026, während OpenAI jetzt das Jahr 2027 anvisiert. Wir gehen wegen dieses Plans von weiter positivem Nachrichtenfluss zum Thema KI aus.

Rekordhohe Zuflüsse und Aktienrückkäufe überkompensieren Rekordaktienemissionen

Neuemissionsvolumen, Aktienrückkäufe, Flows, Mrd. USD



Quelle: Deutsche Bank, Commerzbank-Research

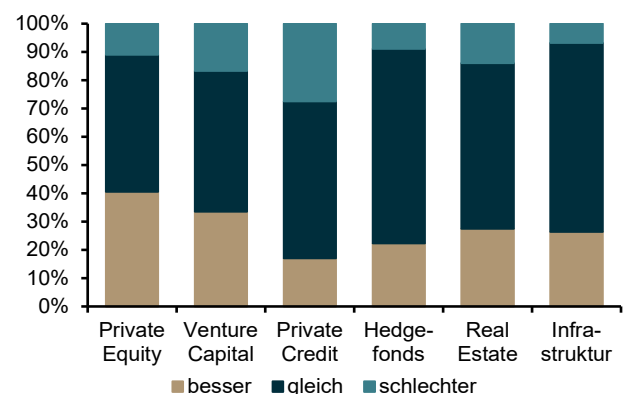
Immer wieder ist zu lesen, dass diese Börsengänge (zu) viel Liquidität aufsaugen könnten. Es ist allerdings festzuhalten, dass die Zuflüsse in US-Aktienfonds in diesem Jahr auf Rekordniveau sind. Gleiches gilt auch für die Aktienrückkäufe, trotz diesbezüglicher Zurückhaltung der Hyperscaler, so dass von einer guten Aufnahmefähigkeit des Marktes für größere Aktienpakete auszugehen ist (siehe Grafik unten). Zudem besitzen diese Unternehmen auch ein einzigartiges, zukunftsprägendes Profil, was eine Platzierung dieser Riesenemissionen erleichtert.

Wir halten an unserer strategischen Allokation von bis zu 20 % Private-Markets-Anteil fest und legen den Schwerpunkt weiterhin auf Private Equity und Infrastruktur-Investments. Immobilieninvestments dienen als Portfoliostabilisator.

Wir sehen durch die zunehmenden Börsengänge und M&A-Aktivität insbesondere für Private Equity und Infrastruktur-Investments Chancen, da diese zusätzliche attraktive Exit-Optionen und neue Finanzierungsrunden ermöglichen. Der schnelle Dollar durch niedrige Zinsen, Bewertungs-Ausweitung und hohem Leverage lässt sich zwar nicht mehr verdienen, dafür sind die Einstiegskurse deutlich attraktiver. Zudem sind PE-Unternehmen darauf spezialisiert, operative Verbesserungen durchzuführen, die auch attraktive Renditen ermöglichen. Im Bereich der Infrastruktur stehen die Elektrifizierung, Ausbau von Stromnetzen und Rechenzentren im Mittelpunkt, was attraktive Renditen ermöglicht. Laut einer Umfrage des Datenanbieters Preqin erwarten Investoren attraktivere Renditen vor allem in den Segmenten Private Equity und Infrastruktur, aber auch im Immobilienmarkt, der zuletzt durch die gestiegenen Zinsen arg gebeutelt war.

Private-Market-Assets: Investoren erwarten eine bessere Performance in den kommenden 12 Monaten

Investorenumfrage: Wie wird die Performance in den kommenden 12 Monaten sein im Vergleich zu den vergangenen?



Quelle: Preqin, Commerzbank-Research



Meine Empfehlung für Sie

Mit dem Scheitern des Rahmenabkommens zwischen den USA und dem Iran stehen – wenige Wochen vor den US-Zwischenwahlen – die Zeichen wieder auf Eskalation. Das Risiko steigt, dass Öl- und Gaspreise sowie Preise für Raffinerieprodukte wie Diesel und Kerosin und für Düngemittel neue Höchststände erreichen. Eine Eskalation dürfte die Erwartung höherer Leitzinsen weiter nach oben schrauben und die Anleiherenditen auf neue Jahreshöchststände treiben. Dazu steigt das Risiko, dass US-Präsident Trump teure Wahlgeschenke verteilt, um eine Niederlage bei den Zwischenwahlen doch noch zu verhindern. Dies dürfte die Fiskalrisiken erhöhen und die Anleiherisikoprämien steigen lassen. Der Druck auf die Notenbanken, dem gestiegenen Inflationsdruck entschlossen entgegenzuwirken, nimmt zu. Wir erwarten – anders als der Markt – nur noch eine Leitzinserhöhung von Fed und EZB, nicht zuletzt weil wir – auch aufgrund des internationalen Drucks auf die beteiligten Kriegsparteien – nach den US-Zwischenwahlen auf einen zwar anhaltenden, aber abschwelenden Konflikt setzen, bei dem sich die Öl- und Gaslieferungen rund um die arabische Halbinsel langsam und sukzessive dem Vorkriegsniveau annähern. Wir bleiben – auch aufgrund der verbesserten Wachstums- und Gewinnaussichten – konstruktiv für Aktien und investiert, reduzieren aber taktisch unsere Allokation von Übergewichten auf Neutral. Gleichzeitig heben wir die Liquidität von Untergewichten auf Neutral an.

Innerhalb des Aktiensegmentes favorisieren wir die USA gegenüber Europa, weil Europa nicht den KI-Booster hat und gegenüber einem Rohstoff-Angebotsschock exponierter ist. Auf Sektorebene stufen wir den Energiesektor als Absicherung gegen die Eskalationsrisiken auf Übergewichten hoch, gleichermaßen die Finanzwerte, die von höheren Zinsen profitieren. Wir bleiben überzeugte KI-Investoren mit einem Übergewicht des IT- und Kommunikationssektors. Bei den Anleihen bleiben wir Neutral gewichtet, reduzieren aber die Duration und fokussieren uns auf kurze und mittlere Laufzeiten, auch weil die Zinskurven deutlich flacher geworden sind. Die Kreditsegmente werden weiter Neutral gewichtet, da die Risikoprämien nahe den Tiefständen notieren und steigende Bondrenditen für mehr Volatilität sorgen. Wir präferieren weiterhin Private Equity und Infrastruktur Investments innerhalb der Assetklasse Private Markets, die durch anziehende M&A- und IPO-Aktivität unterstützt werden. Immobilien dienen als Portfoliostabilisator.

Positionierungsempfehlungen

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



Weltwirtschaft

Hohe Energiepreise belasten Wachstum und schieben Inflation an

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

- Die Chancen für ein Abkommen zwischen den USA und dem Iran haben sich zuletzt weiter verringert. Deshalb dürften hohe Energiepreise die Wirtschaft weiter belasten.
- Trotzdem dürfte die Weltwirtschaft weiter moderat wachsen. Dabei wird die chinesische Wirtschaft weiter durch eine schwache Inlandsnachfrage gebremst, während die Exporte boomen. In den USA überdeckt der starke Anstieg der Investitionen in Künstliche Intelligenz die Schwäche in anderen Bereichen.
- Die Wirtschaft in Deutschland und im Euroraum wird sich nach einem über den Erwartungen liegenden ersten Halbjahr weiter beleben. Wir haben unsere Wachstumsprognosen für 2026 leicht angehoben.
- Die Inflationsraten werden länger als bisher erwartet hoch bleiben. Deshalb dürften die EZB und die Fed im Dezember die Zinsen erneut anheben.

Energiepreise wohl noch länger hoch

Die Weltwirtschaft ist im ersten Halbjahr moderat gewachsen. Gebremst wurde sie durch den Iran-Krieg und die weiterhin sehr hohen Energiepreise. Zuletzt sind diese angesichts der neuerlichen gegenseitigen Angriffe des Irans und der USA noch einmal kräftig gestiegen. Angesichts der jüngsten Entwicklung rechnen wir nicht mehr mit einer formalen Einigung zwischen den Kriegsparteien. Vielmehr gehen wir davon aus, dass der Krieg in den kommenden Monaten allmählich „einschläft“, wobei es immer wieder Rückschläge geben dürfte. Damit werden die Ölpreise in den kommenden Monaten zunächst höher sein als bisher unterstellt; im Verlauf des kommenden Jahres, wenn die Öllieferungen aus dem Persischen Golf nach und nach zunehmen dürften, werden sie aber voraussichtlich wieder in Richtung ihres Vorkriegsniveaus fallen. Bei Ölprodukten wie Benzin, Diesel und Kerosin sowie Erdgas dürfte das Angebot allerdings vorerst weiter niedriger sein als vor dem Krieg und damit dürften auch die Preise länger hoch bleiben.

China: Exporte stark, Inlandsnachfrage verhalten

Die hohen Energiepreise haben ohne Frage auch die chinesische Wirtschaft gebremst. Ein größerer Belastungsfaktor für die Inlandsnachfrage dürfte aber weiter die Krise im Immobiliensektor sein. Hinzu kommen die umfangreichen

Überkapazitäten, die die Gewinnmargen unter Druck setzen und damit die Investitionen bremsen. Getrieben wird das Wachstum deshalb derzeit in erster Linie von den deutlich steigenden Exporten.

US-Wirtschaft zeigt sich weitgehend unbeeindruckt

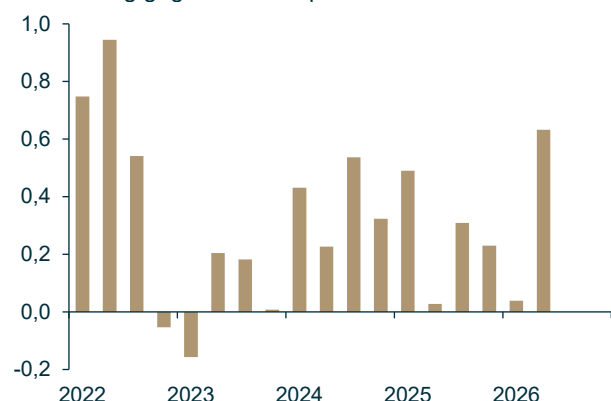
Weitgehend stabil bei gut 2 % ist das Wachstumstempo der US-Wirtschaft, die relativ wenig unter den höheren Energiepreisen leidet. Dies liegt einmal daran, dass die USA seit einiger Zeit ein Netto-Exporteur von Energie sind, per Saldo also von höheren Energiepreisen profitieren, und zudem die Gaspreise in den USA wesentlich weniger gestiegen sind als in den meisten anderen westlichen Ländern. Hinzu kommen die boomenden Investitionen in die Nutzung von künstlicher Intelligenz, die die zuletzt relativ schwache Entwicklung der sonstigen Investitionen mehr als wettmachen, und eine weiterhin expansiv ausgerichtete Finanzpolitik.

Euroraum-Wirtschaft mit stabilem Plus

Eher positiv überrascht hat zuletzt die Euroraum-Wirtschaft. Auch wenn das deutliche Plus von 0,6 % im zweiten Quartal gegenüber Vorquartal (Grafik unten) zu einem beträchtlichen Teil auf einen kräftigen Anstieg des häufig äußerst volatilen Bruttoinlandsproduktes Irlands zurückzuführen ist, haben die massiv gestiegenen Energiepreise die Konjunktur offensichtlich deutlich weniger gebremst als zuvor befürchtet. Vielmehr hat der private Konsum – zusammen mit einer lebhafteren Auslandsnachfrage – spürbar zum Wachstum beigetragen.

Euroraum – Kräftiges Wachstum im Q2

Reales Bruttoinlandsprodukt, saisonbereinigte Quartalswerte, Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research



Angesichts der über den Erwartungen liegenden Entwicklung im zweiten Quartal und einer besseren Stimmung bei den Unternehmen haben wir unsere Prognose für das Wachstum der Euroraum-Wirtschaft in diesem Jahr leicht von 0,8 % auf 1,0 % angehoben. Für 2027 rechnen wir weiterhin mit einem Plus von 1,1 %.

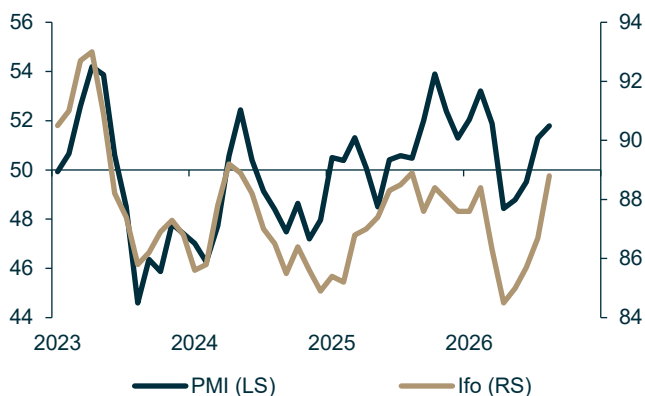
Deutsche Wirtschaft hat konjunkturelle Wende geschafft

Auch in Deutschland ist die Wirtschaft in den vergangenen Quartalen wieder gewachsen, und auch hier war das Plus von 0,3 % gegenüber Vorquartal höher als angesichts der massiven Verteuerung von Energie zu erwarten war. Wachstumstreiber war im ersten Halbjahr insbesondere eine stärkere Nachfrage aus den anderen Euro-Ländern. In den kommenden Quartalen dürfte vor allem die stärkere Nachfrage des Staates die Wirtschaft anschieben. Schwachpunkt waren bis zuletzt die privaten Investitionen, was darauf hinweist, dass die deutsche Wirtschaft weiter von beträchtlichen strukturellen Problemen gebremst wird.

Die jüngste spürbare Erholung der Stimmungsindikatoren (Grafik unten) deutet aber darauf hin, dass die Wirtschaft die höheren Energiepreise und die Auswirkungen des Niedrigwassers in wichtigen Wasserstraßen überraschend gut verkraftet hat. Deshalb haben wir auch hier die Wachstumsprognose für dieses Jahr noch einmal von 1,0 % auf 1,2 % angehoben. Die Prognose für 2027 beträgt weiterhin 1,0 %.

Deutsche Unternehmen haben Iran-Schock verdaut

Deutschland, kombinierter Einkaufsmanagerindex (PMI) und Ifo Geschäftsklima, saisonbereinigte Monatswerte



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

Längerer Iran-Krieg erhöht Inflationsrisiken

Die sich abzeichnende längere Dauer des Konflikts erhöht die Aufwärtsrisiken für die Inflation. Denn je länger die Energiepreise hoch sind, desto eher werden die Unternehmen ihre höheren Kosten an ihre Kunden weitergeben und desto größer ist die Gefahr, dass die Arbeitnehmer bei den Lohnverhandlungen einen Inflationsausgleich fordern. Darum mag

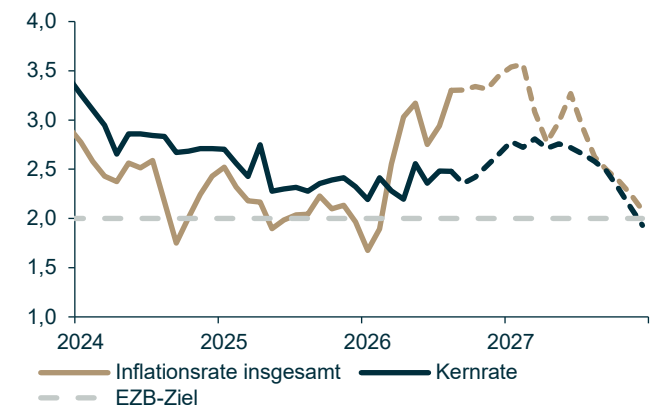
der Beitrag der Energiepreise zur Inflationsrate im Verlauf des kommenden Jahres in den meisten Ländern zurückgehen, die unterliegende Teuerung dürfte aber wegen der beschriebenen Effekte zunächst noch weiter zulegen und über das gesamte kommende Jahr über dem EZB-Ziel von 2 % liegen (Grafik unten).

EZB und Fed mit weiterer Zinserhöhung

Dies dürfte die EZB dazu veranlassen, die Zinsen im Dezember erneut zu erhöhen, der Einlagensatz läge dann bei 2,75 %. Auch wenn die USA Nettoexporteur von Öl und Gas sind, zeigen sich selbst dort Inflationsrisiken, was zum Teil der Zollpolitik geschuldet sein sollte. Die Federal Reserve hat zuletzt den Zinskorridor für die Fed Funds Rate auf 3,75 % bis 4,00 % angehoben. Im Dezember dürfte die US-Notenbank nachlegen und die Zinsen ein weiteres Mal erhöhen. In beiden Fällen, also für die EZB und die Federal Reserve, bleiben wir aber zurückhaltender als der Markt, der mit mehr Zinserhöhungen rechnet.

Euroraum – Kernrate zieht vorerst noch an

Harmonisierter Verbraucherpreisindex, Monatswerte, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, ab September 2026 Commerzbank-Prognose, Kernrate: ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel



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



Anleihen

Kursrisiken bei längeren Laufzeiten

Martin Hartmann, *Seniorexperte Anleihen und Währungen*

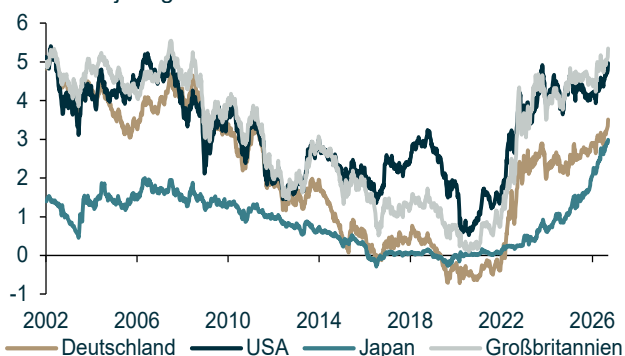
- Nahostkonflikt treibt Ölpreis und Renditen nach oben
- Längere Laufzeiten wegen Kursrisiken unattraktiv
- Zinslastrisiken in Frankreich und den USA

Renditen steigen kräftig an

Die jüngste Eskalation und die fehlende Friedensperspektive im Krieg im Nahen Osten hat die Energiepreise erneut ansteigen lassen. Dabei reagierte der Gaspreis noch stärker als der Ölpreis. Die Notenbanker zeigen sich handlungsbereit, auf die dadurch anziehende Inflation zu reagieren. So erhöhten die EZB, die US-Notenbank (Fed) und die Bank of Japan (BoJ) im September die Leitzinsen. Außerdem werden weitere Zinserhöhungen von den Notenbanken in Aussicht gestellt. Die Marktteilnehmer preisen schon länger weitere Zinserhöhungen ein. Dazu kommt ein weltweit hoher Kapitalbedarf wegen der hohen Haushaltsdefizite der Industriestaaten und von Seiten der Unternehmen wegen massiver geplanter KI-Investitionen. Die Gemengelage hat die Renditen auf immer neue zyklische Hochs nach oben getrieben und es bestehen durchaus Risiken weiter steigender Renditen.

Renditen erreichen mehrjährige Höchststände

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



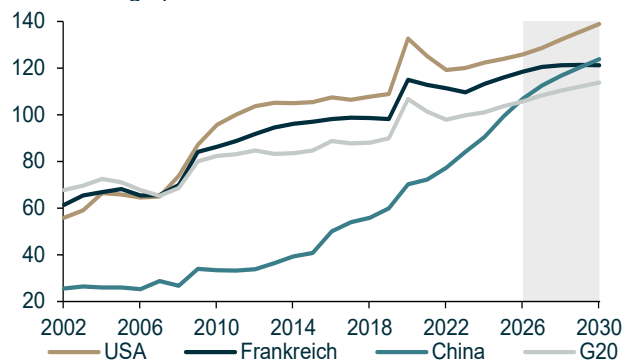
Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research, Daten per 17.09.2026

Weltweit nimmt die öffentliche Verschuldung zu. So weisen die USA schon länger hohe Defizite aus. Europa und die einzelnen EU-Länder erhöhen die Ausgaben für die Verteidigung kräftig und planen hohe Ausgaben für die grüne Transformation. Zudem führen die steigenden Emissionen von Unternehmensanleihen den Kapitalbedarf nach oben. Bisher zeigt sich zwar noch keine grundsätzlich eingeschränkte Aufnahmefähigkeit der Anleihemärkte – jedoch sind die

Realrenditen (Nominalrenditen abzüglich Inflationserwartungen) angesichts der erwartbaren Emissionsflut angestiegen.

Staatsverschuldung steigt weltweit an

Verschuldungsquote in % des BIP



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Längere Laufzeiten aufgrund der Risiken unattraktiv

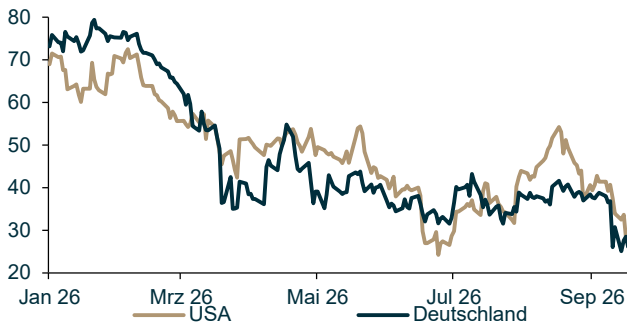
In der Gemengelage bestehender Stagflationsrisiken, also hoher Inflation bei wenig Wachstum, sind längere Laufzeiten trotz der hohen Renditen momentan unattraktiv für Neuengagements. Denn es drohen Kursrisiken, die vor allem bei längeren Laufzeiten den Gesamtertrag dominieren und auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten zu einer negativen Performance führen können. Unattraktiv sind längere Laufzeiten auch aufgrund flacherer Zinskurven, da die Renditen am kurzen Laufzeitenende stärker angestiegen sind als im längeren Bereich. In den kurzen Laufzeiten spiegeln sich die Leitzinsspekulationen und in den langen Laufzeiten die steigende Verschuldung wider. Bei Bundesanleihen liegt die Rendite 10-jähriger nur noch rund 0,3 Prozentpunkte über der von 2-jährigen Bundesanleihen.

Zudem besteht das Risiko, dass die Notenbanken die Leitzinsen stärker erhöhen und länger auf diesen Niveaus halten als aktuell vom Kapitalmarkt erwartet. Für die meisten Notenbanken werden allerdings schon weitere Zinserhöhungen eingepreist. So rechnen die Terminmärkte allein bis Jahresende mit noch einer Zinserhöhung der EZB, der Fed, der BoJ und der BoE. Denn je länger die Energiepreise hoch bleiben, desto wahrscheinlicher wird, dass die höheren Energiepreise von den Unternehmen an die Kunden weitergegeben werden, wodurch sich die Inflation verfestigen würde.



Zinskurven werden flacher

Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Anleihen



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Frankreichs Verschuldung noch unter Kontrolle?

Frankreichs Staatsschuldenquote steigt stetig an. Das Haushaltsdefizit erreichte letztes Jahr 5,1 % des BIP, den höchsten Stand innerhalb des Euroraums. Für dieses Jahr wurde ein Defizit von 5 % geplant. Ohne politische Maßnahmen droht es, auf 6 % anzusteigen. Ein Grund dafür ist die schwache Wirtschaft. Für Frankreich wird ein Wachstum von lediglich 0,4 % für 2026 erwartet. Zudem stehen die Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr vor der Tür. Im Wahlkampf dürfte sich eine Konsolidierung des Haushaltes schwierig gestalten. Die hohe Zinslast bläht außerdem die Verschuldung weiter auf. Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen erhöhte sich zuletzt auf 4,5 %, den höchsten Stand seit September 2008. Die Renditedifferenz 10-jähriger französischer Staatsanleihen gegenüber 10-jährigen Bundesanleihen legte im September auf fast 100 Bp. zu und erreichte damit nicht nur einen neuen Höchststand, sondern lag auch höher als die von italienischen Staatsanleihen. Wir raten zunächst nicht mehr in französische Staatsanleihen zu investieren, da bis zu den Wahlen weitere Spreadausweitungen drohen. Entsprechend nehmen wir unsere Votierung auf Halten zurück.

Zinslast in den USA steigt

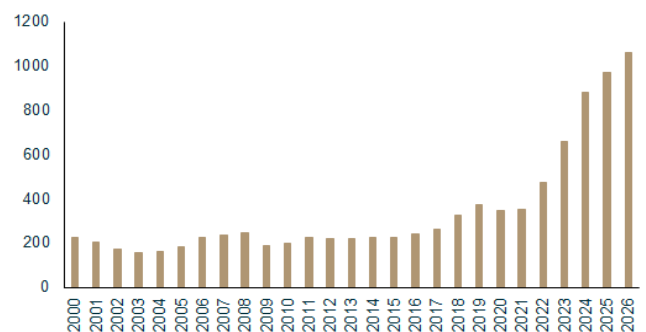
Auch in den USA steigt die Verschuldung rasant. So übersprang die Gesamtverschuldung im August erstmals in der Geschichte die Schwelle von 40 Bio. US-Dollar und legte damit auf 120 % des BIP zu. Die hohe Schuldenlast führt zu einer immer höheren Zinsbelastung; bald wird der US-Finanzminister mehr als 100 Mrd. US-Dollar monatlich an Zinszahlungen begleichen müssen. Das wirft die Frage der Schuldentragfähigkeit auf, da trotz der guten Wirtschaftslage das Defizit bereits bei 6 % des BIP liegt.

US-Finanzminister Bessent steht wegen der Ausgabenentwicklung unter Druck. Er zeigt sich bisher sehr kreativ bei der Finanzgestaltung. Am 19. August kündigte er an, das Rückkaufvolumen von Anleihen mit langen Laufzeiten von 2 Mrd. US-Dollar auf mindestens 4 Mrd. US-Dollar zu verdoppeln. Die Rückkäufe von Staatsanleihen in größerem Umfang gibt

es erst seit 2024. Ziel sei es laut Bessent, ältere nicht liquide Anleihen aus den Bankbilanzen herauszukaufen. Das eigentliche Ziel dürfte aber eher sein, den Anstieg der Renditen langlaufender US-Staatsanleihen zu dämpfen. Die Rückkäufe dürften vermehrt durch die Emission kurzlaufender Papiere, insbesondere von T-Bills, finanziert werden. Der Markt blieb bezüglich dieser Operation jedoch skeptisch, denn die Renditen sanken am langen Ende der Zinskurven nur sehr kurzfristig. Solche „kreativen“ Markteingriffe dürften auch künftig den Marktteilnehmern kaum gefallen.

Zinslast der USA steigt kräftig an

Zu zahlende Zinsen auf US-Staatsanleihen in Mrd. US-Dollar



Quelle: US-Treasury, Commerzbank-Research

Fed bleibt unter Druck, die Zinsen zu senken

US-Finanzminister Bessent hat schon vor der Intervention am Anleihe- und Devisenmarkt betont, vermehrt Geldmarktpapiere (T-Bills) zu emittieren. Da sie eine geringere Verzinsung als langlaufende Papiere haben, könnte man die Zinslast durchaus reduzieren. Allerdings ist dies auch sehr riskant. Da T-Bills stärker an der Geldpolitik hängen, wird damit die Notenbankpolitik wichtiger für die Haushaltsfinanzierung. Sollte die Fed noch mehrmals die Zinsen erhöhen, könnte sich die Zinslast des US-Defizits noch weiter erhöhen. Die oft undiplomatisch geäußerte Präferenz von US-Präsident Trump für niedrigere Leitzinsen, birgt einen Konflikt mit der Unabhängigkeit der Fed. Der neue Fed-Chef Warsh bleibt trotz des Bekenntnisses zum Inflationsziel und der jüngsten Zinserhöhung unter enger Beobachtung der Finanzmärkte.

Meine Empfehlung für Sie

Durch den Nahostkonflikt haben sich die Inflationserwartungen erhöht. Die meisten Notenbanken haben bereits mit Zinserhöhungen reagiert. Dazu gibt es einen hohen Kapitalbedarf für die gewaltigen KI-Investitionen und auf Grund wachsender Staatsverschuldung. Es droht ein weiterer Renditeanstieg und wir empfehlen momentan keine Neuengagements in längeren Laufzeiten.



Unternehmensanleihen

Belasten die massiven Emissionen der Hyperscaler den Anleihemarkt?

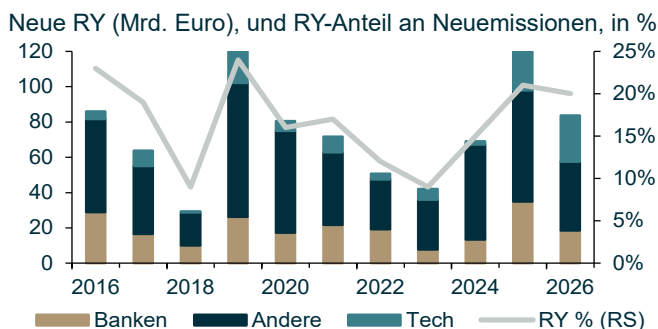
Burkhard Fehling, Seniorexperte Anleihen

- KI und Hyperscaler verändern den Anleihemarkt
- Bis zu 40 Mrd. Euro an Neuemissionen erwartet
- Nachfrage bleibt robust, Risikoaufschläge stabil

KI-Investitionsboom erreicht die Euro-Anleihemärkte

Die hohen Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) erhöhen den Fremdkapitalbedarf der beteiligten Unternehmen. US-Technologiekonzerne nutzen zunehmend auch den Euro-Anleihemarkt, um ihre Rechenzentren zu finanzieren. Solche Emissionen werden als „Reverse Yankees“ bezeichnet, weil sie von US-Unternehmen in Euro begeben werden. Damit stellt sich die Frage, ob Kredite und Anleiheemissionen für andere Unternehmen knapper oder teurer werden. Vor allem durch US-Hyperscaler stiegen die Tech-Emissionen von 13 Mrd. Euro im Vorjahr auf mehr als 22 Mrd. Euro im Jahr 2026 (Stand Anfang September). Bis zum Jahresende erwartet der Markt weitere Emissionen von knapp 20 Mrd. Euro. Die damit insgesamt rund 40 Mrd. Euro entsprächen bei einem erwarteten Emissionsvolumen von 660 Mrd. Euro für Unternehmensanleihen einem Hyperscaler-Anteil von etwa 6 %.

Tech-Welle hebt den Anteil an Reverse Yankees (RY)



Euroraum absorbiert locker die Emissionen

Prognosen zufolge werden Hyperscaler jährlich bis mehr als 1 Billion US-Dollar investieren – einen Teil davon auch in Euro – und bleiben daher aktive Emittenten. Beim Emissionsvolumen 2026 erkennen wir im Euroraum bislang keine Verdrängung. Ein belastbarer Hinweis auf die hohe Aufnahmefähigkeit des Marktes ist die Entwicklung der Risikoaufschläge: Diese haben sich im Vergleich zum Jahresbeginn gegenüber Asset Swaps kaum verändert; bei Non-Financials handeln sie seit Monaten meist knapp unter 75 Basispunkten. Zudem

übersteigt die Nachfrage das Angebot regelmäßig – im Durchschnitt um das Dreifache.

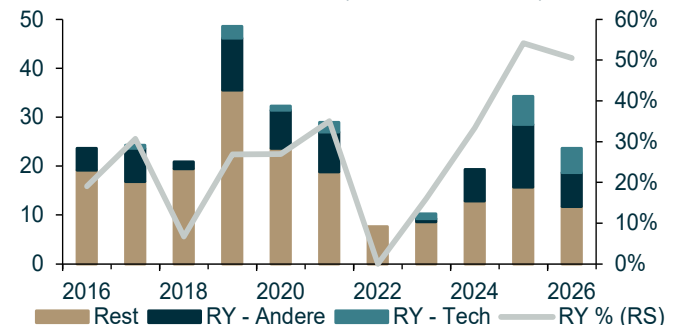
Im Euro-Markt für Investment-Grade-Anleihen sind Hyperscaler-Emissionen und die damit verbundene Marktstimmung deutlich weniger relevant als im US-Dollar-Heimatmarkt. Dort macht der gesamte Technologiesektor 10 % des Gesamtindex aus, im Euroraum dagegen weniger als 3 %.

US-Emittenten dominieren das lange Euro-Ende

Die Hyperscaler bereichern aus unserer Sicht das Spektrum der Euro-Unternehmensanleihen: Sie bringen längere Laufzeiten, weiten das Angebot bisher rarer Technologie-Anleihen aus und das bei besseren Ratings. So weisen zum Beispiel Alphabet (Google), Amazon und Meta gute Ratings zwischen „AA-“ und „AA+“ auf, Microsoft sogar ein „AAA“.

Hohe US-Dominanz am langen Euro-Ende

15J+ Emissionen, RYs, Tech (inkl. Amazon), in Mrd. Euro, RY-Anteil an 15J+ Emissionen (in %, rechte Seite)



Durch den auffällig wachsenden Anteil US-amerikanischer Unternehmen an Emissionen mit besonders langen Laufzeiten sehen wir kein Verdrängungsrisiko, da europäische Unternehmen in diesem Segment bislang kaum vertreten sind.

Meine Empfehlung für Sie

Das Emissionsvolumen von Hyperscalern wächst im Euroanleihemarkt stetig. Derzeit sehen wir darin eine Bereicherung und keine Bedrohung: Verdrängungseffekte sind bislang nicht erkennbar. Zudem bieten Technologieunternehmen häufig höhere Risikoaufschläge bei überdurchschnittlichen Ratings.



Anleihen Offensiv

Euro High -Yields den Emerging-Markets vorziehen

Pascal Reichert, Experte Anleihen

- US-Renditeanstiege belasten Emerging-Markets-Anleihen wegen ihrer hohen Zinssensitivität.
- High-Yield-Anleihen profitieren von hoher Verzinsung, robusten Spreads und niedriger Zinssensitivität

Offensive Anleihen – was bedeutet das?

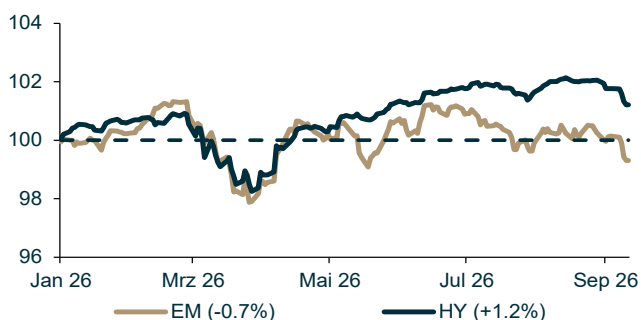
Zu Beginn eine kurze Einordnung: Unter offensiven Anleihe-segmenten verstehen wir die Segmente Emerging-Markets Anleihen in US-Dollar (EM) und, aus dem Unternehmensbereich, europäische Hochzinsanleihen (HY). Diese Gruppierung bietet sich an, da sich das Risiko-Rendite-Verhältnis ähnelt. Renditen von derzeit über 6 % und die starke Abhängigkeit von der globalen Risikostimmung sprechen für eine hohe Vergleichbarkeit der Segmente. In Depots sollten diese Rendite-segmente aufgrund der erhöhten Risiken auch immer nur eine Beimischung zu anderen Rentenanlagen bilden.

2026 – Irankrieg belastet Anleihemärkte

EM-Anleihen stehen 2026 unter Druck: Obwohl die laufende Verzinsung von 6,45 % auf den ersten Blick eine hohe Rendite verspricht, spiegelt sich dies nicht in der Performance des Segmentes wider. Seit Jahresbeginn verzeichnet der Referenzindex, abgesichert in Euro, rund 0,7 % Verlust (siehe Grafik unten). HY-Anleihen zeigen sich robuster: Hier legte der Referenzindex rund 1,2 % seit Jahresbeginn zu. An einer unterschiedlichen Entwicklung der Risikoaufschläge (Spreads) beider Segmente kann dies aber nicht liegen. Denn die EM-Spreads engten sich im gleichen Zeitraum stärker ein als die HY-Spreads. Was ist also der Auslöser?

Emerging-Markets laufen High-Yield-Anleihen hinterher

Entwicklung seit Jahresbeginn (abgesichert in Euro), indiziert auf 100



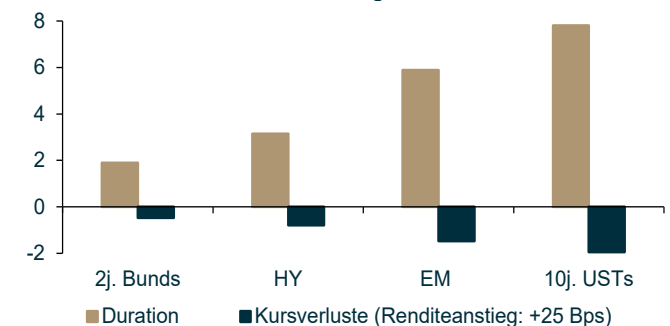
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Am langen Ende der Zinskurve wird es ungemütlich

Die Antwort findet sich in der Laufzeit und damit der Zinssensitivität, auch Duration genannt, von EM- und HY-Anleihen: Während die Duration von EM-Anleihen bei rund 5,9 Jahren liegt, sind es bei HY-Anleihen nur 3,2. Daher vergeht bei einem Investment in EM-Anleihen deutlich mehr Zeit, bis der Investor seine gesamten Kupons und den Nennwert zurück-erhält, als bei HY-Anleihen. Steigt das Renditeniveau dieser Anleihen, so kommen deren Kurse stärker unter Druck als bei Anleihen mit kürzerer Duration, wie zum Beispiel den HY-Anleihen (siehe Chart unten).

Augen auf die Zinssensitivitäten!

Duration verschiedener Anleihesegmente, in Jahren



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Steigt das Renditeniveau beispielsweise um 25 Basispunkte über alle Laufzeiten, so würden die Kurse von HY-Anleihen nur um rund 0,8 % fallen, während es bei EM-Anleihen schon knapp 1,5 % wären. Wir gehen davon aus, dass der Druck auf das lange Ende der Zinskurve in den USA (relevant für EM) und Europa (für HY) anhält. Durch die deutlich kürzere Duration von HY-Anleihen sehen wir diese relativ zu EM-Anleihen für die kommenden Monate besser aufgestellt.

Meine Empfehlung für Sie

Die Renditeanstiege an den globalen Anleihemärkten dürften anhalten. Daher sehen wir innerhalb der offensiven Anleihe-segmente die weniger zinssensitiven Hochzinsanleihen als attraktiver an als EM-Anleihen. Die jeweiligen Spreads sollten nahe ihren aktuellen, niedrigen Niveaus verweilen, die Kursdynamik also weiter von der jeweiligen Zinssensitivität ausgehen.



Währungen

Erhöht US-Präsident Trump erneut den Druck auf die Fed?

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

- US-Dollar wird volatiler erwartet
- Fed-Chef Warsh schwer einzuschätzen
- Yen stabilisiert sich

US-Dollar bekommt Unterstützung von der Fed

Seit Mitte 2025 hat sich kein ausgeprägter Trend für den US-Dollar ausgebildet. Das lag seit Frühjahr 2026 an den geldpolitischen Erwartungen für die Fed, die bis zuletzt aufgrund eines neuen Fed-Chefs und dem Fehlen einer Forward Guidance sehr unsicher waren.

Die Inflationsraten liegen in den USA schon seit fünf Jahren über dem Notenbankziel von 2 %, allerdings zogen sie zuletzt wegen höherer Energiepreise erneut an. Für August wurde eine Rate von 3,4 % gegenüber Vorjahr gemeldet. Die Kernrate erhöhte sich mit +0,3 % gegenüber dem Vormonat etwas stärker als erwartet, ging aber von 2,5 % auf 2,4 % zum Vorjahr leicht zurück. Auf diese Entwicklung hat die Fed im September mit einer Zinserhöhung um 25 Basispunkte reagiert, was aber so erwartet worden war. Auch für den Dezember deuten die Projektionen der Fed-Mitglieder eine Zinserhöhung an. Schließlich ist eine schnelle Lösung im Nahostkonflikt derzeit nicht absehbar, sodass die Energiepreise hoch bleiben sollten. Außerdem dürften die höheren Kosten für die Unternehmen der letzten Monate allmählich an die Kunden weitergegeben werden. Mehr geldpolitische Hinweise dürfte es aber nicht geben: Fed-Chef Warsh hat gleich zu Beginn seiner Amtszeit klargestellt, dass er wenig von Forward Guidance hält, was die Unsicherheit über den Notenbankpfad erhöht.

Damit ist es zunächst unwahrscheinlicher, dass der US-Dollar wegen einer weniger unabhängigen Fed unter Druck kommt. Wenig überraschend gefiel die Zinserhöhung US-Präsident Trump nicht, vielmehr fordert er einen Zinssatz von 1 %. Erhöht der US-Präsident in den kommenden Wochen wieder den Druck auf die Fed, könnten die Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed wieder zunehmen. Deshalb bleiben wir bei unserer neutralen Votierung für den US-Dollar.

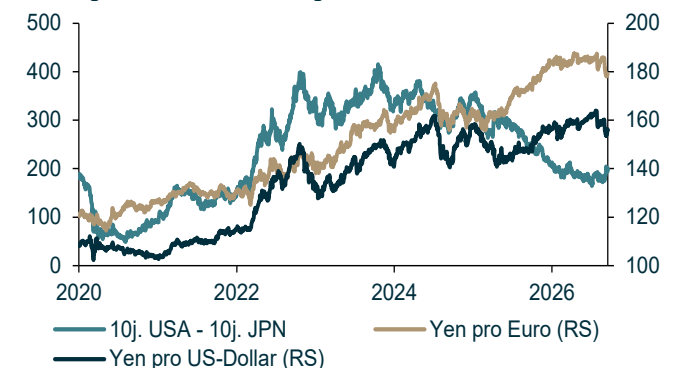
Der Yen dürfte zur Stärke neigen

Der japanische Yen schwächt sich bereits seit mehr als fünf Jahren gegenüber dem Euro und US-Dollar ab. Aufgrund der hohen Abhängigkeit von Energieimporten eignete sich der Yen auch im Iran-Krieg nicht als sicherer Hafen. Die

Schwäche des Yen endete aber im August, als es erstmals nach 15 Jahren wieder eine gemeinsame Intervention von Japan und den USA zur Stützung des japanischen Yens gab. Der Markteingriff erzielte große Wirkung, die jedoch zum Teil im August wieder kompensiert wurde. Eine noch etwas größere Aufwertung erfolgte Anfang September, nachdem die Zinsspekulationen für die Bank of Japan kräftig zunahmen. So signalisierte die BoJ selbst rasche Zinserhöhungen. Und obwohl Regierungschefin Takaichi eine ultraexpansive Fiskalpolitik befürwortet, signalisiert sie inzwischen Zustimmung zu den BoJ-Zinserhöhungen. Auch US-Finanzminister Bessent betonte, dass diese Maßnahmen im Interesse der USA lägen. Wir rechnen damit, dass der abschmelzende Renditevorteil des Dollars und des Euros und die raschen Zinserhöhungen der BoJ den Yen unterstützen dürften.

Langjährige Yen-Abschwächung

Seit August tritt Stabilisierung des Yen ein



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Das US-Dollar-Bild bleibt weiterhin unsicher. Die Fed hat zwar mit der Erhöhung und dem Signal einer weiteren Zinsanhebung geliefert. Der Druck von US-Präsident Trump könnte sich aber wieder erhöhen und die Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed zunehmen. Die jüngste klare Fed-Entscheidung spricht aber zumindest gegen eine stärkere Abwertung des US-Dollars.

Der japanische Yen sollte seinen Abschwächungstrend beendet haben, wenn Interventionen und ein schnelleres Zinserhöhungstempo der BoJ ihre Wirkung zeigen.



Aktien Europa, USA & Japan

Kurzfristiger Gegenwind

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

- Gegenwind durch KI-Sicherheitsbedenken, Geopolitik, Leitzinserhöhungen und steigende Renditen
- Konjunkturelles Umfeld bleibt jedoch positiv
- Aufwärtstrend grundsätzlich intakt

Verschlaufpause, aber keine Wende nach unten

So wie die fallenden Blätter zum Herbst gehören, gehört der Blick auf das „saisonale Muster“ zu den Aktienmärkten. Hierzu wird aus historischen Daten der Durchschnitt aus allen Jahresverläufen gebildet. So ergibt sich ein „typisches“ Muster, wie sich der Aktienmarkt im Jahresverlauf bewegt. Und dieses historische Verlaufsmuster zeigt, dass die Märkte in den Monaten September und Oktober oft eine Schwächephase durchlaufen, bevor es dann zur traditionellen Jahresendrally kommt.

In diesem Jahr hat der September seinem Ruf als schwächster Monat des Jahres noch keine Ehre gemacht. Der Titel dafür geht bisher an den März. Hier ging es für den S&P 500 um 5 % und für den Stoxx 600 um 6 % nach unten. Der Energiepreisschock infolge des Iran-Kriegs, der sich gleichzeitig auf die Wachstumsprognosen und die Inflation auswirkte, brachte die Kurse deutlich unter Druck. Zeitgleich belastete zudem eine gewisse KI-Skepsis den Aktienmarkt.

Allerdings deuten die Vorzeichen für die kommenden Wochen nun doch auch auf Verschlaufpausen am Aktienmarkt mit leicht rückläufigen Kursen hin. Zwar liegen die Indizes nur knapp unterhalb ihrer Rekordhochs, doch die gestiegenen Ölpreise und insbesondere die hohen Preise für verarbeitete Rohölprodukte wie zum Beispiel Diesel stellen klare Risiken für den Markt dar. Die Inflationsrate bleibt hoch, die Kosten für die Unternehmen steigen, und an den Anleihemärkten besteht das Risiko weiter steigender Renditen. Zwar wurde der jüngste Renditeanstieg nicht primär von den Inflationserwartungen getrieben. Aber eine Eskalation im Nahen Osten mit weiter steigenden Energiepreisen könnte für einen erneuten Renditeschub sorgen und damit auch den Aktienmarkt indirekt belasten.

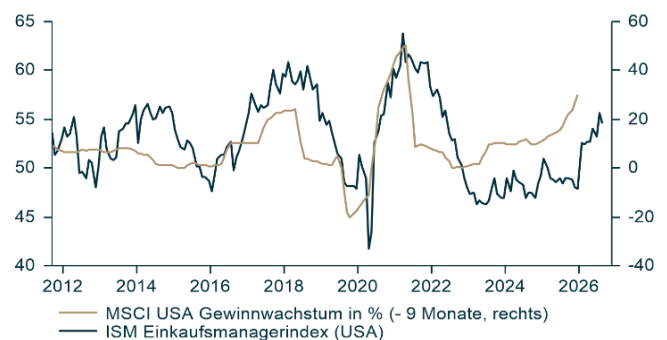
USA – Leitzinserhöhung und Zwischenwahlen belasten

In den USA bleibt der Technologiesektor und hier insbesondere die Investitionen rund um Künstliche Intelligenz der wichtigste Wachstumstreiber – trotz der Bedenken hinsichtlich der Sicherheit von KI-Anwendungen, mit denen u.a. Mitte

September die Verschiebung des Börsengangs von OpenAI begründet wurde. Immerhin fußt das Gewinnwachstum mittlerweile auf einer breiteren Basis. Neben IT verzeichnen auch Industrie, Finanzwerte, Gesundheitswesen und ausgewählte zyklische Branchen deutlich steigende Gewinne. Diese Entwicklung, die mit einer von der unverändert soliden konjunkturellen Entwicklung einhergeht, hat auch zu einer Verbreiterung der Marktpformance geführt, wodurch die Performanceunterschiede zwischen S&P 500, Nasdaq und anderen Indizes geringer geworden sind.

Positive Konjunkturerwartungen unterstützen das Gewinnwachstum

ISM-Einkaufsmanagerindex und US-Gewinnwachstum



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Bemerkenswert ist zudem, dass insbesondere in den USA die Unternehmensgewinne zuletzt schneller gestiegen sind als die Aktienkurse. Dadurch ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis gesunken. Für uns ist dies ein Indiz dafür, dass die Investoren die positive Gewinnentwicklung zwar honorieren, die Wachstumsgeschichte aber nicht unkritisch fortschreiben. Wir haben es somit nicht mit einer ungesunden und unkritischen Euphorie zu tun. Der langfristige Aufwärtstrend der Aktienmärkte bleibt intakt.

Als kurzfristiger Belastungsfaktor kommt die Unsicherheit um die US-Zwischenwahlen hinzu. Auch der Schwenk der Fed auf den Erhöhungspfad könnte je nach Datenlage in den kommenden Monaten für Unruhe unter den Investoren sorgen. Folgt der S&P 500 dem historischen Muster nach Leitzinserhöhungen, dürften US-Aktien zunächst für den Zeitraum von rund drei Monaten tendenziell leichter tendieren, um sich danach aber wieder zu erholen.

Ob sich vor diesem Hintergrund die typische Jahresendrally einstellt, bleibt abzuwarten. Ein entscheidender Faktor dafür



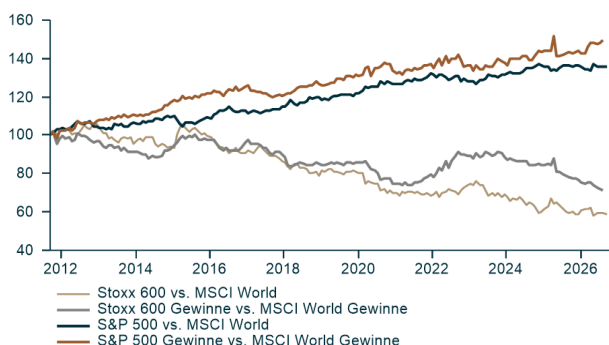
wird sein, ob der Markt unserer Erwartung folgt, dass es keinen ausgeprägten US-Leitzinserhöhungszyklus geben wird, oder ob die Investoren weitere Erhöhungen erwarten. Das Anlegersentiment könnte dagegen eine Jahresendrally unterstützen: Die Stimmung hat sich zuletzt etwas eingetrübt, hat aber noch kein pessimistisches Niveau erreicht, welches antizyklisch gewertet werden könnte. Eine deutliche Verschlechterung des Anlegersentiments in der nächsten Zeit, könnte daher ein neues Einstiegssignal sein. Dabei sollte dann auch ab Mitte Oktober die US-Berichtssaison stützen. Die Quartalsberichte der Unternehmen in den USA dürften weiterhin überzeugen. Wir rechnen mit einem Wachstum der Quartalsgewinne um knapp 30%. Dies lässt uns den US-Markt weiter favorisieren.

Europa – Aufholpotenzial, aber keine Trendwende

Auch in Europa verbessert sich die Gewinnentwicklung in immer mehr Sektoren. Industrie, Banken, Versorger und Technologie tragen gleichermaßen zum Gewinnwachstum bei. Die europäischen Aktienmärkte profitieren dabei von der sich stabilisierenden Konjunktur und weiterhin positiven Gewinnrevisionen. Gleichzeitig liegen die Bewertungskennzahlen immer noch deutlich unter dem US-Niveau, was den Märkten zusätzliche Unterstützung verleiht. Wie in den USA hat sich die Performance zuletzt verbreitert und wird zunehmend durch eine Vielzahl von Branchen. Dadurch erscheint die Marktentwicklung fundamental besser abgesichert als noch vor einem Jahr.

Europa: Relativer Kurs- und Gewinntrend weiter negativ

Relative Entwicklung S&P 500 und Stoxx 600 vs. MSCI-Welt



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Dennoch dürfte es dem europäischen Markt schwerfallen, eine Outperformance zu generieren. Die erwarteten Unternehmensgewinne wachsen weiter langsamer als die für den MSCI Welt, ganz im Gegensatz zu den USA. Hinzu kommen politische Unsicherheiten wie die 2027 anstehenden Präsidentschaftswahlen in Frankreich, die bereits jetzt – und damit zu einem ungewöhnlich frühen Zeitpunkt – negativ auf den dortigen Aktien- und Rentenmarkt wirken.

Wir erwarten nach der anstehenden, holprigen Phase zwar auch für den europäischen Markt wieder steigende Kurse. Andere Märkte, wie beispielsweise der US-Markt, haben allerdings ein attraktiveres Chance-/Risiko-Verhältnis.

Japan – Politischer Rückenwind und KI

Der japanische Aktienmarkt zeigte im bisherigen Jahresverlauf eine beeindruckende Entwicklung. So stieg der Nikkei 225-Index um 31 % (+27 % in Euro, per 17. September). Nun werden wir taktisch etwas vorsichtiger. Wir stufen unser Votum für Japan von zuvor Übergewichten auf Neutral zurück. Verantwortlich hierfür sind mehrere Faktoren. Mit einem KGV von fast 17 (Topix) ist die Bewertung im Vergleich zur Historie nicht mehr günstig. Überdies dürfte das Wachstum der Unternehmensgewinne im Jahr 2027 mit einem prognostizierten Anstieg von 12 % J/J an Dynamik verlieren (2026e: +17 % J/J). Überdies dürfte die Bank of Japan aufgrund der gestiegenen Inflation den Leitzins in den kommenden Quartalen sukzessive weiter anheben. Das dürfte den Yen stärken. Einerseits profitiert der Euro-Investor dann von Währungsgewinnen. Andererseits belastet eine Yen-Aufwertung die operativen Gewinne der exportorientierten japanische Unternehmen. Ungeachtet dessen bleibt unser mittelfristig positives Bild für Japan weiterhin intakt. Eine kapitalmarktfreundliche Politik der Regierung unter Führung von Sanae Takaichi, eine expansive Fiskalpolitik mit großvolumigen Investitionsprogrammen in zukunftssträchtige Sektoren sowie Corporate Governance-Themen (höhere Ausschüttungen, verstärkte Aktienrückkäufe etc.) sollten weiterhin für Rückenwind sorgen.

Meine Empfehlung für Sie

Den Aktienmärkten dürfte in den kommenden Wochen verstärkt Gegenwind ins Gesicht blasen: Die Eskalation im Iran-Krieg sorgt für steigende Energiepreise. Dies stellt auch einen Faktor für steigende Renditen dar, die den Aktienmärkten zusätzlich das Leben schwer machen. In dieses Bild passt die jüngste Leitzinserhöhung der amerikanischen Notenbank, die mit Blick auf die hohe Inflation erfolgte. Und nicht zu vergessen sind die Anfang November anstehenden Zwischenwahlen in den USA. Die typischerweise in der Vergangenheit zu beobachtende (leichte) Schwächephase des S&P 500 im Vorfeld dürfte sich auch diesmal einstellen.

Trotz erhöhter kurzfristiger Risiken sehen wir in Abhängigkeit von geopolitischen Lösungen weiterhin positive längerfristige Perspektiven. Solange die Konjunktur expandiert, die Unternehmensgewinne wachsen und die Inflationserwartungen im Zaum bleiben, dürfte sich der zyklische Bullenmarkt mittelfristig fortsetzen.



Aktien Emerging Markets

Schwellenländeraktien kontern die zwischenzeitliche Halbleiterbaisse

André Sadowsky, Seniorexperte Aktien Emerging Markets

- Halbleiter- und KI-Sektor bleiben Wachstumstreiber
- Börse Indien: Herabstufung auf Neutral
- China implementiert weitere Stützungsmaßnahmen

MSCI Emerging Markets-Index weiterhin robust

Der MSCI Emerging Markets-Index hat seit Anfang des Jahres um 20 % zugelegt. Mit 1.808 Punkten erreichte er am 22. Juni ein Allzeithoch. Danach setzte eine rund fünfwöchige Korrektur von 15 % ein. Verantwortlich hierfür zeichnete insbesondere eine kräftige Korrektur bei Halbleiteraktien, die zuvor vor allem in Südkorea und in Taiwan im Zuge der KI-Euphorie außergewöhnlich starke Kurszuwächse verzeichnet hatten. Mit einer starken Erholung der Börse in Südkorea schaffte es der MSCI EM-Index in den folgenden fünf Wochen fast wieder, an sein Allzeithoch zu gelangen.

Votum für die EM-Aktien weiterhin Neutral

Wir empfehlen weiterhin eine neutrale Gewichtung der Region Schwellenländer. Das Votum für das MSCI EM-Schwergewicht Südkorea belassen wir ebenfalls auf Neutral. Nach dem oben erwähnten, herben Kurseinbruch hat sich die Börse zwar wieder stabilisiert. Die kurzfristigen Unsicherheiten vor allem in Bezug auf das Thema KI und die diesbezügliche Nachfrage nach KI-fähigen Speicherchips bleiben aber bestehen. Aus analytischer Sicht ist es unverändert kaum abzuschätzen, wann der starke Preisanstieg bei Speicherchips enden, und damit die Kurse der Chipriesen vor einer erneuten Korrektur stehen könnten, zumal zuletzt weitere großvolumige Investitionen für den Bau weiterer Rechenzentren angekündigt worden sind.

Das erwartete Wachstum der MSCI-EM-Unternehmensgewinne für dieses Jahr ist mit +72 % (J/J) vor allem wegen der hohen Gewinnsprünge in den Bereichen Halbleiter in Südkorea und Taiwan sehr hoch. Allerdings schwächt es sich im kommenden Jahr auf geschätzte 23 % (J/J) ab. Für 2027 ergibt dies ein moderates KGV von 9,4 für den MSCI EM.

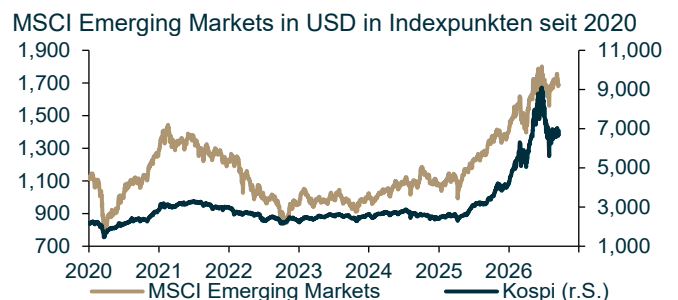
Börse Indien: Herabstufung auf Neutral

Die Börse in Indien hat im bisherigen Jahresverlauf enttäuscht. Der Sensex-Index gab seit Anfang 2026 um 12 % nach. Zwar konnte sich der Markt zwischenzeitlich etwas erholen. Die erneute Eskalation in Nahost und die damit einhergehenden, kräftig steigenden Ölpreise führten aber wieder zu

Kursdruck, da Indien stark von Ölimporten abhängig ist. Zudem könnte die Notenbank den Leitzins im vierten Quartal 2026 erhöhen. Ein Hemmschuh im KI-geprägten Marktumfeld ist der Mangel an Halbleiter- und KI-Werten. Daher stufen wir das Votum auf Neutral zurück.

Die chinesische Wirtschaft bleibt zweigeteilt. Während die Exporte boomen, dümpelt der Binnenkonsum weiter vor sich hin. Chinas Regierung steuert immer wieder mit Maßnahmen zur Belebung der Binnenkonjunktur gegen, zuletzt mit einer Rekapitalisierung der staatlichen Banken und Versicherer sowie mit zusätzlichen Impulsen für den schwachen Immobilienmarkt. Das geschätzte Unternehmensgewinnwachstum für 2027 ist mit 20 % (J/J) solide, was einem vergleichsweise niedrigen KGV von 14 entspricht. Wir empfehlen weiter eine Übergewichtung für Chinas Börse.

MSCI Emerging Markets-Index erholt sich von Korrektur



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Brasilien: Wahlausgang im Oktober 2026 entscheidend

Der Bovespa-Index konnte nach einer deutlichen Korrektur jüngst wieder zulegen. Zum einen beflügelte der steigende Ölpreis, zum anderen die besseren Umfragewerte für den konservativen Kandidaten Flavio Bolsonaro, der von den Kapitalmärkten favorisiert wird. Vor der Präsidentschaftswahl bestätigen wir zunächst unser Votum mit Untergewichten.

Meine Empfehlung für Sie

Wir empfehlen unverändert eine neutrale Gewichtung für EM-Aktien. Die Themen Halbleiter und KI bleiben wichtige Wachstumstreiber. Steigende Energiepreise und Zinsen sorgen für Gegenwind. Der stark gestiegene Ölpreis belastet v.a. die Börse in Indien, weshalb wir hier etwas vorsichtiger werden.



Aktien Branchen

Zinssensitive Sektoren und erneut Energie im Fokus

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- US-Renditeanstieg wird zum treibenden Faktor
- Finanzsektor und Energie von Neutral auf Übergewichten. Industriegüter, Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen bleiben übergewichtet
- Untergewichten: Basiskonsum und Immobilien

US-Renditeanstieg stiehlt Nahostkonflikt die Show

Mit dem letztlich gescheiterten Rahmenabkommen zwischen den USA und dem Iran Mitte Juni fanden auch andere Branchen als der IT- und der Energie-Sektor Beachtung bei den Investoren. Diese veränderte Sichtweise und teilweise Sektortrotation wurde aber durch das erneute Aufflammen des Nahostkonflikts und einen stärkeren Fokus auf den US-Renditeanstieg größtenteils beendet. Mit den anhaltend hohen Ölpreisen, stark ansteigenden Renditen und erneuten Inflationsängsten kam es zu einer „Rückbesinnung“ auf zinssensitive Sektoren und auf Energie.

Diversifizierte Sektorallokation

Dieser veränderten Konstellation tragen wir in der taktischen Sektorallokation Rechnung: Wir bleiben zwar zyklisch ausgerichtet, da wir weiterhin als mittelfristiges Szenario von einer Beruhigung der Energiekrise ausgehen. Wir halten auch an der Untergewichtung von Sektoren wie Basiskonsum und Immobilien fest, da sie neben anderen negativen Einflussfaktoren eine signifikante negative Korrelation gegenüber 10-jährigen US-Staatsanleihen besitzen. Auf der anderen Seite begünstigen anhaltend hohe US-Zinsen den Finanzsektor, den wir von Neutral auf Übergewichten hochstufen. Zudem wird der Energiesektor erneut zur Absicherung vor einer weiteren Eskalation im Nahen Osten übergewichtet.

Basiskonsum weiter untergewichten

Der Sektor wird weiterhin belastet durch den durch höhere Energie- und Lebensmittelpreise hervorgerufenen Kostendruck. Zusätzlich bremsen die anhaltenden inflationären Tendenzen die Kaufkraft der Konsumenten. Zudem ist der Sektor geprägt durch harten Wettbewerb, steigenden Innovations- und Margendruck und Absatzprobleme im wichtigen Markt China. Die Rückzahlung von eingeklagten US-Zöllen sollte die Ertragslage bei einigen Unternehmen nur kurzfristig verbessern und nicht nachhaltig sein. Somit erwarten wir auf operativer Ebene weiterhin negative Gewinnrevisionen.

Anhaltend hohes US-Zinsniveau begünstigt Finanzwerte

Bei den Finanzwerten dürften Banken davon begünstigt werden, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen weiter ein relativ hohes Niveau halten sollte und die Zinsdifferenz zu kürzer laufenden Anleihen trotz weiterer Leitzinserhöhungen stabil bleiben dürfte. Zudem sollten insbesondere US-Investmentbanken weiter von den gestiegenen M&A-Aktivitäten und Börsengängen profitieren.

Europäische Industriegüter bleiben bevorzugt

Obwohl der heterogene MSCI-Sektor Industriegüter auch durch den Nahostkonflikt und das hohe Zinsniveau zum Teil negativ beeinflusst wird, bleibt insbesondere der europäische Industriesektor weiterhin attraktiv. Im Gegensatz zu seinem US-Pendant, ist der relative Gewinnrendement zum Gesamtmarkt positiv und gewinnt weiter an Momentum. Dies liegt nicht nur an Unternehmen, die in den Bereichen Rüstung und Infrastruktur tätig sind. Insbesondere Unternehmen aus dem Bereich Automatisierung profitieren immer mehr von den Anwendungsmöglichkeiten von KI.

IT-Sektor übergewichten

Der Kurseinbruch des Sektors aufgrund von Kostensteigerungen Ende Juli und die nachfolgende Erholung zeigt deutlich, wie volatil der Sektor ist und bleiben dürfte. Dies gilt auch in Bezug auf die sehr hohen Investitionen weniger Unternehmen in KI. Nichtsdestotrotz wird der Sektor immer noch durch sehr starke Gewinnerwartungen gestützt, die durch gute Geschäftszahlen weiter nach oben revidiert werden. Die größte Gewinndynamik liefert dabei weiterhin der Subsektor Halbleiter, wobei der Subsektor Hardware zusehends an Momentum gewinnt. Software ist weiterhin von KI-Ängsten geprägt, deren Übertreibung aber abnimmt.

Meine Empfehlung für Sie

Favoriten bleiben Industrie, Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen. Zudem nehmen wir den Finanz- und Energiesektor von Neutral auf Übergewichten. Die Sektoren Basiskonsum und Immobilien erachten wir im gegenwärtigen Umfeld weiterhin als unattraktiv.



Immobilien

Stabilitätsanker Wohnimmobilien: Solides Miet- und Preiswachstum

Torsten Schwarz, *Seniolexperte Immobilien & Immobilienaktien*

- Deutsche Wohnimmobilienpreise mit einem soliden Zuwachs von +1,9 % im Jahresvergleich
- Preisniveau damit fast wieder auf dem Hoch von 2022
- Wohnungsmieten stiegen mit +3,2 % dynamisch
- Differenzierte Entwicklung bei Preisen und Mieten je nach Immobilientyp und Lage
- Büro- und Handelsimmobilien mit 1 % Preisrückgang

Wohnungspreise: Aufwärtstrend intakt

Der Verband der Pfandbriefbanken (vdp) veröffentlichte jüngst die Zahlen zum deutschen Immobilienmarkt per Ende Juni 2026. Diese zeigten bei den Wohnimmobilienpreisen ein solides Plus von 1,9 % im Jahresvergleich und lagen damit im Rahmen unserer Erwartungen. Somit liegen die Preise für Wohnimmobilien im Bundesdurchschnitt nur noch rund 3 % unter den Höchstständen von 2022. Der Wohnungsmarkt befindet sich damit etwa seit Mitte 2024 wieder auf einem klaren Erholungskurs.

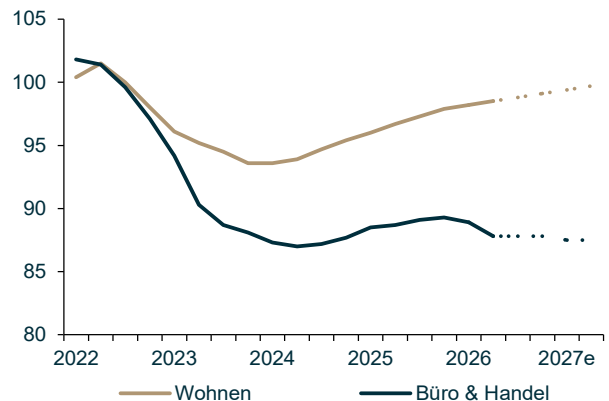
Getragen wurde die Erholung der letzten zwölf Monate von einer robusten Dynamik bei Eigentumswohnungen (+2,6 %) und Eigenheimen (+2,0 %), während Mehrfamilienhäuser (+1,6 %) etwas weniger zulegten. Innerhalb der Top-7-Metropolen fiel das Preiswachstum mit durchschnittlich 2,1 % noch etwas stärker aus als im Bundesschnitt. Angeführt wird diese Entwicklung von Hamburg (+3,8 %) und Köln (+2,5 %). Die Schlusslichter waren Berlin (+1,6 %) und Stuttgart (+0,7 %).

Wohnungsmieten: Ungebrochene Dynamik

Im Gegensatz zu den Kaufpreisen kennen die Neuvertragsmieten seit 2022 nur den Weg nach oben. Der Mietindex für Mehrfamilienhäuser erhöhte sich bis zum zweiten Quartal 2026 um rund 20 %. Allein im Jahresvergleich stiegen die Mieten bundesweit um 3,2 %, während sich der Zuwachs in den hochpreisigen Top-7-Städten auf etwa 1,5 % belief. Dabei verzeichnete Düsseldorf das stärkste Mietwachstum, während Berlin (+0,6 %) den geringsten Zuwachs verbuchte. Da die Mieten deutlich schneller kletterten als die Kaufpreise, legten die Liegenschaftszinsen (Renditen) für Mehrfamilienhäuser im Jahresvergleich meist zu.

Preise für Wohnimmobilien nahe dem Hoch von 2022

Wohnen schlägt Gewerbe, Stand Q2/2026



Quelle: vdp Research, Commerzbank-Research

Gewerbe: Sinkende Preise. Mieten und Renditen steigen

Anders stellt sich die Lage am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt dar, der unter konjunktureller Schwäche und strukturellen Veränderungen leidet. Der kombinierte Preisindex für Büro- und Einzelhandelsimmobilien verzeichnete seit dem Jahr 2022 einen deutlichen Wertverlust von über 12 %. Eine Trendwende scheint hier, anders als beim Wohnen, noch nicht in Sicht.

Im Jahresvergleich gaben Büropreise um 1,2 % nach, während Einzelhandelsimmobilien einen marginalen Rückgang von 0,2 % verbuchten. In beiden Segmenten konnten leichte Mietsteigerungen verbucht werden, was insgesamt die erzielbaren Renditen etwas erhöhte.

Fazit: Wir erwarten in den nächsten Monaten grundsätzlich eine Fortsetzung der oben genannten Trends. Die aktuell aufwärtsgerichtete Zinsentwicklung bleibt der größte Gegenwind für die Immobilienmärkte.

Meine Empfehlung für Sie

Der Aufwärtstrend bei deutschen Wohnimmobilien hat sich auch in den letzten zwölf Monaten fortgesetzt. Wir erwarten weiterhin ein kontinuierliches Mietwachstum und moderat anziehende Immobilienpreise. Damit bleiben Wohnimmobilien eine langfristig solide Anlageklasse und ein wichtiger Baustein in einem gut diversifizierten Anlageportfolio.



Rohstoffe Gold

Gold als sicherer Hafen gewinnt wieder an Bedeutung

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- US-Renditeanstieg im Fokus
- Schwächerer US-Dollar stützt
- Netto-Kauf-Positionen zeigen solide Nachfrage

US-Schuldenkrise im Fokus

Der Status von US-Staatsanleihen als sicherer Hafen wird weiterhin hinterfragt. So hat die angekündigte Aufstockung der Rückkäufe von langlaufenden Anleihen nur kurz als vertrauensbildende Maßnahme gewirkt. Ähnlich wirkt die aggressive und protektionistische US-Handels- und expansive Fiskalpolitik, die die Verschuldung in den USA mittelfristig noch weiter erhöhen dürfte. Anleger sind daher vermehrt auf der Suche nach Alternativen, zu denen auch Gold gehört. Dies hat den Goldpreis in den letzten Wochen gestützt. Gold bleibt daher auch weiterhin sicherer Hafen bei (geopolitischer) Unsicherheit.

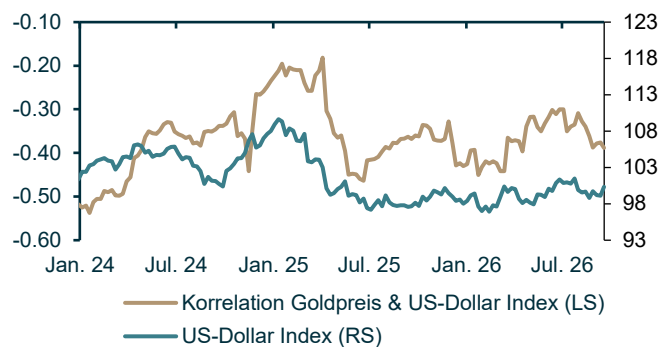
Der jüngste Anstieg der (Real-)Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen bremst derzeit die weitere Dynamik des Goldpreises.

Schwächerer US-Dollar stützt

Zudem wirkt in der Regel ein schwächerer US-Dollar als Unterstützung für den Goldpreis, die sich in einer langfristig stabilen, negativen Wechselbeziehung zeigt.

Schwächerer US-Dollar hilft Goldpreis

52-Wochen-Korrelation zwischen Goldpreis (in US\$ je Feinunze) und US-Dollar Index*



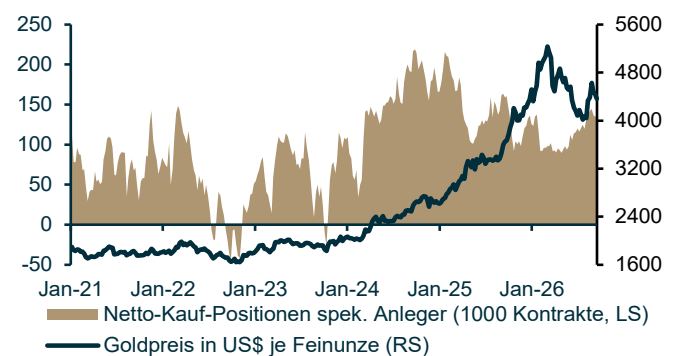
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. *Durchschnittliche Veränderung des US-Dollars zu führenden Weltwährungen

Netto-Kauf-Positionen zeigen solide Nachfrage

Bedingt durch die Konsolidierung des Goldpreises im Verlauf des Iran-Krieges verharrten die Netto-Kauf-Positionen spekulativer Investoren zunächst auf einem relativ niedrigen Niveau. Dies hat sich zwar schon vor der leichten Erholung des Goldpreises geändert, aber die Positionen sind zuletzt noch einmal angestiegen. Damit herrscht weiterhin eine solide Nachfrage nach Gold, die sich auch in den letzten Wochen in Mittelzuflüssen bei Gold-ETFs zeigt.

Anstieg der Netto-Kauf-Positionen

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



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Diese positiven Effekte für den Goldpreis unterstützen zusätzlich die Betreiber von Goldminen und somit auch den globalen Subsektor Metall & Bergbau, in dem sie mit einem Anteil von fast 40% vertreten sind. Dabei darf aber die viel höhere Volatilität in den Aktienkursbewegungen als beim Goldpreis nicht unterschätzt werden.

Meine Empfehlung für Sie

Gold bleibt aus unserer Sicht attraktiv. Es gewinnt durch die gestiegene Aufmerksamkeit auf die US-Verschuldung als sicherer Hafen an Bedeutung. Die anhaltenden geopolitischen und fiskalpolitischen Unsicherheiten sowie ein schwächerer US-Dollar sollten dies weiter unterstützen. Zudem ist die Nachfrage nach Gold als Anlage weiter robust. Einzig das hohe Renditeniveau in den USA könnte mittelfristig etwas dämpfen. Begünstigt ist auch die gesamte Wertschöpfungskette wie z.B. Betreiber von Goldminen und somit der globale Subsektor Metall & Bergbau.



Asset Allokation

Renditechancen erhalten, Risiken aus Inflationsdruck begrenzen

Dr. Thomas Osowski, Leiter Asset Allokation

- Angesichts der fortwährend kritischen Lage um die Straße von Hormus ist die Diversifikation gegenüber inflationären Schocks wesentlich.
- Neue Empfehlung: Aktien neutral gewichten
- Gold bleibt neutral gewichtet
- Die Duration im Rentenportfolio halten wir bewusst kurz. Dies mindert die Anfälligkeit gegenüber erneuten Zinsschocks, zumal die Laufzeitenprämien niedrig sind.

Diversifikation hängt von der Art des Schocks ab

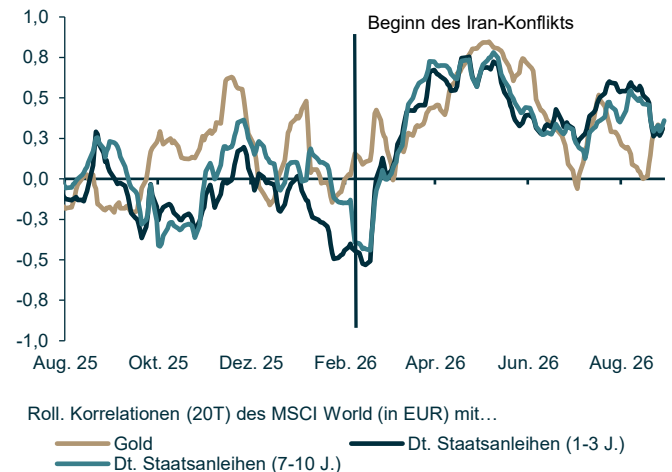
Unsere Allokation ist ein Spiegelbild der notwendigen Unterscheidung zwischen Wachstums- und Inflationsschocks. Bei einer nachfragegetriebenen Abschwächung mit nachlassendem Preisdruck können sinkende Staatsanleiherenditen Verluste an den Aktienmärkten abfedern. Bei einem inflationären Angebotsschock wie aktuell ist dieser Ausgleich weniger verlässlich: Höhere Diskontierungssätze können die Bewertungen beider Anlageklassen belasten, während steigende Kosten und schwächere Nachfrage zusätzlich auf Unternehmensgewinne drücken. Die Aktien-Renten-Korrelation ist somit keine feste Größe, sondern hängt wesentlich vom vorherrschenden Risikofaktor ab.

Die aktuellen geopolitischen Spannungen verdeutlichen, dass Angebotsschocks wieder zu einem relevanten Risikofaktor für die Portfoliokonstruktion geworden sind. Ein erneuter bzw. anhaltender Energieangebotschock könnte schwächeres reales Wachstum mit höherem Inflationsdruck verbinden. In dieser Konstellation wäre es problematisch, die Stabilisierung des Portfolios überwiegend auf langlaufende nominale Anleihen zu stützen. Geopolitische Eskalationen müssen daher aus Portfoliosicht individuell betrachtet werden und die aktuelle Situation legt nahe, das Risiko des Portfolios gegenüber ölpreisgetriebenen Inflationsschocks bewusster zu steuern.

Die Assetkorrelationen und damit auch die Portfoliodiversifikationsmöglichkeiten haben sich im Zuge des Iran-Konflikts deutlich verändert. Wir sehen einen sehr deutlichen Anstieg der Korrelation zwischen globalen Aktienmärkten und deutschen Staatsanleihen. Dieser ist unabhängig von den Laufzeiten der deutschen Anleihen. Auch Gold zeigt tendenziell einen Anstieg der Korrelation zu Aktien und damit eine reduzierte Diversifikationseigenschaft.

Dynamiken von Assetkorrelationen als Ausdruck von Veränderungen im Kapitalmarktumfeld

Massiver Anstieg der Korrelationen zwischen „sicheren“ Assets und globalen Aktien nach Beginn des Iran-Konflikts.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Kurze Duration: Laufender Ertrag mit weniger Zinsrisiko

Unsere Präferenz für kurze Durations ist allerdings mehr als eine Reaktion auf geopolitische Risiken. In den für uns relevanten Rentensegmenten bietet die flache Zinskurve aus unserer Sicht nur einen begrenzten zusätzlichen Renditevorteil für längere Laufzeiten. Dieser reicht in unserer Abwägung nicht aus, um die höhere Zinssensitivität und Schockanfälligkeit zu rechtfertigen (siehe Seite 11). Wir bevorzugen daher, laufende Erträge mit einer geringeren Abhängigkeit von der Entwicklung langfristiger Renditen zu vereinnahmen. Auf Portfolioebene ist dabei eine wichtige Unterscheidung zu treffen: **Die Verkürzung der Duration senkt nicht notwendigerweise die Korrelation mit Aktien. Sie reduziert zunächst die Empfindlichkeit des Rentenbausteins gegenüber Renditeanstiegen in der Breite.** Auch bei gleichgerichteten Marktbewegungen kann dadurch der Verlustbeitrag aus dem Zinsrisiko geringer ausfallen. Korrelationen allein reichen deshalb nicht aus, um die Wirkung einer Allokationsänderung zu beurteilen; ebenso wichtig sind Positionsgrößen und die Intensität der jeweiligen Marktbewegungen – also die eigene Volatilität. Als Vehikel für die Allokation in kürzeren Laufzeiten sehen wir EUR-denominierte Staatsanleihen als beste Möglichkeit an, da die geringere Duration nicht unbeachtet durch zusätzliche Kredit- oder Währungsrisiken kompensiert werden sollte. Kreditrisiken können gerade in Stressphasen einen aktienähnlichen Verlustbeitrag erzeugen.



Den damit verbundenen Zielkonflikt akzeptieren wir bewusst. Bei einer ausgeprägten disinflationären Rezession könnten längere Staatsanleihen stärkere Kursgewinne und damit einen besseren Ausgleich zu Aktienverlusten liefern. Zudem entsteht bei kurzen Laufzeiten Wiederanlagerisiko, sobald die verfügbaren Zinsen sinken. Da wir zusätzlichen Schutz vor diesem Szenario gegenwärtig weniger stark gewichten, überwiegen für uns die Vorteile der kürzeren Duration.

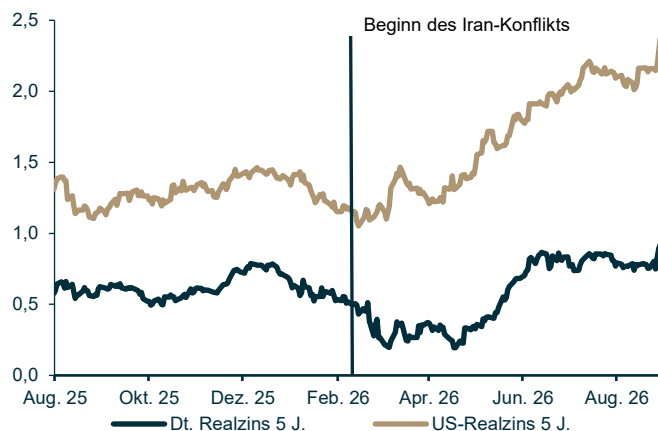
Gold ergänzt die Diversifikation – ohne umfassendes Schutzversprechen

In der neutralen Goldposition sehen wir einen ergänzenden Baustein für das beschriebene Szenario. Zwar ist Gold ein Stabilisator im Portfolio gegen geopolitische Unsicherheit oder ein sinkendes Vertrauen in nominale Vermögenswerte. Insgesamt gilt aber, dass Gold nicht vor jedem Inflationschock einen verlässlichen Schutz bietet. Investoren müssen die Quelle des Inflationschocks unterscheiden, um die Diversifikationseffekte von Gold beurteilen zu können. Im aktuellen Umfeld ist ein weiterer Anstieg der erwarteten Realzinsen möglich und kann den positiven Einfluss zusätzlicher Sicherheitsnachfrage nach Gold massiv überlagern.

Kurze Duration und Gold sind keine austauschbaren Absicherungen: Erstere begrenzt das eingegangene Zinsrisiko, während Gold zusätzliche Diversifikationsmöglichkeiten eröffnet, aber selbst erheblichen Preisschwankungen unterliegt. Diese Grenzen der Portfoliostabilisierung von Gold sprechen für eine neutrale Positionierung im aktuellen Umfeld.

Realzinsanstiege setzen die Märkte unter Druck

Ein massiver Anstieg des Realzinses – insb. in den USA – hat Gold und Anleihen unter Druck gesetzt. Noch sind globale Aktien unbeeindruckt.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Neutrale Aktienquote mit regionalen Akzenten

Zwar haben sich Aktien zuletzt robust gegenüber den gestiegenen Realzinsen gezeigt, jedoch sind angesichts des

Zinsniveaus nunmehr Aktien verwundbarer gegenüber weiteren Zinsschocks. Die neutrale Positionierung ist auch Spiegelbild dieser Veränderung am Kapitalmarkt.

Innerhalb der neutralen Aktienquote bleiben die **USA übergewichtet**, während **Europa untergewichtet** ist. In den USA sehen wir die überzeugenderen Möglichkeiten, an technologiegetriebenem Gewinnwachstum und skalierbaren Geschäftsmodellen zu partizipieren. Für Europa gewichten wir die Risiken konjunktur- und energiesensitiver Ertragsquellen stärker als mögliche Bewertungs- und fiskalische Chancen.

Japan stufen wir von übergewichtet auf neutral zurück:

Den Reformchancen stehen in unserer Abwägung Energie-, Zins- und Währungsrisiken gegenüber, sodass wir dort kein zusätzliches regionales Risiko mehr eingehen wollen. Die **Emerging Markets bleiben neutral**. Ihre unterschiedlichen Technologie-, Rohstoff- und Binnenmarktexponierungen rechtfertigen eine Beimischung, aber keine Übergewichtung.

Aktuelle Asset Allokation

Assetklassen	--	-	0	+	++
Renten	☐	☐	☒	☐	☐
Aktien	☐	☐	☒	☐	☐
Liquidität	☐	☐	☒	☐	☐
Rohstoffe	☐	☐	☒	☐	☐
Immobilien	☐	☒	☐	☐	☐
Alternative Investments	☐	☐	☐	☒	☐

Quelle: Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

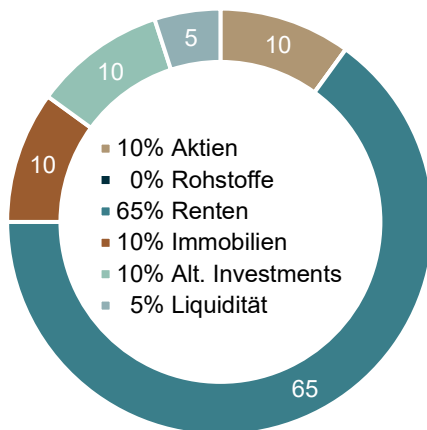
Unsere aktuelle Allokation beruht auf einer bewussten Abwägung: Einerseits sehen wir keinen ausreichenden Anlass, die Aktienquote unter das strategische Gewicht zurückzuführen. Die Weltwirtschaft ist weiterhin robust und das Kapitalmarktumfeld –getrieben durch KI –positiv. Andererseits bleiben inflationäre Angebotsschocks ein Risiko, das mehrere Portfoliobausteine gleichzeitig treffen kann. Daher sehen wir kurze Laufzeiten im Rentensegment als attraktiv an. Dies ist auch darin begründet, dass Rezessionsabsicherung durch eine lange Duration in unserem Szenariomix derzeit weniger Priorität besitzt. Unsere Allokation verbindet deshalb eine neutrale Aktienbeteiligung mit einer neu verkürzten Duration und einer neutralen Goldposition – als bewusste Abwägung von Ertrag, Diversifikation und verbleibenden Risiken.



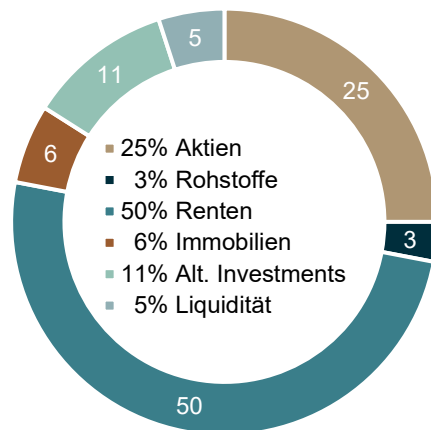
Musterallokation

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. Unter Alternativen Investments verstehen wir Anlagen in Infrastruktur, Erneuerbare Energien und Private Equity.

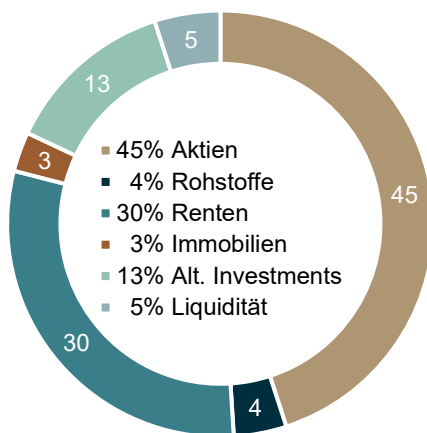
Stabilität



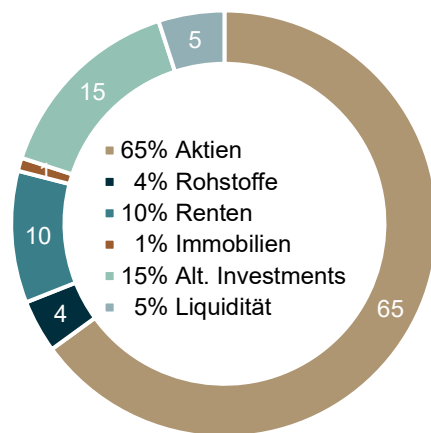
Einkommen



Wachstum



Chance





Boom ohne Ende durch Künstliche Intelligenz?

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Thomas Becker über den Halbleiterzyklus

Die rasanten Entwicklungen im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI) begünstigten zunächst unmittelbar beteiligte Unternehmen, etwa Spezialisten für KI-Halbleiter wie Nvidia. Bereits 2025 und verstärkt im laufenden Jahr erfasste der Aufschwung die gesamte Halbleiterbranche – mit außergewöhnlichen Zuwächsen bei Aktienkursen, Absatz und Gewinn. Für uns ist dies Anlass, bei Thomas Becker, Leiter der Einzelwertanalyse Aktien und langjähriger Technologie-Analyst, nachzufragen, ob diese Trends nachhaltig sind.

Erlebt die Halbleiterindustrie durch Künstliche Intelligenz tatsächlich einen nachhaltigen Superzyklus – oder sehen wir eine außergewöhnliche Boomphase, wie gewohnt gefolgt von einem heftigen Abschwung?

Vorneweg: Der Halbleitermarkt ist ein struktureller Wachstumsmarkt, der mit ca. 6 % pro Jahr wächst. Die Zyklichkeit ist zwar im Vergleich zu defensiven Branchen hoch. Allerdings gab es in den letzten 25 Jahren nur fünf Jahre mit negativen Wachstumsraten und davon zwei, die als deutlicher Einbruch bezeichnet werden können.

Kerntreiber des Halbleitermarktes sind das globale Wirtschaftswachstum, überlagert von Nachfragetrends und Innovationen – wie aktuell KI – die dann komplett neue Märkte kreieren und zusätzliches Wachstumspotenzial eröffnen. Die KI-induzierte Nachfrage nach Chips, das knappe Angebot und Preissprünge haben zu deutlich höheren Wachstumsraten von aktuell rund 20% geführt. Wir gehen davon aus, dass diese Dynamik 2027 anhält und sich 2028 leicht abschwächt. Wir erwarten keinen signifikanten Abschwung, aber natürlich kann die Normalisierung der Wachstumsraten, wenn auch auf höheren als historischen Niveaus, zu stärkeren Schwankungen der Aktienkurse von Halbleiterunternehmen führen.

Was unterscheidet den aktuellen KI-getriebenen Aufschwung von früheren Halbleiterzyklen?

Es gab immer wieder Phasen, in denen halbleiterintensive Trends das Wachstum beschleunigt haben, wie bspw. der Siegeszug des Internets, des Smartphones oder die Digitalisierung. KI unterscheidet sich durch die Schnelligkeit der Verbreitung und Durchdringung aller Lebensbereiche. Die Innovationsgeschwindigkeit, die ein Mehr an Rechenleistung, Vernetzung und damit Hardware, und schlussendlich leistungsfähigere Halbleiter erfordert, ist ohne Gleichen.

Welche Bereiche der Wertschöpfungskette profitieren besonders, und welche bleiben bislang zurück?

Neben neuen KI-Applikationen, von den bekannten Chatbots bis hin zu Agentensystemen, steht aktuell weiter der Ausbau der KI-Infrastruktur im Vordergrund. Dies zeigt sich an den massiven Investitionen der US-Hyperscaler, die sich in den nächsten drei Jahren auf rund 3,7 Billionen USD belaufen sollen.

Davon profitieren neben den direkten Technologiezulieferern und allen voran den Produzenten von KI-nahen Chips auch die Hersteller von Halbleiterproduktionsanlagen. Auch wenn KI auf andere technologieaffine Sektoren bereits positiv abstrahlt, kann die Wachstumsdynamik der klassischen Halbleiterendmärkte, wie bspw. Automobil, Industrie, aber auch mobile Endgeräte oder PCs nicht mithalten.

Ist die KI-Nachfrage bereits durch reale Anwendungen gedeckt, oder wird ein erheblicher Teil der Kapazität auf Basis künftig erwarteter Entwicklungen aufgebaut?

Beides ist u.E. richtig – die vorhandenen Kapazitäten sind bereits hoch ausgelastet, was wiederum Investitionen in neue Rechenzentren notwendig macht. Die exponentiell steigende KI-Nachfrage, sei es durch Agentensysteme, komplexere Modelle und mehr KI-Anwendungsgebiete, ist struktureller Natur. Klar ist aber auch, dass das Angebot nicht immer synchron mit der Nachfrage nach mehr und günstigerer Rechenleistung laufen kann. Dies kann zu temporären Ungleichgewichten führen.

Die Umsätze und Margen der Speicherproduzenten sind extrem stark gestiegen. Ist das Ausdruck echter Knappheit oder der Marktmacht weniger Anbieter?

Der Speichermarkt ist ein traditionell sehr zyklisches Teilsegment des Halbleitermarktes. Der Wettbewerb ist sehr intensiv, denn die Speicherbausteine sind leichter und schneller untereinander austauschbar als kundenspezifische Chips. Zudem ist der Markt aufseiten der Speicherproduzenten stark konsolidiert, und Nachfrageschwankungen führen zu synchronen Investitionszyklen, was dann zu Überkapazitäten führen kann. Neu in diesem Zyklus ist die sehr hohe und zusätzliche Nachfrage nach Speicherbausteinen für KI-Anwendungen. Diese wirkt sich auch auf die Verfügbarkeit von Nicht-KI-Speichern aus. Konsequenz sind signifikant gestiegene Preise für alle Speicherprodukte und hohe Margen für die Produzenten. Marktbeobachter



gehen davon aus, dass trotz einer Angebotserweiterung der Speichermarkt auch 2027 angespannt bleibt.

Aktuell schlagen die erhöhten Halbleiterpreise zunehmend auf die Preise von Endgeräten durch. Würgt sich der Boom dadurch demnächst selbst ab?

Aktuell gibt es auf breiter Front keine Angebotsknappheit bei Endgeräten. Die Nachfrage kann grundsätzlich bedient werden, und wir sehen trotz der gestiegenen Preise keinen Käuferstreik. Natürlich können weiter steigende Preise Kaufentscheidungen verschieben. Allerdings kommen eine Reihe von Hardware-Produkten, die bspw. im Corona-Lockdown gekauft wurden, an das Ende ihres Lebens- bzw. Leistungszyklus. Gleichzeitig treibt die schnelle Durchdringung aller Lebensbereiche mit KI-Anwendungen und der dadurch notwendige strukturelle Ausbau der KI-Infrastruktur die Nachfrage.

Wie rasch lässt sich zusätzliche Kapazität aufbauen und welche Rolle spielt der technische Fortschritt?

Der Aus- bzw. Aufbau von Produktionskapazitäten ist mit einem Bauvorhaben inkl. der rechtlichen und bürokratischen Auflagen zu vergleichen. Allerdings mit dem Unterschied, dass Produktionsanlagen im Vorfeld bestellt werden müssen und die Produktion kontinuierlich hochgefahren wird. Insgesamt werden rd. zwei Jahre vom Spatenstich bis zum Start der Volumenproduktion veranschlagt werden. Der technologische Fortschritt spielt neben dem Ausbau der Kapazitäten eine wichtige Rolle. Das Moore'sche Gesetz, das von einer Verdopplung des Outputs auf gleicher Fläche alle 18 Monate ausgeht, ist zwar generell intakt, wird jedoch bei jeder Produktgeneration teurer und komplexer umzusetzen. Zudem liegt der Fokus des technologischen Fortschritts verstärkt auf komplexeren Chips und Architekturen mit mehreren Chips.

Der Halbleiterboom hat zu eigentümlichen Strukturen an manchen Märkten geführt. So lag das Indexgewicht der beiden großen Halbleiterhersteller in Korea bei knapp 50%. Auch Schwellenmarktindizes hatten und haben heute eine enorme Sensitivität zu dem Thema. Was sollten Anleger diesbezüglich beachten?

Sowohl die südkoreanischen Halbleiterproduzenten SK hynix und Samsung Electronics, die zusammen rund 50% des globalen Speichermarktes kontrollieren, aber auch der global führende Auftragsfertiger, die taiwanische TSMC, werden unserer Meinung weiter massiv vom KI-Boom profitieren. Die Umsatz- und Gewinnschwankungen dieser Halbleiter-Marktführer und deren höhere Gewichte in den Schwellenmarktindizes haben das Risiko- und

Sensitivitätsprofil deutlich verändert. Die hohen Kursaus-schläge der Einzeltitel und die Auswirkungen auf die Indizes machen eine sehr intensive und kontinuierliche Beobachtung der Märkte erforderlich.

Abschlussfrage: Ist der Charakter der traditionell sehr zyklischen Halbleiter-Aktien jetzt neu zu definieren?

Halbleiter sind Basistechnologie und Innovationskatalysator für alle Megatrends inkl. I. KI. Damit stellt sich nicht die Frage, ob der Sektor im Depot vertreten sein sollte, sondern eher mit welchem Anteil. Die Geschwindigkeit der technologischen Entwicklungen, die Trends, Verschiebungen von Marktanteilen und deren Einwertung durch den Kapitalmarkt machen eine diversifizierte und professionelle Anlage notwendig. Denn Halbleiter werden aufgrund der schwer zu synchronisierenden Nachfrage-, Angebots- und Investitionszyklen immer eine erhöhte Schwankung des Gewinnwachstums und der Aktienkurse aufweisen.



Kurz-Vita: Thomas Becker

Thomas Becker ist studierter Diplom-Kaufmann mit einem Master der Universität Köln in Economics. Er verfügt über fast 30 Jahre Erfahrung im Bereich der Aktien Einzelwertanalyse mit dem Schwerpunkt Technologie. Nach unterschiedlichen Führungsrollen bei HSBC und der Commerzbank übernahm er 2023 die Leitung der Aktien Einzelwertanalyse im Chief Investment Office.

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 23. September 2026

Commerzbank AG

Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

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

Group Research
Chief Investment Office