



COMMERZBANK



The background features a large, dark, metallic sculpture of a bull's head and neck, partially visible against a dark gray gradient background. The sculpture has a textured, almost organic appearance with sharp, curved horns.

Group Research – Chief Investment Office

Investment Perspektiven

Jahresausblick 2026



Jahresausblick 2026: Fortsetzung der Aktienhausse – Blase oder Boom?

KI-Megatrend und reflationäre Geld- und Fiskalpolitik sind die Katalysatoren für anhaltenden Bullenmarkt



Thorsten Weinelt
Chefanlagestrategie

- **Jahresrückblick 2025:** KI, Trump 2.0 und die Folgen: „Unsicherheit“ als ständiger Begleiter!
- **Moderates Wachstum:** Notenbanker und Finanzminister „schieben an“. Lockerung der Geld- und expansive Fiskalpolitik dürften Unsicherheit und geopolitische Risiken ausgleichen und eine Erholung 2026 ermöglichen.
- **Fed Unabhängigkeit und USD-Schwäche:** Die US-Notenbank dürfte spätestens mit dem Wechsel an der Fed Spur dem politischen Druck der Trump-Administration nachgeben und die Fed-Funds-Rate bis auf 2,5% senken. USD bleibt strukturell unter Abwertungsdruck.
- **Positives Umfeld für die Anleihemärkte, trotz Aufwärtsrisiken für Inflation und Renditen.** Die verzögerten Auswirkungen der Zölle dürften den Preisdruck erhöhen und die US-Inflation über 3% verharren. In Europa sollte sich die Inflation hingegen nahe des Notenbankziels von 2% einpendeln. Wir erwarten eine Versteilung der Zinskurve und höhere 10J Anleiherenditen, aber eine in Summe positive Gesamtrendite.
- **Aktienmärkte durch KI-Superzyklus und besseren Gewinnrenditentrend unterstützt. Fed-Impuls treibt weiter.** 2026 wird KI dominierendes Aktienmarktthema bleiben, auch wenn aufgrund ambitionierter Bewertungen und Erwartungen mit Phasen erhöhter Volatilität zu rechnen ist.
- **Asset Allokation:** Aktien bleiben auch 2026 nach drei Jahren der Hause die Anlage der Wahl. Renten und Duration neutral, Gold über- und Liquidität untergewichtet. Wir empfehlen eine strategische Höhergewichtung von Private-Market-Assets, und Emerging Markets als langfristiger Gewinner der strukturellen USD-Schwäche.

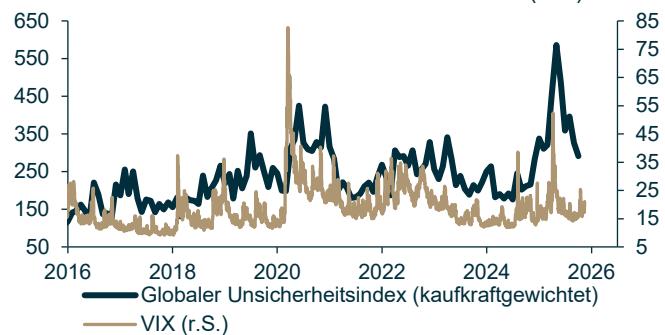
Jahresrückblick 2025: KI, Trump 2.0 und die Folgen: Unsicherheit als ständiger Begleiter!

Das Kapitalmarktjahr 2025 wurde von zwei Themen beherrscht: Zum einen die zweite Präsidentschaft Donald Trumps und die konsequente Durchsetzung seiner America First- Agenda und deren Folgen, und zum anderen der Beschleunigung des KI-Super-Investitionszyklus. Zum Jahresstart waren die Marktteilnehmer positiv gestimmt. Das Markt-narrativ einer Fortsetzung des „US-Exceptionalism“ – dem wir uns auch angeschlossen haben – bestimmte das Marktgeschehen. Im Mittelpunkt standen dabei strukturelle Wachstums- und Wettbewerbsvorteile der US-Wirtschaft, eine höhere Rentabilität der US-Unternehmen sowie vor allem die Innovationskraft des Wagniskapitalsektors und die Befeuering des KI-Superinvestitionszyklus durch massive Investitionen der US-Tech-Hyperscaler. Dabei schien es ausgemacht, dass der USD seine Rolle als Weltleitwährung erfüllt und durch die Überschussnachfrage nach Dollar Assets unterstützt bleibt.

Die Priorisierung der aggressiven Zollpolitik Trumps überraschte die Kapitalmärkte und mündete schließlich im Zollchaos des Liberation Day im April. Unternehmen, Haushalte und Investoren weltweit waren zutiefst verunsichert, der globale Unsicherheitsindex schoss auf ein neues Allzeithoch, und Sorgen vor einer US-Rezession und gar vor einer neuen Weltwirtschaftskrise bestimmten kurzfristig das Marktgeschehen (siehe Grafik).

Kapitalmarktjahr 2025: Unsicherheit als Methode!

Globaler Unsicherheitsindex und Aktienvolatilität (VIX)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, per 20.11.2025



Die erhöhte Marktvolatilität erfasste dabei nicht nur die globalen Aktienmärkte. Auch die US-Anleihemärkte und der USD kamen unter Druck; der Status des sicheren Hafens USA in Finanzmarktkrisen wurde von den Marktteilnehmern angezweifelt. USD-Assets verzeichneten – anders als in vergangenen Krisenzeiten – deutlich höhere Kursverluste als vergleichbare europäische oder asiatische Wertpapiere.

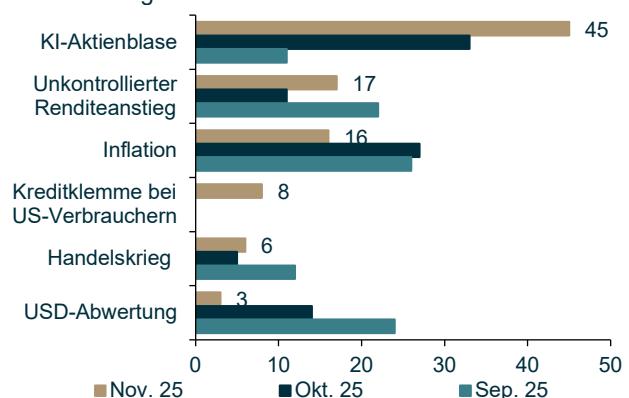
Der Rücksetzer des S&P 500 von fast 20% – die „Grenze“ zum Übergang von einer Korrektur zu einem Bärenmarkt – dürfte auch ein Umdenken der US-Administration ausgelöst haben, die schließlich „Trade Deals“ mit allen wichtigen Handelspartnern in Aussicht stellte. Der Aktienmarkt reagierte prompt: Die Aussicht auf „Deals“ anstatt einer Eskalation in einen potenziellen Handelskrieg beflogelte, und nach kaum 90 Tagen erreichten Nasdaq und S&P 500 neue Allzeithöchs.

Wichtig ist dabei allerdings festzuhalten, dass die scheinbar erratische und unberechenbare Trumpsche Verhandlungstaktik unserer Ansicht nach „Methode“ hat. Erhöhte Unsicherheit ist einkalkuliert und ständiger Begleiter von Verhandlungen, Überraschungen aus der „Wundertüte“ Trump inklusive. Dabei geht es Trump nicht um kooperative Verhandlungen und das Erreichen einer „Win-Win“-Situation für die beteiligten Parteien, sondern um die knallharte Durchsetzung amerikanischer wirtschaftlicher und geostrategischer Interessen auf Kosten der anderen Parteien am Verhandlungstisch. In der Tat haben sich die USA in den Zollverhandlungen maximal durchgesetzt; bis auf China hat kein einziges Land ernsthafte Gegenmaßnahmen als Antwort auf die einseitigen Zollerhöhungen der USA eingeleitet. Die Zolleinnahmen der US-Administration sind von rund USD 6,5 Mrd. im Monat auf USD 29,5 Mrd. gestiegen, was etwa USD 350 Mrd. pro Jahr (Fiscaljahr 2024-25 USD 195 Mrd.) entspräche und sie zu einer relevanteren Einnahmequelle macht (ca. 6% bis 7% der Steuereinnahmen) und das Defizit um einen halben Prozentpunkt auf nunmehr ca. 6% des BIP reduziert.

Zudem zeichnet sich eine Lösung im Handelsstreit mit China ab; die Verlängerung der aktuell vereinbarten Pause bei gegenseitigen Zöllen und die selektive Senkung hoher Sonderzölle für industrierelevante Warengruppen (Seltene Erden, Halbleiterzulieferkette, etc. ...) deuten auf Kompromisslösungen, da China im Gegensatz zu allen anderen Handelspartnern durch den Zugang und die Verarbeitung der selben Erden einen besseren Hebel hat. Damit dürfte die Gefahr einer erneuten massiven Eskalation des Handelskonfliktes deutlich gesunken sein, im Zentrum des Marktinteresses werden in den kommenden Monaten die (verzögerten) Wirkungen der US-Zölle auf Inflation und Wachstum stehen.

Kapitalmarktthemen 2026: KI-Blase auf Platz 1

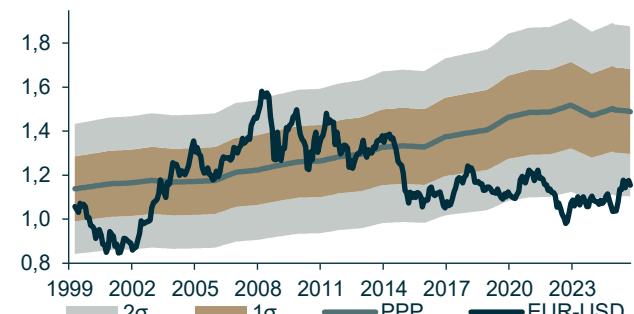
Umfrage der BofA unter institutionellen Anlegern: Wo sehen Sie aktuell die größten Risiken?



Quelle: BofA Global Fund Manager Survey, Commerzbank-Research

Die größten Risiken sehen institutionelle Anleger in dem Platzen einer KI-Blase, und in einem Anstieg der Anleiherenditen ausgelöst z.B. durch eine potenzielle zweite Inflationswelle. Das Risiko einer nachhaltigen USD-Abwertung wie auch eines Handelskrieges wird als nicht mehr so hoch eingestuft. Neu sind US-Konsumentenrisiken. Gleichzeitig ist der Risikoappetit bei den Profiinvestoren nicht besonders ausgeprägt. Dies stimmt wiederum optimistisch, denn eine exzessive Risikoneigung wäre ein erstes Warnzeichen für eine drohende Übertreibung.

Folgen der Trumpschen Wirtschafts-, Finanz- und Geopolitik: Struktureller Abwertungsdruck für den US-Dollar EUR-USD und (absolute) Kaufkraftparität (PPP) (mit +/- 1 und 2-Standardabweichungen)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research; per 31.10.2025

Trump's Wirtschafts-, Finanz- und Geopolitik als Herausforderung und Chancengeber für die Kapitalmärkte

- 1) Mit dem „One Big Beautiful Bill Act“ (OBBA) hat Trump die USA als Investitionsstandort nochmal deutlich attraktiver gemacht, was den Druck auf die europäische Politik massiv erhöht hat, die Standortbedingungen zu verbessern, um Produktionsverlagerungen sowie einen weiteren Arbeitsplatzabbau zu vermeiden und Investitionen nach Europa zu lenken:



- a. Niedrige Steuern und attraktive Abschreibungsbedingungen geben einen starken Impuls für Innovation und R&D, insbesondere für den KI-Investitionszyklus (siehe auch Seite 26).
 - b. Höhere Importzölle erhöhen zusätzlich den Anreiz für ausländische Unternehmen, Direktinvestitionen zu tätigen und Produktionsstandorte zu eröffnen.
 - c. Mit dem „America First Investment Policy Memorandum“ wird ein beschleunigter Genehmigungsprozess („Fast Track“) für ausländische Investoren bei sensiblen Technologien versprochen.
 - d. Deregulierungsinitiativen und schnellere Genehmigungsverfahren für Rechenzentren dürften die Gewinnperspektiven des Bankensektors wie auch den Krypto- und Stablecoin-Produktanbietern verbessern sowie den KI-Investitionszyklus (Halbleiter, Rechenzentren, Cloud) weiter befeuern.
- 2) Die Trump-Administration fordert deutlich niedrigere Zinsen, um die (Re-)Finanzierungskosten für die dynamisch steigende US-Staatsverschuldung zu senken. Sie greift die Unabhängigkeit der US-Notenbank direkt an und fordert sie zu mehr Zinssenkungen auf. Das belastet den US-Dollar, erhöht mittelfristig die Inflationsrisiken und die Anleiherenditen (siehe auch Seite 14).
- 3) Die Trump-Administration will das US-Handelsbilanzdefizit reduzieren und den Industriestandort USA stärken. Ein nachhaltig schwächerer Dollar soll seinen Beitrag dazu leisten. Er wirkt inflationär und verbessert zumindest kurzfristig die Gewinnperspektiven der US-Unternehmen, ist aber ein Belastungsfaktor für den europäischen Aktienmarkt (siehe auch Seite 20).
- 4) Trump hat die Europäer gezwungen, ihre Verteidigungsausgaben mittelfristig auf 5% des BIP zu erhöhen, was in Deutschland zur Aufgabe der Schuldenbremse und dem XXL-Fiskalpaket für Investitionen in die Infrastruktur und in die Verteidigung in den kommenden zwölf Jahren geführt hat. Dies hat die europäische Verteidigungsindustrie und die Infrastrukturanbieter beflogen, und die langfristigen Gewinnperspektiven signifikant verbessert (siehe auch Seiten 28f.). Für 2026 erwarten unsere Volkswirte einen Fiskalimpuls für Deutschland von 0,8% des BIP.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass US-Präsident Trump nicht nur die Kapitalmärkte in diesem Jahr in Atem gehalten hat und dieses sicherlich auch in den kommenden Jahren seiner zweiten Amtszeit tun wird, sondern den Grundstein gelegt hat für strukturelle

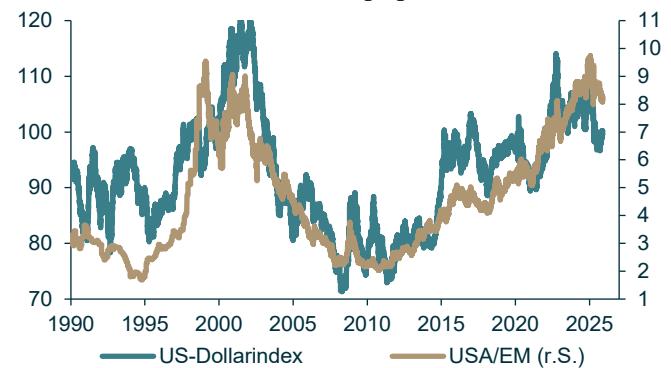
Veränderungen, die die Investorenengemeinschaft und den Euroanleger in ihren Anlageentscheidungen und in der Asset Allokation nachhaltig beeinflussen werden.

So führt die strukturelle USD-Schwäche zu Anpassungsbedarf in der Asset Allokation. Denn bei signifikantem bzw. dominantem USD-Investment erscheint für den Euroanleger zumindest eine Teilabsicherung der USD-Risiken sinnvoll, z.B. über währungsgesicherte ETFs und Fondstranchen oder derivative Lösungen. Denn EUR/USD handelt auf dem aktuellen Niveau von 1,15 immer noch fast zwei Standardabweichungen unterhalb der Kaufkraftparität von nahezu 1,50 (siehe Grafik Seite 3).

Darüber hinaus bedeutet ein strukturell schwächerer US-Dollar, dass Emerging-Market-Assets gegenüber US-Assets wieder attraktiver werden. Dies spricht für ein höheres, strategisches Gewicht von Emerging-Market-Anlagen in der Asset Allokation. Kurzfristig empfiehlt sich zur Umsetzung der chinesischen Aktienmarkt, weil dieser insbesondere vom KI-Megatrend profitiert und sich die Gewinnperspektiven durch weitere fiskalische und geldpolitische Impulse verbessern dürfen. So wären wir nicht überrascht, wenn die chinesische Regierung in ihrem neuen Mehrjahresplan ein KI-Investitionspaket in einer Dimension ähnlich den 500 Mrd. USD für das „Stargate-Projekt“ ankündigen wird (vgl. Seite 22).

Emerging Markets profitieren von USD-Schwäche

Relative Performance USA/Emerging Markets vs. USD



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. USA (MSCI USA Gross Total Return USD Index), Emerging Markets (MSCI Emerging Markets Gross Total Return USD Index); per 20.11.2025

2026 globales Wirtschaftswachstum im Bereich des Potenzialwachstums dank Notenbanken und Fiskalimpulsen. Notenbanker und Finanzminister „schieben an“, um den Belastungen durch die Handelskonflikte, die hohen Staatsschulden und dem Reformstau entgegenzuwirken (siehe auch Seite 12).

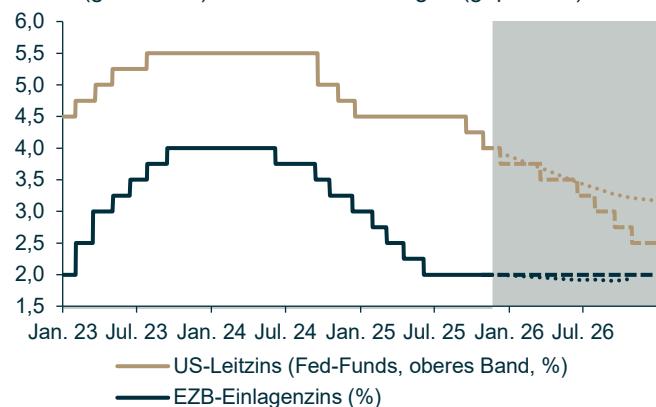
Expansive Geldpolitik und Fiskalpolitik sollen die Wirtschaft in den drei großen Wirtschaftsräumen USA, EU und China 2026 beleben. Das für den Kapitalmarkt negative



Stagflationsszenario – also eine Fortsetzung der konjunktuellen Abschwächung des Wachstums oder gar eine leichte US-Rezession bei gleichzeitig anziehender Inflation, welches der Kapitalmarkt nach dem „Liberation Day“ einpreiste – sollte vermieden werden. Dennoch dürften aufkommende Inflationssorgen und geringere Zinssenkungserwartungen den Aktienmarkt zwischenzeitlich immer mal wieder belasten. In den USA dürfte neben den Auswirkungen der „OBBBA“ die expansivere Geldpolitik für einen positiven Impuls sorgen. Unsere Volkswirte erwarten hier mehr Zinssenkungen als an den Märkten aktuell eingepreist, die Fed-Funds dürften im Herbst 2026 bis auf 2,5% fallen (siehe Grafik). Denn spätestens mit der Ernennung eines neuen Fed-Chefs im Mai 2026 dürfte die US-Notenbank dem politischen Druck der Trump Administration und der Forderung nach weiteren Zinssenkungen nachgeben. Im Euroraum wirkt die Geldpolitik nach der Halbierung des EZB-Einlagensatzes auf 2,0% 2026 stimulierend.

Geldpolitik liefert positive Impulse für 2026 ...

Entwicklung Leitzinsen seit Anfang 2023, Commerzbankprognosen (gestrichelt) und Markterwartungen (gepunktet) in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

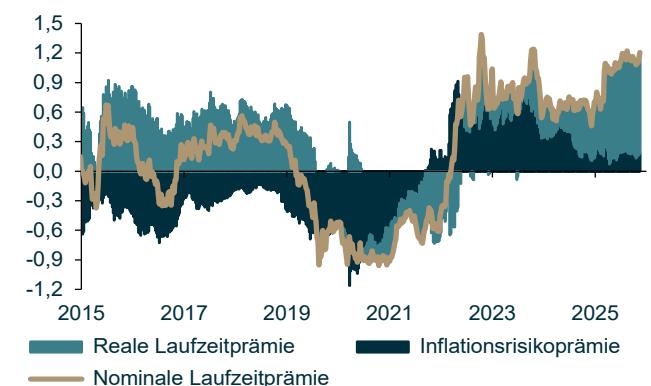
Auch in China versuchen das Finanzministerium und die Notenbank die schwach wachsende Wirtschaft anzuschieben. Zentralregierung und die Regionalregierungen emittieren mehr Anleihen, um mit den zusätzlichen Mitteln höhere Investitionen zu finanzieren – sowohl staatliche als auch solche im Rahmen von private-public Partnerschaften. Auch ist mit weiteren staatlichen Investitionen in die KI zu rechnen. Darüber hinaus fährt die Notenbank eine moderat expansive Politik – vor allem durch die Vergabe zusätzlicher Liquidität und weniger durch Zinssenkungen. Damit bleiben die chinesischen Aktienmärkte unterstützt, auch wenn die chinesische Wirtschaft aufgrund der strukturellen Probleme – Überkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe und die Folgen der geplatzten Immobilienblase – 2026 nur mit 4% gegenüber 4,9% im Jahr 2025 wachsen dürfte (siehe auch Seite 12).

Wir sehen leichte Aufwärtsrisiken für die Inflation und die Anleiherenditen.

Befürchtungen eines Anstieges der US-Inflation durch die aggressive Zollpolitik der Trump Administration haben sich bislang nicht materialisiert, da vor allem die US-Importeure die Hauptlast der Zölle getragen haben. Weil diese jedoch mit der Zeit die Belastungen durch die massiv gestiegenen Zölle teilweise an die Verbraucher und die ausländischen Lieferanten weitergeben werden, dürfte die US-Inflation 2026 zulegen (3,2% nach 2,8%; Kerninflation: 3,4% nach 3,0%; siehe auch Seite 12). Im Euroraum dürfte die Inflation nahe dem Notenbankziel von 2% verharren und damit über den Prognosen der EZB liegen. Für die Kapitalmärkte ist das reflationäre Umfeld positiv, solange die langfristigen Inflationserwartungen niedrig verankert bleiben und die Notenbanken an ihrer akkommodierenden Politik festhalten. Genau dies zeigen die stabil niedrigen Inflationsprämien, wohingegen die Laufzeitenprämie deutlich zugelegt hat und die Aufwärtsrisiken durch die höheren Fiskaldefizite und den dynamischen Anstieg der Staatsverschuldung widerspiegelt (siehe Grafik).

Aufwärtsrisiken für Anleiherenditen, langfristige Inflationsprämien stabil

Laufzeitenprämie nominal, real und Inflationsprämie in %



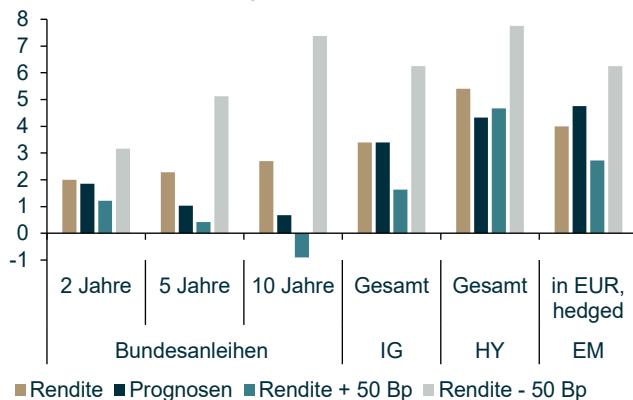
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, Schätzung auf Basis von Swap Rates

Trotz der leichten Aufwärtsrisiken für die Renditen bleibt das reflationäre Umfeld mit moderatem Wachstum für die Anleihemarkte positiv, die Erwartungen an die Gesamtrendite sind über alle Anleihesegmente auf 12 Monate positiv.



Positive Returnerwartungen für alle Anleihe segments trotz leichtem Renditeanstieg

Erwartete Gesamtrendite in % auf 12 Monate bei aktueller Verzinsung, mit Commerzbankprognosen und im Falle +/- 50 Bp. Renditeveränderung

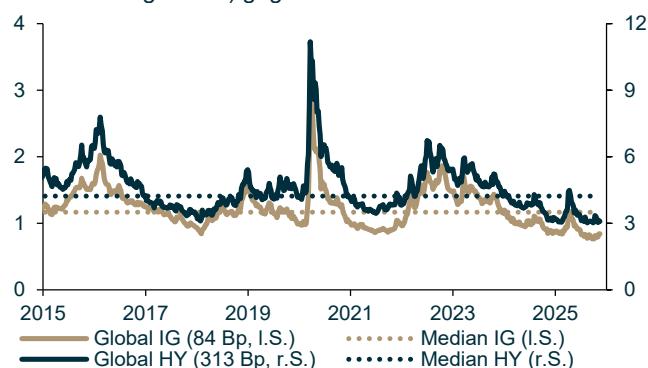


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Kreditrisikoprämien in der Nähe der historischen Tiefstände veranlassen uns die Unternehmensanleihen (Investment Grade und High Yield) mit Blick auf 2026 von übergewichteten auf neutral zurückzustufen. Das attraktivste Risiko/Returnprofil sehen wir in Emerging-Markets-USD-Anleihen, die wir gehedged präferieren (vgl. Staatsanleihen Seite 14, Unternehmensanleihen Seite 16, EM Seite 17), weil sich dort eine Verbesserung der Kreditqualität im Schnitt um eine Ratingklasse ergeben hat.

Kreditrisikoprämien nahe historischem Tiefstand

Kreditrisikoprämien* von Unternehmensanleihen (Investment Grade und High Yield) gegenüber Staatsanleihen in %



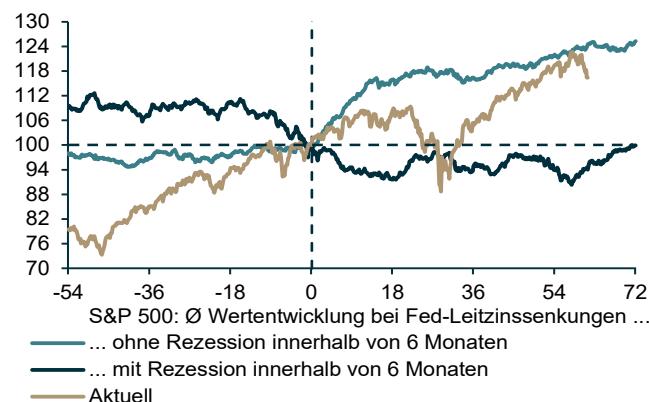
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. * Spread über Staatsanleihen

Nach drei Jahren Aktienmarkthausse kommt der Bullenmarkt in seine spätzyklische Phase, die in der Regel von höherer Kursvolatilität begleitet ist. Wir bleiben optimistisch und sehen in der reflationären Geld- und Fiskalpolitik, dem intakten KI-Megatrend, den sich verbesserten Gewinnperspektiven und anhaltenden rekordhohen Aktienrückkäufen Katalysatoren für die von uns erwartete Fortsetzung des Bullenmarktes im Jahr 2026.

Dem US-Zinssenkungszyklus kommt für die globalen Aktienmärkte eine wichtige Bedeutung zu, denn das Aktiensentiment profitiert von einer akkommodierenden Geldpolitik der Fed, die das Wachstum anschiebt, solange die Wirtschaftsdaten keine Rezessionsdiskussion auslösen.

Aktien profitieren von Zinssenkungszyklus, sofern Erwartung einer reflationären Erholung intakt bleibt

S&P 500: Durchschnittliche Wertentwicklung nach Fed Leitzinssenkungen – Zinssenkung = 100

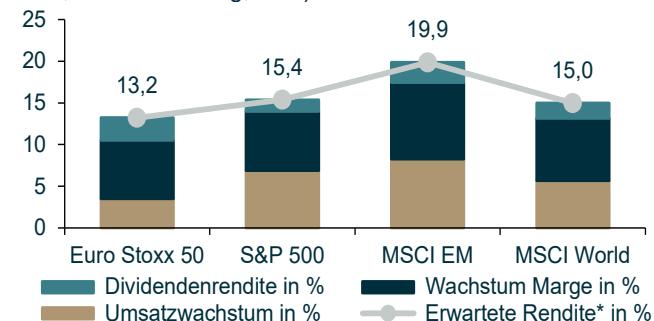


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die reflationären Impulse sowie der schwächere USD sind neben dem KI-Superzyklus wesentliche Faktoren hinter den hohen erwarteten Gewinnwachstumsraten und den Performanceerwartungen auf Aktieninvestments im kommenden Jahr. Hier stechen die Emerging Markets mit einem erwarteten Gewinnwachstum von 17,5% besonders positiv hervor, gefolgt von den USA mit 14% und Europa mit 10%. Auch wenn die Analysten meist zu optimistisch sind und die Wachstumserwartungen der Gewinne i.d.R. im Laufe des Jahres um etwa vier Prozentpunkte nach unten korrigiert werden, dürften die Gewinne in den Schwellenländern und in den USA zweistellig wachsen.

Verbesserte Gewinnperspektiven mit dynamischen Umsatz- und Gewinnwachstumsraten

I/B/E/S Analystenerwartungen für 2026 (Wachstumsrate vs. 2025, lokale Währung, in %)



Quelle: LSEG, MSCI, Commerzbank-Research. I/B/E/S Schätzung für 2025 und 2026. Stand 13.11.2025. * Erwartete Rendite unter Annahme gleichbleibender Multiples

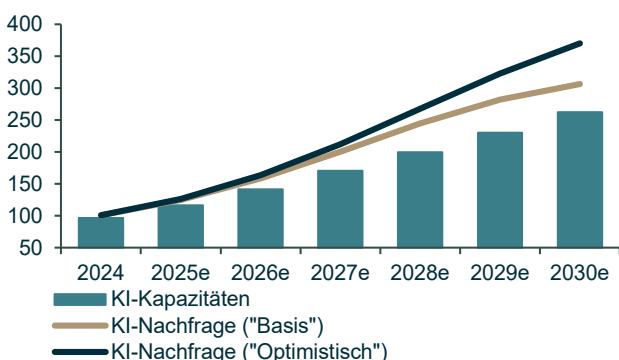


In Europa und in Deutschland, wo die Gewinne in den letzten drei Jahren stagnierten, halten wir ein Gewinnwachstum von 6% für realistisch. Die Performanceerwartung bei gleichbleibenden Bewertungen (unveränderte KGV- und Kurs/Buchwert-Multiples) dürfte dann inklusive der Dividendenrendite bei 8% bis 10% für das Gesamtjahr 2026 liegen. Zudem dürften die Aktienrückkäufe auch 2026 deutlich über den Neuemissionen (Börsengänge und Kapitalaufstockungen) liegen und das Angebot weiter verknappen. Die angekündigten Aktienrückkäufe in den USA erreichen aktuell ein Rekordniveau von etwa USD 1.200 Mrd. – etwa USD 200 Mrd. mehr als letztes Jahr.

Der KI-Megatrend wird auch im Jahr 2026 das dominante Thema für den Aktienmarkt sein. Der KI-Superinvestitionszyklus ist weiterhin voll intakt, die Nachfrage nach KI-Kapazitäten übersteigt deutlich den geplanten Kapazitätsaufbau in den kommenden Jahren. Die Geschwindigkeit, mit der sich Künstliche Intelligenz (KI) verbreitet, übertrifft bei Weitem alle früheren technologischen Megatrends. Die Nachfrage nach KI-Anwendungen verdoppelt sich aktuell etwa alle neun Monate. Laut einer Umfrage von Goldman Sachs setzen bereits 37% der Unternehmen KI ein; Innerhalb von drei Jahren ist ein Anstieg auf 76% zu erwarten. Das enorme Marktpotential der KI wird sich u.E. in langfristig erheblichen Produktivitätssteigerungen und einer hohen Gewinndynamik auf Unternehmensebene niederschlagen (vgl. Seite 26 und [Economic Insight: Wie wichtig ist KI für die US-Wirtschaft?](#)).

Prognostizierte KI-Nachfragedynamik höher als geplanter KI-Kapazitätsausbau

KI-Datacenter-Kapazitäten und Nachfrage in Gigawatt (GW) 2024-2030e



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Eine hohe Marktkonzentration, ambitionierte Bewertungen, gegenseitige Verflechtungen und Abhängigkeiten und eine gestiegene Kapitalintensität haben jüngst die Sorgen vor einer KI-Blase aufkommen lassen. Wir sehen Unterschiede zu der Dot.Com Blase der 90er Jahre und

erwarten eine Fortsetzung des KI-Booms. Um Phasen höherer Kursvolatilitäten zu trotzen, empfiehlt sich eine Diversifikation in KI-Zweitrundenprofiteure.

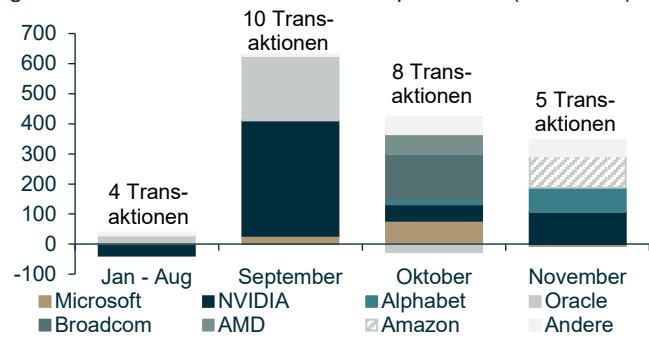
Der entscheidende Unterschied zum Internetboom ist, dass die Erstrundenprofiteure des aktuellen KI-Superzyklus bzw. die US-Hyperscaler Unternehmen mit gesunden Bilanzen und hochprofitablen Geschäftsmodellen sind, die mit ihrer Innenfinanzierungskraft die geplanten massiven Investitionen aus dem operativen Cash-Flow stemmen können. Der Gewinntrend der „Glorreichen Sieben“ ist weiter ungebrochen dynamisch, ihre Gewinne sind seit Anfang 2024 um 80% gewachsen, im Vergleich zu einer Stagnation der Gewinne etwa der DAX-Unternehmen.

Hält der beeindruckende Gewinntrend der Glorreichen 7? Kurs, Analysten-Prognosen für Unternehmensgewinne (kommande 12 Monate), indiziert, Jan 2024 = 100



Die zunehmenden gegenseitigen Abhängigkeiten und Verflechtungen innerhalb des KI-Ökosystems sehen wir kritisch. So ließen allein die 23 Transaktionen (Beteiligungen/Investitionen, Aufträge/Dienstleistungen) seit September 2025 die Marktkapitalisierung der betroffenen Unternehmen aus dem Nichts rund 1,4 Billionen USD steigen (siehe Grafik und Seite 26 und [Insight „Künstliche Intelligenz ...“](#)).

KI-Hyper-Loop: 23 Transaktionen schaffen rd. 1,4 Billionen USD-Kapitalisierungszuwachs seit September 2025 Veränderungen Marktkapitalisierung am Tag der Bekanntgabe der KI-induzierten Transaktion pro Monat (Mrd. USD)

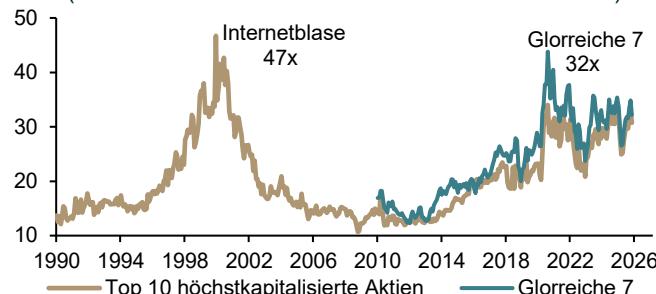




Dadurch hat sich die Stabilität und das Risikoprofil des KI-Ökosystems, speziell im Hinblick auf Transparenz und zirkuläre Abhängigkeiten, verschlechtert. Die hohe Marktkonzentration und die ambitionierten Bewertungen sehen wir weniger kritisch. Das aktuelle KGV-Bewertungsmultiple von 34 der Glorreichen Sieben ist zwar am oberen Ende der Spanne von 26 bis 36 der letzten 5 Jahre, sie sind aber noch weit von den Bewertungsexzessen der Dot.Com Blase entfernt. Ende der 90er Jahre war das KGV der 10 größten US-Unternehmen bei 47, das des Nasdaq 100 bei 90.

Ambitionierte, aber noch keine exzessive Bewertung!

KGV (Basis: erwartete Gewinne der nächsten 12 Monate)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

In diesem Zusammenhang lohnt auch der Blick auf die Dynamik der Kursentwicklungen in historischen Kapitalmarktblasen. Betrachtet man nicht nur die Kursperformance bis zum Hochpunkt, sondern teilt die Kursperformance in jeweils drei gleichlange Phasen während des Entstehens der Exzesse auf, fällt auf, dass häufig die dritte und letzte Phase vor dem Platzen der Blase die beste Kursperformance liefert. Das liegt häufig daran, dass die Angst etwas zu verpassen oder die **Fear-Of-Missing-Out** (unerfahrene) Anleger am Ende eines Zyklus in den Markt treibt – bekannt auch aus der Verhaltensökonomie als Herdentrieb – die dann die Kursbewegungen noch einmal deutlich beschleunigen. Wenn wir die Kursperformance seit dem Start von ChatGPT Anfang 2023 vergleichen, entspricht der Anstieg bei weitem nicht vorangegangen Kapitalmarktexzessen.

Boom oder Blase?

Historische Kapitalmarktexzesse und Aktienmarktblasen

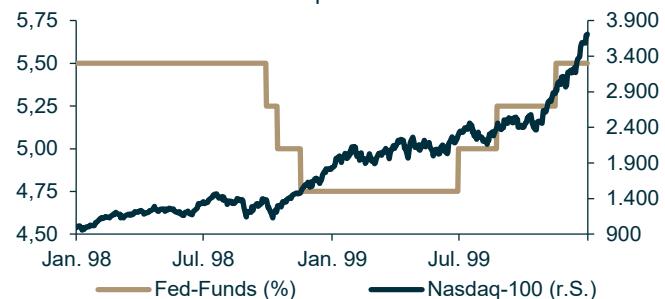
Blase	Anlage-klasse	Index	Start	Hoch-punkt	Kursperformance: Phasen bis zum Hochpunkt*			
					Gesamt	1. Drittel	2. Drittel	3. Drittel
Roaring 20s	Aktien	DJ Industrial Avg	Aug 1921	Sep 1929	447%	32%	75%	138%
Japan-Aktien	Aktien	Nikkei 225	Okt 1982	Dez 1989	468%	81%	97%	59%
Dot.com Boom	Aktien	Nasdaq 100	Jan 1995	Mar 2000	1082%	85%	82%	252%
China A-Aktien	Aktien	Shanghai A Aktien	Dez 2005	Okt 2007	454%	53%	68%	115%
Durchschnitt					63%	81%	141%	
Gold I	Rohstoffe	Gold Spot	Aug 1976	Jan 1980	660%	37%	32%	319%
Gold II	Rohstoffe	Gold Spot	Apr 2002	Sep 2011	526%	38%	133%	95%
Bitcoin	Krypto	Bitcoin/USD Spot	Mar 2017	Nov 2021	5428%	445%	6%	859%
Aktuelle Trends					Bisherige Performance**			
KI Boom	Aktien	Glorreiche 7	Nov 2022	?	291%			
Gold	Rohstoffe	Gold Spot	Nov 2022	?	148%			
Bitcoin	Krypto	Bitcoin/USD Spot	Nov 2022	?	508%			

Quelle: Bloomberg Net Total Return Indizes, Commerzbank-Research; * Gesamtperiode für jede Blase separiert in gleich lange Intervalle. ** 14.11.2025.

Dass es aber mit dem KI-Superzyklus zu Exzessen kommen könnte, ist nicht auszuschließen. Die Gefahr liegt in der Begeisterung und Euphorie für neue disruptive Technologien. Dies hat schon der Zukunftswissenschaftler Roy Amara in dem nach ihm benannten Gesetz festgehalten, wonach Marktteilnehmer die kurzfristigen Effekte einer neuen Technologie meist überschätzen und die langfristigen Effekte unterschätzen. Eine solche KI-Euphorie könnte durch einen ausgeprägten Zinssenkungszyklus weiter angefacht werden. Genau dieses war der Grund für die explodierenden Kurse Ende der 90er Jahre, als die US-Notenbank aufgrund der LTCM-Hedgefondskrise und der russischen Staatspleite die Zinsen vorsorglich senkte, ohne dass dies realwirtschaftlich notwendig gewesen wäre. Sollte die US-Notenbank dem politischen Druck Trumps nachgeben und wir einen ausgeprägten Zinssenkungszyklus sehen, dürften die KI-Euphorie noch einen zusätzlichen Booster bekommen und Bewertungsrelationen in gefährliche Höhen katapultieren.

Equity Narrativ 1998/1999: Wird die Fed mit Zinssenkungen die KI-Euphorie nochmal befeuern?

Fed-Funds-Rate und Nasdaq 1998 und 1999

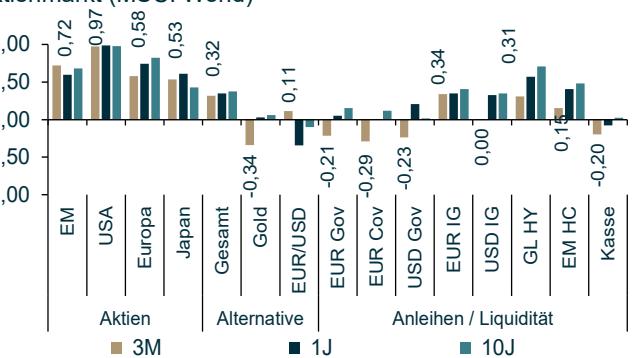


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Um sich gegen Aktienmarktrisiken ein Stück weit abzusichern ist es für die Portfoliokonstruktion sinnvoll auf die Korrelationen zwischen den Assetklassen zu schauen.

Höhere Aktiengewichtung durch Gold und Staatsanleihen absichern

Korrelationen unterschiedlicher Assetklassen mit dem Weltaktienmarkt (MSCI World)



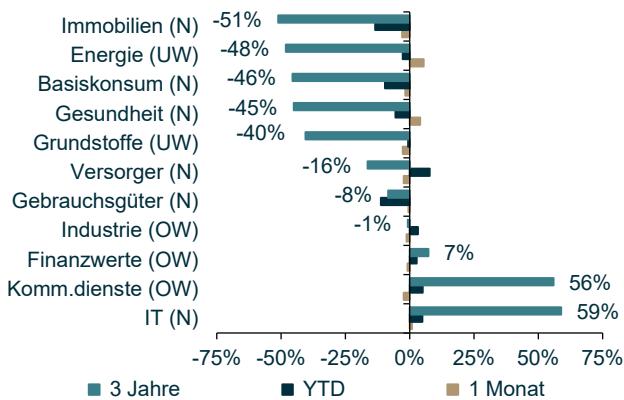
Quelle: Bloomberg Net Total Return Indizes (Schlusskurs 15.11.2025), Commerzbank-Research



In der Grafik unten wird deutlich, dass sich vor allem Staatsanleihen und Gold sowohl kurz-, mittel- wie langfristig auf Grund ihrer negativen Korrelation mit Aktien bzw. ihrer Unkorreliertheit als Diversifikationsinstrument zur Absicherung der Aktienrisiken eignen. Eine höhere Aktienquote lässt sich damit in einem Multi-Asset Portfolio gut ausbalancieren (siehe auch S. 33).

Sektortrends weiter intakt: Fokus auf Kommunikation, Finanzen, Industrie und Infrastrukturanbieter

Relative Performance gegenüber MSCI World in EUR



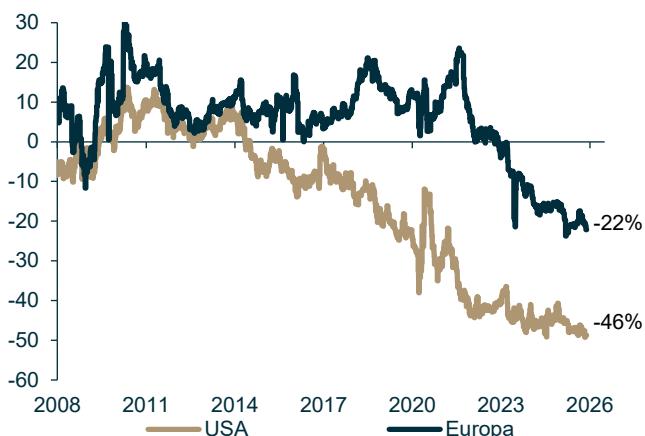
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Innerhalb des Aktiensegmentes bleiben wir bei unseren Favoriten Kommunikation, Finanzen und Industrie, die in diesem Jahr auch den breiten MSCI Welt geschlagen haben. In Europa sind neben der Verteidigungsindustrie und Infrastrukturanbieter auch die Versorger interessant, da sie mit der Bereitstellung von Energienetzen und Stromversorgung vom Klimatrend profitieren. (Vgl. Sektorstrategie Seite 23, Aktien Spezial Industrie/Verteidigung/Infrastruktur Seiten 28f.)

Aufholjagd von Small- und Mid Caps?

Small Cap Prämie bzw. Abschlag gegenüber Large Caps

(Durchschnitt KGV und Preis zu Buchwertverhältnis)



Quelle: Morgan Stanley, Commerzbank-Research

Auch für die Small- und Mid-Caps sind wir weiter optimistisch gestimmt, da sie in Europa auch von staatlichen Investitionsprogrammen profitieren und in den USA von den Zöllen und den niedrigeren Zinsen sowie von der anziehenden M&A- und IPO-Aktivität. Der sehr ausgeprägte Bewertungsabschlag zu den Large Caps dürfte sich sukzessive abbauen (siehe Grafik oben).

Private Markets ergänzt als strategischer Trabant das klassische 60/40- zum 50/30/20-Portfolio.

Private-Market-Assets ermöglichen neben einer weiteren Diversifikation in alternative Assetklassen eine Verbesserung des Risiko/Return-Profs durch die Vereinnahmung von Illiquiditätsprämien. Dabei kann das klassische 60/40 Aktien/Rentenportfolio mit alternativen Assetklassen wie Private Equity, Private Debt, Infrastruktur und Immobilien zum Beispiel zu einem 50/30/20 Portfolio ergänzt werden. Die untere Grafik zeigt eindrucksvoll, dass die Verbesserung des Risiko/Returnprofils unter Einbeziehung von alternativen Assets sehr gut gelingt. Wichtig ist dabei allerdings zu verstehen, dass im Falle von Marktturbulenzen die alternativen Assets – auch wenn die ELTIF 2.0 bzw. Evergreen Fondstrukturen eine monatliche oder vierteljährliche Liquidität in Aussicht stellen – eben illiquide und i.d.R. nicht veräußerbar sind. Der Liquiditätsplanung kommt daher bei Einbeziehung von Private-Market-Assets eine wichtige Bedeutung zu.

Multi-Asset Portfolio-Zielstruktur: 50/30/20 ersetzt das klassische 60/40 Portfolio

Durchschnittliche Rendite (y-Achse) und Volatilität (x-Achse) für Portfolios, die um Private Assets ergänzt wurden (in % per annum, in USD, 2010-2024)



Quelle: Commerzbank-Research, Blackrock, Bloomberg. Monatliche Daten in USD von 2010 bis 2024. * Portfolio: 55% Aktien, 35% Anleihen und je 2,5% Private Equity, Infrastruktur, Private Debt, Immobilien. ** Portfolio: 52,5% Aktien, 32,5% Anleihen und je 3,75% Private Equity, Infrastruktur, Private Debt, Immobilien. *** Portfolio: 50% Aktien, 30% Anleihen und je 5% Private Equity, Infrastruktur, Private Debt, Immobilien.

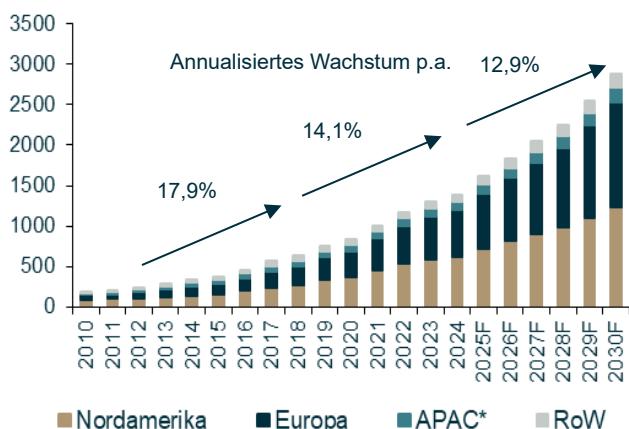
Mit Blick auf das Kapitalmarktjahr 2026 finden wir vor allem europäische Infrastruktur-Investments spannend, weil diese von den deutschen und europäischen



Investitionsprogrammen profitieren. Der Markt für Infrastruktur-Assets dürfte in den kommenden Jahren um ca. 13% p.a. wachsen; dabei wächst Europa mit dem Rückenwind der staatlichen Investitionsprogramme deutlich dynamischer als der Rest der Welt.

Europäische Infrastruktur mit stärkstem Wachstum...

Verwaltetes Vermögen in Infrastrukturprodukten (Mrd. USD)

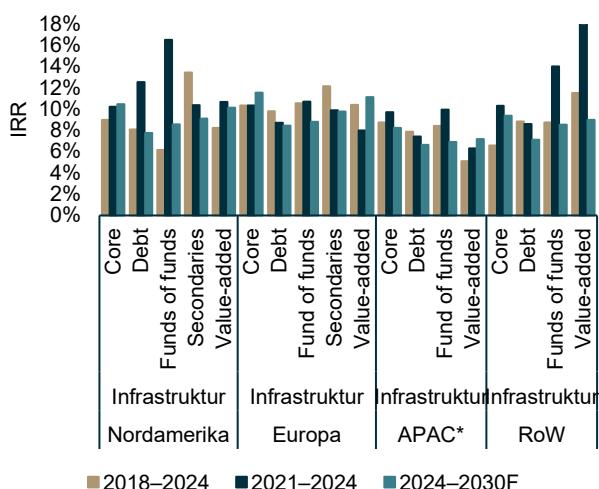


Quelle: Preqin, *AuM Zahlen ohne Yuan/Renminbi Fonds **Werte beziehen sich jeweils auf Jahresultimo. ** Neigungsgrad der annualisierten Wachstumskurve ist nicht proportional zur Wachstumsrate

Zudem werden die Renditen für die unterschiedlichen Infrastrukturstrategien in Europa im Vergleich zu den USA und Asien am attraktivsten eingeschätzt. Zum Thema Infrastrukturinvestments empfehle ich das Interview mit Michael Henn ab Seite 36, welches die Assetklasse näher beleuchtet und die Perspektiven für interessante Investment-Opportunitäten aufzeigt.

... und attraktiven Renditen

Historische Performance regionaler Infrastruktur Assets (nach Segmenten) historisch und Prognose



Quelle: Preqin, *Performance ohne Yuan/Renminbi Fonds, Performance berechnet jeweils zu Jahresultimo

Meine Empfehlung für Sie

Das Umfeld für Kapitalanleger wird nach drei Jahren der vom KI-Megatrend und rückläufigen Inflationsraten getriebenen Hause an den Aktienmärkten – mit geopolitischen Unsicherheiten als ständigem Begleiter – nicht weniger herausfordernd. Eine rekordhohe Marktkonzentration auf die Glorreichen Sieben und US-Tech-Mega-Cap-Unternehmen, ambitionierte Bewertungen, ein KI-Superinvestitionszyklus und die Zunahme der gegenseitigen Verflechtungen und Kooperationsprojekte der KI-Hyperscaler mit den erfolgreichen KI-Start-Up-Playern und KI-Infrastrukturanbieterinnen nähren die Sorgen vor einer erneuten Technologieblase. Wir verstehen die Sorgen, sehen aber erhebliche, qualitative Unterschiede zur Internetblase aufgrund des beeindruckenden Gewinnrends und des kriegsgesunden Finanzprofils der US-Tech-Mega-Caps. Die Finanzierung des KI-Superinvestmentzyklus steht somit auf gesunden Füßen. Auch wenn die Bewertungen der KI-Erstrundenprofiteure ambitioniert sind, sind sie nicht exzessiv. Wir bleiben optimistisch für den KI-Megatrend und für die Aktienmärkte im Jahr 2026 und sehen ein Ertragspotential bei unveränderten Bewertungen von acht bis zehn Prozent. Phasen mit erhöhter Kursvolatilität begleiten wir durch Diversifikation in KI-Zweitrundenprofiteure. Neben der Fortsetzung des KI-Superzyklus sehen wir vor allem die Schwellenländer als langfristigen Gewinner des strukturellen Abwertungsdrucks des US-Dollar. Umsatz- und Gewinnperspektiven haben sich in den Emerging Markets deutlich verbessert; zudem profitieren China und Korea vom KI-Superzyklus. In Europa sind es vor allem die Finanzwerte, Infrastrukturanbieter und die Verteidigungsindustrie, die von den XXL-Fiskalpakten und der expansiven Geldpolitik profitieren. Die Ertragserwartungen für Anleihen befinden sich in Höhe der laufenden Verzinsung oder des Kupons. Aus Risiko/Ertrags-Gesichtspunkten halten wir im Anleihesegment Emerging-Markets-Anleihen EUR-gehedged als attraktives Investment. Multi-Asset Portfolios mit einem Fokus auf unternehmerische Investments können in diesem Kapitalmarktfeld ihre Stärke voll ausspielen und dürfen auch im Jahr 2026 einen realen Vermögenszuwachs ermöglichen. Staatsanleihen und Gold dienen dabei als Absicherung gegen Rückschläge an den Aktienmärkten. Zur Portfoliostabilität und mit Ertragssteigerung durch Vereinnahmung von Illiquiditätsprämien tragen auch Private-Market-Assets bei; hier sehen wir neben der Wiederbelebung des Private Equity Marktes durch erhöhte M&A- und IPO-Aktivität ebenfalls vor allem Opportunitäten bei europäischen Infrastruktur Assets, die von den staatlichen Investitionsprogrammen profitieren.



Positionierungsempfehlungen

Assetklassen	--	-	O	+	++
Renten	□	□	□	■	□
Aktien	□	□	□	■	□
Rohstoffe	□	□	■	□	□
Liquidität	□	■	□	□	□
Alt. Anlagen Immobilien	□	■	□	□	□
Alt. Anlagen Sonstige	□	□	□	■	□
Aktien Regionen	--	-	O	+	++
Europa	□	■	□	□	□
USA	□	■	□	□	□
Japan	□	■	□	□	□
Emerging Markets	□	□	□	■	□
China	□	□	□	■	□
Korea	□	□	■	□	□
Brasilien	□	■	□	□	□
Indien	□	□	□	■	□
Aktien Sektoren	--	-	O	+	++
Informationstechnologie	□	□	■	□	□
Finanzen	□	□	□	■	□
Energie	□	■	□	□	□
Kommunikationsdienstleistungen	□	□	□	■	□
Verbrauchsgüter	□	□	■	□	□
Versorger	□	□	■	□	□
Grundstoffe	□	■	□	□	□
Industrie	□	□	□	■	□
Gebrauchsgüter	□	□	■	□	□
Gesundheit	□	□	■	□	□
Immobilien	□	□	■	□	□
Renten	--	-	O	+	++
Staatsanleihen EUR/USD	□	□	■	□	□
Deutsche Pfandbriefe EUR	□	□	□	■	□
Unternehmensanleihen EUR	□	□	■	□	□
Nachranganleihen	□	□	■	□	□
Emerging Markets EUR/USD	□	□	□	■	□
Währungen aus Eurosicht	--	-	O	+	++
USD	□	■	□	□	□
GBP	□	□	□	■	□
NOK	□	□	□	■	□
CHF	□	■	□	□	□
CAD	□	□	■	□	□
AUD	□	□	■	□	□



Weltwirtschaft

Weiter moderates Wachstum

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

- Die US-Wirtschaft wird durch die Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung gebremst, eine Rezession bleibt aber unwahrscheinlich. Auch wegen des politischen Drucks dürfte die Fed ihre Zinsen deutlich senken
- Die chinesische Wirtschaft leidet weiter unter einer schwachen Inlandsnachfrage. Hinzu kommen die höheren US-Zölle, die den Zugang zum wichtigsten Auslandsmarkt erschweren
- Trotz einer etwas besseren Stimmung bei den Unternehmen dürfte sich das Wachstum im Euroraum nicht merklich verstärken. Eine wichtige Ausnahme ist Deutschland, wo die Finanzpolitik die Konjunktur 2026 anschieben wird
- Die EZB dürfte ihre Zinsen vorerst nicht weiter senken

US-Wirtschaft weiter mit moderatem Wachstum

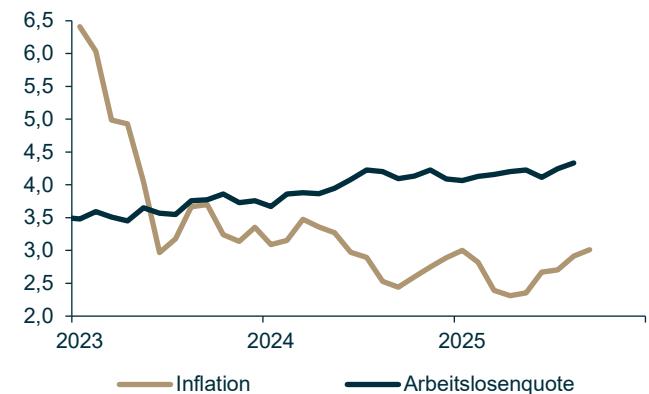
Auch wenn es zuletzt um die Handelspolitik der Trump-Administration etwas ruhiger geworden ist und einige Zölle sogar gesenkt wurden, hinterlässt sie zunehmend ihre Spuren in der Weltwirtschaft. Am stärksten gilt dies bisher für die US-Wirtschaft selbst. Denn deren zuletzt eher geringeres Wachstumstempo dürfte zu einem beträchtlichen Teil auf die Verunsicherung der Unternehmen und die Belastung durch die Zollzahlungen zurückzuführen sein. Denn bisher scheinen die Zölle in erster Linie durch Inländer getragen zu werden. Die hohen Investitionen in Künstliche Intelligenz haben dies nur teilweise ausgeglichen. An diesem Umfeld dürfte sich im kommenden Jahr nicht viel ändern, sodass die US-Wirtschaft weiter recht moderat um 2,2% wachsen wird.

Fed orientiert sich am schwächeren Arbeitsmarkt

Diese Entwicklung hat die Federal Reserve in eine schwierige Lage gebracht: Denn der Beschäftigungsaufbau hat sich spürbar abgeschwächt, und die Arbeitslosenquote ist etwas nach oben geklettert. Gleichzeitig ist aber die Inflationsrate auf 3% gestiegen und hat sich damit vom 2%-Ziel der Notenbank entfernt (siehe Chart). Da die Fed Letzteres als ein vorübergehendes Phänomen ansieht, gewichtet sie derzeit ihr Vollbeschäftigungsmandat stärker und hat begonnen, ihren Leitzins zu senken. Wir gehen davon aus, dass er bis zum Sommer des kommenden Jahres auch wegen des zunehmenden Drucks von Seiten der US-Regierung auf 2,5% fallen wird, was deutlich tiefer wäre als von vielen erwartet.

US-Arbeitslosenquote und Inflationsrate steigen

Arbeitslosenquote; Verbraucherpreise Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, saisonbereinigte Monatswerte



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

China weiter kein Schwungrad für die Weltwirtschaft

Auch die zweitgrößte Volkswirtschaft wird der Weltwirtschaft im kommenden Jahr keine zusätzlichen Impulse geben. Vielmehr dürfte dort die Nachfrage nach ausländischen Gütern eher noch abnehmen. Dies ist zum einen die Folge des politischen Ziels, in vielen Bereichen von Lieferungen aus dem Ausland weitgehend unabhängig zu werden. Zudem sind die heimischen Unternehmen auch zunehmend in der Lage, die ausländischen Produkte in ausreichender Qualität zu ersetzen. Hinzu kommt eine schwache Inlandsnachfrage, die immer noch unter den Spätfolgen der geplatzten Immobilienblase leidet. Zudem dürften die Exporte in die USA zunehmend unter den hohen US-Zöllen leiden, was nur teilweise durch zusätzliche Lieferungen in andere Regionen ausgeglichen werden dürfte. Darum rechnen wir für 2026 nur mit einem für China recht schwachen Wachstum von 4,0%.

Euroraum: Niedrigerer Leitzins gegen höhere US-Zölle

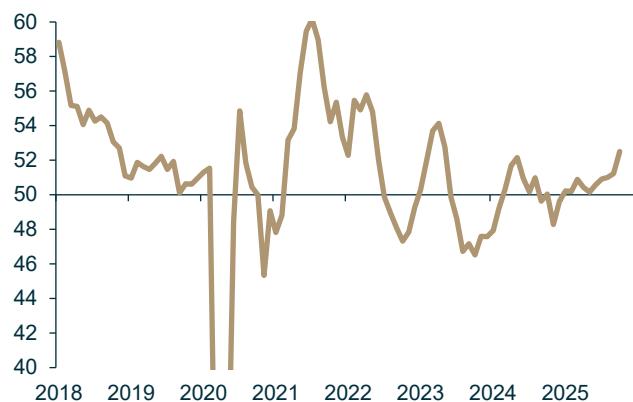
Von der Seite der Exporte dürfte die Euroraum-Wirtschaft deshalb im kommenden Jahr keine Impulse erhalten, zumal die Nachfrage aus den USA durch die höheren US-Zölle gebremst werden dürfte. Allerdings wird die Inlandsnachfrage in den Euro-Ländern voraussichtlich von den niedrigeren Leitzinsen der EZB profitieren, was aber kaum ausreichen dürfte, um das Wachstum im kommenden Jahr spürbar anzuschließen, zumal die Finanzpolitik in vielen Ländern eher restriktiv ausgerichtet sein wird. Darüber hinaus dürften sich Sondereffekte wie ein starkes Wachstum in einigen kleineren Euro-Ländern wie Irland kaum wiederholen. Darum sollten die



zuletzt etwas besseren Stimmungsindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex (siehe Chart) kurzfristig kaum eine bessere Konjunktur signalisieren. Mit 0,9% erwarten wir für 2026 sogar ein etwas geringeres Wachstum als in diesem Jahr (voraussichtlich 1,1%).

Hoffnungssignal vom Eurauraum-PMI

Einkaufsmanagerindex für die Industrie und den Dienstleistungssektor, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Deutsche Wirtschaft erhält Schub von der Finanzpolitik

Eine der wenigen Ausnahmen ist Deutschland. Denn der deutsche Staat wird seine Ausgaben in den kommenden Jahren deutlich erhöhen und damit der Konjunktur einen Schub geben. So hat sich der Spielraum der Bundesregierung bei der Neuverschuldung durch die im Frühjahr vorgenommenen Änderungen des Grundgesetzes um bis zu 3,5% des Bruttoinlandsproduktes vergrößert. Darum ist derzeit weniger die Frage, ob die Konjunktur in den kommenden Jahren einen deutlichen Impuls erhalten wird, sondern wann dieser wie stark einsetzen wird. Dabei gibt es angesichts langer Planungszeiten sowohl bei den Investitionen in die Infrastruktur als auch bei den zusätzlichen Ausgaben für die Verteidigung berechtigte Zweifel, dass diese im kommenden Jahr bereits in einem nennenswerten Umfang getätigten werden können. Allerdings hat die Bundesregierung in einem beträchtlichen Umfang Investitionen vom Kernhaushalt in das Sondervermögen verschoben, und bei der Verteidigung wird nun ein Teil der bisherigen Ausgaben nicht mehr auf die Schuldenbremse angerechnet. Beides erhöht den Spielraum im Kernhaushalt für andere Ausgaben bzw. Entlastungen wie die niedrigere Mehrwertsteuer bei Gaststätten, die geringeren Netzgebühren oder die Steuerausfälle durch verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten. Dieser Verschiebebahnhof verringert zwar die Chancen weiter, dass sich die Wachstumsausichten durch die zusätzlichen Schulden zumindest etwas verbessern. Da die hierdurch ermöglichten zusätzlichen Ausgaben und Entlastungen aber schnell umgesetzt werden, dürften diese Verschiebungen die kurzfristigen

Konjunkturaussichten für 2026 eher aufhellen. Darum gehen wir davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im kommenden Jahr mit 1,2% zum ersten Mal seit längerem wieder nennenswert wachsen wird. Allerdings wird dieser Zuwachs durch eine höhere Anzahl von Arbeitstagen begünstigt. Rechnet man diesen Effekt heraus, dürfte die deutsche Wirtschaft ähnlich stark zulegen wie der Durchschnitt des Eurauraums.

Eurauraum-Inflation weiter nahe 2%

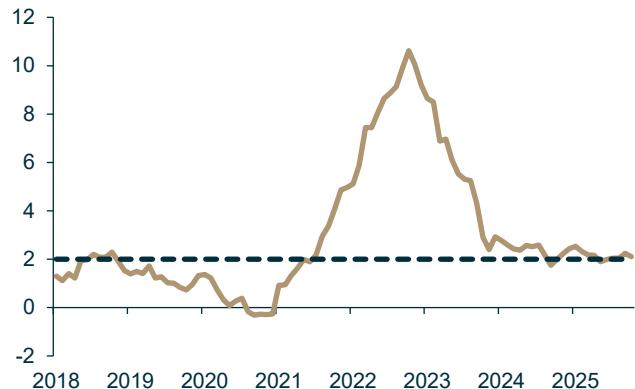
Die Inflationsrate im Eurauraum hat sich in den vergangenen Monaten in der Nähe des EZB-Ziels von 2% eingependelt. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich hieran auch kaum etwas ändern. Zwar dürfte die Entwicklung der Energiepreise die Inflationsrate im kommenden Jahr kaum noch drücken. Dafür dürfte sich aber der bis zuletzt recht kräftige Anstieg der Dienstleistungspreise angesichts nicht mehr ganz so schnell steigender Löhne etwas abschwächen. Einen Rückgang der Inflationsrate deutlich unter das EZB-Ziel, wie ihn mancher bei der EZB befürchtet, halten wir allerdings für unwahrscheinlich. Denn der Lohnauftrieb dürfte zwar etwas schwächer, aber weiter eher stärker sein als im langfristigen Durchschnitt, und die Unternehmen dürften eine weitere Verringerung ihrer in den vergangenen Quartalen bereits geschrumpften Gewinnmargen zu verhindern versuchen.

EZB hält still

Folglich dürfte die Inflationsrate eher etwas höher sein als derzeit von der EZB erwartet. Da die Wirtschaft zudem moderat zulegen wird, wird die Notenbank ihre Leitzinsen im kommenden Jahr voraussichtlich nicht verändern.

Eurauraum-Inflation pendelt sich bei EZB-Ziel ein

Harmonisierter Verbraucherpreisindex, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



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



Anleihen

Staatsanleihen leiden 2026 unter hoher Verschuldung

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

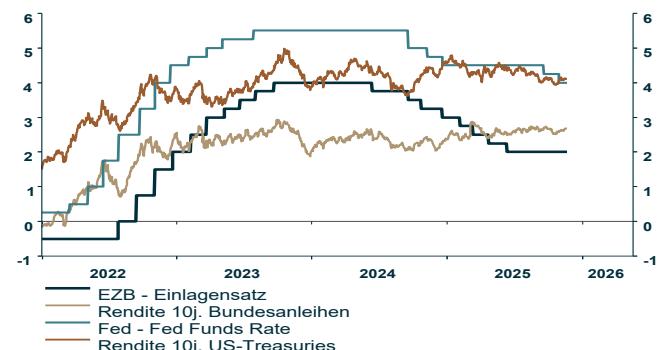
- Renditen längerer Laufzeiten dürften ansteigen
- Steigende Defizite führen zu Rekordemissionen
- Volumen ausstehender EU-Anleihen steigt

USA und Euroraum mit unterschiedlicher Geldpolitik

Im nächsten Jahr erwarten wir ein stabiles Makroumfeld, jedoch mit Handelskonflikten und steigender Verschuldung. In den USA und dem Euroraum war 2025 die Entwicklung sehr unterschiedlich. So stiegen die Renditen im mittleren und längeren Laufzeitenbereich in Europa leicht an und gingen in den USA leicht zurück. Auch 2026 könnten sich die Renditen unterschiedlich entwickeln, besonders aber im kurzen Laufzeitenbereich. Der Hauptgrund dafür liegt bei den Notenbanken. Wir erwarten, dass die EZB die Leitzinsen wohl unverändert bei 2% belässt, die US-Notenbank Fed sie auf 2,5% und die BoE auf 3,5% senkt. Die BoJ dürfte sie dagegen auf 1% anheben. Die Fed sollte zunehmend unter politischen Druck kommen und die Zinsen deshalb kräftig senken. Wir rechnen noch mit insgesamt sechs Zinssenkungen um 25 Basispunkte, also um insgesamt 1,5 Prozentpunkte. Die Spanne der Fed-Funds-Rates dürfte im Herbst 2026 bei 2,25% bis 2,50% liegen (aktuell: 3,75% bis 4,00%). Der Markt geht derzeit nur von gut drei Zinssenkungen aus.

Fed hat die Zinsen bisher weniger gesenkt als die EZB

Unterschiedliche Rentenmarktentwicklung



Quelle: LSEG-Datostream, Commerzbank-Research

Renditeausblick für den Euroraum und die USA

Wegen unserer ausgeprägteren Zinssenkungserwartungen für die US-Notenbank Fed erwarten wir, dass die US-Treasuries insgesamt besser tendieren als die Staatsanleihen im Euroraum.

Bei Staatsanleihen im Euroraum dürfte die Rendite längerlaufender Anleihen im kommenden Jahr in einem Umfeld steigender Verschuldung moderat steigen. Für Ende nächsten Jahres rechnen wir mit einer Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von ca. 3%. Vor allem die steigende Verschuldung in Deutschland, aber auch im Euroraum stellt eine Belastung dar. Deshalb wird es 2026 zu rekordhohen Emissionen kommen. Die EZB wird gleichzeitig ihren Bilanzabbau fortsetzen und nimmt weiter keine Emissionen auf. Auch wenn die Inflation im Euroraum niedrig bleiben dürfte, wird EZB die Leitzinsen nicht weiter senken.

In den USA dürften durch die massiven Zinssenkungen der Fed vor allem die Renditen kurzlaufender US-Treasuries zurückgehen, die Kurse längerer Laufzeiten aber nur wenig davon profitieren. Das liegt daran, dass die US-Inflation trotz des schwächeren Wachstums mit knapp 3% merklich über dem Notenbank-Ziel von 2% liegen dürfte, weil die US-Importeure die Belastungen durch die massiv gestiegenen Zölle teilweise an die Verbraucher weitergeben sollten. Setzt sich die Erosion der Unabhängigkeit der US-Notenbank so fort, spricht dies längerfristig für eine erhöhte Inflation, was den längeren Laufzeitenbereich belastet. Auch die heftig steigende Verschuldung wirkt dort negativ. Die US-Zinskurve dürfte somit steiler werden und der Renditevorsprung der USA gegenüber Europa sollte im kurzen Laufzeitenbereich zurückgehen. Der US-Rentenmarkt profitiert allerdings vom Ende des Bilanzabbaus der Fed ab Dezember 2025. Die Fed hat angekündigt, auslaufende US-Treasuries und hypothekengesicherte Anleihen wieder zu reinvestieren und tritt wieder als Nachfrager auf. Da die Fed die Laufzeit ihres Portfolios verkürzen möchte, agiert sie insbesondere am kurzen Ende des Laufzeitspektrums, was ebenfalls für eine bessere Entwicklung von US-Kurz- als Langläufern spricht.

Anlagestrategie für Staatsanleihen

Das Thema der hohen Staatsverschuldung könnte die Märkte 2026 immer wieder beschäftigen. Es besteht das Risiko, dass Euro-Länder unter Druck geraten, wenn die steigenden Zinsbelastungen diskutiert werden und Ratingherabstufen drohen. Die Verschuldung könnte dann untragbar erscheinen. Einzelne Euro-Länder sind besonders anfällig, da die Steuerlast bereits hoch und das Wachstumspotenzial niedrig ist. Das Hauptrisiko für den Rentenanleger ist dabei eine Kurvenversteilung mit steigenden Renditen im längeren Laufzeitenbereich. Wir präferieren daher die kurzen und



mittleren Laufzeiten. Die Rendite längerer Laufzeiten ist zuletzt attraktiver geworden. Längere Laufzeiten sollten aber zunächst nur aus Portfoliogesichtspunkten beigemischt werden. Für den Jahresverlauf gilt - je steiler die Zinskurven werden, umso interessanter werden dann wieder längere Laufzeiten.

Bund-Zinskurve könnte noch steiler werden

Renditedifferenz lang- und kurzlaufender Bundesanleihen



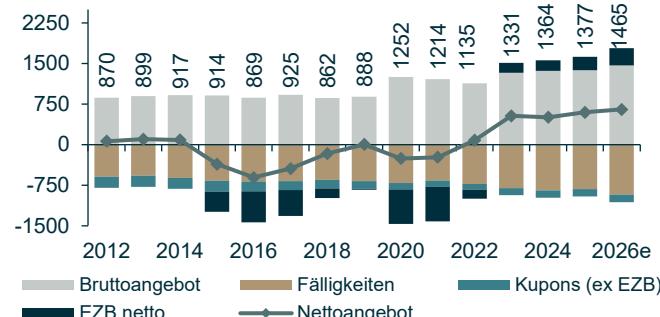
Quelle: LSEG-Datostream, Commerzbank-Research

Hohe Defizite der Euroländer

Die Verschuldung im Euroraum dürfte 2026 weiter ansteigen, da der Kapitalbedarf für Verteidigungsausgaben, Infrastruktur- und KI-Investitionen hoch ist. Am stärksten dürfte das Defizit in Deutschland ansteigen, da die Verfassungsänderung deutlich höhere Ausgaben für Verteidigung und Investitionen in Infrastruktur erlaubt. Das Defizit in Deutschland könnte nächstes Jahr von 3,0% auf 3,5% und 2027 sogar auf 4% des BIP ansteigen. Frankreich hat das höchste Defizit innerhalb der EU mit rund 5,4%. Italien und Spanien konsolidieren dagegen ihre Defizite. Portugal und Irland planen sogar Haushaltsüberschüsse, die auch erreicht werden können. Im nächsten Jahr steigen die Bruttoemissionen von Staatsanleihen in fast allen Ländern. In Deutschland wird ein Rekordniveau an Emissionen von voraussichtlich 350 Mrd. Euro erreicht, in Frankreich in Höhe von 360 Mrd. Euro.

EZB-bereinigtes Nettoangebot steigt auf Rekordhoch

Schätzungen für Emissionen 2025 und 2026 in Mrd. Euro



Quelle: Finanzagenturen/-ministerien, Bloomberg, Commerzbank-Research

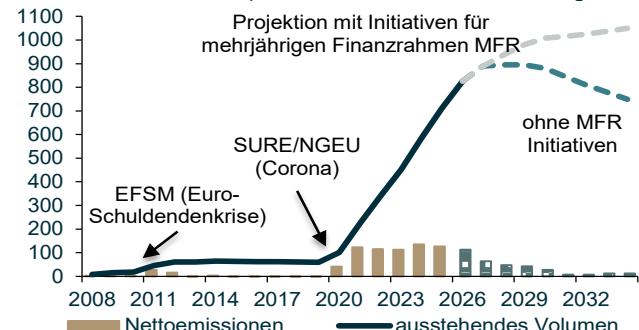
Spitzenreiter ist Italien mit 370 Mrd. Euro, im Euroraum summieren sich die Bruttoemissionen auf 1.465 Mrd. Euro nach 1.380 Mrd. Euro. Netto gehen die Emissionen aufgrund der hohen Fälligkeiten aber zurück, bleiben jedoch auf hohem Niveau. Rechnet man die geringere Nachfrage der EZB durch ihren Bilanzabbau hinzu, dürfte das Nettoangebot um rund 50 Mrd. auf einen Rekord von gut 650 Mrd. Euro ansteigen.

Die EU-Institutionen fahren die Verschuldung hoch

Auch in der EU sollen die Ausgaben kräftig erhöht werden. Die Ausgabe neuer EU-Anleihen knüpft an die Erhöhung seit der Coronazeit an und hält den für Anleger interessanten Bestand hoch. Dahinter steht das neue Verteidigungsprogramm „SAFE“ in Höhe von 150 Mrd. Euro, welches durch gemeinsame Schulden im Zeitraum 2026 bis 2030 finanziert wird.

EU-Anleihen mit vermutlich steigendem Volumen

Kumuliertes Volumen (nach 2025 Commerzbank-Prognosen)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Darüber hinaus umfasst der mehrjährige Finanzrahmen für die EU (MFR) für den Zeitraum 2028–2034 mehrere Programme. Insgesamt könnten die ausstehenden EU-Schulden in den nächsten zehn Jahren um rund 450 Mrd. Euro erhöht werden. Auch wenn noch viele Fragen offen sind und ungeteilt der politischen Widerstände, gehen wir davon aus, dass dies zumindest dazu führen könnte, dass die ausstehenden EU-Schulden nach Beginn der Tilgungsphase von Investitionsprogramm NGEU 2028 nicht zurückgehen.

Meine Empfehlung für Sie

Da die wachsende Verschuldung den längeren Laufzeitenbereich belastet und die Zinskurven durch höhere Renditen im längeren Laufzeitenbereich steiler werden dürften, empfehlen wir auch 2026 den Kauf von kurzen und mittleren Laufzeiten. Erst wenn die Zinskurven steiler geworden sind, werden längere Laufzeiten wieder attraktiver. Im Portfoliokontext kann aus Risikogesichtspunkten auch in längere Laufzeiten investiert werden.



Unternehmensanleihen

Beliebt und teuer, aber weiter attraktiv

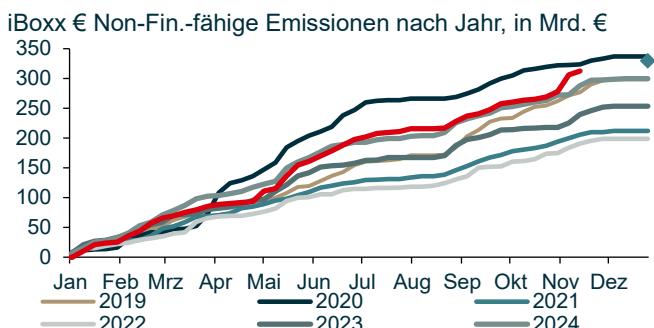
Burkhard Fehling, Seniorexperte Anleihen

- Starke Nachfrage bei gleichzeitig hohem Angebot
- Renditen von Non-Financials sind mit 3,35% interessant
- High-Yield-Anleihen verlieren an Attraktivität

Hohe Nachfrage bei Unternehmensanleihen hält an

Unternehmensanleihen erfreuen sich weiterhin einer hohen Beliebtheit. Dies unterstreichen zum einen anhaltend hohe Zuflüsse in Fonds trotz eines starken Angebots an Neuemissionen. Bis Mitte November wurden über 300 Mrd. Euro an Non-Financials-Anleihen emittiert – damit ist das Volumen das zweithöchste der letzten sechs Jahre.

Neuemissionen: 2025 stark – 2026 mit neuem Rekord?



Quelle: Bloomberg, Markit, Commerzbank-Research

Zum anderen verringerte sich der Renditevorteil der Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen deutlich. Lag dieser zu Jahresbeginn im Durchschnitt noch bei über 100 Basispunkten gegenüber der laufzeitgleichen Bundesanleihe, ging er bis Mitte November auf rund 80 Basispunkte zurück. Weil generell die Renditen von Staatsanleihen im Jahresverlauf anstiegen, blieben die Renditen im iBoxx Non-Financial Index im Durchschnitt mit deutlich über 3% attraktiv.

Gute Aussichten für 2026

Nun mag ein kritischer Beobachter einwenden, ob es 2026 überhaupt noch so positiv weitergehen kann. Wir bejahren dies aus folgenden Gründen: Die aktuell guten Wirtschaftsindikatoren in den USA sowie – zwar etwas abgeschwächt – im Euroraum, verbunden mit der berechtigen Erwartung stabiler Euroraum-Leitzinsen, stellen ein gutes Umfeld für Unternehmensanleihen dar. Zudem sollte sich die Inflation um das EZB-Ziel von 2% bewegen. Die anziehende Staatsverschuldung hebt die Renditen am langen Ende eher an, was zu

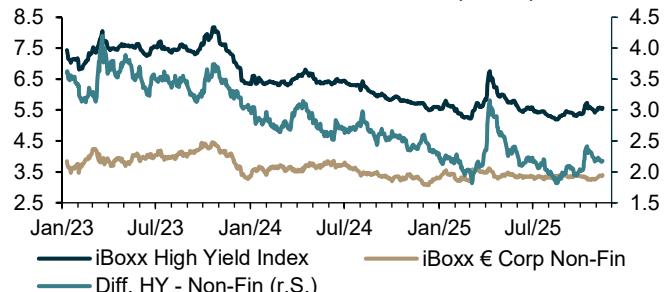
einer steileren Zinsstrukturkurve führt. Unternehmensanleihen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von nur rund fünf Jahren sollten von diesem Szenario profitieren.

Renditen von High-Yield-Anleihen immer niedriger

Der Renditeabstand von Euro-High-Yields zu den klassischen Unternehmensanleihen im Investmentgradebereich verringerte sich in den vergangenen Jahren immer weiter. Betrug dieser 2023 noch rund 400 Basispunkte, sind es zwischenzeitlich weniger als 200 Basispunkte. Es stellt sich die Frage, ob bei unerwarteten Ereignissen, sogenannten Schocks, die entsprechenden Kursrückgänge der Hochzinsanleihen mit den derzeit niedrigen Renditen angemessen vergolten werden. Kursausschläge fallen in der Regel umso stärker aus, je geringer die Bonität ist. Die High-Yield-Anleihen mit einer Durchschnittslaufzeit von 2,5 Jahren bieten derzeit eine Rendite von ca. 5,5% zu 3,35% (Non-Financials), die im Schnitt knapp 5 Jahre laufen. Wir empfehlen den sicherheitsorientierten Anlegern im aktuellen Umfeld die Investition in klassischen Investmentgrade Titel. Dies sind Unternehmensanleihen mit einem Rating von mindestens „BBB-“.

Renditevorteil der HY-Anleihen sinkt

Renditen in Prozent und Renditedifferenz (rechts)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Mit einer durchschnittlichen Rendite von rund 3,35% bleiben Unternehmensanleihen (Non-Financials) im Vergleich zu Bundesanleihen, die im fünfjährigen Laufzeitenbereich über 100 Basispunkte niedriger rentieren, attraktiv. High-Yield-Anleihen haben ihren früheren hohen Renditevorteil eingebüßt. Wir halten die enthaltenen Risiken nicht mehr für adäquat kompensiert. Erst bei einem deutlichen Rendeanstieg raten wir wieder zu Käufen.



Emerging-Markets-Anleihen

Shooting Star 2025 – auch für 2026 im Portfolio geeignet?

Pascal Reichert, Experte Anleihen

- EM-Anleihen mit starker Performance 2025
- Steigende Krisenresilienz von Schwellenländern
- Schuldentragfähigkeit der EM-Länder verbessert sich
- Attraktives Rendite-/Risikoprofil gegenüber europäischen Hochzinsanleihen

EM-Anleihen mit starker Performance 2025

Im Investmentuniversum von Staats- und Unternehmensanleihen nahmen Emerging-Markets-Anleihen dieses Jahr eine besondere Rolle ein. Nach schwachen Erträgen in den Jahren 2022 bis 2024 konnten die EM-Anleihen in Hartwährung Euro-hedged zuletzt eine starke Performance zeigen (seit Jahresbeginn knapp 8%) und rangieren damit deutlich vor anderen Anleihesegmenten (Abbildung unten). Die EM-Anleihen in Lokalwährungen holten zuletzt auf, erreichten jedoch 4,7% (Euro-hedged). Dies nehmen wir zum Anlass, um die makroökonomischen Rahmenbedingungen von Schwellenländern zu beleuchten und das Rendite-/Risikoprofil der Anlageklasse abzustecken.

EM-Anleihen schlagen europäische Anleihesegmente

Erträge seit Jahresbeginn in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research; EM Hartwährung, EUR-hedged

Sowohl zu Jahresbeginn als auch im Nachgang zum „Liberation Day“ am 02.04.2025 erbrachten EM-Anleihen, hier der Bloomberg EM Hard Currency Index, gegenüber europäischen Investment-Grade (IG) und High-Yield-Anleihen eine deutlich stärkere Performance. In diesem Zeitraum war das Absichern des Währungsrisikos der EM-Anleihen in Hartwährung essenziell, um als Euro-Investor an der Performance der Anlageklasse teilhaben zu können, da EM-Anleihen zum größten Teil in US-Dollar denomiiniert sind. Die nicht abgesicherte Alternative des EM-Anleihen-Indexes musste in Folge der starken Dollarabwertung Verluste hinnehmen und konnte

diese bis November 2025 nicht ausgleichen (-0,9%). Abseits der Währungseffekte stützte der schwache US-Dollar die EM-Anleihen zusätzlich, da so die relative Attraktivität von EM-Anleihen für lokale Investoren zunahm. Doch wie stehen die Aussichten für Emerging-Markets-Anleihen für das Jahr 2026? Diese beruht, wie auch in den „entwickelten“ Anleihemärkten, auf der makroökonomischen Entwicklung der großen Schwellenländer.

Resilienz und Schuldentragfähigkeit verbessern sich

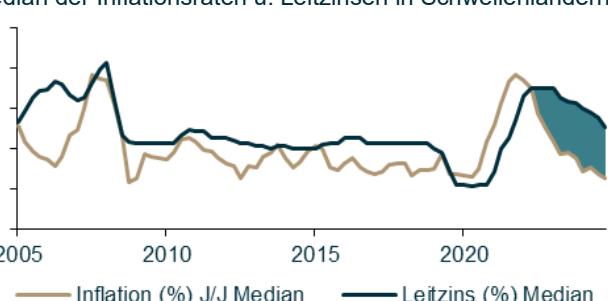
Lange galten die Volkswirtschaften von Schwellenländern als hochvolatil. Dieses Stigma konnten die großen Schwellenländer insbesondere in den 2010er Jahren ablegen und präsentieren sich heute deutlich stabiler.

Die Wachstumsdifferenz der Schwellenländer zu den Industriestaaten ist seit Jahren positiv und soll bis in die 2030er ein Wachstumsplus bieten, so die Prognose des Internationalen Währungsfonds (IWF). Gleichzeitig steigen die Binnennachfrage und Urbanisierung; Mittelschichten bilden sich zunehmend heraus. Gerade diese Faktoren stützen die Volkswirtschaften der Schwellenländer und machen sie weniger anfällig für externe Wachstumsschocks.

Während in den 1990er Jahren große Schwellenländer wie Argentinien, Indonesien und Mexiko mit sehr hohen Inflationsraten zu kämpfen hatten, sind diese inzwischen mit Hilfe der gefestigten Rolle von Zentralbanken in den Schwellenländern deutlich gesunken. Heute herrschen zwar in manchen Ländern hohe Inflationsraten, allen voran in der Türkei und seit 2023 in abgeschwächter Form in Argentinien; dies ist aber auf politische Faktoren in beiden Ländern zurückzuführen. Im Median lag die jährliche Inflationsrate der 16 größten Schwellenländer im 3. Quartal 2025 bei 2,5%.

Zentralbanken haben Spielraum für Zinssenkungen

Median der Inflationsraten u. Leitzinsen in Schwellenländern



Quelle: Lokale Statistikämter, Oxford Economics, Commerzbank-Research, 16 größte Schwellenländer im Bloomberg EM Hartwährung Index



Gleichzeitig bleibt den Zentralbanken weiterhin Spielraum, um die Leitzinsen zu senken. So haben die Zentralbanken der Schwellenländer nach Einsetzen der Inflationsrückgänge seit 2022 falkenhaft reagiert und die Leitzinsen mit Blick auf die Währungen nur behutsam zurückgenommen (siehe Fläche in obiger Abbildung). Die erwartete Zinspolitik der US-Notenbank Fed dürfte 2026 auch die Konditionen der EM-Anleihen drücken, was die relative Attraktivität von Lokalwährungsanleihen erhöht.

Wichtig für die Kreditwürdigkeit von Schwellenländern und damit auch im Fokus der Anleihemärkte steht die Schuldentragfähigkeit eines Landes. Die Schwellenländer im Durchschnitt weisen eine deutlich niedrigere Verschuldungsquote (ausstehende Schulden/BIP) als die Industriestaaten in Europa, Nordamerika und Japan auf, was angesichts einer geringeren Kreditwürdigkeit der Schwellenländer nicht überrascht. Hier sehen wir sogar Spielraum angesichts von Wachstum und positiven Trends etwa beim Anteil der Zinskosten an den Staatseinnahmen. Lag der Median des Verhältnisses von Zinskosten zu Staatseinnahmen von 1990 bis 2009 bei rund 10%, fiel dieser im Zeitraum von 2010 bis 2023 auf 7,8%.

Aktuelles Rendite-/Risikoprofil von EM-Anleihen

Nach der starken Performance der Anlageklasse in diesem Jahr lohnt es sich, ihre gegenwärtigen Kennzahlen näher zu beleuchten. Wie schon oben angedeutet, liegt die durchschnittliche Bonität der Schwellenländer und dort ansässigen Unternehmen, gemäß J.P. Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) bei BBB-, also am unteren Bereich der Investment-Grade-Anleihen. Im Gegensatz dazu bieten europäische Investment Grade Anleihen im Durchschnitt ein Rating von AA-/A+. Ausgeglichen wird diese niedrigere Kreditwürdigkeit von EM-Anleihen mit einer höheren laufenden Verzinsung. Laut J.P. Morgan EMBI kann hier der Investor, bei gleichbleibender Zinskurve, von einer jährlichen Rendite von 6,6% (Stand: Nov. 2025) ausgehen.

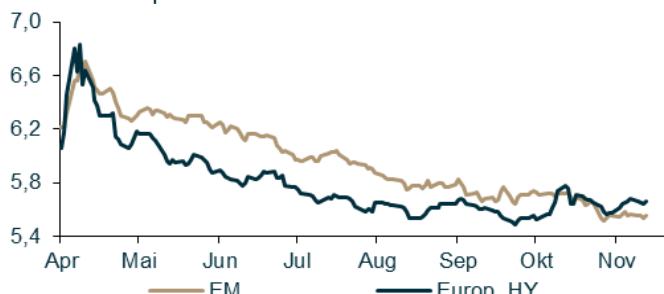
Blickt man auf die Risiken und historische Verluste der Anlageklasse muss man zwischen EM-Anleihen in Hartwährungen und in Lokalwährungen unterscheiden. Das Gros aller Hartwährungsanleihen ist in US-Dollar denominiert, orientiert sich also in der Zinssensitivität vor allem an der US-Zinstrukturkurve. Steigen hier die Zinsen, so fallen auch die Kurse von EM-Anleihen in US-Dollar. Bei Staatsanleihen in Lokalwährung wird die Zinssensitivität gegenüber der lokalen Zinskurve gepreist, für Euro-Investoren entstehen aber dadurch Währungsrisiken. Zentralbanken in Schwellenländern sind meist nicht nur durch heimische Wachstums- und Inflationsdynamiken beeinflusst, sondern müssen auch die Fluktuationen im Wechselkurs der Landeswährungen in Betracht ziehen.

EM-Anleihen als Alternative zu europäischen HY

Das Rating und die Rendite von EM-Anleihen erlaubt eher einen Vergleich mit europäischen Hochzinsanleihen als den risikoärmeren europäischen Investment-Grade-Papieren. In der direkten Gegenüberstellung weisen die beiden Segmente erhöhte Renditen gegenüber Investment-Grade-Titeln auf. Jedoch rangieren europäische Hochzinsanleihen mit einer durchschnittlichen Rendite von 5,6% unter der Verzinsung von EM-Anleihen in US-Dollar von 6,6%, obwohl das Rating von europäischen HY-Anleihen mit BB-/B+ deutlich unter dem Rating von EM-Anleihen von BBB- liegt.

EM-Anleihen reagieren kaum auf Private Credit-Sorgen

Rendite in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research; BBG EM Hartwährung Index

Auch zeigen sich europäische Hochzinsanleihen anfällig gegenüber Bewegungen im amerikanischen Hochzinsanleiemarkt. Dieser stand Anfang Oktober wegen Sorgen bei der Vergabe von privaten Krediten, welche meist über Hochzinsanleihen finanziert werden, unter Druck. Während ähnliche Bewegungen folglich auch den europäischen Hochzinsanleiemarkt erreichten, betrafen diese Effekte die Renditen der EM-Anleihen kaum (siehe Abbildung oben). Für 2026 sehen wir das Segment vor allem gegenüber europäischen Hochzinsanleihen (HY) als attraktiv an.

Meine Empfehlung für Sie

Emerging Markets-Anleihen profitierten dieses Jahr von einer resiliency Weltwirtschaft und einem schwachen US-Dollar. Gleichzeitig sehen wir die Volkswirtschaften der Schwellenländer als gut aufgestellt. Positive Impulse aus Zinssenkungen halten wir 2026 für möglich. Auch nach den Kursgewinnen 2025 ist das Renditeniveau auskömmlich. Für Anleger, die eine Alternative zu den zuletzt stark vorgepreschten europäischen Hochzinsanleihen suchen, stellen EM-Anleihen eine attraktive Alternative dar.



Währungen

US-Dollar dürfte unter Druck kommen

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

- Fed ist politischem Druck ausgesetzt
- Neubesetzungen gefährden Unabhängigkeit der Fed
- Massive Zinssenkungen belasten den US-Dollar

Dollarschwäche 2025 prägend

Der US-Dollar schwächte sich in diesem Jahr gegenüber allen G10-Währungen ab; zum Euro zum Beispiel seit Jahresbeginn um ca. 12%. Zuletzt hellte sich die Stimmung in Bezug auf den US-Dollar zwar wieder auf und der Euro notierte zeitweise unter 1,15 US-Dollar. Dies lag zum Teil an der Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China.

Wichtige Währungen werten ggü. Dollar auf

Währungen indexiert auf 100



Quelle: LSEG-Datstream, Commerzbank-Research

Wir sehen aber mit Blick auf das nächste Jahr weitere Risiken für den US-Dollar, vor allem wegen der US-Geldpolitik.

Fed-Zinssenkungen schwächen den US-Dollar

Damit die Fed die Leitzinsen auch tatsächlich deutlich senkt, dürften Trump und die US-Regierung die US-Notenbank durch aggressive Kommunikation und die Nominierung von willfährigen Notenbankern unter Druck setzen. Noch vor dem Ende des Vorsitzes von Jerome Powell im Mai 2026 könnten weitere Personalveränderungen anstehen, und so das Fed-Gremium, das über die Zinspolitik entscheidet, näher an Donald Trump rücken.

Nach wie vor gehen wir davon aus, dass die Fed ihre Zinsen aufgrund des politischen Drucks stärker senken wird als aktuell im Markt eingepreist ist. Thematisiert der Markt das

Aufweichen der Unabhängigkeit der US-Notenbank, könnte mit den sinkenden Leitzinsen auch das Vertrauen internationaler Investoren in das US-Finanzsystem leiden. Schlägt sich der Zinsrückgang wie von Trump gewünscht auf die Renditen nieder, könnten mit fallenden Realrenditen die internationalen Anleger einen Bogen um US-Renten machen. Die Folge wäre kontinuierlicher Abwertungsdruck. Der US-Dollar ist ohnehin abwertungsgefährdet, da er immer noch sehr hoch (z.B. nach Kaufkraftparität gegenüber dem Euro) bewertet ist. Wir rechnen allerdings nicht damit, dass der US-Dollar in eine Abwertungsspirale kommt. Sollte aber das Vertrauen wirklich verspielt werden, besteht tatsächlich das Risiko, dass der US-Dollar unkontrolliert abwertet.

Schweizer Franken wieder schwächer?

Der Schweizer Franken wertete gegenüber dem US-Dollar um fast 14% und gegenüber dem Euro um fast 2% auf. Der Kapitalzufluss in die Schweiz - trotz der niedrigsten Staatsanleiherenditen weltweit - hat ihren Grund in der Suche nach sicheren Anlagen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihre Leitzinsen bereits um 175 Basispunkte auf 0% gesenkt. Der hoch bewertete Schweizer Franken drückt die Inflation zusätzlich und setzt die Notenbank unter Druck, weiter zu senken. Dies Konstellation sollte enden, so dass die guten Zeiten für den Schweizer Franken 2026 vorbei sein könnten. Wir denken, dass sich die Risikostimmung im nächsten Jahr insgesamt verbessert. So wurden inzwischen viele Fortschritte bei den Handelsabkommen mit den USA gemacht. Damit dürfte der Safe-Haven-Charme des Frankens weniger relevant sein. Zudem sollte die SNB bei einer noch stärkeren Aufwertung zunehmend ihre Bereitschaft zu Negativzinsen und sogar Interventionen betonen.

Meine Empfehlung für Sie

Da sich der US-Dollar 2026 weiter abwerten sollte, empfehlen wir eine Untergewichtung des US-Dollars bzw. ihn teilweise abzusichern. Investitionen in den Schweizer Franken bleiben aufgrund der niedrigen Zinsen und der erwarteten schwächeren Tendenz für uns unattraktiv.



Aktien Europa, USA & Japan

Realitätscheck im Jahr 2026

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktstrategie

- Die großen Trends aus dem laufenden Jahr (KI, Infrastruktur etc.) bleiben auch 2026 gültig
- Aber: die hohe Erwartungshaltung muss erfüllt werden
- Das Umfeld spricht für Fortsetzung der Aufwärtstrends
- Hohe Bewertungen (fast) weltweit limitieren allerdings das Kurspotenzial

Narrative bewegen den Markt

Im Börsenjahr 2025 kam vieles anders als gedacht. Der Trump-Zollschock mit seinem „Liberation Day“ löste im April einen kurzen, wenngleich heftigen Kursrückgang aus. Mittlerweile hat die gesamte Zollthematik für den Markt ihren Schrecken verloren. Selbst ein Handelskrieg zwischen den USA und China ist nach dem jüngsten Treffen zwischen US-Präsident Trump und dem chinesischen Staatschef Xi kein großes Thema mehr. Damit bewährheitet sich einmal mehr die Börsenweisheit, dass es langfristig ertragreicher ist, mit ruhiger Hand auf Chancen zu setzen, als sich ständig von Risiken einschüchtern zu lassen.

Die Kapitalmärkte werden regelmäßig von Trends und Narrativen geprägt. Im Jahr 2025 wechselten sich auf der Regionenebene verschiedene Trends ab. Im Frühjahr 2025 katalogierte die Hoffnung auf Fiskalpakete in Europa und der – teilweise – Wegfall der Schuldenbremse in Deutschland die europäischen Märkte und insbesondere den DAX nach oben. Im Frühsommer nahm der US-Markt seinen Aufwärtstrend wieder auf, nachdem die Investoren den Kursrutsch nach den verhangenen Zöllen zum Wiedereinstieg nutzten. Nach der beeindruckenden Rally des US-Marktes zog im Herbst die Investorenkarawane weiter zu den bis dato vernachlässigten Emerging Markets und dem japanischen Markt. Auch hier sorgte die Hoffnung auf eine expansive Fiskalpolitik neben der KI-Euphorie für eine beeindruckende Aufwärtsbewegung.

Braucht der Markt neue Themen? – Nicht unbedingt!

Welche Narrative werden das Jahr 2026 prägen? Gibt es neue Themen, oder können sich die bisherigen Trends halten? Um es an dieser Stelle bereits vorwegzunehmen: Wir sehen derzeit keine großen neuen Narrative am Aktienmarkt. Damit bleiben die bisherigen Themen wie Infrastrukturausgaben, Verteidigung, expansive Fiskalpolitik, Leitzinssenkungen der amerikanischen Notenbank oder Künstliche Intelligenz auf der Agenda. Allerdings dürfte sich die Wahrnehmung

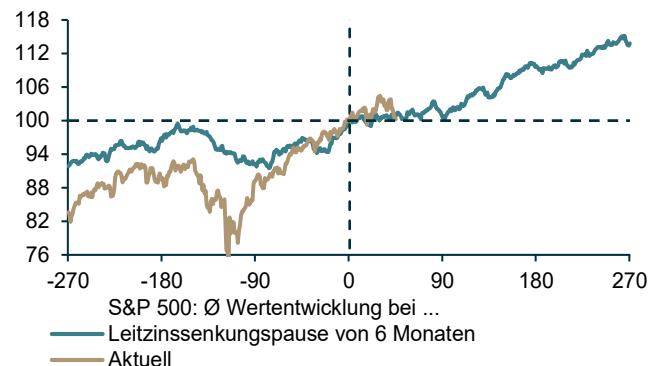
etwas verschieben. An den Märkten gilt nämlich immer noch das abgewandelte Motto aus Westernfilmen: Erst kaufen, dann fragen. Das Kaufen und die steigenden Aktienkurse fanden bereits überwiegend im Jahr 2025 statt. Die Ratio hinter diesen Käufen wird im Jahr 2026 zunehmend hinterfragt werden.

US-Aktien: KI bleibt im Fokus

Betrachtet man die wichtigen Treiber am US-Markt, fällt es schwer, pessimistisch zu sein. Die US-Konjunktur hat sich trotz aller Zölle und anderer Handelshemmisse als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen. Die Folgen der Zölle und anderer Maßnahmen, wie beispielsweise die Maßnahmen zur Eindämmung der Einwanderung, wurden bisher überraschend gut weggesteckt. Dazu haben vermutlich auch die positiven Effekte steigender KI-Ausrüstungsinvestitionen und eine dank KI-Anwendungen gesteigerte Produktivität beigebracht. Da wir auf der Konjunkturseite weiterhin eine solide Entwicklung erwarten – auch wenn wir Risiken wie den sich abschwächenden Arbeitsmarkt und das vorsichtige Verbraucherverhalten natürlich im Blick haben – vergeben wir einen Pluspunkt für den US-Markt. Weitere Unterstützung kommt von der Notenbank Fed. Nach einer neunmonatigen Pause hat diese erneut den Zinssenkungspfad beschritten. Die Historie zeigt, dass sich dies – sofern eine Rezession ausbleibt – regelmäßig klar positiv in der Aktienperformance niederschlagen dürfte.

Aktienmarkt nimmt nach Leitzinssenkungen Fahrt auf

Performance des S&P 500 vor und nach der ersten Fed-Leitzinssenkung, nach mind. sechsmonatiger Pause



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Auch die anstehenden Deregulierungsschritte zusammen mit positiven Effekten aus dem schwachen Dollar dürften



unterstützen. Große Euphorie kommt bei uns auf die kurze Sicht dennoch nicht auf. Der Aufschwung am Markt wurde zuletzt von immer weniger Titeln, insbesondere aus den Bereichen IT und Kommunikationsdienstleistungen, getragen. Die Kursreaktionen in der sehr guten Berichtssaison für das dritte Quartal 2025 zeigten, dass die Erwartungen bereits sehr hoch waren. Bei weitem nicht alle Titel, die die Gewinnverwartungen der Analysten übertroffen haben, konnten anschließend überdurchschnittlich zulegen. Entsprechend fiel die sogenannte Marktbreite immer geringer aus. Zudem hinterfragen Investoren den KI-Boom mit seinen gewaltigen Investitionen kritisch. Da die Kursgewinne bei diesen Titeln seit dem Frühjahr ohne nennenswerte Konsolidierung verliefen, ist das Risiko für zwischenzeitliche Verschnaufpausen deutlich gestiegen. Diese sollten dann aber wieder neue Kaufchancen bieten (s. Seite 26). Ein schwer einzuschätzender Faktor bleibt auch die noch offene Entscheidung des US-Supreme Courts über die Rechtmäßigkeit der von Präsident Trump verhängten Zölle über Notstandsverordnungen. Angesichts der bereits historisch sehr hohen Bewertung des Gesamtmarktes erwarten wir insgesamt keine weitere Bewertungsausweitung. Auch weil wir keine höheren Bewertungen im Bereich der hoch gewichteten IT und IT-nahen Sektoren erwarten. Die Kursperformance sollte sich daher 2026 im Bereich des Wachstums der Unternehmensgewinne bewegen. Ob das aktuell vom Konsens erwartete Gewinnwachstum für den S&P 500 in Höhe von 13% tatsächlich in dieser Höhe erreicht wird, bleibt zwar abzuwarten, aber die Voraussetzungen für ein solides Gewinnwachstum sind gegeben. Für den in Euro rechnenden Anleger ist allerdings zu berücksichtigen, dass wir einen schwächeren US-Dollar erwarten, wodurch die Performance niedriger ausfallen könnte.

Europa – Hoffnung auf Besserung im Verlauf von 2026

Im Gegensatz zu den USA wurde der vor allem im Frühjahr 2025 erfolgte Kursaufschwung von DAX und Co. – auch mangels Masse – nicht vom IT-Sektor getragen. Treiber für die Kursgewinne waren vielmehr Rüstungs- und Infrastrukturtitel aufgrund der geplanten Rüstungs- und Infrastruktur-Ausgaben in Deutschland und dem Euroraum. Auch der Bankensektor konnte in diesem Umfeld deutlich profitieren. Doch auch in Europa werden diese Narrative hinterfragt, und die Aktien der profitierenden Unternehmen haben zuletzt bereits teilweise konsolidiert. Da wir mit unseren Konjunkturschätzungen für Deutschland und den Euroraum über den Markterwartungen liegen, könnte dies Überraschungspotential bedeuten. Zwischenzeitliche Kursschwächen bei europäischen Aktien wären für uns ebenfalls Einstiegsschancen. Auch dürften internationale Investoren die – zumindest im globalen Vergleich – niedrigere Bewertung als Kaufargument sehen. In den vergangenen Monaten sind europäische Aktien in der

Gunst internationaler Anleger zurückgefallen, da Sorgen hinsichtlich der Umsetzung der Fiskalprogramme herrschen. Die träge europäische Bürokratie ist offenbar nicht allen Investoren geläufig. Sobald sich jedoch im Verlauf des Jahres 2026 klarer abzeichnet, dass die Umsetzung vorankommt, dürften diese Anleger zurückkehren.

Der bereits seit drei Jahren nur seitwärts laufende Trend der europäischen Unternehmensgewinne dürfte sich im Jahresverlauf nach oben richten. Damit bleibt Europa auch im kommenden Jahr ein interessanter Markt, wenngleich sich die Performance des laufenden Jahres nicht wiederholen dürfte. Wie in den USA erwarten wir keine Bewertungsausweitung und damit eine Kursperformance im Rahmen der Gewinnsteigerung. Wir erwarten ein Gewinnwachstum von 6% bis 8%, was leicht unter dem Zuwachs in anderen Regionen liegt.

Japan – Zurück in der Gunst der Anleger

Der japanische Aktienmarkt hat es als Nachzügler unter den großen internationalen Märkten ebenfalls geschafft, neue Rekordhöhe zu erzielen. Rekordhohe Aktienrückkäufe, die sich fortsetzen dürfen, eine sich stetig verbessernde Dividendenpolitik, ein verstärkter Fokus auf den Shareholder-Value-Gedanken und aktivistische Anleger, die auf höhere Kapitalrenditen drängen, bleiben als positive Treiber erhalten. Zusätzlich beflügeln auch in Japan der Megatrend KI, die Erwartung weiterer US-Leitzinssenkungen sowie die neue Ministerpräsidentin Takaichi, die sich für eine expansivere Fiskalpolitik, einen schwächeren Yen sowie für eine vorsichtigere Anhebung der Leitzinsen ausspricht. Nicht zuletzt könnten auch zusätzliche expansive Fiskalimpulse in China, die möglicherweise im März 2026 verabschiedet werden, für Rückenwind sorgen. Das prognostizierte Wachstum der Unternehmensgewinne für 2026 in Japan beträgt rund 13% (J/J), was zu einem KGV von 15 führt.

Meine Empfehlung für Sie

Nachdem im Jahr 2025 mit steigenden Aktienbewertungen viele Hoffnungen auf positive Trends bereits eingepreist wurden, muss im Börsenjahr 2026 geliefert werden. Dies dürfte überwiegend auch gelingen, da sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik in vielen Teilen der Welt für Unterstützung sorgen werden. Die Aufwärtstrends an den internationalen Aktienmärkten sollten sich daher auch im Jahr 2026 fortsetzen. Die hohen Bewertungsniveaus sollten die Kursperformance allerdings limitieren. Wir erwarten je nach Region eine Performance im Bereich von 6% bis 9%, wobei der von uns erwartete schwächere US-Dollar zu beachten ist.



Aktien Emerging Markets

Schwellenländerbörsen weiterhin im Aufwind erwartet

André Sadowsky, Seniorexperte Aktien Emerging Markets

- EM-Aktien auch 2026 weiter positiv erwartet
- KI-Story, Fiskalimpulse und Reformen als Treiber
- Ansehnliches Gewinnwachstum für 2026 prognostiziert

Emerging Markets-Börsen legen weiter zu

Der MSCI Emerging Markets-Index (USD) legte seit Anfang 2025 um rund 26% zu. Auch im dritten Quartal setzte er seinen Aufwärtstrend fort und erzielte eine Outperformance ggü. dem MSCI Welt-Index (+15%). Aufgrund der diesjährigen Stärke des Euro verbleibt dem in Euro rechnenden Investor allerdings „nur“ ein Plus von 13% (alle Daten per 19.11.).

EM-Aktien dürften Aufwärtstrend fortsetzen

Wir erwarten, dass der MSCI Emerging Markets-Index seinen Aufwärtstrend nach Überwindung eines charttechnisch massiven Widerstands im Bereich zwischen 1.400 und 1.450 Punkten, der kurzfristig zu einer Konsolidierung führen könnte, im Jahr 2026 fortsetzen dürfte. Hierfür sprechen mehrere Gründe.

Zum einen ist das prognostizierte Wachstum der Unternehmensgewinne für 2026 mit +17% (J/J) im regionalen Vergleich am stärksten. Basis dafür sind vielerorts solide Konjunkturdaten. Laut Konsensus dürfte das BIP nächstes Jahr in Indien um 6,4% und in China um 4,3% (jeweils J/J) zulegen. Auch in Südkorea und in Taiwan ist das BIP-Wachstum im kommenden Jahr mit geschätzten 2% (J/J) recht solide. Zudem sind wir weiterhin optimistisch für das alles überragende Thema der Künstlichen Intelligenz und Halbleiter gestimmt. Hier sind die Länder Südkorea, Taiwan und China/Hongkong mit ihren IT-Flaggschiffen wie Samsung Electronics, SK Hynix, TSMC, Tencent oder Alibaba gut aufgestellt, um künftig Innovationen inbare Münze umzuwandeln. Auch die Themen Robotik, Internet und elektrische Mobilität sind Themen, die insbesondere in Asien hohe Relevanz und Erfolgsaussichten haben, auch wenn es hier derzeit im Bereich der E-Autos (China) einen hohen und teilweise ruinösen Wettbewerb gibt, der immer mal wieder zu Konsolidierungsphasen führen dürfte.

Fiskalimpulse, Zollpolitik, Reformen als weitere Treiber

Neben den oben genannten positiven Faktoren gibt es weitere Punkte, die 2026 für Rückenwind an den EM-Börsen sorgen könnten.

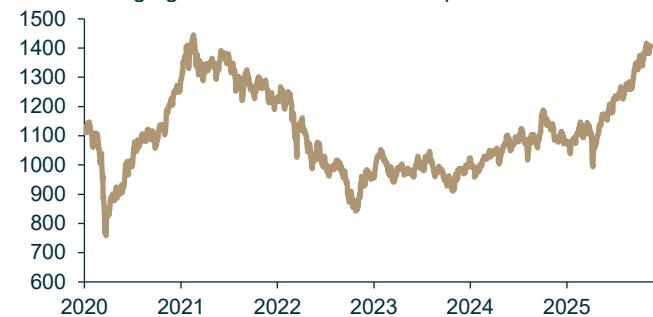
Da sind zum einen fiskalpolitische Impulse. Insbesondere in China warten Investoren auf weitere Maßnahmen, um die schwache Binnenkonjunktur zu befeuern. Hier könnte es im März 2026 (Details zum Fünfjahresplan 2026 – 2030) konkreter werden. In Südkorea setzt sich die neue Regierung ebenfalls für eine expansivere Fiskalpolitik und Reformen u.a. im Bereich der Corporate Governance ein. Neben der Möglichkeit einer expansiveren Geldpolitik u.a. in Indien und in Südkorea gibt es auch die Hoffnung, dass es im Zollstreit zu weiteren bilateralen Handelsabkommen mit den USA kommen könnte. Während wir die Börsen in China und Indien moderat positiv sehen, bleiben wir in Südkorea nach dem starken Kursaufschwung aus taktischer Sicht zunächst noch bei einem neutralen Votum, strategisch aber weiterhin positiv.

Brasilien: Taktische Untergewichtung

Nach den starken Zuwächsen des Bovespa-Index im Jahr 2025 (+31%, per 15.11.) stufen wir das Votum aus taktischer Sicht auf Untergewichten herab. Eine mögliche Abwertung des Real unter anderem infolge von erwarteten Leitzinssenkungen im Jahr 2026 dürfte tendenziell ebenso für Gegenwind sorgen wie eine sich abschwächende Konjunktur und politische Risiken vor der anstehenden Wahl im Oktober.

Emerging Markets weiter im Aufwärtstrend

MSCI Emerging Markets in USD in Indexpunkten seit 2020



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Die Schwellenländerbörsen dürften ihren positiven Trend im Jahr 2026 fortsetzen. Treiber hierfür sind vor allem ein ansehnliches Wachstum der Unternehmensgewinne, ein anhaltender KI-Boom, weitere fiskalische und monetäre Impulse sowie ein vielerorts robustes BIP-Wachstum.



Aktien Branchen

Ausgewählte zyklische Sektoren bevorzugt

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- US-Zinspolitik sollte zyklische Sektoren stützen
- Weiter Übergewichten: Finanzen, Industriegüter und Kommunikationsdienstleistungen
- Weiter Untergewichten: Energie und Grundstoffe

Umfeld für zyklische Sektoren bleibt positiv, aber ...

Bei der Sektorauswahl bleiben wir auch mit Blick aufs nächste Jahr zyklisch ausgerichtet. Die anhaltend expansive Geldpolitik der US-Notenbank spielt dabei weiter eine große Rolle. Nichtsdestotrotz sieht man z.B. an dem Sektor Energie, den wir weiter untergewichten, dass Selektion wichtig bleibt. Zudem halten wir die neutrale Gewichtung einiger defensiver Sektoren für gerechtfertigt, auch um mögliche Schwankungen am Aktienmarkt abzufedern.

Bankensektor mit anhaltendem Momentum

Wir rechnen auch im nächsten Jahr mit einem anhaltenden positiven Momentum des globalen Bankensektors. Die Zinsdifferenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen sollte sowohl in den USA (trotz weiterer erwarteter Zinssenkungen) als auch in Europa weiter ansteigen. Diese Versteilung der Zinsstrukturkurve dürfte die Zinserträge stützen.

Zudem sollten US-Banken von den möglichen neuen Regulierungen der US-Regierung profitieren. So wurde angekündigt, dass bestimmte Kapitalanforderungen wie z.B. die nach der Finanzkrise 2008 erhöhten Kapitalpuffer gelockert werden. Dies würde Kapital für Investitionen (z.B. KI, Rüstung, kritische Rohstoffe), Aktienrückkäufe und höhere Dividenden freisetzen. Zweitens könnte diese Deregulierung dazu führen, dass die US-Banken von einer neuen Welle bei Fusionen und Übernahmen profitieren. Dies alles dürfte letztendlich dafür sorgen, dass die anhaltend positiven Revisionen der Gewinnerwartungen des MSCI-Sektors Banken weiteres Momentum erhalten.

Europäische Industriegüter bleiben bevorzugt

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

Sektor Energie bleibt weiter auf Untergewichten

Die Underperformance des Energiesektors gegenüber dem Gesamtmarkt sollte zunächst, wenn auch vermindert, anhalten. Daran sollten auch die neuen Sanktionen der US-Regierung gegen die russischen Ölkonzerne nichts ändern. Steigende Fördermengen durch die OPEC-Mitglieder belasten weiter den Ölpreis und dürften dafür sorgen, dass die Revisionen der Gewinnerwartungen durch die Analysten zunächst negativ bleiben sollten.

Chemie sektor belastet weiter den Sektor Grundstoffe

Grundstoffe bleiben untergewichtet. Insbesondere der Subsektor Chemie sollte sich auch im nächsten Jahr weiter schwach zeigen. Einerseits ist keine Verbesserung der Nachfrage zu erkennen. Andererseits dürfte das anhaltende Überangebot aus China auf Preise und Absatzmengen drücken. Insbesondere der europäische Markt sollte durch die US-Zölle davon weiter betroffen sein, da dieser zum primären Ziel chinesischer Unternehmen geworden ist. Deshalb nehmen wir den Subsektor Chemie von Neutral auf Untergewichten. Positive Tendenzen zeigen sich momentan im Subsektor Metalle und Bergbau. Diese sind primär durch den starken Anstieg des Goldpreises und somit durch gerechtfertigte Kurssteigerungen von Goldminenaktien induziert, aber weniger von den konjunkturabhängigen Industriemetallen. Daher nehmen wir diesen Subsektor von Untergewichten auf Neutral, da die Goldrallye Bestand haben sollte.

IT-Sektor bleibt auf Neutral

Der IT-Sektor wird weiterhin nur von wenigen Unternehmen insbesondere aus dem Bereich Halbleiter (Nvidia, Broadcom) getrieben, der stark von großen Investitionen weniger Unternehmen in KI abhängig ist. Die Monetarisierung dieser Investitionen dürfte immer wieder hinterfragt werden, was zu Volatilität führt.

Meine Empfehlung für Sie

Wir übergewichten weiterhin Finanzen, Industrie und Kommunikationsdienstleistungen. Die Sektoren Energie und Grundstoffe bleiben untergewichtet.



Aktien Small & Mid Caps

Sinkende Leitzinsen und steigende Gewinne geben 2026 Rückenwind

Andreas Hürkamp, Seniorexperte Aktienstrategie

- Gewinne der Small Cap-Aktien sollten 2026 steigen
- Bewertung von Small Caps dürfte sich 2026 ausweiten

2025 gab es erste Lebenszeichen von Small Cap-Aktien

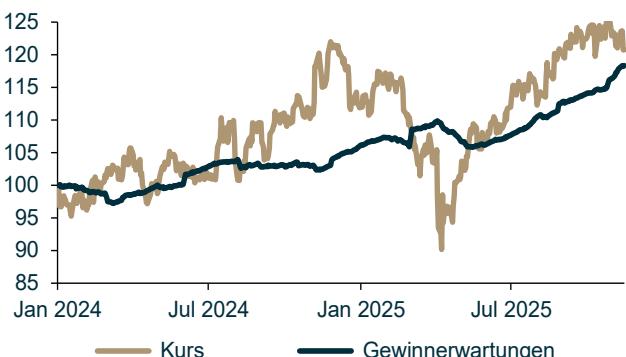
Im Börsenjahr 2025 haben Small-Cap-Indizes erstmals wieder eine stärkere positive Performance geschafft. So legte in Deutschland der MDAX von Anfang Januar bis Mitte November um 14% zu, in Europa stieg der Stoxx Small Cap-Index um 10%, und in den USA bewegten sich der MSCI-Small-Cap-Index und der Russell 2000 beide um jeweils 10% nach oben. Für Euro-Anleger war 2025 jedoch erneut kein gutes Jahr für Investments in US-Small-Cap-Aktien, da der US-Dollar gegenüber dem Euro kräftig abgewertet hat.

2026 dürfte für Small Caps besser laufen als 2025

Mit Blick auf das Börsenjahr 2026 bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass in einem ausgewogenen Aktienportfolio auch Small-Cap-Positionen enthalten sein sollten. Denn aus drei Gründen halten wir es für wahrscheinlich, dass es 2026 für Small Caps sogar besser laufen sollte als 2025. Erstens dürften Small-Cap-Aktien 2026 überdurchschnittlich davon profitieren, dass durch wahrscheinlich weiter fallende US-Leitzinsen die Refinanzierungskosten sinken. Small Cap-Unternehmen weisen im Vergleich zu Large Caps eine höhere Verschuldung auf. Zweitens dürften 2026 die positiven Impulse durch politische Trends beginnen zu wirken. So erwarten wir durch das deutsche XXL-Fiskalpaket Rückenwind für europäische Small-Cap-Aktien.

MSCI-US-Small-Cap-Index: Gewinnrendite 2026 aufwärts

Erwartungen für Unternehmensgewinne, indiziert



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

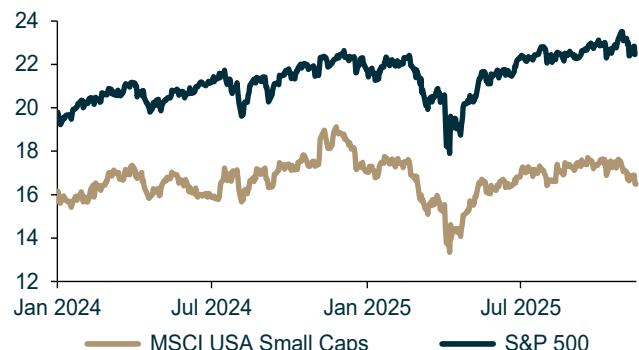
Für kleine US-Unternehmen setzen wir auf den Anschub durch weniger Regulierung und verbesserte Abschreibungs möglichkeiten, welche die Steuerlast senken dürften. Und drittens dürfte 2026 der Trend der Analystenerwartungen für die Small-Cap-Unternehmensgewinne seinen Aufwärtstrend fortsetzen, der seit Mitte 2025 zu beobachten ist.

2026 höhere Small Cap-Bewertung wahrscheinlich

In diesem Umfeld mit sinkenden US-Leitzinsen, politischem Rückenwind und steigenden Unternehmensgewinnen halten wir es für wahrscheinlich, dass sich die KGV-Bewertung für Small Caps 2026 ausweiten wird. So liegt das KGV für den MSCI US Small Cap-Index mit 16,5 aktuell fast sechs KGV-Punkte unter dem S&P 500-KGV von 22,5. In den vergangenen 25 Jahren lag die Bewertungslücke dagegen nur bei 2,5 KGV-Punkten. Die Bewertung spricht dafür, dass Investoren 2026 zwischenzeitliche Kursrücksetzer nochmals nutzen sollten, um ihr Exposure in Small Caps stetig zu erhöhen.

US-Small-Cap-KGV von 16,5 dürfte sich 2026 ausweiten

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



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Small-Cap-Aktien haben 2025 mit Kursgewinnen im Bereich von 10% erste Lebenszeichen gesendet. Fallende US-Leitzinsen, politischer Rückenwind, steigende Unternehmensgewinne und eine eventuell höhere KGV-Bewertung sind für uns wichtige Gründe, warum sich Small Caps 2026 sogar besser entwickeln sollten als 2025. Small-Cap-Aktien bleiben 2026 eine spannende Beimischung in einem ausgewogenen Aktienportfolio.



Aktien Spezial

Auch bei Megatrends bleibt Diversifikation Trumpf

Thomas Becker, Leiter Aktien Einzelwertanalyse

- Thematische Trendfavoriten 2026: Künstliche Intelligenz, Investitionen in Infrastruktur, Energieversorgung und Verteidigung
- Zyklische und defensive Wachstumstreiber stehen auch 2026 im Vordergrund und ...
- ... begünstigen Unternehmen aus den Sektoren IT, Kommunikationsdienste, Industrie (Infrastruktur und Verteidigung) sowie Versorger

Umwelt/Ressourcen mit der besten Performance 2025

„Umwelt/Ressourcen“ konnte von der steigenden Nachfrage nach erneuerbaren und grünen sowie fossilen Energieträgern profitieren, maßgeblich auch getrieben durch den absehbar hohen Energiebedarf von Datacentern. Gleichauf gelegen hätte – bereinigt um den Verfall des US-Dollars – die Performance von „Technologie und Digitalisierung“. Im dritten Jahr in Folge dominierte KI den Kapitalmarkt und führte zu einem Wertzuwachs der „Glorreichen 7“ von rd. 2,8 Billionen Euro. Der Megatrend „Globalisierung/Urbanisierung“ erhielt Rückenwind durch Infrastruktur- und Verteidigungsprogramme – letztere als Reaktion auf die geopolitischen Konflikte.

Megatrends 2025: „Umwelt/Ressourcen“ auf Augenhöhe mit „Technologie/Digitalisierung“

Kursentwicklung themenbezogener Aktienfonds, Indizes und ETFs in Euro; Box Gold 2025 und Petrol 2024



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Den Megatrend „Gesundheit/Demographie“ belasteten, u.a. Regulierungen von Medikamentenpreisen im US-Markt, intensiverer Wettbewerb, Patentabläufe und geringer als prognostizierte Wachstumsraten, bspw. bei Abnehmpräparaten.

Unsere Favoriten 2026: Zyklische und defensive Sektoren unterstützt durch thematische Wachstumstreiber

Als chancenreich bewerten wir Sektorthemen, die sich durch strukturelles Wachstum auszeichnen. Dazu gehören vor allem die KI-getriebenen Branchen Technologie- und Kommunikationsdienste. Aber auch defensivere Sektoren profitieren von den angekündigten dynamischen Investitionen in Infrastruktur, Verteidigung sowie dem wachsenden Energiebedarf.

IT/Kommunikationsdienste: KI-Megatrend ist auch 2026 intakt, aber Diversifikation bleibt Trumpf

Unsere Sicht auf die KI-Erstrundenprofiteure bleibt konstruktiv. Allerdings sind die Investorenerwartungen hoch und das Risikoprofil hat sich etwas verschlechtert. Wir erwarten höhere Kursvolatilitäten und präferieren eine diversifizierte Anlage in die *heterogene* Gruppe der KI-Zweitrundenprofiteure.

Verbrauchsgüter: Was sind die Erfolgsfaktoren für einen der schwächeren Sektoren von 2025? Besteht Chance auf Besserung?

Als erfolgskritisch für Unternehmen des Sektors sehen wir wegen Wachstumsvorteilen und demographischen Effekten die Position in den Schwellen- und Entwicklungsländern an.

Industrie/Versorger: Hoher Investitionsbedarf in Infrastruktur und Verteidigung beschleunigt das Wachstum

Die industrielle Zuliefererkette und speziell die Energieversorger profitieren vom stark steigenden und nicht nur KI-getriebenen Energiebedarf. Der Verteidigungssektor verspricht strukturelles und dynamisches Wachstum, speziell für europäische Unternehmen der Wertschöpfungskette.

Meine Empfehlung für Sie

2026 setzen wir den thematischen Fokus auf die expandierende Gruppe der Profiteure Künstlicher Intelligenz, die Nutznießer der Investitionen in Infrastruktur- und Verteidigungsprogrammen, sowie der erwarteten Konsumbelebung. Aus thematischer Sicht billigen wir das attraktivste Chancen-Risikoprofil folgenden Themen zu: (1) IT und Kommunikationsdienste, (2) Industrie mit den Schwerpunkten Verteidigung und Infrastruktur, (3) Versorger und Netzinfrastrukturausrüster.



Aktien Spezial – IT/Kommunikationsdienste

KI-Megatrend bleibt auch 2026 intakt

Thomas Becker, Leiter Aktien Einzelwertanalyse

- Auch 2026 bleibt der Megatrend KI aufgrund intakter Wachstumstreiber der dominierende Aktienmarkttrend
- Die ambitionierten Investorenerwartungen und potenzielle Risiken werden zu höheren Kursvolatilitäten führen, die langfristig orientierten Investoren Chancen eröffnen
- Unsere Sicht auf die KI-Erstrundenprofiteure ist weiterhin konstruktiv. Allerdings präferieren wir die *größer* werdende *heterogene* Gruppe der KI-Zweitrundenprofiteure

KI-Nachfrage - Sehr dynamisches Wachstum hält an

Die Geschwindigkeit, mit der sich Künstliche Intelligenz (KI) verbreitet, übertrifft bei Weitem alle früheren technologischen Megatrends. Während das Internet rd. 13 Jahre benötigte, um 800 Millionen Nutzer zu erreichen, hat ChatGPT von OpenAI diesen Meilenstein bereits nach nur drei Jahren erreicht. Neben neuen KI-Anwendungen wirkt wachstumsfördernd, dass die Kosten des KI-Einsatzes sinken. Mehr Nachfrage führt zu Skaleneffekten, die in Verbindung mit leistungsfähigerer Technologie zu weiter sinkenden KI-Kosten führen, wodurch die Nachfrage zusätzlich stimuliert wird.

Verdopplung des KI-Einsatzes auf Unternehmensebene

Trotz der Kritik an KI, bspw. im Hinblick auf die Verlässlichkeit der Ergebnisse oder ethischen Aspekten, sowie unterschiedlichen Produktivitätserwartungen, hat die Durchdringung der Unternehmen mit KI deutlich zugenommen. Laut einer Studie von Goldman Sachs soll sich der Einsatz von KI auf Unternehmensebene von aktuell 37% auf rund 76% in den nächsten drei Jahren verdoppeln.

Allerdings bewerten laut einer Studie von Cisco 54% der Unternehmen ihre technologischen Strukturen noch als unzureichend ausgelegt, um die rasant steigende KI-Nachfrage zu bewältigen. Unseres Erachtens können aktuelle technologische Defizite und die gesellschaftliche Diskussion wie mit KI umzugehen ist, die Geschwindigkeit der KI-Adaption und Monetarisierung zwar verlangsamen, aber nicht grundsätzlich aufhalten.

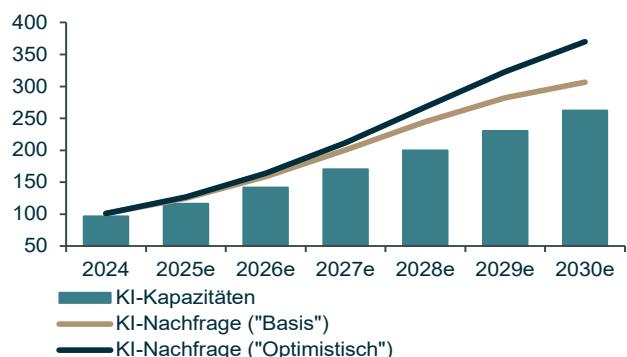
KI-Kapazitätsausbau kann mit der Nachfrage kaum Schritt halten

Das Tempo des globalen Auf- und Ausbaus der KI-Infrastruktur, speziell im Hinblick auf Datacenter, hat sich 2025

nochmal verschärft. Die global agierenden börsennotierten US-Cloud-/Datacenteranbieter, die sogenannten Hyperscaler – Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und mit Abstand Oracle – sind die zentralen Akteure. Basierend auf den aktuellen Investitionsplänen der Hyperscaler prognostizieren wir, dass die globalen KI-Kapazitäten im Durchschnitt um 30% p.a. 2025-2030 wachsen.

Prognostizierte KI-Nachfragedynamik höher als geplanter KI-Kapazitätsausbau

KI-Datacenter-Kapazitäten und KI-Nachfrage in Gigawatt (GW) 2024-2030e



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Demgegenüber steht eine höhere Wachstumsdynamik der KI-Nachfrage. In unserem Basisszenario („Basis“), welches den aktuellen Trend des Nachfragewachstums einbezieht, gehen wir von einem Anstieg der KI-Nachfrage um 35% p.a. aus. Unser ambitioniertes Szenario („Optimistisch“), geht von einem Wachstum von 45% p.a. aus, basierend u.a. auf einer schnelleren Durchdringung mit Anwendungen, bspw. aus dem Bereich „Physical AI“, d.h. Robotik/Autonomes Fahren.

Technologische Innovationen als Katalysatoren

Durch den alleinigen Neubau von Datacentern kann die Nachfrage nur unzureichend gedeckt werden. Dringend erforderlich sind technologische Innovationen im Bereich der Algorithmen/Modelle oder neue Rechnerarchitekturen. Vor diesem Hintergrund sind neue oder optimierte KI-Modelle, wie bspw. Deepseek, wachstumsfördernde Katalysatoren.

Kapitalmarktsicht bewertet KI als „rationale“ Blase

Den Unterschied zur 2000er Dotcom-Blase machen die treibenden Kräfte hinter dem KI-Boom – auch als Erstrundenprofiteure, „Glorreiche 7/G7“ bezeichnet. Ausschlaggebend sind



deren hochprofitable und bereits seit langen Jahren erfolgreiche Kerngeschäftsmodelle, die dominante Marktstellung, globale Präsenz sowie auch der politische Rückhalt für die US-Unternehmen. Aus Sicht des Kapitalmarktes sind die Wertsteigerungen der „Glorreichen 7“, Zuwachs der Marktkapitalisierung von rund 13,8 Billionen USD seit Anfang 2023, durch stark und stetig steigende Gewinnerwartungen fundamental unterstützt. Die KGV-Bewertungsrelationen rangieren im Mittel deutlich unter dem Höchststand des Dotcom-Zyklus. Allerdings stehen aus Sicht des Kapitalmarktes drei Risikofaktoren aktuell im Fokus.

Steigender Anteil von Fremdfinanzierungen zum Ausbau der KI-Infrastruktur ist für uns kein Alarmsignal

Die Investitionen der Hyperscaler wurden bislang maßgeblich durch die Innenfinanzierungskraft und den Rückgriff auf liquide Mittel getragen. Die zu erwartenden Infrastrukturinvestitionen der US-Hyperscaler in Höhe von rd. 1,7 Billionen USD im Zeitraum 2026-2028 können durch operative Cash-flows gedeckt werden.

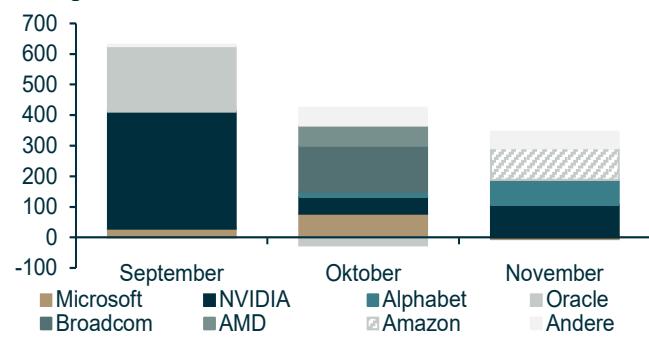
Im Rahmen der Optimierung der Kapitalstruktur sind Fremdfinanzierungen sinnvoll und stellen für uns kein Alarmsignal dar. Denn im Gegensatz zu anderen historischen Blasen ist das Gros der Hauptakteure bilanztechnisch gut bis sehr gut aufgestellt und wir gehen, auch unter Berücksichtigung der massiven Investitionspläne, von keiner substanzialen Verschlechterung aus.

Verschlechterung des Risikoprofils durch zunehmende Abhängigkeiten und Verflechtungen im KI-Ökosystem

Die von den KI-Marktführern Nvidia und OpenAI geführte Welle von Finanzierungen, Aufträgen und Verflechtungen hat die Interdependenzen zwischen den Unternehmen des Tech-KI-Ökosystems – Infrastrukturanbieter, Modellentwickler und Applikationsanbieter – deutlich erhöht.

23 KI-induzierte Transaktionen schaffen rd. 1,4 Billionen USD-Wertzuwachs seit September 2025

Veränderungen der Marktkapitalisierung am Tag der Bekanntgabe der Transaktion aufsummiert nach Monaten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, Veränderung der Marktkapitalisierung am Ankündigungsdatum, in Mrd. USD

Dabei haben die abnehmende Transparenz und potenzielle zirkuläre Abhängigkeiten die Stabilität und das Risikoprofil des KI-Ökosystems verschlechtert und werden am Kapitalmarkt weiterhin für Diskussion und Verunsicherung sorgen.

Projektverzögerungen durch potenzielle Engpässe in der KI-Zuliefererkette sind ein temporäres Risiko

Die Investitionspläne der Hyperscaler implizieren, dass bis 2030 doppelt so viel Rechenzentrumskapazität wie seit 2000 bis heute gebaut werden soll und dass in weniger als einem Viertel der Zeit. Kapazitätsengpässe sind u.E. wahrscheinlich, in der industriellen Zuliefererkette, bei Baukapazitäten und der Energieversorgung sowie der Netzinfrastruktur.

Potenzielle Verzögerungen sind damit ein Risikofaktor, der zumindest temporär am Kapitalmarkt für erhöhte Volatilität sorgen sollte. Mittelfristig überwiegen für uns aber die positiven Effekte, denn langlaufende Projekte, starke Auftragsbücher und knappe Ressourcen bilden eine gute Basis für attraktive operative Margen.

Meine Empfehlung für Sie

Künstliche Intelligenz (KI) bleibt auch 2026 der dominierende Megatrend am Kapitalmarkt, denn die zentralen Treiber des KI-Superzyklus sind weiterhin voll intakt. Allerdings treffen die hohen Erwartungen der Investoren und die damit einhergehende Ungeduld auf neue potenzielle Risikofaktoren, welche am Kapitalmarkt zumindest temporär für erhöhte Unsicherheit sorgen, von der aber langfristig orientierte Anleger profitieren können.

Wir erwarten eine Phase höherer Volatilität der Kurse der KI-Profitore, speziell nach dem Zuwachs der Marktkapitalisierung der „Glorreichen 7“ von rund 13,8 Billionen USD seit Anfang 2023. Dennoch bleibt aufgrund der intakten strukturellen und unternehmensspezifischen Wachstumstreiber unsere Einschätzung für die KI-Erstrundenprofiteure konstruktiv.

Allerdings präferieren wir eine diversifizierte Anlage mit Fokus auf die immer größer werdende und heterogene Gruppe der KI-Zweitrundenprofiteure. Eine Auswahl von Aktientiteln findet sich in unserer am 14. November 2025 veröffentlichten Publikation „Künstliche Intelligenz - Boom statt Bubble, aber Diversifikation bleibt Trumpf“.



Aktien Spezial – Industrie/Versorger

KI-Rechenzentren treiben Stromnachfrage und Infrastrukturinvestitionen

Tanja Markloff, Seniorexpertin Versorger und Investitionsgüterakten

- Energieintensive KI-Rechenzentren sind ein zunehmender Treiber der Stromnachfrage, insbesondere in Industrieländern
- KI-Rechenzentren mit hohen Anforderungen an eine resiliente Stromversorgung und Infrastruktur
- Stromversorgungsunternehmen und Zulieferer aus der Wertschöpfungskette können langfristig profitieren

Der Zusammenhang von Rechenzentren und verlässlicher Stromversorgung

KI-Rechenzentren sind energieintensiv und stellen im Vergleich zu anderen Energieverbrauchern besondere Herausforderungen an die Stromversorgung. Sie werden zwar kontinuierlich betrieben, kreieren aber aufgrund der flexiblen Auslastung große und lokal begrenzte Stromlasten im Vergleich zu vielen anderen Energieverbrauchern.

Rasanter Ausbau von Rechenzentren, ein zunehmender Treiber der Stromnachfrage

In der im April 2025 veröffentlichten Analyse „Energy and AI“ geht die Internationale Energieagentur (IEA) davon aus, dass sich die Kapazität von Rechenzentren im Zeitraum 2024 bis 2030 weltweit um 133% auf 226 GW mehr als verdoppeln wird.

Die Stromnachfrage der Rechenzentren dürfte dabei bis 2030 um 127% auf etwa 945 TWh ansteigen, was dann rund 3% der globalen Stromnachfrage entsprechen sollte, gegenüber 1,5% bzw. 415 TWh im Jahr 2024. Dabei sind einzelne Regionen bzw. Länder besonders stark betroffen wie beispielsweise die USA/Nordamerika, China/Asien-Pazifik und Nord- und Südeuropa.

Wachsende Anforderungen an die Energieinfrastruktur

Um die zunehmende Energienachfrage der Rechenzentren zu decken, werden verschiedene zusätzliche Kraftwerkskapazitäten benötigt. Dazu gehören erneuerbare Energien und Erdgas, die im Vergleich zu Kohlekraftwerken klimafreundlicher sind und im Vergleich zu Nuklearkraftwerken auch schneller bereitgestellt werden können.

Auch die erforderliche Infrastruktur muss entsprechend angepasst werden. Der Bau neuer Übertragungsleitungen kann in Industrieländern jedoch mehrere Jahre dauern, was die

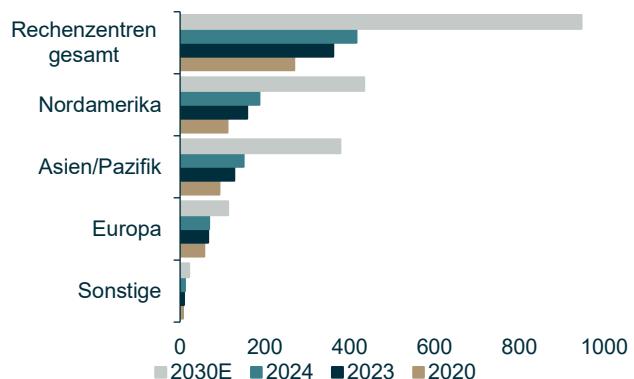
Fähigkeit, schnell auf die wachsende Nachfrage reagieren zu können, einschränkt. Marktteilnehmer gehen daher davon aus, dass bis zu 20% der weltweit geplanten Rechenzentrumsprojekte durch Engpässe im Stromnetz in Gefahr sind.

Chancen für den Energiesektor

KI-Rechenzentren sollten, insbesondere in Industrieländern, wie den USA, China und Europa sowohl die Stromnachfrage als auch die Investitionen in neue Erzeugungskapazitäten sowie relevante Infrastruktur bis über das Ende der Dekade hinaus beflügeln.

Zudem besteht mit KI das Potenzial, die Effizienz und Betriebskosten im Energiesektor zu steigern. Bspw. kann KI im Bereich der erneuerbaren Energien helfen, den Betrieb und die Wartung von Anlagen zu verbessern und emissionsreduzierende Maßnahmen zu unterstützen.

Wachsende Stromnachfrage von Rechenzentren (TWh) Insbesondere in Nordamerika (USA)



Quelle: Internationale Energieagentur (IEA)

Meine Empfehlung für Sie

Der Ausbau von KI-Rechenzentren wird die Stromnachfrage insbesondere in den Industrieländern erhöhen und zusätzliche Investitionen in die erforderliche Infrastruktur verlangen. Gleichzeitig birgt KI Potenzial für Effizienzgewinne. Konventionelle und alternative Stromerzeuger sowie Netzgesellschaften und Unternehmen aus der Wertschöpfungs-/Zuliefererkette dürften davon profitieren.



Aktien Spezial – Industrie/Verteidigung

Superzyklus für europäische Verteidigungswerte hat begonnen

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

- 2025-2035 steht im Zeichen des starken NATO-Wiederaufrüstungszyklus - Deutschland nimmt dabei eine Vorreiterrolle ein
- 2026 beginnen sich die großen Auftragseingänge aus Deutschland zu materialisieren
- Die Bewertung des Sektors auf Basis der 2026er Zahlen erscheint sehr hoch, auf Basis der 2030er Zahlen ist sie immer noch attraktiv

2025: Die Grundsteine für starkes Wachstum im nächsten Jahrzehnt sind gelegt

Folgende Kette an Ereignissen hat dazu geführt, dass Europa im nächsten Jahrzehnt massiv in Rüstung investieren wird:

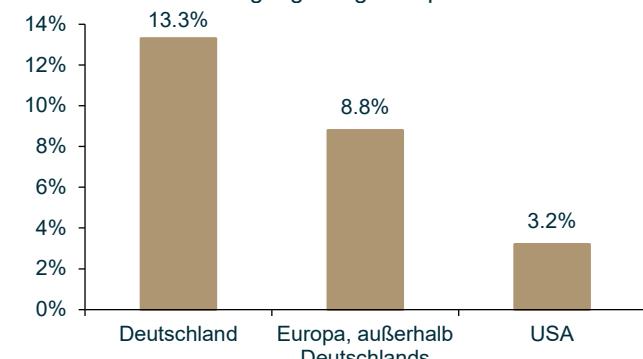
1. 2022, mit dem Beginn des Angriffskriegs Russlands, wurde den europäischen Staaten die akute Bedrohungslage vor Augen geführt.
2. Anfang 2025 haben Aussagen der US-Regierung die Verteidigungsbereitschaft der USA für Europa infrage gestellt.
3. Im März 2025 haben das deutsche Parlament und der Bundesrat eine Grundgesetzänderung beschlossen, wonach die Ausgaben für die Verteidigung nicht den Beschränkungen der Schuldenbremse unterliegen.
4. Im Juni 2025 wurde auf dem NATO-Gipfel das Ziel festgelegt, dass jedes Land bis 2035 5% des BIP für die Verteidigung investieren muss. Davon sollen 3,5% des BIP direkt in die Verteidigung und 1,5% des BIP in verteidigungsrelevante Infrastruktur fließen.
5. Im Juni 2025 beschließt Deutschland, bereits 2029 3,5% des BIP direkt für die Verteidigung auszugeben (2014: 1,2%; 2024: 2,1%).

2026: Das Jahr, in dem sich große Auftragseingänge materialisieren werden

Allein die deutsche Regierung plant 150 Aufträge im Wert von über 25 Mio. Euro pro Auftrag im Zeitraum von September 2025 bis Dezember 2026 zu vergeben. Es handelt sich dabei um langfristige Aufträge, die bis in die Mitte des nächsten Jahrzehnts reichen. Wir erwarten, dass die Auftragseingänge die Erwartungen des Marktes übertreffen werden und den Titeln des Verteidigungssektors Rückenwind geben werden.

Die Verteidigungsausgaben wachsen in Deutschland über 13% p.a. in den nächsten 5 Jahren

Wachstum der Verteidigungsausgaben p.a. 2025-2030



Quelle: Renaissance Strategic Advisors

Bewertung kurzfristig hoch, aber langfristig günstig

Basierend auf den Zahlen für 2026 erscheint die Bewertung des Sektors sehr ambitioniert, auf Basis des erwarteten Wachstums bis 2030 ist sie attraktiv. Der Markt konzentriert sich zunehmend auf die Perspektive für 2030. Darüber hinaus sehen wir ein deutlich höheres Potenzial als die vorsichtigeren Konsensschätzungen. Wir erwarten z.B. für die drei großen börsennotierten deutschen Defense-Unternehmen eine Steigerung des Gewinns um mehr als das Sechsfache.

Hohe Volatilität bestimmt den Sektor auch 2026

Insbesondere geopolitische Entwicklungen führen zu hohen Kursschwankungen. Die Entscheidung zur Wiederaufrüstung der NATO ist jedoch eine langfristige Entscheidung, unabhängig von der kurz- und mittelfristigen geopolitischen Lage. Anders gesagt: Kursrücksetzer etwa bei Waffenstillstandshoffnungen für die Ukraine bieten Nachkaufchancen.

Meine Empfehlung für Sie

Besonders stark von der Wiederaufrüstung der NATO profitieren europäische und insbesondere deutsche Verteidigungsunternehmen.

Wir sind davon überzeugt, dass die Verteidigungsralleye noch nicht vorbei ist und dass die Aktienkurse der Verteidigungsaktien das starke Wachstum des nächsten Jahrzehnts noch nicht vollständig widerspiegeln. Daher gehören Verteidigungstitel auch 2026 ins Portfolio.



Aktien Spezial – Basiskonsumgüter

Impulse für die Konsumgüterhersteller aus Wachstumsländern

Robert Räpple, Seniorexperte Basiskonsumgüteraktien

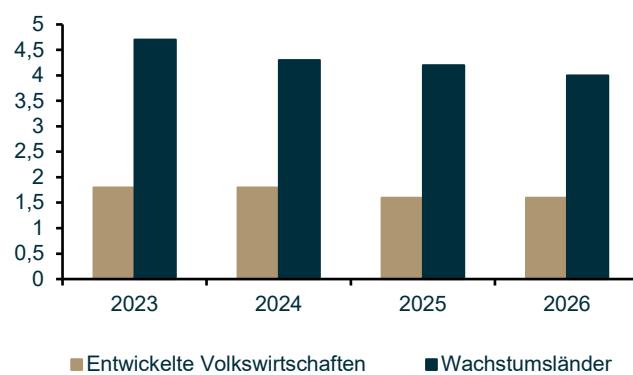
- Nach schwachem Jahr 2025 Hoffnung für Konsumgüterhersteller durch Impulse aus Wachstumsländer
- Unternehmen profitieren überproportional von Konsumdynamik, steigender Kaufkraft und Urbanisierung
- Sektorspezifische wertschöpfende Faktoren: Unternehmenskäufe/-verkäufe und aktivistische Investoren
- Empfehlung: Fokus auf Qualitätsaktien mit organischem Wachstum, solider Bilanz und günstigen Bewertungsparametern

Konsumgütersektor als Emerging Markets-Story

Der Verbrauchsgütersektor hat schwierige Jahre hinter sich. Die Inflationsjahre haben den Sektor durch Kostensteigerungen und Margendruck teils stark belastet. 2025 war der, zwar defensive, aber sonst eher robuste Sektor einer der schwächsten überhaupt. Wie sind die Aussichten? Während die entwickelten Volkswirtschaften allenfalls moderat wachsen, weisen die Wachstumsländer ein deutlich stärkeres Momentum auf.

Emerging Markets bleiben der entscheidende Wachstumsstreiber

Jährliches BIP-Wachstum in %



Quelle: IWF, Commerzbank-Research

Die Wachstumsdifferenz zugunsten der Emerging Markets bleibt weiterhin intakt und signifikant. Dadurch wird die Präsenz und Marktstellung dort für viele (globale) Basiskonsumgüterhersteller zum erfolgskritischen Faktor vor allem auf Unternehmensebene.

Wachstumsstarke Konsummärkte der Zukunft!

Das enorme Wachstumspotenzial für Konsumgüterunternehmen baut sich durch schwellen- und entwicklungsländerspezifische Faktoren auf. Kernpunkte sind neben dem starken Bevölkerungswachstum auch die fortschreitende Urbanisierung und eine wachsende kaufkräftige Mittelschicht. Dabei fördert die Urbanisierung veränderte Konsumgewohnheiten, wie bspw. einen höheren Anteil von Eiweißprodukten, Fertiggerichten, Soft Drinks und alkoholischen Getränken. Gleichzeitig wächst das Interesse an Produkten aus dem Bereich Personal Care und Beauty.

Dieser Wandel geht oft mit einer steigenden Nachfrage nach Markenprodukten und höherpreisigen Gütern einher. Die strukturell steigende Nachfrage und der verbesserte Produktmix resultieren in höheren Umsatz- und Margenpotenzialen für die Basiskonsumgüteranbieter.

Sektorspezifische Dynamik - Turnarounds und Spin-Offs

Die Anzahl der Transaktionen hat deutlich zugenommen, in denen Konsumgüterunternehmen sich durch Spin-offs oder Verkäufe von weniger rentablen Sparten trennen. Gleichzeitig drängen aktivistische Investoren auf eine höhere Effizienz, verbesserte Margen und Optimierung der Kapitalallokation. Strategische Neuausrichtungen und die Fokussierung auf das Kerngeschäft können das organische Umsatzwachstum nachhaltig steigern. Erste Turnarounds werden sichtbar, beginnen sich aber erst langsam in den Bewertungen abzuzeichnen – eine klare Chance für Anleger!

Meine Empfehlung für Sie

Der Konsumgütersektor sollte auch über 2026 hinaus vom dynamischen Wirtschaftswachstum der Schwellen- und Entwicklungsländer sowie den sich verändernden demographischen Bedingungen profitieren.

Für die Einzeltitelauswahl empfehlen wir den Fokus auf Qualitätsaktien mit starkem organischen Wachstum und solider Bilanz. Auch eine risikogemanagte Investmentfondslösung ist eine attraktive Alternative.

Mehr dazu: Eine detaillierte Analyse des Wachstumspotenzials im Basiskonsumgütersektor finden Sie in unserem Insight „[Schwellen- und Entwicklungsländer - die Konsummärkte der Zukunft](#)“.



Immobilien

Erholung der Häuserpreise geht weiter - Zins- und Einkommensentwicklung signalisiert moderate Preiszuwächse

Torsten Schwarz, Seniorexperte Immobilien & Immobilienaktien

- Deutsche Wohnimmobilienmärkte bleiben zinssensitiv
- Moderate Zinserhöhungen können bei Eigennutzern meist über höhere Einkommen und bei Investoren über höhere Mieten abgedeckt werden
- Geringe Neubauzahlen und ein hoher Nachfrageüberhang dürften die Preise noch viele Jahre unterstützen
- Für 2026 sehen wir für deutsche Wohnimmobilien Preissteigerungen leicht oberhalb der Inflationsrate

Immobilienmarkt im Bann der Zinsen

Europa hat in den vergangenen Jahren eine Achterbahnhfahrt bei der Zinsentwicklung erlebt. Die Zinsentscheidungen der EZB waren dabei ein wichtiger Taktgeber für die Preisentwicklung deutscher Wohnimmobilien. Während die Zinserhöhungswelle ab 2022 einen Preisrückgang auslöste, sorgten die darauffolgenden Zinssenkungen für eine Stabilisierung bzw. eine leichte Erholung bei den Hauspreisen.

Leicht steigende Zinsen, ...

Allerdings war im laufenden Jahr 2025 wieder ein moderater Zinsanstieg zu beobachten. Lagen die Zinsen für zehnjährige Darlehen Ende 2024 noch bei rund 3,3 %, so haben sie sich mittlerweile wieder bei etwa 3,7 % eingependelt. Für das nächste Jahr rechnen wir mit weiter leicht steigenden Kapitalmarktzinsen. Das bedeutet aber gleichzeitig, dass zehnjährige Hypothekendarlehen bis Ende 2026 durchaus wieder ein Zinsniveau von 4 % erreichen könnten.

... aber auch steigende Einkommen

Gleichzeitig gibt es eine gute Nachricht für potenzielle Käufer: Die Einkommen in Deutschland steigen kontinuierlich an. Seit Beginn der Erholung am Immobilienmarkt Anfang 2024 sind die verfügbaren Einkommen im Schnitt um 3,3 % gestiegen. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzt, wenn auch mit leicht abgeschwächten Raten von etwa 3 %. In der Gesamtbetrachtung dürften sich die Effekte von steigenden Zinsen und steigenden Einkommen in etwa ausgleichen.

Unser Commerzbank-Erschwinglichkeitsindex sollte sich daher im kommenden Jahr kaum verändern. Damit bleiben

Wohnimmobilien ähnlich erschwinglich wie im Zeitraum von 2009 bis 2011, einer Phase, in der die Immobilienpreise um etwa 2,5 % pro Jahr zulegten. Diese Größenordnung passt auch zu den aktuellen Prognosen der führenden Immobilienbewertern bzw. der börsennotierten Immobilienunternehmen.

Wohnimmobilien nicht günstig - Zins- und Einkommensentwicklung signalisiert jedoch weitere Preiszuwächse

Erschwinglichkeitsindex: verfügbare Einkommen pro Kopf im Verhältnis zu Zinszahlungen und Tilgung



Quelle: Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Wohnimmobilien bleiben ein knappes Gut

Ein entscheidender Faktor für die weitere Preisentwicklung ist und bleibt das knappe Wohnungsangebot. Die Bautätigkeit hinkt der Nachfrage seit Jahren hinterher und eine Entspannung ist nicht in Sicht. Die Aufträge im Wohnungsbau sind zuletzt wieder gesunken. Verschiedene Prognosen gehen daher davon aus, dass in den kommenden Jahren jährlich nur rund 200.000 Wohnungen fertiggestellt werden, was den tatsächlichen Bedarf bei weitem nicht deckt.

Meine Empfehlung für Sie

Für langfristig orientierte Investoren und Eigennutzer bleiben Wohnimmobilien eine attraktive und relativ stabile Anlageklasse. Die Kombination aus laufenden Mieteinnahmen bzw. eingesparter Miete sowie moderaten Wertsteigerungen ist überzeugend. Der hohe und voraussichtlich noch lange bestehende Nachfrageüberhang dürfte auch in Zukunft für steigende Preise sorgen. Auf Basis unseres Erschwinglichkeitsindex erwarten wir für das Jahr 2026 wieder Preissteigerungen bei Wohnimmobilien, die leicht über der Inflationsrate liegen.



Rohstoffe Gold

Gold bleibt sicherer Hafen

Markus Wallner, Seniorexperte Aktien und Rohstoffe

- Allgemeine Unsicherheit bleibt Haupttreiber
- Schwacher US-Dollar dient weiter als fundamentale Unterstützung
- Zinssenkungen durch die US-Notenbank bieten zusätzliches Potential
- Konsolidierungsphasen als Einstiegschance

Allgemeine Unsicherheit bleibt Haupttreiber

Ungeachtet der starken Entwicklung des Goldpreises im laufenden Jahr sollten die anhaltenden globalen Unsicherheiten auch im Jahr 2026 die Haupttreiber für den Goldpreis sein. Zum einen ist es die aggressive, protektionistische US-Handel- und Fiskalpolitik, die die Verschuldung und die Inflation in den USA mittelfristig antreiben dürfte. Dies dürfte auch zur Folge haben, dass andere vermeintlich sichere Anlagen wie US-Staatsanleihen oder der US-Dollar eher zu Gunsten von Gold weiterhin gemieden werden. Dazu kommen noch die anhaltenden geopolitischen Risiken, wobei neben dem Ukraine-Krieg insbesondere die Streitigkeiten der USA mit China von großer Bedeutung bleiben sollten. Dies alles sollte die Funktion des Goldes als sicherer Hafen im nächsten Jahr eher noch stören.

Schwacher US-Dollar dient weiter als fundamentale Unterstützung

Nach unserer Ansicht sollte die Schweche des US-Dollars im nächsten Jahr anhalten und somit den Goldpreis fundamental stten. Gold fungiert also weiterhin als Ersatz für den als Reservewahrung verstkt hinterfragten US-Dollar.

Schwecherer US-Dollar stkt den Goldpreis

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



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. *Durchschnittliche Veränderung des US-Dollars zu fhrenden Weltwahrungen

Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass beide zueinander eine starke negative Korrelation aufweisen, auch wenn sie zuletzt ein wenig zurückgegangen ist.

Zinssenkungen durch die US-Notenbank bieten zusätzliches Potential

Der Druck von Prident Trump auf die US-Notenbank dürfte weiter hoch bleiben. Nichtsdestotrotz sollte aber der schwere Arbeitsmarkt letztendlich dafür sorgen, dass die Fed expansiv bleibt. Daher erwarten wir noch eine Zinssenkung im 4. Quartal und noch ff weitere im Jahr 2026. Dies verbessert den fundamentalen Rahmen für den Goldpreis zustztlich.

Konsolidierungsphasen als Einstiegschance

Die starke Entwicklung des Goldpreises insbesondere im laufenden Jahr macht ihn nicht nur wie zuletzt, sondern auch im nächsten Jahr anfällig für Gewinnmitnahmen insbesondere in Phasen geopolitischer Beruhigung. Mit Hinblick auf die bereits genannten starken Unterstutzungsparameter sollte dies als Einstiegschance genutzt werden.

Einhergehend mit der zuletzt starken Entwicklung des Goldpreises sind auch die Aktien von Goldminen-Betreibern zum Teil stark angestiegen, da der Goldpreis die gesamten Kosten der Fordernung immer weiter übersteigt. Grundsätzlich bleiben auch die Aktien dieser Minengesellschaften unterstützt. Dabei sollte aber nicht vergessen werden, dass sie in beide Richtungen stark auf den Goldpreis reagieren, also auch schon bei leichten Konsolidierungen des Goldpreises meist überproportional verlieren.

Meine Empfehlung für Sie

Gold bleibt der sichere Hafen angetrieben durch die anhaltenden wirtschaftlichen und (geo)politischen Unsicherheiten. Dies begünstigt weiterhin auch die gesamte Wertschopfungskette wie z.B. Betreiber von Goldminen. Gewinnmitnahmen beim Gold insbesondere bei abflauender Wahrnehmung von Unsicherheit sollten als Einstiegschance genutzt werden.



Asset Allokation

Warum Aktien auch 2026 die richtige Wahl sein dürften

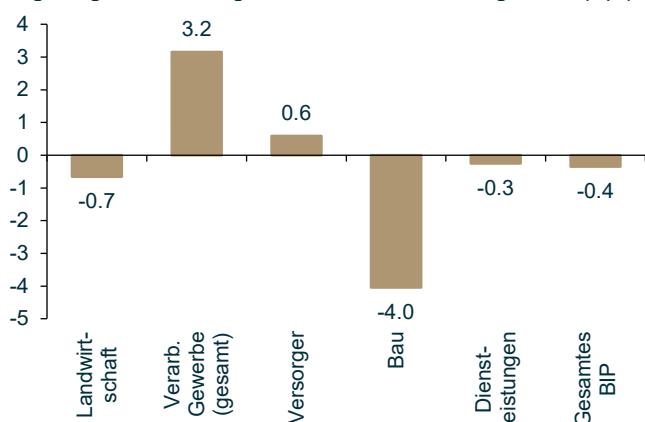
Alexander Krämer, Seniorexperte Asset Allokation

- Konstruktives Konjunkturbild spricht für Übergewichtung von risikotragenden Anlagen wie Aktien
- Korrekturrisiko aufgrund hoher Bewertung am Aktienmarkt durch taktische Diversifikation begegnen
- Aktien über-, Liquidität untergewichten, Anleihen neutral

Konstruktives Konjunkturbild

Es ist unbestritten, dass die konjunkturelle Entwicklung für die Asset Allokation wichtig ist. Droht zum Beispiel eine Rezession, ist dies Aktien und Rohstoffen in der Regel wenig zuträglich. Auch ein überbordendes Wachstum hat so seine Tücken, resultiert es doch in der Regel in einer steigenden Inflation und restriktiveren Geldpolitik und belastet zum Beispiel Anleihekurse und bremst oft auch Aktienmärkte aus. Für das Jahr 2026 erwarten wir allerdings keines dieser Störszenarien – das Wirtschaftswachstum für den Euroraum bewegt sich in der Nähe des Potentials, auch die Inflation dürfte sich nicht so weit vom Ziel der EZB wegbewegen, dass Zinserhöhungen drohen. Das Bild für die USA sieht ähnlich aus, auch wenn sich dort die Inflation etwas hartnäckiger halten sollte. Doch der politische Druck aus Washington dürfte eine längere Abkehr vom Zinssenkungszyklus verhindern. In diesem in Summe konstruktiven Konjunkturbild empfiehlt sich eine Ausrichtung des Portfolios in Richtung konjunktur- und zinssensitiver Anlagen, zum Beispiel Aktien, auch wenn weiter eine Restunsicherheit über die Auswirkungen der Trumpschen Zölle verbleibt.

Verarbeitendes Gewerbe in USA als potenzieller Profiteur Langfristige Auswirkungen der Zölle auf BIP-Segmente (Pp.)



Quelle: Yale Budget Lab, Commerzbank-Research

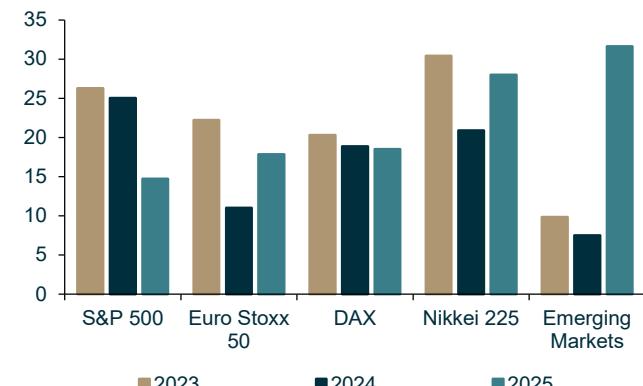
Dabei geht es um die grundsätzliche Rechtmäßigkeit aber auch um die erheblichen Wirkungsverzögerungen der eingeführten und modifizierten Zölle auf Unternehmen, Wachstum und Inflation.

Aktien weder günstig noch überrepräsentiert

Die Entscheidung für eine Aktienübergewichtung lässt sich nicht ohne eine Einordnung der bisherigen Entwicklung vornehmen. Fakt ist, dass Aktien den Zollwidrigkeiten bislang getrotzt und ihre Rekordfahrt der Jahre 2023 und 2024 wohl auch 2025 fortgesetzt haben. Der S&P 500 ist nur noch fünf Prozent davon entfernt, das dritte Jahr in Folge mit einem Kursplus von mehr als zwanzig Prozent abzuschließen.

Zweistellige Wertzuwächse am Aktienmarkt

Kursgewinne (Gesamtrendite, %, 2025 seit Jahresanfang)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research, per 17.11.2025

Anders als im Jahr 2024 steht die Aufwärtsbewegung in diesem Jahr auf breiteren Füßen. Das Thema Künstliche Intelligenz ist und war 2025 wieder ein Performancegarant, und auch die Glorreichen Sieben hatten erneut einen signifikanten Anteil. Aber die Wertentwicklung der restlichen 493 Titel im S&P 500 liegt nur knapp dahinter. Auch wenn die Berichtsaison der Unternehmen 2025 ein ums andere Mal positiv überrascht hat, ist die Bewertung der Aktien (und das gilt für die meisten Aktienmärkte) zwar ambitioniert, wird aber auch durch eine entsprechende Ertragskraft bestätigt. Dazu kommt, dass die Positionierung im Aktienmarkt von vielen Investorengruppen noch Luft nach oben hat. Bisher waren es in erster Linie die quantitativ getriebenen Anleger, die die Aktienhause gestützt haben. Diskretionäre Entscheider halten dagegen weiter eine etwa neutrale Position. Auch die Anlegerstimme ist noch nicht euphorisch, was für eine



Fortsetzung der kontinuierlichen Mittelzuflüsse zu Aktienfonds sprechen könnte.

Die hohen Bewertungen sind aber nicht ausschließlich ein Phänomen des Aktienmarktes: Auch die Risikoauschläge von Unternehmensanleihen haben sich deutlich eingeeignet.

Weder Aktien noch Anleihen sind günstig bewertet



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Höhere Staatsausgaben sprechen für höhere Renditen

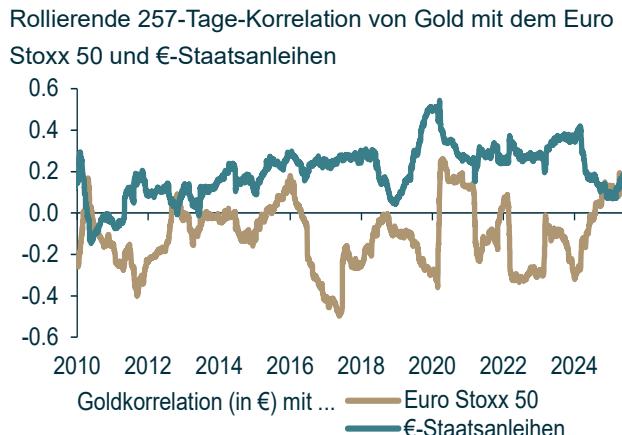
Auf der Seite der Anleihen spielt die Geldpolitik eine nicht unerhebliche Rolle. Zusätzliche Impulse für den europäischen Staatsanleihenmarkt durch eine Änderung der Geldpolitik der EZB sind für das erste Halbjahr nicht zu erwarten; die höheren Fiskalausgaben dürften dagegen eher für steigende Renditen sorgen. Anders sieht das Bild in den USA aus. Die Geldpolitik der Fed sollte noch etwas expansiver ausfallen als derzeit vom Kapitalmarkt erwartet, was grundsätzlich für fallende Renditen spricht. Die Belastungsfaktoren für US-Anleihen – ein ausuferndes Haushaltsdefizit und eine höhere Risikoprämie für US-Anleihen aufgrund der Trumpschen Politik – dürften dies aber auf Dauer überkompensieren. Ausgehend von unserem konjunkturellen Basisszenario spräche dies für eine alleinige Fokussierung auf risikotragende Anlagen.

Die Qual der Wahl – Basisszenario oder Diversifikation?

So einfach die Allokation für das Basisszenario ausfällt, so wenig entspricht sie einem wesentlichen Ziel der Asset Allokation – durch Risikostreuung auch für Ereignisse außerhalb des Basisszenarios gerüstet zu sein. Dazu gehört zum Beispiel ein plötzlicher Anstieg der Risikoaversion aufgrund einer Korrektur der teils sehr ambitionierten Bewertungen in einzelnen Bereichen des Aktienmarktes. In diesem Fall dürfte die übliche negative Korrelation zwischen (Staats-)anleihen und Risikoanlagen greifen. Dies bedeutet aber auch, eine neutrale Ausrichtung des Anleihesegments statt einer Übergewichtung von Kasse und Unternehmensanleihen. Aus Asset Allokationssicht ebenfalls zu berücksichtigen ist das

geänderte Verhalten von Gold. War seine Korrelation mit Anleihen in der Vergangenheit hoch, so hat es sich zuletzt als unkorreliertes Asset dargestellt, auch gegenüber Aktien. Daher erscheint trotz der deutlichen Preissteigerung eine Beimischung von Gold weiterhin sinnvoll.

Gold nahezu unkorreliert mit Aktien und Anleihen



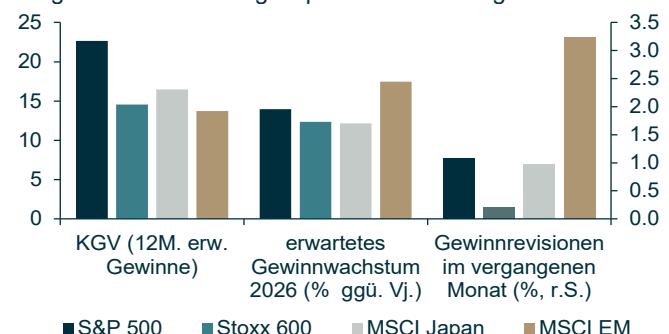
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Schwellenländeraktien bevorzugt

Für eine regionale Differenzierung innerhalb der Aktien sprechen die doch recht unterschiedlichen Erwartungen an das Gewinnwachstum. Hier stechen die Emerging Markets positiv heraus: mit einem erwarteten Gewinnwachstum von mehr als 17 Prozent weisen sie unter den von uns beobachteten Regionen das stärkste auf. Auch bei den Gewinnrevisionen profitieren sie aktuell von einem hohen Momentum. Hier liegt eine Region derzeit hinten: Europa. Da die Erwartungen an das Gewinnwachstum deutlich niedriger sind, es aber auch stark von der zeitlichen Umsetzung der Fiskalmaßnahmen abhängen dürfte, ob diese sich so erfüllen, bevorzugen wir zum Jahresstart die Schwellenländer gegenüber Europa. Auch die Erwartungen bezüglich der US-Währung stützen diese Differenzierung. Traditionell ergibt ein schwächerer US-Dollar Rückenwind für die EM-Aktienmärkte, während die europäischen Unternehmen die Negativeffekte stärker spüren.

EM mit höchstem erwarteten Gewinnwachstum

Ausgewählte Bewertungsaspekte für Aktienregionen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research



Aktuelle qualitative Asset Allokation

Aktien zugunsten von Kasse übergewichtet

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

Quelle: Commerzbank-Research

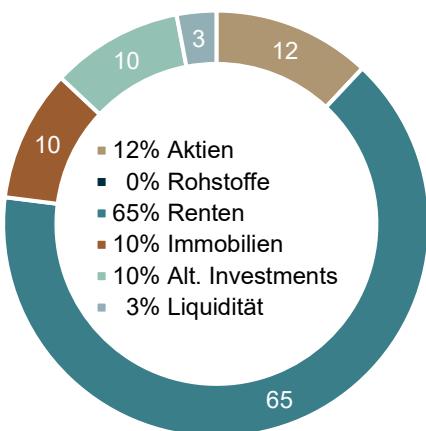
Meine Empfehlung für Sie

Aktien bieten auch 2026 eine deutlich höhere erwartete Rendite als Anleihen. Eine Übergewichtung – mit Schwerpunkt auf Schwellenländern – ist daher sinnvoll. Mögliche Korrekturen aufgrund der hohen Bewertung insbesondere in KI-nahen Titeln lassen sich mit einer neutralen Positionierung bei Anleihen über alle Laufzeitänder hinweg und einer Beimischung von Gold besser überstehen. Auch Alternative Anlagen bieten hier eine gute Möglichkeit, die Portfoliovolatilität zu senken. Kasse wird untergewichtet.

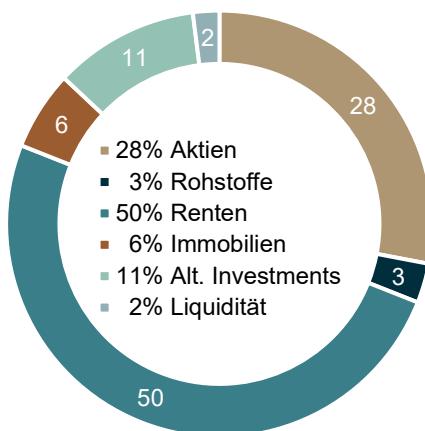
Musterallokation

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 Produkte aus den Bereichen Erneuerbare Energien, Infrastruktur und Private Equity.

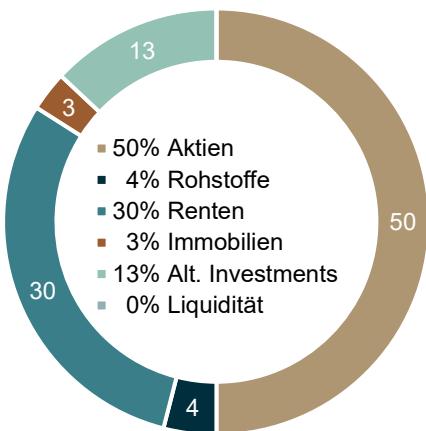
Stabilität



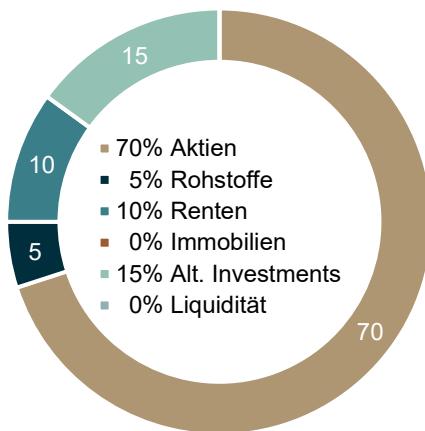
Einkommen



Wachstum



Chance





Megatrend und Megawerte: Investieren in Infrastruktur

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Michael Henn

Laut einer McKinsey-Studie von September 2025 müssen die Staaten rund um den Globus bis 2040 über 100 Billionen Dollar in ihre Infrastruktur investieren.¹ Die Finanzierung über Steuern oder Staatsschulden allein wird in vielen Fällen nicht ausreichen, um den Sanierungsstau aufzulösen und dringend notwendige neue Projekte anzugehen. Die Lösung ist die Mobilisierung privaten Kapitals. Daraus ergeben sich auf Jahre enorme Wachstumschancen. Wir wollen in unserem aktuellen Interview Chancen, Risiken und besondere Eigenschaften von Investitionen in Infrastruktur mit einem echten Insider beleuchten. Michael Henn ist der Leiter Infrastrukturinvestments bei der Commerz Real. Er verfügt über 15 Jahre Erfahrung in Infrastruktur- und Immobilientransaktionen und damit vorzügliche Einblicke in diese für Privatanleger relativ junge Anlageklasse.

Infrastruktur – sie ist das Rückgrat jeder modernen Volkswirtschaft und Voraussetzung für jedes Wachstum. Helfen Sie uns, diesen Riesenmarkt zu ordnen!
Infrastruktur ist in der Tat ein sehr diverses Feld. Viele Menschen denken dabei zuerst an Verkehrswege, das ist aber nur ein Aspekt. Infrastruktur umfasst all die grundlegenden Einrichtungen und Systeme, die für das Funktionieren einer Gesellschaft notwendig sind. Dazu gehören Schulen und Krankenhäuser ebenso wie Straßen und Schienen, Funkmasten oder Versorgungseinrichtungen für Strom, Wärme und Wasser. Ganz grob lassen sich die meisten Infrastrukturthemen in diese fünf Kategorien einordnen: Transport, Versorgung, Kommunikation, Soziales und Energie. Dabei ist jede dieser Kategorien in sich ebenfalls vielfältig.

In welchen Bereichen sehen Sie besondere Investitions- und Wachstumspotenziale?

Das kommt ganz auf den Markt und auf den Risikoappetit an. Unser Selbstverständnis bei der Commerz Real ist das eines strategischen Langfristinvestors. Wir agieren als Treuhänder unserer Anleger und fokussieren daher Investments mit stabilen Cashflows und hoher

Planungssicherheit. Aus diesem Grund sind wir bisher besonders im Energiebereich stark engagiert, wo wir mit festen Einspeisetarifen und langfristigen Lieferverträgen mit Stromabnehmern arbeiten. Wir sehen aber auch großes Potenzial in anderen Bereichen, insbesondere in Deutschland. Hier wurde viele Jahre lang zu wenig investiert und der Aufholbedarf ist nun quer durch alle Bereiche sehr groß. Hinzu kommt ein signifikanter Investitionsbedarf durch die kommunale Energie- und Wärmewende. Gleichzeitig ist der Investmentmarkt abseits der Erneuerbaren Energien noch nicht vollständig entwickelt. Das wird aber nicht so bleiben, denn der Finanzierungsbedarf ist so immens, dass die Kommunen gar nicht anders können, als sich für Partnerschaften mit geeigneten Investoren zu öffnen. Laut aktueller Schätzungen benötigt Deutschland in den nächsten 15 Jahren 1,3 Billionen Euro für Infrastruktur.² Hier sehen wir ein Geschäftsfeld für uns, denn im Verbund mit der Commerzbank sind wir flächendeckend vernetzt und können öffentlichen Trägern passgenaue Lösungen anbieten, um ihre Infrastrukturprojekte zu realisieren. Die Finanzierung können wir über unsere Fonds bereitstellen oder auch über maßgeschneiderte Club-Deals oder Einzelmandate für professionelle Investoren.

Kommen Investoren ins Spiel, muss es um die Renditeperspektive gehen. Bei Mautbrücken ist das Geschäftsmodell einer Investition intuitiv verständlich, wie sieht es bei anderen Themen aus? Kann man Aussagen zur Profitabilität der verschiedenen Bereiche machen?

Infrastrukturinvestoren profitieren von langfristig geregelten Vergütungen für die Bereitstellung und Instandhaltung der Anlagegüter. Je nach Asset kann das unterschiedlich ausgestaltet sein. Bei öffentlichen Bauwerken wie Straßen und Brücken oder Schulen und Krankenhäusern läuft das üblicherweise im Rahmen öffentlich-privater Partnerschaften, sogenannte ÖPP. Der Investor erhält dann über die Lebensdauer der Anlage regelmäßige Erträge aus Mietentnahmen, Verfügbarkeits- oder Nutzungsentgelten. Auch bei

¹ Alastair Green/Ishaan Nangia/Nicola Sandri, The infrastructure moment, McKinsey & Company, <https://www.mckinsey.com/industries/infrastructure/our-insights/the-infrastructure-moment> (abgerufen am 13. November 2025)

² G20 Global Infrastructure Outlook, Umrechnung in EUR zum Kurs 1,00 USD = 0,86 EUR, 13.11.2025. Gerundet auf erste Nachkommastelle. <https://outlook.gihub.org/countries/Germany> (abgerufen am 13. November 2025)

privaten Infrastrukturgütern erfolgt die Wertschöpfung über Nutzungsverträge mit meistens langer Laufzeit. Das Renditeiveau ist breit gefächert und hängt vom Risiko ab, das übernommen wird. Einrichtungen der sozialen Infrastruktur sind oftmals Immobilieninvestments mit einem öffentlichen Vertragspartner, was normalerweise ein hohes Maß an Sicherheit bietet. Hier sind BVI-Renditen von 3 bis 6 Prozent üblich. In den anderen Sektoren kommt es stark auf die Asset- und Deal-Struktur an. Am oberen Ende sind hier Renditen bis 14 Prozent erzielbar, allerdings verbunden mit den entsprechenden Risiken.

Wie können Investoren von diesen Trends profitieren?

Es geht darum, die richtigen Projekte und den passenden Zugang zu finden. Der Investmentmarkt ist komplex, was sowohl der Vielfalt der Assetklasse geschuldet ist als auch dem Umstand, dass wir es oftmals mit regulierten Sektoren zu tun haben. Deshalb sind ein starkes Netzwerk in den Zielmärkten und ein tiefgehendes Verständnis der ökonomischen und regulatorischen Rahmenbedingungen elementar. Selbstverständlich muss man ab dem Zeitpunkt, in dem ein Asset wirklich attraktiv erscheint, auch Fachexperten für den Investitionsgegenstand dazuholen. Der Aufwand lohnt sich allerdings: Infrastrukturinvestments bieten im Sachwertespektrum die Aussicht auf vergleichsweise hohe Renditen bei begrenzter Schwankungsbreite. Zudem korrelieren sie kaum mit anderen Assetklassen.

Sie stehen für den Weg der Investition über direkte Beteiligungen in einzelne oder in der Fondslösung gebündelte Infrastrukturinvestments. Was ist dabei zu berücksichtigen?

Die ersten Solarfonds der Commerz Real wurden vor rund 20 Jahren aufgelegt. Das waren geschlossene Fonds für Privatanleger, die in einzelne Photovoltaikparks investiert haben. Heute sehen wir geschlossene Produkte vornehmlich bei professionellen Anlegern in Form von Club-Deals oder Einzelmandaten. Für private und semiprofessionelle Anleger gibt es über den europäischen Regulierungsrahmen des ELTIF – European Long-Term Investment Fund – inzwischen die Möglichkeit, breit diversifiziert in Sachwerte unter anderem im Bereich der Infrastruktur zu investieren. Oftmals bieten diese Fonds eine vorzeitige Ausstiegsmöglichkeit und damit mehr Flexibilität als geschlossene Fonds. Wichtig dabei: Der ELTIF ist nur der Rahmen, in welchem unterschiedliche Fondsstrategien möglich sind, von Infrastruktur über Private Equity bis Private Debt. Anleger sollten daher genau hinschauen und sich beraten lassen, ob das Produkt zu ihnen passt. Infrastruktur sollte – wie Sachwerte allgemein – immer nur eine Beimischung in einem breit gestreuten Portfolio sein.

Infrastrukturinvestitionen sind oft sehr großvolumig.

Wie geht man als einzelne Gesellschaft oder Fonds mit den Themen Risikosteuerung und -streuung um?

Das Ziel ist immer, Risiken so weit wie möglich abzusichern, sowohl auf Ebene des einzelnen Assets als auch mit Blick auf das Gesamtportfolio. Diversifikation ist dabei ein wichtiges Thema. Wenn ein Fonds 45 Assets im Portfolio hat und eines bekommt Probleme, lässt sich das besser abfedern als bei einem kleineren Portfolio. Gerade in der Aufbauphase eines Fonds ist es daher zentral, bei der Asset-Auswahl defensiv vorzugehen. Auch Minderheitsbeteiligungen können ein Weg sein, um an großvolumigen Assets zu partizipieren.

Bald ist Weihnachten, daher noch eine Frage der Kategorie „Wunschzettel“. Was würden Sie bei der Bundesregierung gerne hinterlegen bezüglich Genehmigung und Umsetzung von Infrastrukturprojekten?

Wir brauchen verlässliche und langfristige Regeln, denn Investoren denken in Zeiträumen von 20 bis teils über 30 Jahren. Zudem müssen die Planungs- und Genehmigungsprozesse beschleunigt werden. Ein schneller, transparenter Prozess schafft Vertrauen und damit Investitionsbereitschaft. Die Energie- und Wärmewende ist eine Generationenaufgabe. Und sie gelingt nur gemeinsam: im Schulterschluss zwischen Kommunen, Wirtschaft und privaten Investoren. So wird aus der Vision einer klimaneutralen Zukunft Schritt für Schritt Realität.



Kurz-Vita: Michael Henn

Michael Henn ist Global Head of Green Deal Infrastructure bei der Commerz Real AG und Member of the Management Board der Commerz Real Fund Management S.à r.l. Luxemburg. Er verantwortet das Transaktions- und Akquisitionsgeschäft, die Projektentwicklungen sowie das Asset Management in den Bereichen der Erneuerbaren Energien und Infrastrukturinvestments.

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 20. November 2025

Commerzbank AG

Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

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

Group Research
Chief Investment Office