COMMERZBANK



Group Research – Chief Investment Office

Investment Perspektiven

Jahresausblick 2027

Jahresausblick 2027: Bullenjahr Nr. 5?

Chancen zwischen KI-Realitätscheck und Reflation



Thorsten Weinelt
Chefanlagestratege

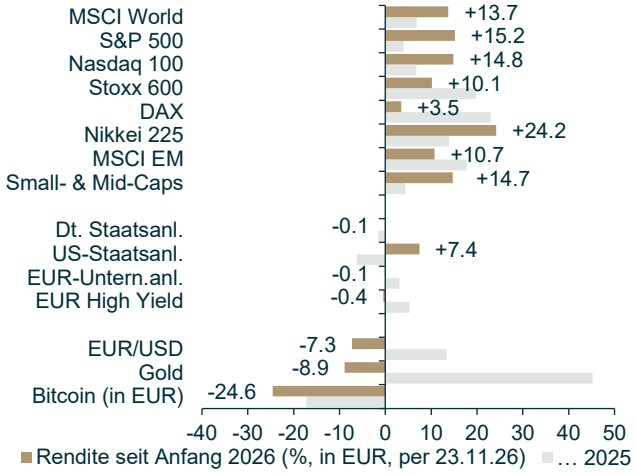
- **Geopolitik:** Eine schrittweise Deeskalation im Iran-Konflikt ist unser Basisszenario. Eine erneute Eskalation bleibt eines der größten Risiken für das Jahr 2027.
- **Weltwirtschaft:** 2027 in robustem Reflationsumfeld dank KI-Investitionen und fiskalischen Impulsen. Risiko ist eine stärkere Abschwächung des Wachstums im 2. Halbjahr.
- **Geldpolitik und Inflation:** Der energiepreisbedingte Inflationsdruck dürfte nachlassen. Eine erhöhte Kerninflation begrenzt jedoch den Spielraum der Notenbanken. Wir befinden uns in einem moderaten Zinserhöhungszyklus und erwarten noch je zwei weitere Zinsschritte von Fed und EZB, davon je einen im Dezember 2026.
- **Unternehmensgewinne** dürften nach dem Rekordjahr 2026 auch im Jahr 2027 zweistellig wachsen, allerdings mit einer geringeren Dynamik.
- **„Wall of Worries“:** Der Kapitalmarkt hat 2026 erstmals erheblich am KI-Boom gezweifelt. Steigende Fremdfinanzierung, Fragen nach der Rentabilität der massiven KI-Ausgaben, Verzögerungen beim Ausbau von Rechenzentren und das Führungsdebakel bei Nvidia haben die Bewertungsprämien deutlich reduziert. Die Korrektur der KI-Aktien ist aus unserer Sicht jedoch nicht gleichbedeutend mit einem Ende des zugrunde liegenden KI-Investitionszyklus. Dieser bleibt intakt und bietet angesichts attraktiver Bewertungen die Basis für eine Kurserholung.
- **Asset Allokation:** Wir nutzen die Korrektur, stufen Aktien von neutral hoch auf Übergewichten und reduzieren Liquidität. US-Aktien bleiben übergewichtet; taktisch erhöhen wir das Gewicht europäischer Aktien auf neutral und stufen Emerging-Markets-Aktien – auch wegen des kurzfristig stärkeren USD – auf Untergewichten. Anleihen neutral, mit Fokus auf kürzere Laufzeiten und Renditevorteile im offensiven High-Yield-Segment.

Rückblick 2026: Komplexität, Unsicherheit und Marktregimewechsel als ständiger Begleiter

2026 begann mit einem nahezu idealtypischen Kapitalmarktnarrativ: expansive Fiskalpolitik, robustes Wachstum, steigende Unternehmensgewinne, nachlassender Inflationsdruck und die Aussicht auf sinkende Leitzinsen. Mit dem Angriff auf den Iran wurde dieses Schönwetter-Szenario infrage gestellt. Explodierende Energie-, Raffinerieprodukt- und Düngemittelpreise ließen die Stagflationsrisiken deutlich steigen. Gleichzeitig wechselten die Favoriten im Technologiesektor mehrfach. Während im ersten Halbjahr insbesondere Softwaretitel unter der Sorge litten, dass ihre Geschäftsmodelle durch generative KI zerstört werden, profitierten Halbleiterhersteller zunächst von der Erwartung eines immer größeren KI-Investitionszyklus. Im zweiten Halbjahr kehrte sich dieses Bild teilweise um: Zweifel an der Rentabilität der massiven KI-Investitionen, zunehmende Fremdfinanzierung und Verzögerungen beim Ausbau von Rechenzentren belasteten die Halbleiterwerte, während sich Softwaretitel stabilisierten. Ein dritter Wetterwechsel vollzog sich am Rentenmarkt. Hartnäckiger Inflationsdruck, eine restriktivere Geldpolitik sowie strukturell hohe Haushaltsdefizite und steigende Staatsschulden insbesondere in den USA und Frankreich führten zu höheren Bondrenditen und Risikoaufschlägen. Die Diskussion um die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen kehrte damit auf die Kapitalmarktagenda zurück.

2026 vs. 2025: Stärkerer Dollar und niedrigere Renditen

Performance verschiedener Assetklassen in %

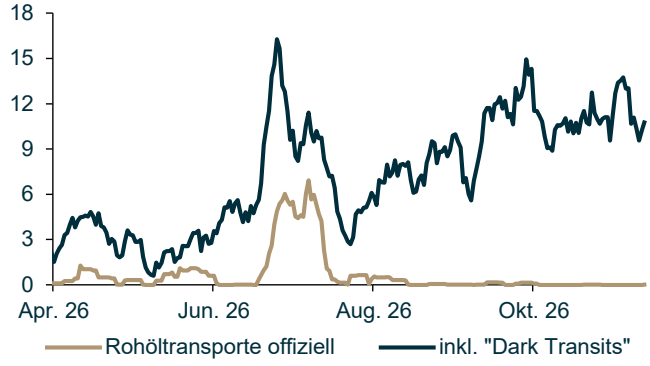


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Im November entluden sich mehrere Risikoaspekte: Befürchtungen einer erneuten Eskalation im Iran-Konflikt, politische Unsicherheit über den weiteren Ausbau von Rechenzentren nach dem demokratischen Sieg bei den US-Zwischenwahlen, Zweifel am zukünftigen Investitionsengagement Nvidias und dem Führungsdebakel bei diesem wichtigsten Unternehmen des KI-Ökosystems. Nach den Panikverkäufen am 20. November erwarten wir zunächst eine Bodenbildung. Entscheidend für eine nachhaltige Stabilisierung bleiben die Investitionspläne der US-Hyperscaler und eine Entspannung im amerikanisch-chinesischen Technologiekonflikt. Die Chance auf einen versöhnlichen Jahresausklang ist gegeben. Für 2027 richten wir die Allokation wieder offensiver aus (siehe Asset Allokation Seite 31).

Geopolitik: Unser Basisszenario ist eine schrittweise Deeskalation des Iran-Konflikts.
Die anhaltende Pattsituation zwischen den USA und Iran birgt weiterhin erhebliche Eskalationsrisiken. Die amerikanische Seeblockade und die Verschärfung der Sanktionen setzen die iranische Führung wirtschaftlich unter Druck. Teheran versucht seinerseits, durch Angriffe auf die Schifffahrt in der Straße von Hormus und militärische Gegenmaßnahmen die Kosten der amerikanischen Strategie zu erhöhen.
Damit bleibt die Straße von Hormus zentraler geopolitischer Hebel des Konflikts, auch wenn die Rohölexporte durch die Straße von Hormus mithilfe amerikanischen Begleitschutzes bzw. abgeschaltetem Transponder („Dark Transit“) etwa zwei Drittel des Vorkriegsniveaus erreicht haben sollen (siehe Grafik).

Mehr als nur ein Rinnsal: Etwa zwei Drittel der Vorkriegsmenge an Öl gelangen unerkannt durch Hormus
Rohöltransporte, in Millionen Barrel pro Tag, 7-Tage-Durchschnitt durch die Straße von Hormus

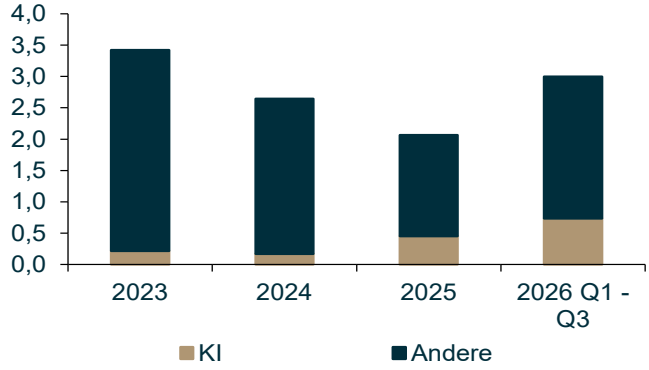


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Eine weitere militärische Eskalation mit massiven Angriffen auf Energieanlagen und Transportinfrastruktur in der gesamten Golfregion hätte erhebliche Konsequenzen für die Weltwirtschaft. Eine erneute, längerfristige Störung der Energieversorgung aus der Golfregion dürfte die Preise für Rohöl, Raffinerieprodukte und Düngemittel über die bisherigen Hochs des Jahres 2026 treiben. Ein ausgeprägter Energiepreisschock würde die Inflation erneut anheizen, das Wirtschaftswachstum belasten und das Risiko eines globalen Stagflationsszenarios erhöhen.

Gleichzeitig sollten weder Washington noch Teheran ein offensichtliches Interesse an einem solchen Szenario haben. Die Trump-Administration müsste mit erheblichen innenpolitischen Kosten einer militärischen Ausweitung rechnen. Iran wiederum würde durch eine weitere Eskalation seine ohnehin stark geschwächte wirtschaftliche Lage zusätzlich belasten. Vor diesem Hintergrund halten wir eine schrittweise Deeskalation für das wahrscheinlichere Szenario. Der iranisch-schwedische Politikwissenschaftler Trita Parsi (Vizepräsident und Co-Founder des Quincy Institute for Responsible Statecraft in Washington) hat dafür das Prinzip des „Schweizer Käses“ ins Spiel gebracht: Die US-Regierung könnte formal an den Sanktionen und der Blockade festhalten, deren tatsächliche Durchsetzung jedoch schrittweise lockern. Das könnte Trump als einen politischen Erfolg verkünden, sein Gesicht wahren und nicht zum zweiten „Herbert Hoover“ werden. Der Iran gewänne dagegen wirtschaftlichen Handlungsspielraum zurück.

KI treibt das Wachstum der US-Wirtschaft
Beiträge zum US-Wirtschaftswachstum in Prozentpunkten: Investitionen in KI und Außenbeitrag im Handel mit KI-Produkten sowie andere BIP-Komponenten



Quelle: BEA, Commerzbank-Research

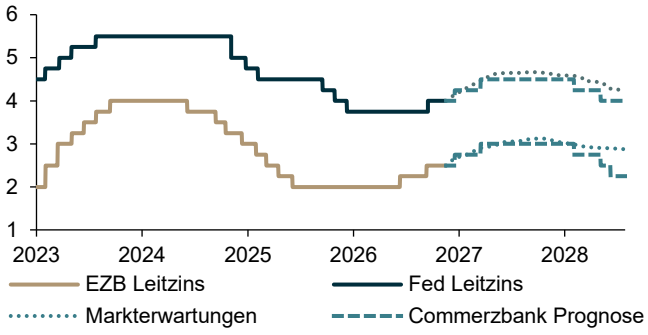
Weltwirtschaft 2027 im „Reflationsregime“: Wachstums-/Inflationsmix dürfte sich im Laufe von 2027 verbessern.
Die konjunkturelle Dynamik dürfte sich 2027 gegenüber 2026 zwar etwas abschwächen. Dennoch erwarten unsere Volkswirte – wie der Konsens der Ökonomen und der internationale Währungsfonds – ein weiterhin robustes Wirtschaftswachstum, das primär durch KI-Investitionen und fiskalische Impulse getragen wird (siehe auch Seite 9). Dabei sticht insbesondere der außergewöhnlich hohe Beitrag der KI-

bezogenen Investitionen am US-Wirtschaftswachstum hervor (siehe vorherige Grafik). Im laufenden Jahr entfiel schätzungsweise rund ein Drittel des US-Wirtschaftswachstums auf diesen Investitionszyklus. Die Dynamik dürfte allerdings ihren Höhepunkt überschritten haben. Für 2027 erwarten wir eine nachlassende Wirkung der fiskalischen Impulse aus dem „One Big Beautiful Bill Act“ in den USA und den Fiskalpaketen in Deutschland und vor allem ab 2028 einen abnehmenden Wachstumsbeitrag der KI-Investitionen.

Zusätzlich verschlechtern sich die Finanzierungsbedingungen durch höhere Geldmarktsätze und steigende Anleiherenditen, deren bremsende Wirkung sich erst zeitlich verzögert entfalten dürfte. Insbesondere im zweiten Halbjahr 2027 und im Jahr 2028 droht deshalb eine Wachstumsabschwächung. Dies gilt vor allem bei überraschend hohen Inflationsraten wegen anhaltend hoher Energiepreise und deren Zweitrundeneffekten. Diese würden einen restriktiveren geldpolitischen Kurs erforderlich machen (siehe auch Seite 10). Insgesamt erwarten unsere Volkswirte, dass sich die Inflation in den USA und im Euroraum 2027 auf einem erhöhten Niveau von rund 3 % halten und ab Frühjahr 2028 wieder den Inflationszielen der Notenbanken annähern wird.

Moderater Zinserhöhungszyklus und Perspektive auf Zinssenkungen 2028 für Aktienmarkt „verdaubar“

EZB und Fed: Leitzins(erwartungen) in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Geldpolitik: Moderater Zinserhöhungszyklus mit Perspektive auf Zinssenkungen im Jahr 2028

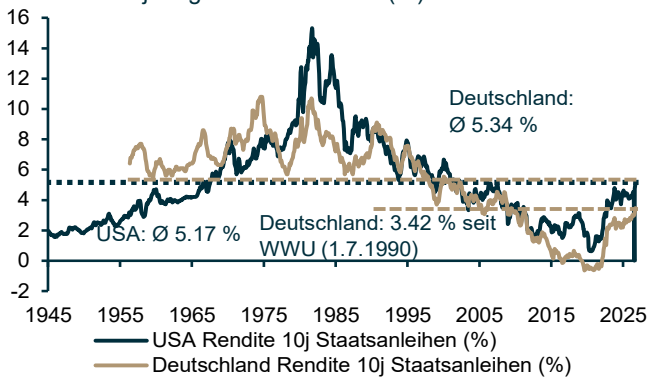
Angesichts zu hoher Teuerungsraten und der Risiken möglicher Zweitrundeneffekte dürften sowohl die Fed als auch die EZB ihren geldpolitischen Straffungskurs zunächst fortsetzen. Wir erwarten jeweils zwei weitere Zinserhöhungen um 25 Basispunkte im Dezember 2026 und März 2027 (siehe auch Seite 10). Damit bleibt der Zinserhöhungszyklus moderat und wohl für den Aktienmarkt „verdaubar“, auch wenn die zusätzlichen Schritte eine Bewertungsausdehnung weniger wahrscheinlich machen und die Finanzierungsbedingungen verschlechtern. Sollte sich der Preisdruck im weiteren Jahresverlauf 2027 – so wie von unseren Volkswirten und Rohstoffanalysten erwartet – infolge rückläufiger Energiepreise und nachlassender Zweitrundeneffekte spürbar abschwächen, dürfte sich der geldpolitische Fokus 2028 wieder auf Zinssenkungen verlagern. Voraussetzung wäre eine nachhaltige Annäherung der Inflation an die Zielwerte der Notenbanken. Dieses Szenario könnte sich beschleunigen, falls die konjunkturelle Abschwächung unerwartet stärker ausfällt und Abwärtsrisiken für Wachstum und Beschäftigung zunehmen.

Anleiherenditen: Fokus auf Carry und kürzere Laufzeiten

Nach dem deutlichen Renditeanstieg auf Niveaus wie zuletzt vor der globalen Finanzmarktkrise 2008/2009 (siehe Grafik) erwarten wir für 2027 zunächst eine Stabilisierung der langfristigen Anleiherenditen.

Anleiherenditen 2027: Renditeanstieg pausiert nach Erreichen der „Normalität“, Spitzen durch Fiskalrisiken

Rendite zehnjährige Staatsanleihen (%)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Einerseits sprechen der hohe Finanzierungsbedarf der Staaten und der Hyperscaler und damit steigende Emissionsvolumina und strukturell höhere Inflationsrisiken für steigende Renditen. Andererseits legen eine nachlassende konjunkturelle Dynamik und eine perspektivisch rückläufige Inflation für sich genommen niedrigere Renditen nahe. Wir erwarten deshalb im Jahresverlauf eine breite Seitwärtsbewegung mit wiederkehrenden Volatilitätsspitzen. Für 10-jährige US-Treasuries sehen wir eine Renditespanne von 4,5 % bis 5,5 %, für 10-jährige Bundesanleihen von 3 % bis 4 %.

Zusätzliche Unsicherheit entsteht durch die hohen US-Haushaltsdefizite, die Anfang Dezember auslaufende Übergangsfinanzierung der US-Regierung und das Nahen der Schuldenobergrenze im Frühjahr 2027. Eine politische Eskalation könnte insbesondere bei längeren Laufzeiten zu temporären Renditespitzen führen. Auch die französische Präsidentschaftswahl am 18. April und 2. Mai dürfte die Risikoprämien französischer Anleihen und potenziell anderer Peripherieländer zeitweise anheben. Allerdings kann die EZB heute mit

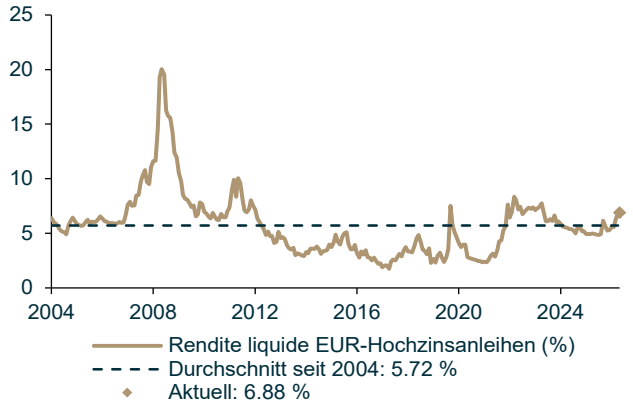
ihrem Instrumentarium rasch wirksame Maßnahmen zur Eindämmung einer Staatsschuldenkrise ergreifen. Mehr dazu finden Sie im Interview mit dem Chefvolkswirt der Commerzbank, Dr. Jörg Krämer, auf Seite 35.

Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir kürzere Laufzeiten und eine laufende Vereinnahmung attraktiver Renditen (Carry). Eine Verlängerung der Duration im Laufe des ersten Halbjahres 2027 bietet sich erst dann an, wenn sich das Ende des Zinserhöhungszyklus abzeichnet und der Rückgang des Inflationsdrucks hinreichend sichtbar wird. Auf Jahressicht erwarten wir Renditen leicht unter den aktuellen Niveaus von rund 5 % für 10-jährige US-Treasuries und 3,3 % für Bundesanleihen.

Im Unternehmensanleihebereich bevorzugen wir eine selektive Carry-Strategie in den offensiveren Segmenten, insbesondere im europäischen High-Yield-Markt. Mit einer Rendite von aktuell 6,9 % für liquide EUR-Hochzinsanleihen liegt die Ertragsperspektive leicht über dem historischen Durchschnitt von 5,7 % (siehe Grafik und Seite 15).

High-Yield-Anleihen: Attraktive laufende Verzinsung (Carry) sichern

Indexrendite in %



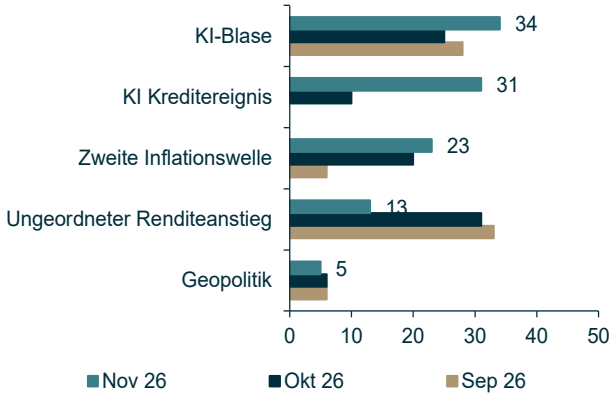
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aktien: Zweistelliges Gewinnwachstum, eine deutliche Bewertungskorrektur und weiterhin intakte strukturelle Wachstumstreiber schaffen eine attraktive Ausgangsbasis für die Aktienmärkte. Wir nutzen die jüngste Marktkorrektur, um unsere Aktienquote von neutral auf Übergewichten anzuheben. Regional favorisieren wir weiterhin die USA. Europa stufen wir angesichts stabilisierender Gewinntrends von Untergewichten auf neutral. Emerging Markets reduzieren wir vor dem Hintergrund des stärkeren USD auf Untergewichten. Japan bleibt neutral gewichtet.

Ende September hatten wir angesichts zunehmender geopolitischer Eskalationsrisiken, steigender Fiskal- und Zinsrisiken sowie der üblich erhöhten Volatilität im Vorfeld der US-Zwischenwahlen die Aktienquote von Übergewichten auf neutral reduziert. Dabei haben wir bewusst an einer substanziellen Aktienallokation festgehalten. Im weiteren Verlauf haben zusätzliche Belastungsfaktoren die Märkte unter Druck gesetzt. Dazu zählen die Unsicherheit über den weiteren Ausbau der Infrastruktur für Rechenzentren, insbesondere Verzögerungen durch das angekündigte Moratorium in Texas und Ohio, die Entwicklungen rund um Nvidia, sowie verschärfte Exportbeschränkungen für hochwertige US-Halbleiter.

Wall of Worries: KI weiter im Fokus

Investorenumfrage: Was sehen Sie als größtes Risiko?

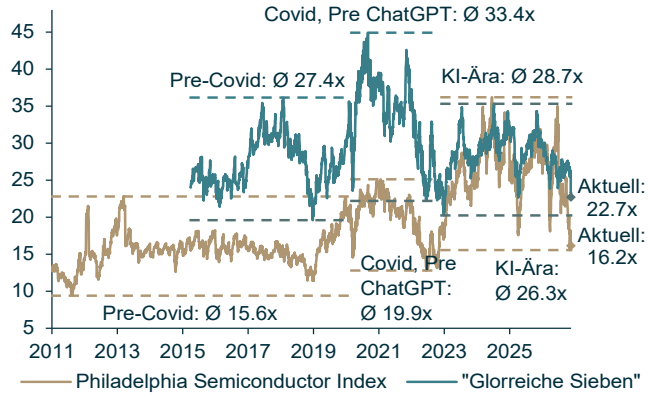


Quelle: BofA Fund Manager Survey, Commerzbank-Research

Mittlerweile ist die KI-Euphorie verflogen; die Investoren sehen eine „Wall of Worries – Mauer der Sorgen“, wie die jüngste Umfrage der Bank of America in ihrem Fund Manager Survey zeigt. Eine KI-Blase oder ein Kreditereignis bei einem US-Hyperscaler werden mit Abstand als die größten Risiken für den Kapitalmarkt benannt. Der Abverkauf der Tech-Titel und insbesondere der Halbleiter-Unternehmen im November hat zu einer signifikanten Bewertungskompression geführt, bei weiterhin positiven Gewinnperspektiven. Aus unserer Sicht hat sich damit das Verhältnis zwischen Bewertung und Ertragsperspektiven verbessert. Wie die folgende Grafik zeigt, ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis der „Glorreichen Sieben“-Tech-Mega-Caps von durchschnittlich etwa 33 während der Corona-Phase beziehungsweise 29 in der aktuellen KI-Phase auf mittlerweile 22 gesunken. Die KI-Bewertungsprämie wurde komplett ausgepreist, und die aktuelle Bewertung liegt fast 20 % unter der durchschnittlichen Bewertung vor der Corona-Pandemie. Noch heftiger zeigt sich die Bewertungskompression bei den Halbleiter-Werten: Deren KGV stürzte von 35 auf 16 ab, und damit rund 10 % unter die Durchschnittbewertung vor der Covid-Zeit. Auch hier wurde die KI-Bewertungsprämie vom Markt komplett ausgepreist.

KI-Wachstum komplett ausgepreist: Halbleiter und Glorreiche Sieben so günstig wie zuletzt vor Corona

Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf den Gewinnen der kommenden 12 Monate sowie KGV-Durchschnitte

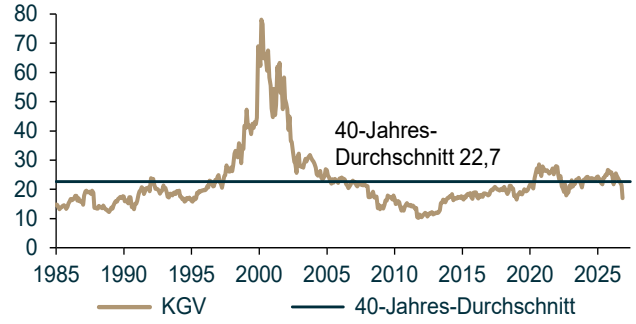


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Beim Technologieindex Nasdaq 100 ist der Bewertungsabschlag sogar noch deutlicher. Die aktuelle Bewertung von 16 liegt rund 30 % unter dem langfristigen Durchschnitt von 23 (siehe Grafik). Eine Bewertungsblase wie zum Ende des Internetbooms 1999 ist derzeit nicht erkennbar.

Keine Bewertungsblase wie zur Zeit des Internetbooms: Nasdaq 100-KGV 30 % unter dem langjährigen Durchschnitt, …

Nasdaq 100 Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf den Gewinnen der kommenden 12 Monate sowie KGV-Durchschnitt



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Investoren sorgen sich vielmehr, dass wir mit dem Börsengang von Anthropic den Hochpunkt des KI-Zyklus bereits hinter uns gelassen haben. Die angekündigten KI-Investitionen der US-Hyperscaler von über 3.800 Mrd. USD in den Jahren 2027 bis 2029 könnten deutlich geringer ausfallen genauso wie die zu erwartende Rentabilität des investierten Kapitals (ROIC). Die Konsequenz wäre, dass die aktuellen Erwartungen der Analysten für das Gewinnwachstum der Halbleiterbranche sowie des US-Technologiesektors für 2027 und 2028 deutlich nach unten korrigiert werden müssten (siehe Grafik). Mit der Bewertungskompression haben die Marktteilnehmer de facto das Ende des KI-Zyklus eingepreist.

… aber Gewinnblase? Marktskepsis versus Gewinnoptimismus der Aktienanalysten

Erwartetes Gewinnwachstum (%)

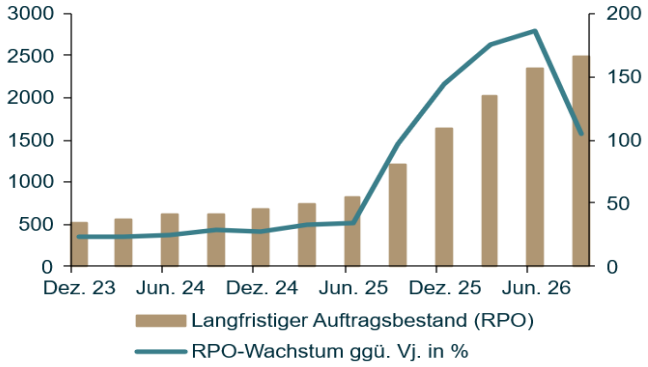
23.11.2026	Erwartetes Gewinnwachstum in %		
Index	**2026**	**2027**	**2028**
S&P 500	35,1	17,8	17,0
Nasdaq 100	49,0	38,8	25,1
SOX*	149,5	57,8	28,4
Stoxx 600	19,2	9,2	9,5
Topix	24,8	12,1	NA
MSCI Emerging Markets	74,7	29,9	12,4

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aus unserer Sicht ist dieser „KI-Pessimismus“ übertrieben. Im Gegenteil, die ungebrochene Nachfrage nach KI-Dienstleistungen, die sich in vollen Auftragsbüchern (Remaining Performance Obligations, RPO) und langfristigen Kundenverträgen der Hyperscaler manifestiert, wird den KI-Investitionszyklus weiter antreiben (siehe Grafik und Seite 25).

Auftragsbestände dynamisch ausgeweitet

Hyperscaler-Auftragsbestand (RPO) in Mrd. USD (l.S.) und ggü. Vj. (%, r.S.)



Quelle: SEC 10K/10Qs, Commerzbank-Research

Damit schaffen die US-Tech-Mega-Caps die Infrastruktur für die nächste Wachstumsphase von Cloud, generativer KI, autonomen Agenten und „Physical AI“. Temporäre Überkapazitäten erscheinen angesichts der Finanzkraft der Hyperscaler beherrschbar. Die heutigen Milliardeninvestitionen schaffen die infrastrukturelle Basis, um sich langfristig eine führende Position in den künftigen Wachstumsmärkten zu sichern.

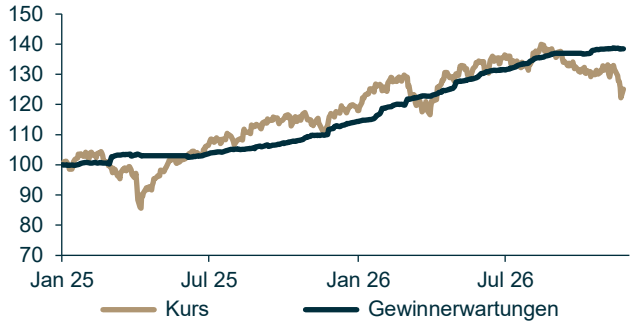
Dem tragen wir mit unserer Sektorstrategie Rechnung, wo der dominante IT-Sektor neben den Finanzwerten, und dem Energiesektor als Absicherung gegen geopolitische Eskalationen übergewichtet bleibt. Gleichzeitig präferieren wir durch die Hochstufung des Sektors Gesundheit auf Übergewichten und Herabstufung von Kommunikationstiteln und Industrie auf neutral eine etwas defensivere Ausrichtung (siehe Seite

20). Immobilien und Basiskonsum bleiben wegen der relativen Gewinnschwäche untergewichtet.

Allokation der Regionen: Der relative Gewinntrend Europas gegenüber dem MSCI World ist nicht länger abwärtsgerichtet. Dies nehmen wir zum Anlass, **Europa von Untergewichten auf neutral** hochzustufen. Im Gegenzug haben wir – auch mit Blick auf die aktuelle Dollarstärke – die **Emerging Markets von neutral auf untergewichten** herabgestuft. **Japan bleibt neutral**, die **USA bleiben** vor dem Hintergrund des intakten KI-Hyperinvestitionszyklus **übergewichtet** (siehe auch Seite 17). Innerhalb der Schwellenländer favorisieren wir den chinesischen Markt, den wir für attraktiv gepreist halten und der von einer Wiederbelebung der KI-Fantasie überproportional profitieren dürfte (siehe auch Seite 19).

Small-Cap-Aktien liegen 25 % vorne seit Anfang 2025

MSCI World Small Cap-Index: Kurs und Gewinne, indexiert



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Small- & Mid Caps: Der moderate Zinserhöhungszyklus und die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen dürften die Nebenwerte stärker belasten, so dass wir keine Outperformance mehr gegenüber dem MSCI World erwarten (siehe Grafik und Seite 21).

Alternative Anlagen 2027: Chancen durch Diversifikation und strukturellen Wandel. Fokus auf Infrastruktur und Private Equity. Immobilieninvestments dienen als Portfoliostabilisator.

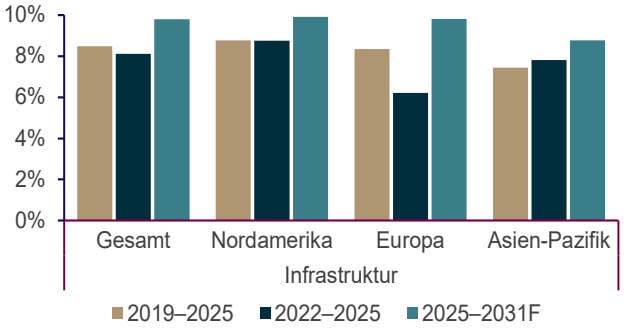
Für 2027 sehen wir ein weiterhin attraktives, wenngleich zunehmend anspruchsvolles Umfeld für alternative Anlagen. Geopolitische Spannungen, die Neuordnung globaler Lieferketten, steigende Investitionen in Energieversorgung und Infrastruktur sowie fortschreitende KI und Robotik verändern die langfristigen Angebots- und Nachfragestrukturen an den Kapitalmärkten. Alternative Anlagen gewinnen damit nicht nur als zusätzliche Renditequelle, sondern insbesondere als Instrument zur Diversifikation und zum Schutz vor Inflations- und geopolitischen Schocks an Bedeutung (siehe auch unser Dekadenausblick).

Auf der Rohstoffseite bleiben wir insgesamt neutral gewichtet. Auf der einen Seite dürften die Elektrifizierung, der Ausbau von Stromnetzen, hohe Investitionen in Rechenzentren und KI-Infrastruktur sowie die Energiewende die Nachfrage nach Kupfer und ausgewählten kritischen Metallen nachhaltig unterstützen. Gleichzeitig bleiben Angebotsengpässe, lange Investitionszyklen und geopolitische Abhängigkeiten auf der Produktionsseite relevante Preistreiber.
Gold sollte angesichts anhaltender geopolitischer Unsicherheiten, hoher staatlicher Verschuldung und der strukturellen Nachfrage der Zentralbanken seine strategische Bedeutung als Wertspeicher und Portfoliostabilisator behalten (siehe auch „Warum Gold eine gute Wahl für das Portfolio ist …“). Energiepreise dürften demgegenüber in dem von uns erwarteten Deeskalationsszenario weiter nachgeben, sie bleiben aber extrem abhängig von geopolitischen Entwicklungen.

Auch Private-Markets-Assets bleiben ein wichtiger Baustein in langfristig orientierten Multi-Asset-Portfolios. Besonders attraktiv ist für uns das stark wachsende Segment der Infrastrukturinvestments, insbesondere in Energieversorgung, Stromnetze, Speichertechnologien und digitaler Infrastruktur. Der steigende Kapitalbedarf für KI, Dekarbonisierung und Versorgungssicherheit schafft langfristige Investitionsmöglichkeiten mit vergleichsweise gut planbaren und stabilen Cash-Flows. Europäische Infrastrukturinvestments wachsen gemäß dem Datenanbieter Preqin am stärksten. Gleichzeitig erwartet Preqin die höchsten Renditesteigerungen in den kommenden fünf Jahren im Bereich der europäischen Infrastrukturassets (siehe Grafik).

Infrastruktur-Renditen sollten sich verbessern

Vergangene und erwartete Entwicklung von Infrastrukturanlagen (interner Zinsfuß, IRR)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Private Equity dürfte nach einer längeren Durststrecke von mehr Börsengängen und M&A-Aktivität profitieren. Gleichzeitig dürfte sich die Spreizung zwischen erfolgreichen und weniger erfolgreichen Managern weiter erhöhen. Mit dem Wegfall des Rückenwinds durch günstige Finanzierung, hohem Leverage und steigenden Bewertungsmultiplikatoren rückt

die operative Wertsteigerung der Portfoliounternehmen stärker in den Mittelpunkt. Entscheidend werden damit die Fähigkeit zur erfolgreichen Unternehmensentwicklung, die Qualität des Akquisitionsnetzwerks sowie ein diszipliniertes Bewertungs- und Exit-Management. Dabei dürfte die zunehmende Kapitalallokation zugunsten etablierter Manager mit nachweisbaren Ausschüttungen und gutem Track Record die Performanceunterschiede verstärken. Die Managerselektion dürfte gegenüber einem breiten, undifferenzierten Engagement weiter an Bedeutung gewinnen.

Meine Empfehlung für Sie

Die Weltwirtschaft wird 2027 weiter robust wachsen, allerdings mit einer leicht nachlassenden Dynamik und strukturell höherer Inflation. Das reflationäre Umfeld bietet die Grundlage für das erwartete, zweistellige Gewinnwachstum bei Aktien. Die Aktienmärkte bieten damit nach der jüngsten Korrektur wieder ein attraktives Chance-Risikoverhältnis. Entscheidend sind die weiterhin robusten Gewinnperspektiven, die Normalisierung der Bewertungen und die anhaltenden strukturellen Wachstumstreiber. Wir erhöhen deshalb unsere Aktienquote, bevorzugen regional weiter die USA und verbinden die Übergewichtung wachstumsstarker Sektoren wie der Informationstechnologie mit einer gezielten Erhöhung defensiver Qualitätsmerkmale (Gesundheitssektor). Als Absicherung gegen eine erneute geopolitische Eskalation behalten wir vorerst unser Übergewicht im Energiesektor bei.
Auf der Anleihenseite bevorzugen wir Carry statt Duration. Wir nutzen das erhöhte Renditeniveau zur laufenden Ertragsgenerierung, ohne übermäßige Zinsänderungsrisiken einzugehen. Ein attraktiver Carry lässt sich insbesondere im EUR-High-Yield-Segment erzielen; wichtig dabei ist die Emittentenauswahl. Staatsanleihen haben zwar ein attraktives Renditeniveau erreicht, aber angesichts fiskalischer Risiken und denkbarer Inflationsrückschlägen könnten dieses immer wieder zulegen. Sollte der Inflationsdruck erkennbar abnehmen und sich das Ende des Zinserhöhungszyklus abzeichnen, wäre eine Verlängerung der Duration angezeigt.
Alternative Assets bleiben ein wichtiger Baustein einer langfristig ausgerichteten Vermögensallokation. Rohstoffe wirken als Portfoliostabilisator bei Energiepreisschocks und profitieren insbesondere von strukturellen Nachfrageimpulsen durch die Energiewende, Elektrifizierung und Digitalisierung, während Gold seine Rolle als strategischer Diversifikator behaupten dürfte. In den Private Markets eröffnen sich vor allem in Infrastruktur und ausgewählten Private Equity Strategien attraktive Chancen.

Positionierungsempfehlungen

Assetklassen	- -	-	O	+	++
Renten			■		
Aktien				■	
Liquidität		■			
Rohstoffe			■		
Immobilien		■			
Alternative Investments				■	
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 IG EUR			■		
Finanzwerteanleihen EUR			■		
Hochzinsanleihen EUR				■	
Emerging Markets USD			■		
Währungen aus Eurosicht	**- -**	**-**	**O**	**+**	**++**
USD			■		
GBP				■	
NOK			■		
CHF		■			
CAD			■		
AUD		■			

Weltwirtschaft

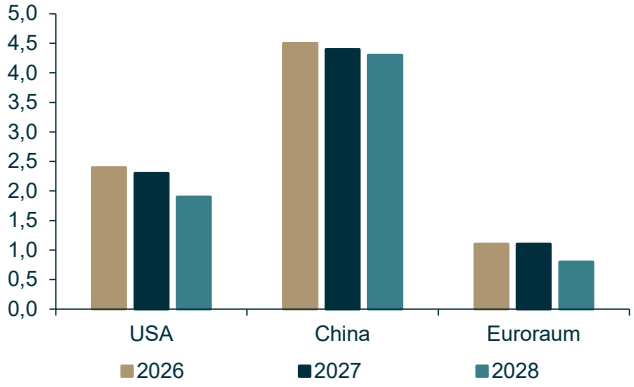
Ausblick 2027/28: Konjunktur schwächt sich langsam ab

Dr. Ralph Solveen, *stv. Leiter Economic Research*

- Die schwache Binnennachfrage in China wird die Weltwirtschaft auch im kommenden Jahr bremsen.
- In den USA und im Euroraum dürfte die Wirtschaft im kommenden Jahr ähnlich stark zulegen wie 2026. 2028 dürfte sich die Konjunktur abschwächen, da sich die Finanzierungsbedingungen verschlechtert haben und die Impulse von der Finanzpolitik nachlassen.
- Die Inflationsraten dies- und jenseits des Atlantiks dürften im Verlauf des kommenden Jahres allenfalls langsam fallen. Darum dürften EZB und Fed ihre Leitzinsen noch zwei Mal anheben. 2028 dürften sie diese wieder senken, da bis dahin die Inflationsrate wohl deutlich nachgeben wird.

Etwas schwächeres Wachstum 2028 erwartet

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, Commerzbank-Prognosen



Quelle: Commerzbank-Research

Weltwirtschaft trotzt zahlreichen Belastungen …

Die Weltwirtschaft ist bis zuletzt stabil mit einer Vorjahresrate von gut 3 % gewachsen. Dabei musste sie mehrere Belastungsfaktoren verkraften. Zu nennen sind hier insbesondere der Krieg am Persischen Golf, der Energie merklich verteuert hat, der Krieg in der Ukraine, der insbesondere in Europa für Unsicherheit sorgt, und die US-Zölle, die den internationalen Handel behindern.

… und schwacher Binnenkonjunktur in China

Ein Belastungsfaktor für die Weltwirtschaft war auch die Entwicklung in China. Zwar lassen die offiziellen Angaben erwarten, dass die chinesische Wirtschaft auch in diesem Jahr mit etwa 4½ % überdurchschnittlich zugelegt hat. Allerdings ist dies in erster Linie auf florierende Exporte zurückzuführen. Die Binnenkonjunktur ist hingegen weiter schwach. So sind die Investitionen bis zuletzt gefallen. Ein Grund ist die anhaltende Schwäche der Bauinvestitionen nach dem Platzen der Immobilienblase. Hinzu kommen beträchtliche Überkapazitäten. Sie drücken auf die Absatzpreise und damit auf die Gewinnmargen. Vor diesem Hintergrund dürften die Investitionen vorerst weiter fallen und damit die Binnenkonjunktur bremsen. Da die Exporte weiter kräftig zulegen dürften, rechnen wir für 2027 und 2028 mit einem nur geringfügig geringeren Wachstum (siehe Grafik).

US-Wirtschaft profitiert von KI und eigener Energie, …

Auch wenn die US-Wirtschaft nach den offiziellen Zahlen mit gut 2 % langsamer wächst, präsentiert sie sich derzeit in einem besseren Zustand als die chinesische Wirtschaft. So wurde das Wachstum in erster Linie von der Binnennachfrage getragen, die von einer expansiven Finanzpolitik, den zwischenzeitlichen Zinssenkungen der Fed und den boomenden Investitionen in die Nutzung von künstlicher Intelligenz (KI) profitierte. Zudem ist die US-Wirtschaft Netto-Exporteur von Energieträgern, sodass sie weniger als andere Volkswirtschaften unter den höheren Energiepreisen leidet.

… und auch Euroraum-Wirtschaft wächst moderat

Die Euroraum-Wirtschaft hat im auslaufenden Jahr – insbesondere angesichts der zahlreichen Belastungsfaktoren – mit einem Wachstum von voraussichtlich gut 1 % positiv überrascht. Hier hat der massive Anstieg der Energiepreise tiefere Spuren hinterlassen als in den USA, aber diese Belastung wurde durch die Impulse von Geld- und Finanzpolitik sowie den KI-Boom mehr als ausgeglichen.

Dabei gab es unterschiedliche Entwicklungen in den größeren Euro-Ländern. Während die Konjunktur in Deutschland von stark steigenden Staatsausgaben profitierte und die Wirtschaft sogar leicht überdurchschnittlich zulegte, hat die Wirtschaft in Frankreich weitgehend stagniert.

Trotz wohl fallender Energiepreise …
Die wirtschaftliche Entwicklung in den beiden kommenden Jahren wird auch von der Entwicklung der Energiepreise abhängen. Wir rechnen zwar nicht mit einem Friedensschluss am Persischen Golf, aber der Export von Energieträgern aus dieser Region dürfte immer weniger eingeschränkt werden. So haben die Rohölexporte der Golf-Staaten bereits wieder fast das Vorkriegsniveau erreicht. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte das Angebot von dort an Rohöl, Flüssigerdgas und Ölprodukten weiter zunehmen. Da die Unsicherheit aber wohl vorerst anhalten und es immer wieder Rückschläge geben wird, dürften die Energiepreise nur langsam fallen.

… wird Dynamik allmählich abnehmen, …
Trotz der Entlastung bei den Energiepreisen dürfte sich im Euroraum und den USA die Konjunktur im Verlauf des kommenden Jahres und insbesondere im Jahr 2028 etwas abkühlen. Denn bei einigen die Konjunktur bestimmenden Faktoren trübt sich das Umfeld eher ein.

… da Finanzierungsbedingungen ungünstiger sind, …
So haben sich die Finanzierungsbedingungen angesichts der jüngsten Zinserhöhungen von EZB und Fed und der gestiegenen Renditen am Anleihemarkt verschlechtert. Mit der üblichen Verzögerung von einigen Quartalen wird dies die Konjunktur in den nächsten beiden Jahren zunehmend bremsen.

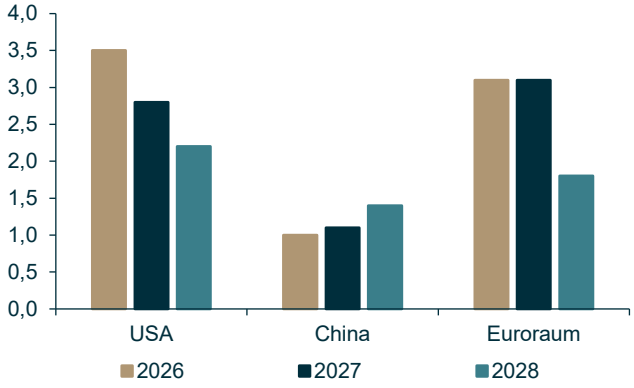
… die Finanzpolitik eher bremst als schiebt und …
Auch von der Finanzpolitik dürften weniger Impulse kommen. So schwächt sich der Effekt der Steuersenkungen in den USA immer mehr ab, und in Europa gibt es in den kommenden beiden Jahren keine Auszahlungen des „Wiederaufbaufonds“ der EU mehr. Zudem dürfte die Finanzpolitik in Deutschland im kommenden Jahr die Konjunktur zwar noch einmal spürbar anschieben; 2028 dürfte die Konjunktur von dieser Seite aber kaum noch Rückenwind bekommen.

… der Schub von KI-Investitionen zumindest nachlässt
Schließlich dürften auch die Investitionen in KI nicht mehr im gleichen Tempo zulegen wie in den vergangenen beiden Jahren. Damals hatten sie insbesondere die US-Konjunktur angeschoben. Aber auch die Wirtschaft im Euroraum hat von diesem Boom profitiert, entweder über Investitionen im Inland oder durch eine stärkere Nachfrage nach benötigten Komponenten aus dem Ausland.

Wachstum 2027 stabil, 2028 schwächer
Somit dürfte die Wirtschaft in den USA 2027 mit 2,3 % und im Euroraum mit 1,1 % weitgehend genauso stark zulegen wie wir es für dieses Jahr erwarten (USA: 2,4 %, Euroraum: 1,1 %). 2028 dürften die Wachstumsraten mit 1,9 % bzw. 0,8 % einige Zehntel niedriger als 2027 ausfallen. Für die deutsche Wirtschaft wird der Unterschied in der Wachstumsrate zwischen 2027 (1,2 %) und 2028 (0,6 %) nur deshalb stärker ausfallen, weil die offiziellen Jahresdurchschnitte nicht um den Effekt einer unterschiedlichen Anzahl an Arbeitstagen bereinigt werden und dieser Unterschied zwischen diesen beiden Jahren besonders groß ist.

Inflation noch einige Zeit zu stark, …
Die massiv gestiegenen Energiepreise haben im Verlauf dieses Jahres die Inflationsraten auf beiden Seiten des Atlantiks spürbar steigen lassen. Der direkte Effekt der höheren Energiepreise sollte im Verlauf des kommenden Jahres zwar nachlassen. Allerdings dürften die Unternehmen zunehmend versuchen, ihre gestiegenen Energiekosten an ihre Kunden weiterzugeben. Deshalb dürfte die Kernteuerungsrate insbesondere im Euroraum in der ersten Hälfte des kommenden Jahres weiter zulegen, da hier anders als in den USA auch die Gaspreise deutlich gestiegen sind. So dürfte die Inflationsrate im Euroraum im kommenden Jahr wie 2026 über 3 % liegen und erst 2028 spürbar auf 1,8 % und damit unter das Ziel der EZB fallen (siehe Grafik unten). In den USA wird die Inflationsrate bereits 2027 von 3,5 % auf 2,8 % fallen, um dann 2028 auf 2,2 % zurückzugehen.

Inflation erst 2028 deutlich schwächer
Verbraucherpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, Commerzbank-Prognosen



Quelle: Commerzbank-Research

… weshalb EZB und Fed noch zwei Mal nachlegen
Angesichts der insbesondere in den kommenden Monaten weiter deutlich zu hohen Teuerungsraten dürften sowohl die Fed als auch die EZB ihre Leitzinsen im Dezember und im März um jeweils 25 Basispunkte anheben. Im Verlauf von 2028 dürften sie diese dann wegen der dann deutlich rücklaufigen Teuerungsraten wieder senken.

Anleihestrategie

Mutig ins neue Jahr starten: Offensive Titel den sicheren Anleihen vorziehen

***Pascal Reichert**, Experte Anleihen*

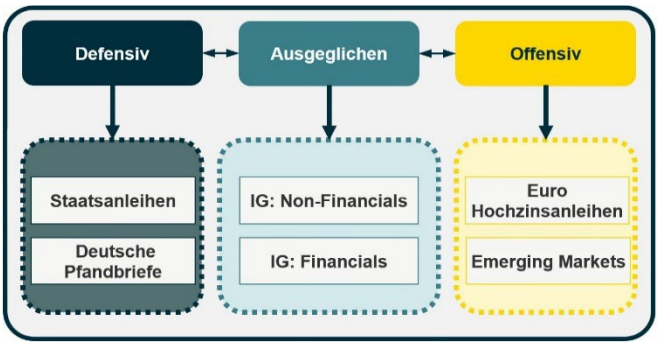
- Hohes Renditeniveau und normalisierte Spreads sprechen für offensive Anleihen
- Ausgewogene Anleihen in zweiter Reihe, gefolgt von den defensiven Titeln

Neues Jahr, neue Anleihestrategie

Jeder weiß: Staatsanleihen sind in der Regel weniger riskant als Unternehmensanleihen. Und je schlechter die Bonität von Unternehmensanleihen, desto höher ihr Ausfallrisiko, insbesondere bei Hochzinsanleihen. Doch was bedeutet dies für deren relative Attraktivität? Dies wollen wir transparenter darstellen, indem wir die Segmente des Anleihenmarkts drei Risikoklassen zuordnen. In der Einteilung beziehen wir uns auf das Risiko-Chance-Verhältnis. Defensive Anleihen sind Staatsanleihen und Dt. Pfandbriefe, ein ausgeglichenes Risiko-Chance-Verhältnis bieten Unternehmensanleihen guter Bonität (Investment Grade IG). Euro-Hochzinsanleihen und Anleihen aus Schwellenländern (Emerging Markets EM) bilden die offensive Gruppe. Damit lässt sich besser zwischen der Attraktivität eines Segments innerhalb seiner Risikoklasse und gegenüber den anderen Risikoklassen differenzieren. Ein gut gestreutes Rentenportfolio sollte in der Regel Anleihen aus allen drei Risikoklassen abgestuft nach Gewichtungsempfehlung enthalten, so wie auch strukturierte Rentenprodukte wie Fonds vorgehen.

Gliederung nach Risikoklassen

Übersicht über die Anleihesegmente



Quelle: Commerzbank-Research

Viertes Quartal startete mit Gegenwind

Mit Beginn des vierten Quartals kamen die Spreads der Risikoklassen Ausgeglichen und Offensiv unter Druck und beeinträchtigten die Jahresperformance. Gestiegene Refinanzierungskosten, Sorgen um den französischen Staatshaushalt und eine gesunkene Risikostimmung, ausgelöst vom Kurseinbruch der US-Technologieaktien, belasteten die Märkte. Die Staatsanleihenmärkte profitierten davon als sichere Häfen. Für das neue Jahr gehen wir aber mutig an den Start.

Wachstumsdynamik unterstützt offensive Anleihen

Wir präferieren für 2027 die offensiven Anleihesegmente Euro-HY-Anleihen und EM-Anleihen. Denn diese dürften vor allem vom stabilen Wachstumsbild für den Euroraum und der Weltwirtschaft profitieren. Der Zinserhöhungszyklus von EZB und Fed dürfte bereits im Frühjahr 2027 beendet sein, was die zumeist zinssensitiveren offensiven Anleihesegmente unterstützen dürfte. Gleichzeitig sehen wir die Spreadanstiege gegenüber Staatsanleihen im vierten Quartal eher als Normalisierung der Spreadniveaus, als ein akutes Risikosignal. Damit bieten die Offensiven Anleihen nun wieder eine adäquate Risikokompensation. Keinesfalls bedeutet dies, dass wir die anderen Segmente gänzlich meiden. Ähnliche Argumente gelten nämlich auch für die Unternehmensanleihen mit guter Bonität. Durch die höhere laufende Rendite bei moderaten Ausfallrisiken könnten offensive Segmente einen Mehrertrag gegenüber den Non-Financials und Financials Anleihen liefern. Bei Staatsanleihen bleiben wir aufgrund der anhaltend schwierigen Situation rund um die Staatshaushalte im Euroraum eher zurückhaltend. Auch liefert der Renditevorteil von längerlaufenden Papieren gegenüber kurzen Anleihen kaum noch zusätzlichen Ertrag angesichts der Kursrisiken eines denkbaren (kleinen) Renditeanstiegs. Wir präferieren daher bei Einzelanleihen die kürzeren und mittleren Laufzeiten, bei einer insgesamt kurzen Laufzeit im Anleihedepot.

Meine Empfehlung für Sie

An den Anleihemärkten starten wir mutig ins neue Jahr. Durch das robuste Wachstumsbild ziehen wir die offensiven Anleihen, darunter EUR-HY-Anleihen und EM-Anleihen, den ausgewogeneren Unternehmensanleihen mit guter Bonität vor. Defensive Anleihen mischen wir mit einer Fokussierung auf kurze Laufzeiten ins Anleihedepot bei.

Defensive Anleihen

Bessere Aussichten für Staatsanleihen erst im Jahresverlauf 2027

***Martin Hartmann**, Seniorexperte Anleihen und Währungen*

- Zunächst noch Leitzinserhöhungen und hohe Inflation.
- Entspannung an den Rentenmärkten erst im Laufe 2027.
- Hohe Verschuldung bleibt 2027 Belastung.

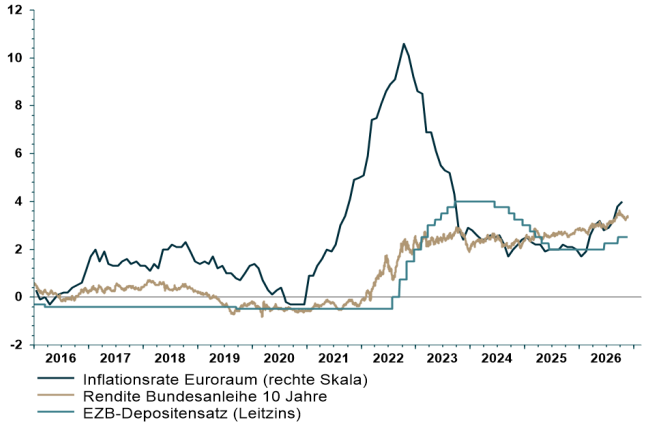
Zunächst noch trübe Aussichten

Der Ausblick für die Staatsanleihen bleibt eingetrübt. Wir rechnen nicht nur mit weiterhin hohen Renditen, sondern sehen eher das Risiko für steigende als fallende Renditen für längere Laufzeiten.

Zwar dürften die Belastungen des Iran-Krieges sukzessive wegfallen und damit die Öl- und Gaspreise perspektivisch weiter zurückgehen. Allerdings wirken die hohen Energiepreise aufgrund von Zweitrundeneffekten in den Inflationsraten noch nach. Im Euroraum prognostizieren wir rückläufige Inflationsraten erst im Jahresverlauf 2027. Im Durchschnitt dürfte die Inflationsrate im Euroraum im nächsten Jahr bei 3,1 % genauso hoch bleiben wie in diesem Jahr. Wir rechnen sogar damit, dass die durchschnittliche Kernrate der Inflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) deutlich von 2,4 % auf 3,0 % ansteigen wird. Auch in den USA bleibt der Preisdruck noch erhöht, allerdings dürften die Preissteigerungsraten dort schneller zurückgehen.

Inflationsrate noch längere Zeit hoch

Zweitrundeneffekte dürften die Inflation noch hochhalten



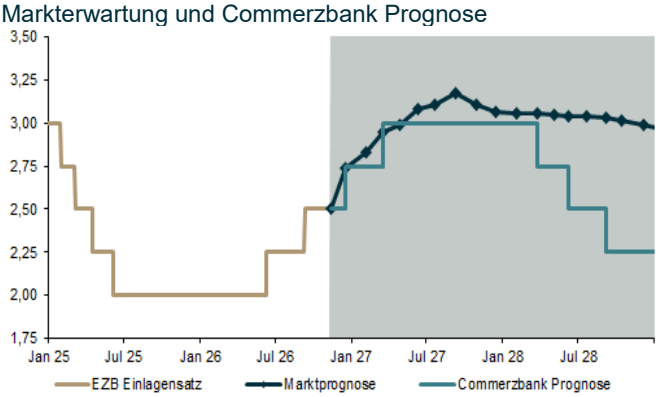
Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Notenbanken weiter auf Erhöhungskurs

In den USA und im Euroraum scheint nur eine Zinserhöhung im Dezember nicht ausreichend zu sein. Dies zeigt die unerwartet hoch ausgefallene US-Inflation im Oktober. Einige Fed-Notenbanker haben weitere Zinsanhebungen angedeutet. Im Euroraum wird bis März die Inflation nicht zuletzt wegen der Folgewirkungen des sehr hohen Gaspreises kaum gesunken sein und die Kerninflation sollte noch steigen. Wir erwarten daher zwei Zinserhöhungen der EZB und der US-Notenbank im Dezember und im März. Der EZB-Einlagensatz läge dann bei 3,0 % und die Fed-Funds-Rate bei 4,5 % (Obergrenze). Die japanische Notenbank und die Bank of England dürften ebenfalls noch ihre Leitzinsen anheben.

EZB wird voraussichtlich noch zweimal erhöhen

Markterwartung und Commerzbank Prognose



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Hohe Verschuldung insbesondere in den USA

Weltweit bleibt die Staatsverschuldung problematisch. Nach dem deutlichen Anstieg während der Coronazeit 2020 haben viele Länder im Euroraum die Verschuldungsquote zwar zurückgefahren, nicht aber Frankreich. Auch in den USA, Japan und China ist die Verschuldung weiter angestiegen. Der hohe Kapitalbedarf hat die Renditen der Staatsanleihen schon 2026 insbesondere bei langen Laufzeiten mit nach oben getrieben.

In den USA könnten die Demokraten nach dem klaren Sieg bei den Zwischenwahlen und den neuen Mehrheiten in Repräsentantenhaus und Senat der ausufernden US-Verschuldung entgegenwirken. Dennoch darf der Einfluss von US-Präsident Trump trotz des klaren Votums der Wähler gegen ihn nicht unterschätzt werden. Ihm stehen über Dekrete und im Bereich der Außenpolitik große Spielräume zur Verfügung. Am 11. Dezember 2026 läuft die Übergangsfinanzierung aus, die die Finanzierung der Regierungsbehörden bislang sichert. Um eine Schließung von Behörden zu verhindern, muss eine Einigung über das weitere Budget erzielt werden. Die Verschuldungsthematik rückt dadurch erneut in den

Fokus und könnte zusätzlich zu höheren Renditen am langen Ende führen. Für das Frühjahr 2027 naht das Erreichen der gesetzlichen Schuldenobergrenze von 41 Bio. US-Dollar und damit eine weitere Herausforderung.

USA: Staatsschulden und Zinszahlungen

In % des BIP

	2015	2020	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Staatsschulden	105,5	132,6	124,4	126,8	128,7	132,3	136,4	140,7
Zinszahlungen	2,5	2,8	4,0	4,0	4,3			

Quelle: IWF

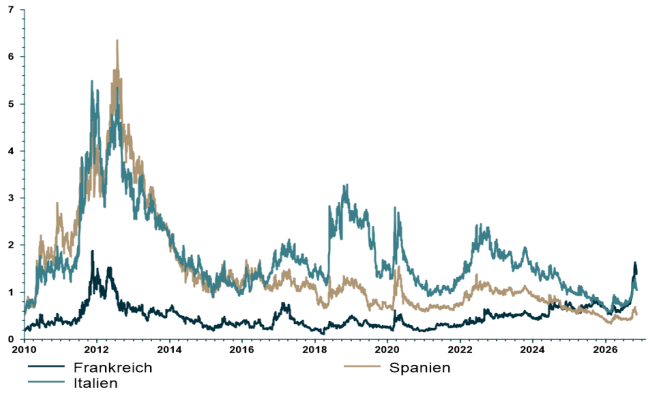
Auch die steigenden Zinszahlungen sorgen in den USA für mehr Anleiheemissionen und eine höhere Verschuldung: Die Zinszahlungen sind in den USA inzwischen auf fast 100 Mrd. US-Dollar im Monat oder 4 % des BIP angewachsen.

Frankreich weiter im Fokus

In Frankreich steigt die Verschuldung ebenfalls rasant an. Die Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen weiteten sich aus und erreichten im Oktober Niveaus wie zur Euro-Staatsschuldenkrise. 2027 stehen am 18. April die Präsidentschaftswahlen an. Laut Umfragen liegt Marine Le Pen vorne. Aber selbst wenn ihre Partei unerwartet die absolute Mehrheit gewänne, bleibt es fraglich, ob sie den versprochenen Abbau des viel zu hohen französischen Haushaltsdefizits einleitet und ihre Maßnahmen wie die Senkung der EU-Beiträge überhaupt möglich wären.

Spreads bereits so hoch wie zur Euro-Krise

Renditeaufschlag (%) ausgewählter zehnjähriger Euro-Staatsanleihen gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

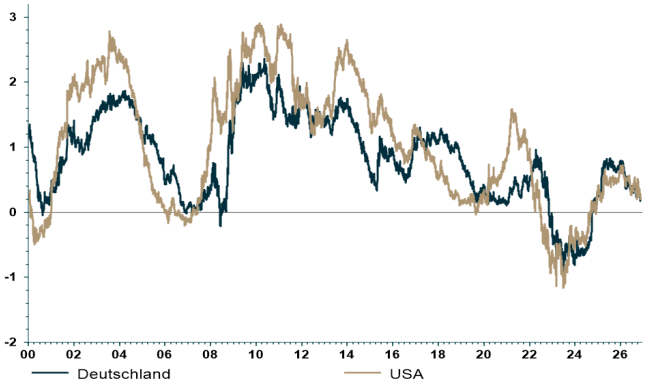
Wir rechnen damit, dass sich die Spreads weiter ausweiten, und raten daher weiterhin vom Kauf französischer Staatsanleihen ab. Da die EZB aber heute über ein Instrumentarium zur Eindämmung der Spreadausweitung verfügt, rechnen wir nicht mit solchen Folgen wie zur Euro-Staatsschuldenkrise vor 15 Jahren. Denn die EZB kann mit ihrem Anleihekaufprogramm TPI durchaus eine Krisenausweitung in Schach halten.

Anlagestrategie: Kurze Laufzeiten präferiert

Aufgrund der derzeit hohen Inflation, der erwarteten weiteren Zinsanhebungen, der rekordhohen Anleiheemissionen und des hohen nominalen Wachstums sind die aktuellen Renditen angemessen, könnten aber noch steigen. Das Risiko für einen Renditeanstieg betrifft insbesondere längere Laufzeiten, da bei den kurzen Laufzeiten die erwarteten Zinserhöhungen größtenteils berücksichtigt sind. Wir empfehlen daher kurze bis mittlere Laufzeiten. Zudem sind die Zinskurven sehr flach geworden, sodass längere Laufzeiten im Vergleich zu kurzen Laufzeiten wenig attraktiv erscheinen.

Renditekurven verflachen sich zusehends

Renditeabstand zwischen 10- und 2-jährigen US-Staats- und Bundesanleihen



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Im Jahresverlauf könnte sich nach der letzten EZB-Zinsanhebung die Stimmung wieder aufhellen und die Renditen und Ölpreise wieder zurückgehen. Dann dürften die Zinskurven vom kurzen Ende her wieder steiler werden. Dann gewinnen längere Laufzeiten wieder an Attraktivität. Damit rechnen wir frühestens ab dem 2. Quartal 2027.

Meine Empfehlung für Sie

Die Aussichten für Staatsanleihen sind weiter trübe. Die hohe Staatsverschuldung in den Industriestaaten bleibt eine Dauerbelastung. Erst wenn die Zinserhöhungen abgeschlossen sind und die Energiepreise wieder zurückgehen, rechnen wir mit einer Stimmungsverbesserung. Aufgrund der flachen Zinskurven empfehlen wir zunächst weiter kurze bis mittlere Laufzeiten. Von Käufen französischer Staatsanleihen raten wir weiter ab.

Unternehmensanleihen

Wieder attraktivere Einstiegsniveaus

***Burkhard Fehling**, Seniorexperte Anleihen*

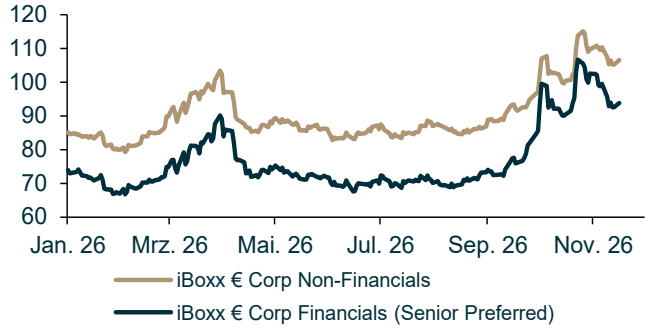
- Kräftiger Renditeanstieg erhöht die Attraktivität.
- Risikoaufschläge haben sich von ihren Tiefs entfernt.
- Angebot bleibt durch reges Neuemissionsvolumen hoch.

Renditen rund einen Prozentpunkt über Vorjahr

Der kräftige Renditeanstieg im Euroraum erfasste auch Unternehmensanleihen. Die laufende Verzinsung der Anleihen von Nichtfinanzunternehmen (Non-Financials) stieg von rund 3,50 % zu Jahresbeginn auf 4,35 % im November. Ihre Wertentwicklung seit Jahresanfang war leicht negativ, die der Anleihen von Finanzinstituten (Financials) noch leicht positiv.

Risikoaufschläge wieder angestiegen

Spreads in Bp. gegenüber Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Höhere Risikoaufschläge sind positiv zu werten

Der Renditeabstand zwischen Unternehmensanleihen und den als sicher geltenden Bundesanleihen stieg von rund 85 Basispunkten (Bp.) im August 2026 auf bis zu 115 Bp. im Oktober. Mit rund 105 Bp. im November liegt er deutlich über den langjährigen Tiefs bei 80 Bp. Die Gründe für die Ausweitung sind vielfältig, wobei eine breitangelegte Verschlechterung der Kreditqualität keine Rolle spielte.

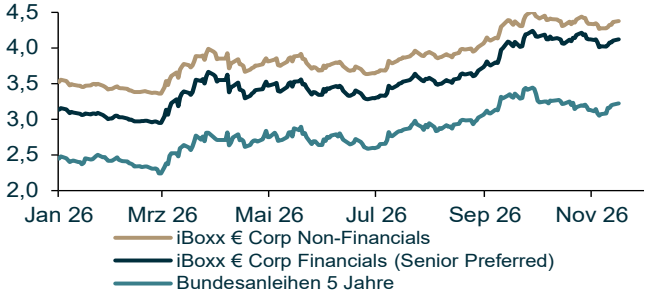
Zu den Ursachen zählten vielmehr politische und fiskalische Risiken: Sorgen um Frankreichs Haushaltsdefizit und politische Stabilität erhöhten den Spread französischer gegenüber deutschen Staatsanleihen und belasteten insbesondere französische Euro-Unternehmensanleihen. Financials waren stärker betroffen als Non-Financials. Insbesondere französische Banken litten aufgrund hoher Bestände an französischen Staatsanleihen. Geopolitische Spannungen, vor allem der Nahostkonflikt, verstärkten die Flucht in als sicher empfundene Anlagen wie Bundesanleihen.

Und auch in Erwartung längerfristig höherer Zinsen stiegen die Risikoaufschläge. Nach Einschätzung der Marktteilnehmer könnten Energiepreis- und Inflationsrisiken die EZB zu einer länger restriktiven Geldpolitik veranlassen.

Schließlich erhöhte auch der Angebotsdruck die Risikoaufschläge: Für 2026 zeichnet sich ein Rekordemissionsvolumen ab, insbesondere zur Finanzierung von KI-Investitionen. Strengere Kreditbedingungen der Banken veranlassten Unternehmen zusätzlich, sich verstärkt über Anleihen zu finanzieren.

Renditen gegenüber Bundesanleihen attraktiv

Rendite in %



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Ausblick 2027 – Attraktivere Einstiegsniveaus

Für 2027 sehen wir nach der jüngsten Spread-Ausweitung attraktive Einstiegsniveaus. Bei Bankanleihen wiegt das französische Staatsrisiko schwerer als das Risiko einer Verschlechterung der Fundamentaldaten. Besonders nicht-französische Banken könnten profitieren. Emittenten rund um das Thema Künstliche Intelligenz (KI) bieten Chancen und Risiken: Der Rechenzentrumsboom stützt Investitionen; stärkere KI-Regulierung und Projektverzögerungen könnten das erwartete Emissionsvolumen jedoch verringern.

Meine Empfehlung für Sie

Nachdem sich die Risikoaufschläge von ihren langjährigen Tiefs entfernt haben, erscheinen uns Unternehmensanleihen wieder attraktiv. Sie ermöglichen positive Realrenditen und der Renditeabstand zu den Staatsanleihen macht die Attraktivität des Segments aus. Wir präferieren aufgrund des Frankreichrisikos die Non-Financials, bei Financials sind wir hingegen vorsichtiger.

Offensive Anleihen

Euro-Hochzinsanleihen für 2027 besser positioniert als EM-Anleihen

***Pascal Reichert**, Experte Anleihen*

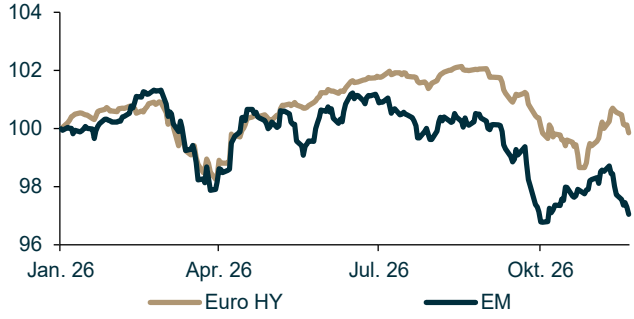
- Globales Wachstum unterstützt sowohl Euro-Hochzinsanleihen als auch EM-Anleihen.
- Aufgrund steigender US-Leitzinsen und einer hohen Inflation in den Schwellenländern ziehen wir Euro-Hochzinsanleihen den EM-Anleihen vor.

Turbulentes Jahr 2026 – Anlauf für 2027?

Für offensive Anleihen, wie die Euro-Hochzinsanleihen (HY) oder Emerging-Markets-Anleihen in US-Dollar (EM), war 2026 ein turbulentes Jahr: Der Iran-Krieg belastete beide Segmente zu Beginn, die global steigenden Renditen trafen die in der Regel länger laufenden EM-Anleihen im Jahresverlauf jedoch stärker. Zum Jahresende belastete dann die deutlich verschlechterte Risikostimmung beide Anlageklassen. Doch wie sehen wir die Segmente für 2027?

Euro-HY-Anleihen haben 2026 die Nase vorn

Performance von Euro-HY-Anleihen und EM-Anleihen (währungsgesichert), indexiert (100 = 01.01.2026)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Die Gemeinsamkeiten: Hohe Rendite und Wachstum

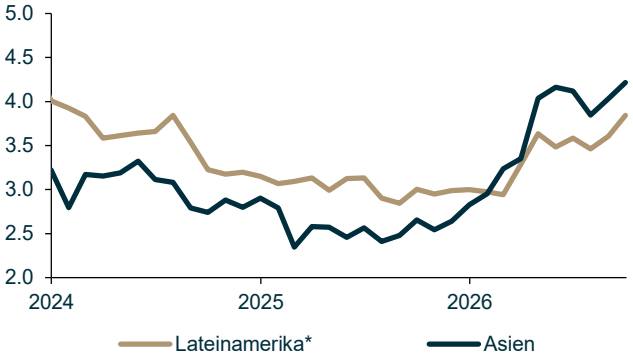
Aktuell liefern beide Segmente eine hohe laufende Verzinsung von rund 7 % (vor Absicherungskosten bei EM). Die Wachstumsdynamik im Euroraum und in den EM-Ländern dürfte 2027 ebenfalls beide Anleiheklassen voranbringen. Hochzinsanleihen und EM-Anleihen profitieren beide von robustem Wachstum, da so die Unternehmensgewinne und Steuereinnahmen bei EM-Staatsanleihen ansteigen. Dies dürfte die Spreads in beiden Anlageklassen unterstützen.

Die Unterschiede: Notenbanken und der US-Dollar

Differenzierter sehen wir die Situation mit Blick auf die Notenbankpolitik. Die von uns erwarteten letzten zwei Zinserhöhungen im Euroraum und den USA treffen beide Segmente unterschiedlich stark. Während HY-Anleihen mit ihrer geringeren Zinssensitivität (Duration) weniger stark auf Änderungen in den Renditeniveaus der Staatsanleihen reagieren, sind die EM-Anleihen mit ihren längeren Laufzeiten mehr exponiert. Auch dürften ihre Spreads durch höhere US-Zinsen steigen, wenn die EM-Notenbanken gezwungen sind, ebenfalls die Zinsen zu erhöhen, um beispielsweise ihre Währung vor übermäßiger Abwertung zu schützen. Dafür spricht auch die weiterhin hohe Inflation in den EM-Ländern. Besonders betroffen sind asiatische Länder, die vor allem von steigenden Energiepreise betroffen sind. Aber auch in Lateinamerika erhöhte sich der Preisdruck zuletzt weiter.

Inflationsdynamik auch in EM nicht überwunden

Durchschnittliche Inflationsrate (jährlich, in %), je Region



Quelle: Statistikämter, Commerzbank-Research; * ohne Argentinien

HY-Anleihen dürften damit stärker von einer freundlicheren Risikostimmung profitieren als EM-Anleihen. Zusätzlich fallen hier keine weiteren Kosten für eine Absicherung der Währungsrisiken an.

Meine Empfehlung für Sie

Wir gehen für offensive Anleihen optimistisch in das neue Jahr. Besonders für europäische HY-Anleihen sehen wir bei verbesserter Risikostimmung an den Anleihemärkten Potenzial für eine Performance im Bereich der laufenden Rendite. EM-Anleihen haben im Gegensatz dazu mit mehr Gegenwind zu kämpfen. Die Abhängigkeit von der US-Geldpolitik und die weiterhin hohe Inflation in den EM-Ländern belasten die Spreads.

Währungen

Gleichschritt der EZB und der Fed bis ins nächste Frühjahr

***Martin Hartmann**, Seniorexperte Anleihen und Währungen*

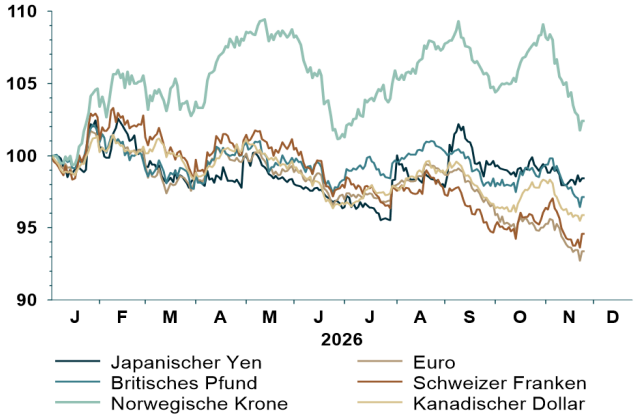
- US-Dollarentwicklung ohne klaren Trend.
- Mögliche Einflussnahme Trumps auf die Fed geringer.

Setzt der US-Dollar seine Stärke fort?

Der US-Dollarindex hat in diesem Jahr um rund 5 % zugelegt. Unterstützt wurde er vor allem durch hohe US-Treasury-Renditen, durch die Flucht in den vermeintlich sicheren Hafen als Krisenwährung (Iran-Krieg) und einen neuen Fed-Vorsitzenden, der letztlich falkenhafter agierte als erwartet.

Viele Währungen schwach ggü. dem US-Dollar

Währungen auf 100 indexiert



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Nochmals Auftrieb bekam der US-Dollar von einem überraschend hohen Anstieg der US-Verbraucherpreise im Oktober, was wieder zu verstärkten Zinsspekulationen für die Fed führte. Zudem hatte die Schwäche der Tech-Aktien zu einer weiteren Suche nach sicheren Häfen geführt. Wir rechnen sowohl für Dezember 2026 wie auch für März 2027 mit je einer Zinsanhebung der EZB und der Fed. Ein klarer Trend ist daher für den US-Dollar nicht erkennbar.

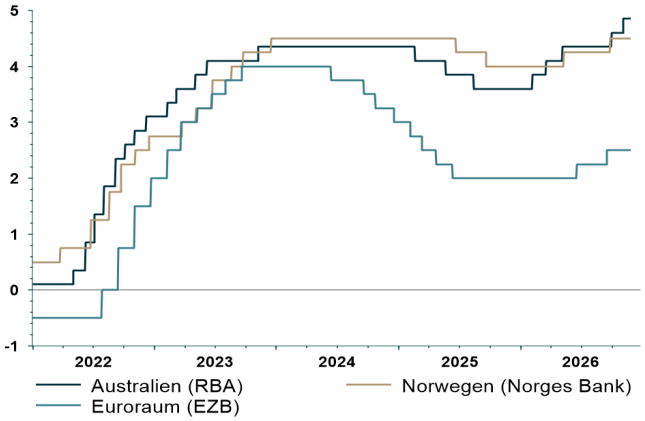
Aufgrund der neuen politischen Verhältnisse nach den Zwischenwahlen in den USA ist es für US-Präsident Trump schwieriger, Einfluss auf die Fed zu nehmen und die Unabhängigkeit der Notenbank zu gefährden. US-Präsident Trump darf man aber nicht unterschätzen. Die expansive Ausgabenpolitik der US-Regierung dürfte weiterhin schwer unter Kontrolle zu bringen sein. Zudem könnte sich die politische und wirtschaftliche Lage in Frankreich wieder verschärfen und insbesondere französische Staatsanleihen unter Druck kommen und den Euro generell belasten. Andererseits kann auch die Unterstützung des US-Dollars als sicherer Hafen wieder zurückgehen. Wir votieren in diesem Umfeld den US-Dollar zunächst weiterhin mit neutral.

Kaum noch Aufwärtspotenzial für AUD und NOK

Die norwegische Krone (NOK) und der australische Dollar (AUD) haben dieses Jahr kräftig aufgewertet. Die Unterstützung von teilweise unerwarteten Zinserhöhungen dürfte künftig nachlassen. So hat sich der Renditevorteil beider Länder gegenüber US-Treasuries und Bundesanleihen deutlich verringert. Dies spricht für eine Trendwende in der Währungsentwicklung, die bereits Anfang Oktober eingesetzt hat.

Leitzinsausblick unterstützt AUD und NOK nicht länger

Leitzinsen in %



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

Zudem dürfte die Unterstützung von den Rohstoffpreisen wegfallen. So hat die NOK vom Anstieg des Ölpreises stark profitiert. Für Australien bedeutet ein langsamerer Ausbau von Rechenzentren in den USA eine geringere Rohstoffnachfrage und bremst Australiens Exportperspektiven.

Meine Empfehlung für Sie

Aufgrund des Gleichschritts der Fed und der EZB beurteilen wir den US-Dollar in diesem Umfeld zunächst weiterhin neutral. Nach dem erwarteten Wegfall der „Rohstoffpreisunterstützung“ stufen wir die NOK auf neutral und den AUD auf Untergewichten zurück.

Aktien Europa, USA & Japan

Das fundamentale Umfeld spricht für ein fünftes positives Jahr in Folge

***Andreas Wex**, Seniorexperte Aktienmarktstratege*

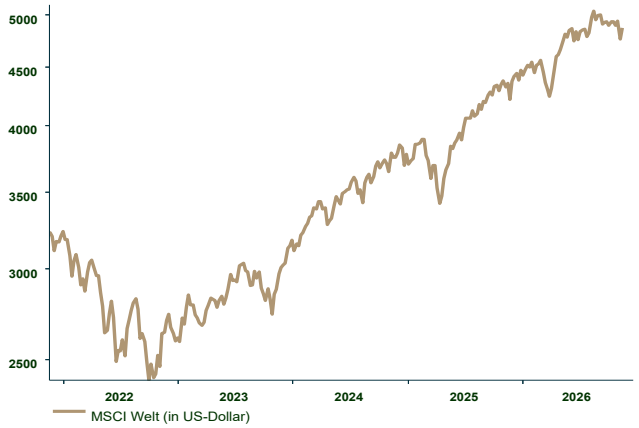
- 2027 dürfte das fünfte positive Aktienjahr in Folge werden – das Umfeld bleibt unterstützend.
- USA: Gewinnwachstum bleibt stark, verliert aber nach dem außergewöhnlichen Jahr 2026 an Dynamik.
- Europa und Japan bieten Diversifikation, auch wenn wichtige positive Treiber schwächer werden.

Gibt es das fünfte positive Jahr in Folge?

Um es gleich vorwegzunehmen: Ohne besondere Störfaktoren erwarten wir auch für das Jahr 2027 eine positive Wertentwicklung an den Aktienmärkten. Damit würde der positive Lauf der Aktienmärkte (gemessen am MSCI Welt) ins fünfte Jahr gehen. Die Länge dieses Bullenmarktes ist ein guter Anlass, einen Blick zurück auf vergangene, vergleichbar lange Perioden zu werfen.

Nach Corona kam der Aufschwung

MSCI Welt in den letzten fünf Jahren in USD, logarithmische Darstellung



Quelle: LSEG, Commerzbank-Research

In den Jahren 1982 bis 1989 brachte es der MSCI Welt sogar auf acht positive Jahre in Folge. Diese Jahre waren charakterisiert durch Disinflation - unter anderem aufgrund stark sinkender Ölpreise - und entsprechend rückläufigen Renditen in Verbindung mit einer starken konjunkturellen Entwicklung, die durch marktfreundliche Reformen und finanzielle Deregulierung noch verstärkt wurde. Der Bullenmarkt von 1992–1999 hatte zunächst solide Grundlagen. Dazu zählten fiskalische Disziplin, Friedensdividende, reale Produktivitätsgewinne und moderate Inflation. In seinen letzten Jahren verstärkten spekulative Übertreibungen rund um die Internetrevolution den Kursanstieg erheblich. Im Gegensatz zum Zyklus 1982–1989 oder dem Zyklus 2003–2007 wurde diese Ära insbesondere von einer einmaligen technologischen Transformation geprägt, die auf eine starke demografische Nachfrage (die sogenannten Baby-Boomer waren eine Generation mit hohem Einkommen und hohen Sparquoten, deren Altersvorsorge systematisch durch strukturelle Änderungen im Rentensystem in Aktien investiert wurde) nach Aktien traf.
Der fünfjährige Bullenmarkt von 2003 bis 2007 war im Kern ein von Kredit und Liquidität getriebener Zyklus, der zudem auf einem starken globalen Wachstum beruhte. Dieser Bullenmarkt basierte auf billigem Geld, kreativen Finanzkonstruktionen und dem Aufkommen Chinas als globalem Wachstumsmotor.
Allein dieser kurze Blick auf die Treiber vergangener, mehrere Jahre dauernder Aufwärtsbewegungen zeigt, dass sich das Umfeld derzeit etwas anders darstellt. Im laufenden Zyklus ist kein starkes reales konjunkturelles Wachstum zu sehen. Es gibt keine Unterstützung durch jahrelang sinkende Inflationsraten mit einer die Wirtschaft antreibenden Geldpolitik der Notenbanken oder stärkerer Deregulierung und marktfreundlichen politischen Reformen.

Positive Treiber bleiben erhalten

Warum sehen wir dennoch eine Fortsetzung des positiven Marktumfeldes? Ein simpler, aber dennoch sehr gewichtiger Grund ist, dass wir das Risiko einer Rezession als gering ansehen. Dies ist deshalb besonders wichtig, da echte Bärenmärkte, also deutliche und auch länger anhaltende Kursrückgänge, hauptsächlich in Phasen von Rezessionen auftreten. Das Wirtschaftswachstum ist weltweit solide und sollte es auch 2027 und darüber hinaus bleiben. Das gilt erst recht für das nominale Wachstum, das im erhöhten Inflationsumfeld recht stattlich ausfällt und die Grundlage für das Wachstum der Unternehmensgewinne bildet. Derzeit sehen wir auch keine Anzeichen für eine aggressive geldpolitische Straffung, größere Ungleichgewichte im Finanzsystem oder eine breit angelegte Bewertungsblase.
Das Umfeld für grundsätzlich weiter steigende Kurse ist damit gegeben.

USA: IT bleibt im Fokus

Bemerkenswert war in diesem Jahr, dass die Kurse am amerikanischen Aktienmarkt stiegen, aber gleichzeitig die

Bewertung – gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis – deutlich sank. Dabei stiegen die Gewinne der Unternehmen im Geschäftsjahr 2026 weit stärker, als wir oder auch der Markt dies ursprünglich erwartet hatten. Die Bedingungen für weiter steigende Gewinne sind intakt, aber die Dynamik dürfte sich deutlich verlangsamen. Nach über 30 % Gewinnwachstum im Jahr 2026 liegt die durchschnittliche Analystenschätzung (Konsensus) für das Jahr 2027 derzeit bei 17 %. Dies setzt aber voraus, dass sich die konjunkturelle Dynamik im nächsten Jahr nicht stärker als erwartet abkühlt.
Das Gewinnwachstum des Index dürfte sich vor allem deshalb verlangsamen, weil die Gewinne der Technologieunternehmen weniger stark zulegen. Dies unter anderem durch zunehmende Belastungen aufgrund steigender Abschreibungen auf die hohen Investitionen. Hinzu kommen mit der Erwartung rückläufiger Ölpreise sinkende Gewinne im Energiesektor, der 2026 noch ein Gewinnplus von rund 80 % verzeichnete sowie geringere positive Auswirkungen des Technologie-Investitionsbooms auf Teile des Industrie- und Versorgersektors. Doch auch wenn sich die konjunkturelle Dynamik und das Unternehmensgewinnwachstum 2027 verlangsamen dürften, spricht dieses Umfeld dennoch für eine positive Performance. Denn die Bewertung des Marktes ist 2026 deutlich zurückgekommen. Zwar bleibt der S&P 500 im internationalen Vergleich der teuerste Markt, doch liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis mittlerweile unter dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre.

Europa: Sinnvolle Diversifikation im Depot
Für europäische Aktien erwarten wir 2027 ein insgesamt positives Umfeld, wenngleich die ganz großen positiven Treiber fehlen. Nach dem außergewöhnlich starken Jahr 2026 dürfte sich das Gewinnwachstum deutlich normalisieren. So erwarten wir 2027 für den Stoxx 600 ein Gewinnwachstum von 6 % bis 8 % nach 18 % im Jahr 2026. Basis dafür bildet ein gleichbleibendes Wirtschaftswachstum von 1,1 %, das unsere Volkswirte für die Eurozone erwarten.
Ein wichtiger Faktor bleibt für die Märkte das Zins- und Inflationsumfeld. Sinkende Energiepreise könnten im Jahresverlauf den Inflationsdruck in Europa reduzieren und die Belastung durch hohe Renditen begrenzen. Europa würde aufgrund seiner Energieimportabhängigkeit überdurchschnittlich von einer Entspannung profitieren. Davon dürften konsumnahe Branchen profitieren. Dem stehen erhebliche politische und fiskalische Risiken gegenüber, die die Risikoaufschläge und Finanzierungskosten in Europa 2027 hochhalten könnten. Besonders Frankreich könnte im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen für Volatilität sorgen. Insgesamt stehen damit einem weiterhin positiven Konjunktur- und Gewinnumfeld eine geringere Gewinn*dynamik*, hohe Finanzierungskosten sowie politische Risiken gegenüber. Wir empfehlen daher, europäische Aktien 2027 neutral zu gewichten. Dies gilt auch deshalb, weil der europäische Aktienmarkt Vorteile für die Risikostreuung im Portfolio bietet. Der Markt und das Unternehmensgewinnwachstum sind weniger stark von den Entwicklungen rund um KI abhängig und bietet Anlegern entsprechend ein anderes Chance-Risiko-Profil als der US-Markt.

Japan: Story intakt, aber Rückenwind lässt nach
Das strukturelle Umfeld für japanische Aktien bleibt attraktiv: Japan hat die Deflation überwunden, Löhne und nominales Wachstum steigen, während KI, Automatisierung, höhere Unternehmensinvestitionen und Corporate-Governance-Reformen zusätzliche Impulse liefern. Gleichzeitig fehlen allerdings einige der positiven Faktoren aus den Vorjahren. Das Gewinnwachstum dürfte sich deutlich normalisieren, die japanische Notenbank setzt ihre geldpolitische Straffung fort und steigende Realzinsen begrenzen mögliche Bewertungsausweitungen. Der traditionelle Schub für den Markt durch einen fallenden Yen ist im Jahr 2027 nicht zu erwarten. Eher sieht es nach einem stärkeren Yen aus, der insbesondere exportorientierte Unternehmen belasten könnte. Diese negativen Faktoren dürften sich allerdings im jüngsten Kursrückgang und der gesunkenen Bewertung teilweise widerspiegeln, sodass wir zunächst eine Stabilisierung auf dem aktuellen Niveau erwarten. Mittelfristig sehen wir jedoch weiterhin absolutes Potenzial.

Meine Empfehlung für Sie

Auch 2027 dürften Aktien weltweit ihren Aufwärtstrend fortsetzen und damit das fünfte positive Jahr in Folge erreichen. Die Voraussetzungen sind allerdings weniger komfortabel als in früheren langjährigen Bullenmärkten. Entscheidend bleibt, dass 2027 keine globale Rezession droht und die Unternehmensgewinne weiter steigen. Allerdings dürfte sich die Gewinndynamik nach dem extrem starken Jahr 2026 abschwächen Die USA profitieren weiterhin vom Technologie- und KI-Boom, dessen Impulse jedoch nachlassen dürften. Europa bietet trotz politischer Risiken und moderatem Wachstum Diversifikationsvorteile und sollte neutral gewichtet werden. Auch in Japan bleibt die strukturelle Story intakt, wenngleich die Unterstützung durch Geldpolitik und Währung nachlässt.

Aktien Emerging Markets

Emerging Markets verlieren im fragilen KI-Umfeld an Attraktivität

André Sadowsky, *Seniorexperte Aktien Emerging Markets*

- Charttechnik für den MSCI EM-Index eingetrübt.
- Bewertungen nach Kursrückgang aber günstig.
- EPS-Wachstum für 2027 vor allem von IT getragen.

Schwellenländerbörsen erleben Achterbahnfahrt

Das zurückliegende Jahr bescherte den Emerging Markets (EM) eine wilde Achterbahnfahrt. Nach außergewöhnlich starken Kurszuwächsen im Zuge der teilweise überbordenden KI-Euphorie setzten ab Mitte Juni kräftige Gewinnmitnahmen auf Indexebene ein, was in Korea etwa zu einer Halbierung der Kursniveaus führte. Verantwortlich hierfür zeichnete eine zunehmende Skepsis rund um das Thema KI (Profitabilität, Finanzierung, Proteste gegen Rechenzentren, US-Wahlergebnis), weshalb die zuvor stark gesuchten Schwergewichte im EM-Index, die Halbleiterwerte Samsung, SK Hynix und TSMC stark unter Beschuss gerieten.

Votum für EM-Aktien auf Untergewichten zurückgestuft

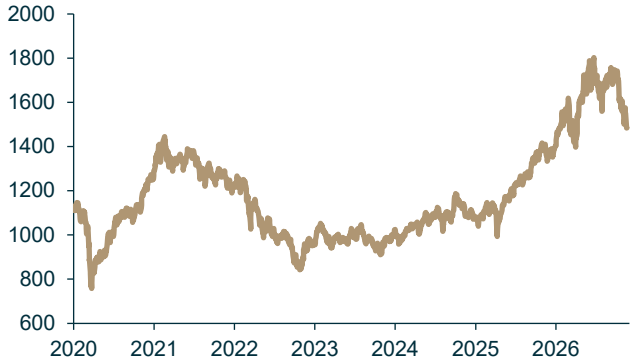
Da wir die Aktienmärkte in Europa positiver, weil resilienter in Sachen KI einschätzen (neues Votum: Neutral), stufen wir die Schwellenländerbörsen trotz günstiger Bewertungen (KGV 2027e: 7,4, Abschlag gegenüber 10-Jahresdurchschnitt von rund 40 %) von Neutral auf Untergewichten herab.
Zum einen hat sich die Charttechnik für den MSCI EM-Index zuletzt eingetrübt. Zweitens haben wir eine vorsichtige Haltung gegenüber Speicherchipherstellern, also den oben genannten Schwergewichten in Korea und Taiwan. Drittens dürften der etwas festere US-Dollar sowie die hohen US-Zinsen für Gegenwind sorgen. Zudem müssen die EM-Notenbanken überwiegend mit Leitzinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation mitziehen.

Chinas Börse nach Korrektur wieder günstig

Die chinesische Wirtschaft bleibt zweigeteilt. Während die Exporte unverändert boomen, tendiert der Binnenkonsum nach wie vor schwach. Wir erwarten weitere Fiskalimpulse, insbesondere dann, wenn die Exportdynamik nachlassen sollte. Nach dem jüngsten Ausverkauf vor allem von IT-Werten im Zuge der gestiegenen KI-Skepsis ist die Bewertung des CSI 300-Index mit einem KGV von 11,7 wieder relativ günstig. Neben der Möglichkeit weiterer Fiskalprogramme zur Belebung der Binnenkonjunktur auf der Zentralen Wirtschaftskonferenz im Dezember 2026 könnte dem Aktienmarkt im ersten Halbjahr 2027 ebenso eine Stabilisierung des Immobilienmarktes Rückenwind verleihen. Wir empfehlen, die niedrigeren Kurse zum Positionsaufbau in China zu nutzen.
Die Börse in Indien stufen wir unverändert mit Neutral ein. Der Sensex hat sich zuletzt zwar erholt. Für eine Fortsetzung des Aufschwungs bedarf es allerdings eines dauerhaft niedrigeren Ölpreises, eines schwächeren US-Dollar sowie einer Wiederentdeckung des wichtigen Softwaresegments.

MSCI Emerging Markets-Index zuletzt unter Druck

MSCI Emerging Markets in USD in Indexpunkten seit 2020



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Börse in Brasilien bricht nach Stichwahl ein

Nachdem der amtierende Präsident und Chef der Arbeiterpartei Lula da Silva die Stichwahl gegen Flavio Bolsonaro überraschend gewonnen hat, brachen die Aktienkurse kräftig ein. Auch der Real wertete merklich ab. Verantwortlich für die heftige Reaktion sind vor allem Bedenken, ob Lula das hohe Haushaltsdefizit eindämmen kann. Denn er hat einige teure Wahlversprechen gegeben. Die politische Unsicherheit dürfte den Aktienmarkt weiter belasten. Auch wenn die Bewertung (Bovespa) moderat ist, bestätigen wir unser Votum mit Untergewichten, zumal der hohe Leitzins (13,75 %) wegen der Budgetsorgen nur langsam sinken dürfte.

Meine Empfehlung für Sie

Da sich das Umfeld für die EM-Aktien zuletzt eingetrübt hat, stufen wir das Votum auf Untergewichten herab. Aufgrund günstiger Bewertungen präferieren wir den Aktienmarkt in China.

Aktien Branchen

Übertriebene Sektorrotation – Differenzierung erforderlich …

Markus Wallner, *Seniorexperte Aktien und Rohstoffe*

- Gesundheitssektor von Neutral auf Übergewichten.
- Industriegüter und Kommunikationsdienste von Übergewichten auf Neutral
- Energie, Finanzen und Informationstechnologie bleiben übergewichtet, Basiskonsum und Immobilien untergewichtet

Übertriebene Sektorrotation

Seit Oktober vollzog sich eine ungewöhnlich starke Sektorrotation weg von den KI-nahen Sektoren Technologie und Kommunikationsdienste mit den Hyperscalern Meta und Alphabet, und hin zu defensiven Sektoren wie Basiskonsum, Immobilien und Gesundheit. Diese Rotation wurde verstärkt durch den Sieg der Demokraten bei den Zwischenwahlen in den USA, da befürchtet wird, dass weitere KI-Investitionen (u.a. Rechenzentren) stärker reguliert werden könnten. Wir halten diesen harschen Umschwung teilweise für übertrieben. Erstens erfolgte die überhastete Flucht aus KI in vielen Fällen nicht in Sektoren, die fundamental überzeugen. Dies gilt insbesondere für die Sektoren Basiskonsum und Immobilien. Zweitens wartet der Sektor Informationstechnologie weiterhin mit einem starken Gewinnmomentum auf, auch wenn dieses etwas an Dynamik verlieren sollte. Drittens dürften auch die Demokraten wissen, dass eine zu strenge KI-Regulierung der US-Wirtschaft schaden würde und China einen strategischen Vorteil gäbe.

Diversifiziertere Sektorallokation

Somit bleiben wir in der taktischen Sektorallokation weiter zyklisch ausgerichtet, wollen aber auch den gestiegenen wirtschaftlichen Unsicherheiten in den USA und dem anhaltenden Nahost-Konflikt Rechnung tragen. Wir belassen somit die Sektoren Energie und Informationstechnologie auf Übergewichten, stufen aber Kommunikationsdienste und Industrie auf Neutral herunter. Als defensive Komponente stufen wir Gesundheit auf Übergewichten. Zudem halten wir an der Untergewichtung der Sektoren Basiskonsum und Immobilien aufgrund des negativen fundamentalen Umfeldes fest.

Bewertung des IT-Sektors bleibt attraktiv

Den Kurseinbruch des Sektors halten wir aus den vorher genannten Gründe für übertrieben. Er wird immer noch durch sehr starke Gewinnerwartungen gestützt, die auch für das Jahr 2027 weiteren positiven Gewinnrevisionen unterliegen. Die größte Gewinndynamik sollten dabei weiterhin die Subsektoren Halbleiter und Hardware liefern, auch wenn das Momentum etwas zurückgehen dürfte. In Kombination mit der aktuell günstigen Bewertung erachten wir sie weiterhin als attraktiv.

Kommunikationsdienste verliert an Gewinndynamik

Der Sektor wird durch den Subsektor Media & Entertainment bestimmt. In diesem machen die zwei Hyperscaler Meta und Alphabet über 80% des Gewichts aus. Die anhaltend hohen Investitionen in KI, immer mehr finanziert durch Fremdkapital, führen u.a. zunehmend zu negativen Revisionen der Gewinnerwartungen und bremsen die Gewinndynamik. Die niedrige Bewertung unterstützt somit nur begrenzt. Daher stufen wir den Subsektor sowie den Gesamtsektor Kommunikationsdienste herunter auf Neutral.

Gesundheit als defensiver Fels in der Brandung

Nach Jahren der relativen Underperformance zeigt sich der defensive Sektor mittlerweile als solide Absicherung für den volatilen IT-Sektor. Zudem verbessert u.a. die hohe Nachfrage nach Abnehmpräparaten die Marge und die Gewinne des Sektors. Somit wird der Sektor auf Übergewichten heraufgestuft.

Industriegüter auf Neutral herabgestuft

Der sehr heterogene MSCI-Sektor Industriegüter verharrt in einer volatilen Seitwärtsbewegung, bedingt durch den anhaltenden Nahost-Konflikt, das hohe Zinsniveau und Unsicherheit oder Verzögerungen bei Investitionsentscheidungen (u.a. Verteidigung). Darunter leidet auch der Gewinntrend. Positiv sind die Unternehmen hervorzuheben, die von KI im Bereich Automatisierung profitieren.

Meine Empfehlung für Sie

Bei dieser weiterhin zyklischen, aber leicht defensiveren Ausrichtung sind die Sektoren Energie, Gesundheit, IT und Finanzen unsere Favoriten. Die Sektoren Basiskonsum und Immobilien erscheinen uns in diesem Umfeld weniger attraktiv.

Aktien Small & Mid Caps

Small-Cap-Aktien dürften 2027 nicht besser abschneiden als Large-Caps

***Andreas Hürkamp**, Seniorexperte Aktienmarktstratege*

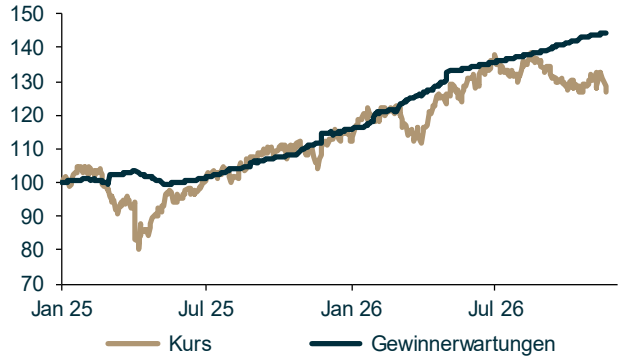
- Unternehmensgewinne von Small-Cap-Aktien dürften 2027 zwar weiterwachsen.
- Jedoch werden wohl steigende Fed-Leitzinsen und geschrumpfte KGV-Lücke Small-Caps 2027 bremsen.

Small-Cap-Aktien im Aufwärtstrend seit April 2025

Vor zwei Jahren hatten wir in unserem Ausblick für 2025 herausgestellt, dass sich – nach einer längeren Durststrecke – nun auch Small-Cap-Aktien wieder besser entwickeln sollten, nachdem vorher vor allem Large-Cap-Aktien reüssiert hatten. Und tatsächlich ist der MSCI US-Small-Cap-Index seit Anfang 2025 um 27 % gestiegen - auch wenn der Index aufgrund der Zollpolitik von US-Präsident Trump im Frühjahr 2025 zwischenzeitlich um 20 % eingebrochen war (Stand 18. November 2026). Der Kursanstieg seit Anfang 2025 wurde fundamental untermauert, denn der 12-Monats-Trend der Analystenerwartungen für die Unternehmensgewinne der US Small-Cap-Aktien ist seitdem um 45 % gestiegen.

US-Small-Cap-Aktien liegen 27% vorne seit Anfang 2025

MSCI US-Small-Cap, Kurs, Gewinnerwartungen, indiziert



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

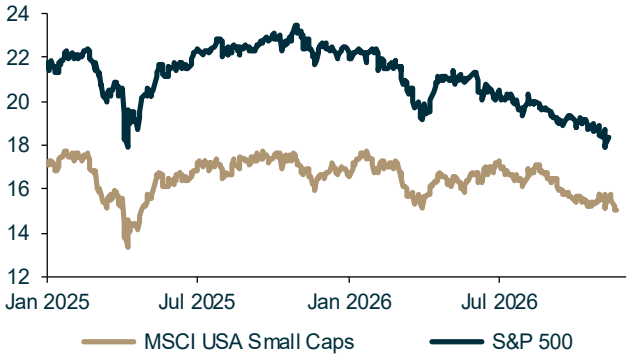
Unser Optimismus für Small-Cap-Aktien fußte Anfang 2025 unter anderem darauf, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für US-Small-Caps mit 17 fünf KGV-Punkte unter dem KGV des S&P 500 von 23 lag – im historischen Vergleich lag die KGV-Lücke durchschnittlich bei 2,5 Punkten.

KGV-Lücke Small zu Large Caps ist geschrumpft

2026 gab es einen kräftigen Anstieg der Renditen – in den USA stieg z.B. die Rendite für zweijährige US-Staatsanleihen von 3,5 % Anfang Januar auf aktuell 4,8 % – ein wichtiger negativer Trend, warum die KGV-Bewertung der Aktienmärkte geschrumpft ist. So liegt das KGV für den MSCI US-Small-Cap-Index nur noch bei 15, und für den S&P 500 zahlen Investoren ein KGV von 18. Der KGV-Unterschied ist damit von fünf Anfang 2025 auf aktuell drei geschmolzen und liegt nun wieder im Bereich langjähriger Durchschnittswerte.

USA: Small-Cap-KGV drei Punkte unter Large-Cap-KGV

MSCI US-Small-Cap-Index, S&P 500: KGV (12 Monate)



Quelle: Bloomberg-Markterwartungen, Commerzbank-Research

Kleinere KGV-Lücke, hohe Renditen bremsen Small Caps

Aufgrund der geschrumpften KGV-Lücke gehen wir davon aus, dass Small-Caps im Börsenjahr 2027 keine Outperformance gegenüber Large-Caps schaffen werden. Zumal wir von der Zinsseite keine Entlastung erwarten, denn der US-Leitzins (Obergrenze) dürfte auf 4,5 % steigen, und die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen dürfte mit 4,5 % hoch bleiben. Dennoch erwarten wir auch für US-Small-Cap-Aktien im Börsenjahr 2027 moderate Kursgewinne. Denn die Unternehmensgewinne im Segment dürften dank einer nominal um 5 % wachsenden US-Konjunktur und weitergehenden Investitionen in KI-Infrastruktur ihren Aufwärtstrend fortsetzen.

Meine Empfehlung für Sie

Die geschrumpfte Lücke in der KGV-Bewertung zu Large-Cap-Aktien und der Gegenwind von der Zinsseite dürften Small-Cap-Aktien bremsen, so dass wir für 2027 keine Small-Cap-Outperformance erwarten. Dank weiter steigender Unternehmensgewinne dürften aber auch Small Cap-Indizes 2027 nochmals moderat zulegen.

Aktien Spezial – Megatrends

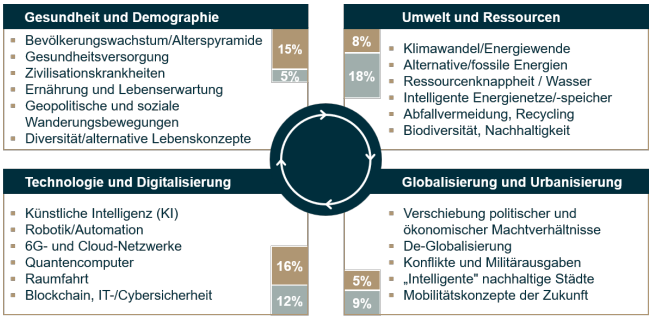
Wachstum zwischen defensiver Resilienz und KI-Zyklus

***Thomas Becker**, Leiter Aktien Einzelwertanalyse*

- **2027 liegt der Fokus auf qualitativem Wachstum** – mit Priorität sowohl für defensive als auch für hochzyklische Sektoren …
- **… kombiniert mit strukturellen Investmentthemen** – „Pharma und Medizintechnik mit wiedererstarkter Qualität", „steigende Wassernachfrage und -knappheit", und „KI-Zweit-/Drittrunden- und Anwendungsprofiteure".
- **Unsere Präferenzen 2027:** Gesundheitssektor, Versorger sowie Informationstechnologie.

2026: KI-Dynamik schwächte sich ab, Gesundheit erholt
Der Megatrend „Technologie/Digitalisierung" profitierte auch im vierten Jahr vom KI-Zyklus. Allerdings schwächte dieser sich bei gleichzeitig erhöhter Volatilität ab, maßgeblich beeinflusst durch den zyklischen Halbleitersektor. „Gesundheit/Demographie" konnte nach schwachen Vorjahren mit wiedererstarkten Qualitäten überzeugen. Belastungsfaktoren wurden überwunden und neue Produkte belebten das Wachstum.

Megatrends 2026: „Technologie/Digitalisierung" vor „Gesundheit/Demographie"
Kursentwicklung themenbezogener Aktienfonds, Indizes und ETFs in Euro; Box gold 2026 (bis 24.11.) und grau 2025



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

„Umwelt & Ressourcen" profitierte von der konfliktgetriebenen Verteuerung von fossilen Energieträgern und steigender Energienachfrage. Themen, wie bspw. erneuerbare Ressourcen oder Wasserknappheit standen gleichfalls im Fokus. „Globalisierung/Urbanisierung" profitierte langsam von staatlichen Investitionsprogrammen, bspw. für Infrastrukturprojekte. Das strukturelle Wachstum des Verteidigungssektors wurde durch den wechselnden Stand der Konflikte überlagert.

Unsere Präferenz 2027: Thematisch unterstütztes qualitatives defensives und hochzyklisches Wachstum
Wir sehen Chancen in Themen mit sowohl defensivem („Gesundheit" und „Wasserknappheit") als auch mit hochzyklischem („Technologie/KI") Charakter.

Gesundheitssektor: Belastungsfaktoren wie beispielsweise der Post-Corona-Effekt sind weitgehend abgearbeitet und die defensiven Qualitäten wiedererstarkt. Innovative Qualitätswerte aus dem Bereich Pharma und Medizintechnik bieten ein attraktives Chance- und Wachstumspotenzial.

Versorger: Wasserknappheit infolge des Klimawandels und die steigende industrielle Nachfrage, beispielsweise durch neue Rechenzentren, sind zentrale Themen. Mehr Wasser-Resilienz bedingt Investitionen in die Infrastruktur und Technologien zur Wasseraufbereitung.

Informationstechnologie: Der KI-Megatrend bleibt auch im fünften Jahr intakt, wenn auch die Dynamik naturgemäß nachlässt. Der Ausbau der KI-Infrastruktur bleibt weiterhin ein zentraler, aber auch zunehmend risikobehafteter Wachstumstreiber. Wir ziehen aufgrund der zunehmenden Anwendungsvorteile die heterogene Gruppe der KI-Zweit-/Drittrunden- und Anwendungsprofiteure vor.

Meine Empfehlung für Sie

2027 liegt unser Fokus auf thematisch unterstütztem, qualitativem Wachstum sowohl mit defensivem, aber auch hochzyklischem Charakter. Das attraktivste Chance-Risikoprofil billigen wir folgenden Sektoren und Themen zu: (1) dem Gesundheitssektor aufgrund wiedererstarkter Qualitäten, (2) den Versorgern und den Profiteuren von strukturell steigender Wassernachfrage und Investitionen in die Wasserresilienz, und (3) der IT mit Fokus auf die heterogene Gruppe der KI-Zweit-/Drittrunden- und Anwendungsprofiteure.

Aktien Spezial – Gesundheitswesen

Comeback der Medizintechnik-Aktien im Jahr 2027?

***Marian Frisch**, Seniorexperte Gesundheits- & Pharmaaktien*

- **Rückgang der Bewertungen bietet attraktiven Einstiegszeitpunkt:** Der europäische MedTech-Sektor leidet unter einer Serie von Gewinnkürzungen seit der Pandemie und notiert unweit eines 15-Jahres-Tiefs.
- **Historisch attraktiv bewertet:** Mit einem 12-Monats-KGV von ca. 20x liegt der Sektor weiter unter seinem historischen Schnitt (21,3x).
- **Produktzyklen und Portfolio-Fokus als Katalysator für 2027:** Produkteinführungen und eine Erholung in wichtigen Endmärkten bieten selektiv Aufwärtspotenzial.

Post-Covid-Kater: Treiber der langen Underperformance

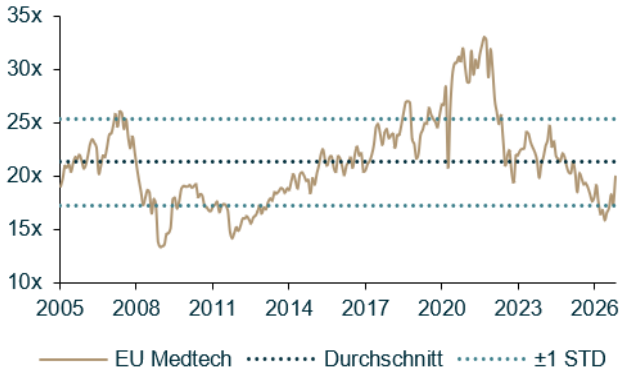
1. **Kosteninflation ohne Preissetzungsmacht:** Aufgrund fehlender Preissetzungsmacht konnten viele Unternehmen die gestiegenen Kosten für Vorprodukte (Kunststoffe, Elektronikbauteile), Fracht und Löhne nicht an die Kunden weitergeben, was zu einer erheblichen Margenkompression führte. Diese Margenbelastung wurde verstärkt durch die Handelszölle in den Jahren 2025 und 2026.
2. **Struktureller Gegenwind in China:** Der chinesische Markt (historisch ca. 10 % des Sektorumsatzes) bremste das Wachstum massiv aus. Ursächlich hierfür waren nationale Einkaufsreformen (Volumenbeschaffungsprogramm), eine strikte Antikorruptionskampagne im Gesundheitswesen sowie eine generell schwächere Konsumnachfrage.
3. **Währungseffekte:** Aufgrund der starken US-Dollar-Exposition (ca. 40 % der Umsätze werden in den USA erzielt) belastete 2025 die zwischenzeitliche Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro.

Bewertungstief: Günstig wie lange nicht mehr

Aufgrund dieser Faktoren und dem Ende des anfänglichen Hypes in Zusammenhang mit Covid kam es ab 2022 zu einer Multiplikatoren-Kontraktion. Während in den letzten Wochen eine erste Stabilisierung einsetzte, notiert der Sektor fundamental weiterhin auf historisch günstigen Niveaus.
Der europäische MedTech-Sektor handelt aktuell bei einem 12-Monats-KGV von ca. 20x. Trotz der Erholung in den letzten Wochen liegt dieser Wert immer noch unter dem langfristigen Durchschnitt von 21,3x. Diese fundamentale Unterbewertung signalisiert, dass sich bereits viele Risiken und Gewinnenttäuschungen im Kurs widerspiegeln. Für eine Outperformance benötigt der Sektor nun jedoch positive Impulse bei den Gewinnerwartungen. Diese könnten aufgrund einiger Änderungen im Umfeld bevorstehen.

Erholung der Bewertung hat bereits begonnen

Europäischer MedTech-Sektor 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Durchschnitt ±1 Standardabweichung (STD)



Quelle: Morgan Stanley, Commerzbank-Research

Der Ausblick für 2027: Selektive Erholung

Als Hebel für steigende Gewinnschätzungen fungieren neue Produktzyklen und Entlastung:

- Fokus auf Wachstum & Diversifikation: Segmente mit hoher technologischer Differenzierung überzeugen operativ durch den Fokus auf margenstarke Wachstumsbereiche sowie eine starke installierte Basis bei bildgebenden Systemen.
- Stabilisierung der Lieferketten: Im Life-Science- und Diagnostik-Bereich zeichnet sich nach dem Post-Covid-Lagerabbau bei den Abnehmern eine graduelle, organische Erholung ab.
- Währungskonstellation: Die jüngste Aufwertung des US-Dollars stützt die Gewinnerwartungen europäischer Akteure mit hoher US-Exposition ab 2027 spürbar.

Meine Empfehlung für Sie

Das günstige Bewertungsniveau bietet sich für den selektiven Einstieg an. Fokus im MedTech-Bereich auf Qualitätswerte mit klarem Portfolio-Fokus.

Aktien Spezial – Industrie/Versorger

Wasserknappheit als struktureller Wachstumstreiber

***Tanja Markloff**, Seniorexpertin Versorger und Investitionsgüteraktien*

- Wasserknappheit entwickelt sich von einem Umweltrisiko zu einer zentralen wirtschaftlichen Herausforderung. Betroffen sind unter anderem die Energieerzeugung, industrielle Transporte auf Wasserwegen und die öffentliche Gesundheit.
- Der Investitionsbedarf zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit reicht von der Modernisierung der Infrastruktur über Technologien zur Wasseraufbereitung bis zu digitalen Lösungen für einen effizienteren Wasserverbrauch.
- Langfristig sollten Unternehmen profitieren, die Lösungen für Wasseraufbereitung, Wassereffizienz und Wassermanagement anbieten oder ihre Abhängigkeit von Frischwasser durch geeignete Anpassungsstrategien verringern.

Wasserknappheit: Vom Risiko zur wirtschaftlichen Herausforderung

Bevölkerungswachstum, Klimawandel und eine alternde Infrastruktur machen Wasser zunehmend zu einem knappen Gut und zu einem wirtschaftlichen Risiko.
Mögliche Folgen sind höhere Betriebskosten, Produktionsausfälle und Störungen von Lieferketten. Zugleich erhöhen langlebige Industriechemikalien wie PFAS sowie der steigende Wasserbedarf von Landwirtschaft, Industrie und Rechenzentren den Handlungsdruck.

Investitionen in Infrastruktur und Technologien dürften zunehmen

Um die Versorgungssicherheit zu verbessern, dürften die Investitionen in Leitungsnetze, Wasseraufbereitung und einen effizienteren Verbrauch steigen.
Die Europäische Kommission schätzt, dass zusätzlich zu den bereits getätigten jährlichen Investitionen von 55 Mrd. Euro weitere 23 Mrd. Euro pro Jahr erforderlich sind, um die Wasserinfrastruktur zu modernisieren und ihre Widerstandsfähigkeit zu erhöhen.

Fortune Business Insights prognostiziert für den globalen Markt für Wasser- und Abwasseraufbereitung für die Jahre 2026 bis 2034 ein durchschnittliches Wachstum der jährlichen Investitionen von rd. 7,5 % p.a. auf rd. 714 Mrd. USD.

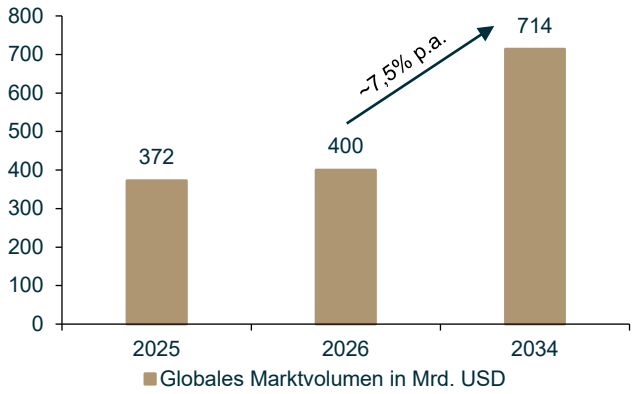
Dabei könnten im Wesentlichen drei Gruppen von Unternehmen an zunehmenden Investitionen in Wasserversorgung, Aufbereitung und Effizienz teilhaben:

1) Wasserversorger, die Wasser bereitstellen und aufbereiten,
2) Lösungsanbieter für Pumpen, Ventile, Filter sowie Mess- und Regeltechnik,
3) Wasserintensive Unternehmen, die Verbrauch, Wiederverwendung und Versorgungssicherheit verbessern.

Der Investitionsbedarf führt jedoch nicht automatisch zu höheren Gewinnen. Genehmigungsverfahren und Finanzierungslücken können Infrastrukturprojekte verzögern. Hinzu kommen regulatorische Eingriffe, steigende Projektkosten, Preisdruck und technologische Risiken. Bei der Beurteilung einzelner Unternehmen bleiben daher Bewertung, Finanzierungsstruktur und Umsetzungskompetenz entscheidend.

Globaler Markt für Wasser- und Wasseraufbereitung

Jährliches Investitionswachstum 2026 – 2034: +7,5 % p.a.



Quelle: Fortune Business Insights, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Die zunehmende Wasserknappheit sollte einen langfristigen Wachstumstrend bei Infrastruktur- und Technologieanbietern unterstützen. Interessant erscheinen insbesondere Unternehmen, die Wasseraufbereitung, effizientere Netze und einen geringeren Frischwasserverbrauch ermöglichen.

Aktien Spezial – Technologie

KI im Jahr 2027: Der Fokus ändert sich vom Infrastrukturausbau hin zu Effizienzgewinnen und operativen Geschäftsmodellen

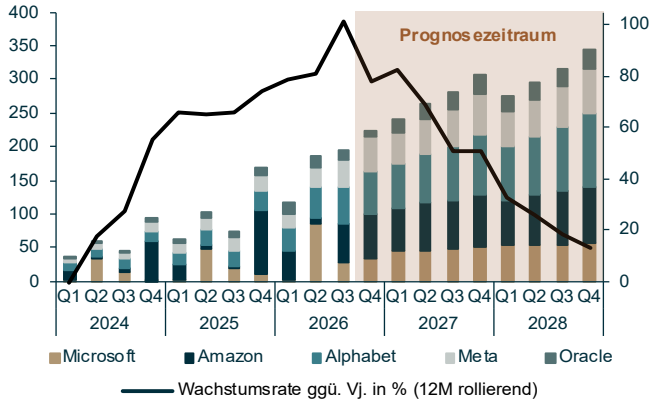
***Markus Kubesch**, Seniorexperte Aktien SMID Cap*
***Marc C. Gemeinder**, Seniorexperte Aktien Technologie*

- **Prüfstein Capex:** Die Investitionsausgaben (Capital Expenditures, Capex) der US-Hyperscaler erreichen im Jahr 2027 wohl ca. 1,1 Bio. USD – der Markt fordert zunehmend eine belastbare Rentabilität und Cashflows statt bloßem Kapazitätsaufbau.
- **Finanzierung, Regulierung & Risiken:** Außerbilanzielle Verpflichtungen treiben die reale Verschuldung stark hoch, zirkuläre Finanzierungen erhöhen Klumpenrisiken und Rechenzentren sind nicht erst seit den US-Wahlen zu einer politischen Debatte geworden.
- **Fokus auf die Zweit- und Drittrundenprofiteure**: Wir bleiben konstruktiv bei ausgewählten direkten Profiteuren wie hochdifferenzierten Logik- und Equipment-Anbietern im Halbleitersegment, präferieren aber eine heterogene Gruppe von KI-Zweit- und Drittrundenprofiteuren. Zudem werden branchenübergreifende Effizienzgewinne aus KI im Jahr 2027 sichtbarer. Dazu rücken Konsumentenanwendungen mehr in den Mittelpunkt.

Fünftes Jahr: Die KI-Welle vor der Bewährungsprobe Der KI-Zyklus tritt 2027 in seine entscheidende Reifephase. War die Periode von 2023 bis 2026 von einer beispiellosen Ausbauwelle bei Rechenzentren und deren Energieversorgung geprägt, verlagert sich der Fokus nun auf die wirtschaftliche Tragfähigkeit dieser Investitionen. Gleichzeitig verlassen autonome KI-Agenten die experimentelle Nische: Mit dem Start großflächiger Konsumenten-Agenten wie Metas „Muse“ im September 2026 könnte KI den Alltag einer großen Zahl von Nutzern zunehmend prägen. Für Investoren ändert sich damit nach dem Börsengang von Anthropic im November das Koordinatensystem grundlegend: Nicht mehr die reine Skalierung von Rechenkapazitäten generiert höhere Bewertungen, sondern die Fähigkeit, diese gigantischen Vorleistungen perspektivisch in stetige Umsätze zu münzen. Am Ende darf man wohl darauf vertrauen, dass die Akteure im Silicon Valley nicht blauäugig agieren. Die Tech-Giganten dürften wissen, wie sie die hohen Investitionen letztlich in profitable Geschäftsmodelle überführen.

Weiterhin Investitionsboom bei den Hyperscalern
Die US-Hyperscaler (Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta und Oracle) forcieren ihre Investitionen in einem historisch beispiellosen Ausmaß. Für 2026 werden kumulierte Investitionen von ca. 725 Mrd. USD erwartet, angeführt von Amazon und Alphabet jeweils rund 200 Mrd. USD. Mit voraussichtlich rund 1,1 Bio. USD im Jahr 2027 und derzeit erwarteten 1,3 Bio. USD im Jahr 2028 zeichnet sich jedoch eine nachlassende Wachstumsdynamik ab. Die Ausgaben fließen weiterhin primär in den Ausbau neuer Rechenzentrumskapazitäten und deren Energieversorgung.

Hyperscaler-Capex steigt mit abnehmender Dynamik
Trotz anhaltend hoher Volumina (in Mrd. USD; l.S.) verlangsamt sich das Wachstum derzeit (in % ggü. Vj.; r.S.)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Risikofaktoren: Physische und politische Hürden
Trotz dieser Rekordsummen bleibt das Angebot an Rechenzentrumskapazitäten strukturell limitiert. Hauptursachen für die Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage sind erhebliche Verzögerungen bei Netzanschlüssen, lange Bauzyklen und Engpässe bei der tatsächlich nutzbaren Rechenkapazität. Für zusätzliche Verunsicherung der Marktteilnehmer sorgten zudem die jüngsten US-Zwischenwahlen. In deren Nachgang könnte sich durch den politischen Wechsel hin zu den Demokraten das regulatorische Risiko bei Kapazitätszulassungen und Netzinvestitionen verschärfen. Das gilt insbesondere für exponierte regionale Märkte wie Texas. Der Erfolg der KI-Skalierung wird somit nicht mehr ausschließlich in den Forschungsabteilungen und Entwicklerstudios entschieden, sondern zunehmend durch die physischen Grenzen der

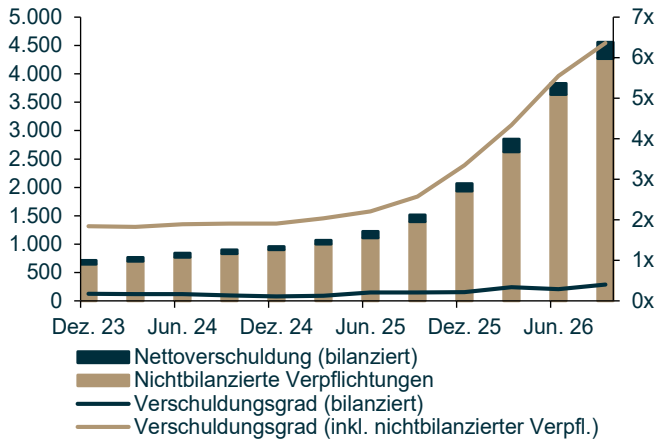
regionalen Stromnetze und den politischen Willen begrenzt. Die physische Infrastruktur wird damit zum Nadelöhr des KI-Booms. Die realwirtschaftliche Wertschöpfung verschiebt sich weg von der reinen Softwareentwicklung und KI-tauglichen Hardware hin zu Versorgern, Anbietern digitaler Infrastruktur sowie spezialisierten Bauunternehmen. Netzbetreiber und Rechenzentrums-Immobiliengesellschaften agieren in einem hochgradig verkäuferfreundlichen Markt und profitieren von steigenden Mietpreisen, während spezialisierte Baukonzerne hohe Auftragsbestände und eine vergleichsweise starke Preissetzungsmacht aufweisen.

Bilanzielle und außerbilanzielle Finanzverpflichtungen

Die langjährige Euphorie verdeckte strukturelle Verschiebungen in den Bilanzen der Hyperscaler. Um das Bild einer soliden Verschuldungsstruktur zu stützen, greifen sie verstärkt auf bilanzverkürzende Strukturen zurück. Werden die Zahlen um außerbilanzielle Verpflichtungen wie (zukünftige) Leasingverträge und Lieferantenfinanzierungen ergänzt, verändern sich die Verschuldungsindikatoren merklich. Gleichwohl gehören solche außerbilanziellen Finanzierungsinstrumente im modernen Finanzierungsmix zum Standardrepertoire und müssen nicht zwangsläufig als akutes Risiko gewertet werden. Dass die nominalen Volumina hierbei ansteigen, dürfte unter anderem an tendenziell längerfristig abgeschlossenen Verträgen liegen – eine plausible Reaktion auf das Bestreben der Konzerne, sich in einem wettbewerbsintensiven Umfeld rechtzeitig und langfristig knappe Kapazitäten zu sichern. Dies erhöht zwar rein rechnerisch das Gesamtvolumen, ist jedoch primär eine strategische Vorsichtsmaßnahme und nicht mit einer erhöhten akuten Liquiditätsbelastung gleichzusetzen.

Adjustierter Verschuldungsgrad merklich ausgeweitet

Hyperscaler-Gesamtverschuldung (in Mrd. USD; l.S.) und adj. Verschuldungsgrad (ggü. EBITDA; r.S.) stark gestiegen

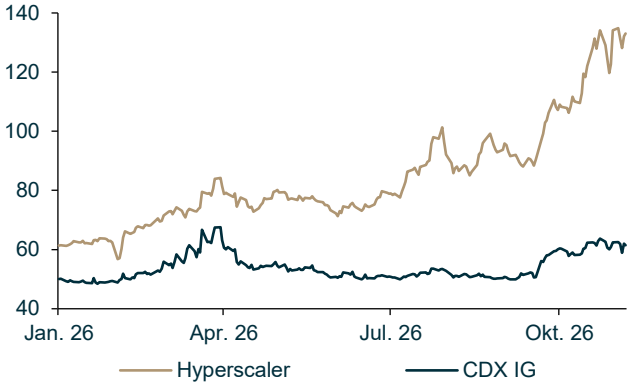


Quelle: SEC 10K/10Qs, Commerzbank-Research

Parallel dazu reflektiert die Entwicklung an den Kreditmärkten eine zunehmend differenzierte Risikobewertung. Am Markt für Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) zeigt sich eine tendenziell stärkere Berücksichtigung dieser wirtschaftlichen Verpflichtungen. Da sich verändernde Refinanzierungskosten direkten Einfluss auf die langfristigen Kapitalrenditen von Rechenzentren haben, verdient dieser Aspekt besondere Aufmerksamkeit. Ergänzt wird dieses Bild durch die engen strategischen Verflechtungen im Sektor: Hyperscaler agieren häufig simultan als Eigenkapitalgeber, Kunden und Kapazitätsvermieter. Sollte es hier zu temporären Auslastungsschwankungen durch sich normalisierende Rechenleistungspreise oder eine veränderte Nachfragedynamik kommen, könnte dies entsprechende Bewertungsanpassungen und Liquiditätseffekte bei den verflochtenen Marktteilnehmern nach sich ziehen.

Kreditausfallprämien der Hyperscaler stark gestiegen

CDS der Hyperscaler (Durchschnitt) ggü. Benchmark CDX IG, in Bp.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

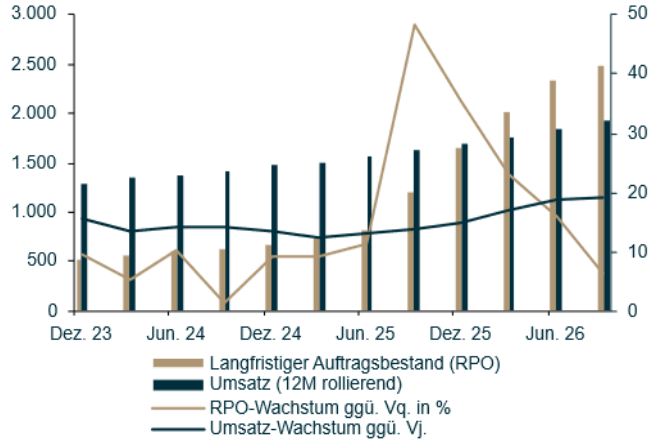
Kein Selbstzweck: Der strategische Business Case

Trotz dieser differenzierteren Risikobewertung an den Kreditmärkten darf man die gigantischen Investitionen der Hyperscaler keineswegs als unkontrollierten Ausgabenrausch interpretieren. Die Tech-Konzerne treiben den Kapazitätsausbau nicht als Selbstzweck voran, sondern reagieren auf eine konkret greifbare Nachfrage im Markt. Wie der wachsende Auftragsbestand (Remaining Performance Obligations, RPO) eindrucksvoll belegt, stehen den Investitionen bereits heute fest kontrahierte zukünftige Umsätze gegenüber. Die langfristigen Kapitalzusagen dienen primär der Absicherung geschäftskritischer Zukunftsprojekte. Ob hochentwickelte generative KI-Anwendungen für Unternehmenskunden, die Skalierung globaler Cloud-Infrastrukturen, das bevorstehende Ausrollen autonomer Konsumenten-Agenten oder die ersten Schritte hin zur physisch vernetzten KI („Physical AI“). Die heutigen Investitionsmilliarden sind das notwendige

Fundament, um sich künftige Marktanteile zu sichern. Und selbst falls die Infrastruktur kurzfristig schneller wächst als die unmittelbare Nachfrage, scheint das Risiko überschaubar. Man kann sagen: Im schlimmsten Fall baut man Kapazitäten „auf Vorrat“ und nutzt sie später – ein Luxus, den sie sich leisten können.

Auftragsbestände dynamisch ausgeweitet

Hyperscaler-Auftragsbestand (RPO; in Mrd. USD; l.S.) wächst dynamisch (ggü. Vj.; r.S.), Umsätze steigen stetig



Quelle: SEC 10K/10Qs, Commerzbank-Research

Agenten: Regionale und sektorale Divergenzen

Wie konkret diese Zukunftsprojekte bereits werden, zeigte der Start von Metas „Muse“ im September 2026 als Wendepunkt hin zu einer breiten KI-Agenten-Ökonomie. Wenn autonome Agenten künftig rund um die Uhr komplexe Transaktionen abwickeln, eröffnet dies Plattformbetreibern skalierbare Umsatzströme durch transaktionsbasierte Gebührenmodelle. Die Entfaltung dieses neuen Paradigmas verläuft derzeit jedoch geografisch stark asymmetrisch: Während Konsumenten in den USA und Asien alltägliche Transaktionen bereits breit delegieren, bremsen DSGVO und Digital Markets Act die Verfügbarkeit in Europa aus. Für europäische Unternehmen wirkt dieser Rahmen vorerst als Schutz, birgt mittelfristig jedoch das Risiko eines technologischen Rückstands bei autonomen Kundenschnittstellen.

Software und Services: Die Schnittstelle entscheidet

Der Übergang zu autonomen Multi-Agenten-Architekturen führt zu einer tiefgreifenden Selektion im Software- und Online-Sektor. Während austauschbare Benutzeroberflächen und Standard-SaaS-Modelle unter Druck geraten, verschieben sich die Wettbewerbsvorteile hin zu den tatsächlichen Daten- und Workflow-Haltern; etablierte Plattformen mit unersetzlichen Kernsystemen („Systems of Record“) sowie spezialisierte vertikale Branchensoftware behaupten sich dank hoher Wechselkosten und proprietärer Datenbestände. Gleichzeitig verlagert sich die Wertschöpfung von der reinen Präsentation zur autonomen Transaktion: Wenn Agenten Angebote im Hintergrund abgleichen und Verträge selbstständig abschließen, geraten traditionelle Intermediäre wie Vergleichsportale unter Margendruck, während beratungsintensive Anbieter ihre Marktposition sichern.

Blick in die Zukunft: Der Durchbruch zur „Physical AI“

Die wohl spektakulärste Evolutionsstufe vollzieht sich an der Schnittstelle zur realen Welt: Durch die Verschmelzung von Agenten mit Sensorik und Robotik („Physical AI“) verlagert sich das Wertschöpfungspotenzial direkt in die physische Produktion und Logistik. Für anlageintensive Industrieunternehmen verspricht ein möglicher Produktivitätsschub starken Rückenwind. Für die Aktienmärkte – und allen voran die Hyperscaler – ist dieser Megatrend ein gewaltiger Treiber: Da jede physische Interaktion, jede autonome Fabriksteuerung und jeder Sensor Echtzeitdatenströme erzeugt, steigt der Bedarf an Cloud-Rechenleistung und Speicherplatz dadurch exponentiell an. Die Hyperscaler sitzen hier als unverzichtbare Infrastruktur-Lieferanten an der Quelle und erschließen sich möglicherweise eine völlig neue Umsatzdimension.

Meine Empfehlung für Sie

Das fünfte KI-Jahr verlangt von Anlegern eine bewusste Neuausrichtung mit Augenmaß. Angesichts steigender Refinanzierungskosten und Schattenverschuldung toleriert der Kapitalmarkt keinen bloßen Kapazitätsaufbau mehr – im Fokus stehen nun operative Rentabilität und stetige Cashflows. Für das Portfolio bedeutet dies: Im Thema KI investiert bleiben, passend zum Risikoprofil.

Während wir bei etablierten Plattformen und unersetzlicher Kernsoftware trotz der skizzierten Risiken konstruktiv bleiben, verlagert sich das attraktivste Chance-Risiko-Verhältnis zunehmend auf die Zweit- und Drittrundenprofiteure. Hierzu zählen insbesondere die realwirtschaftlichen Profiteure, die Engpässe bei physischer Infrastruktur und Energieversorgung erfolgreich auflösen.

Gleichzeitig treiben autonome KI-Agenten den Wandel für Medien und Internetdienste voran. Diese Verschiebung der Kundenschnittstelle bedroht traditionelle Intermediäre. Da dieser Umbruch geografisch asymmetrisch verläuft – mit hohem Tempo in den USA und in Asien, während Europa durch Regulierung vorerst gepuffert bleibt – ist eine starke regionale Differenzierung nötig. Breite Themeninvestments sollten auf resiliente Infrastruktur, Datenmanagement und den nächsten Megatrend zur „Physical AI“ setzen.

Immobilien

Selektive Chancen in ausgewählten Segmenten

***Torsten Schwarz**, Seniorexperte Immobilien & Immobilienaktien*

- Die europäischen Immobilienmärkte normalisieren sich schrittweise, zugleich nimmt die Preisdifferenzierung nach Nutzungsart, Lage und Qualität weiter zu.
- Attraktive Perspektiven bieten vor allem strukturell wachsende gewerbliche Nischen wie Rechenzentren, Logistik und Healthcare.
- Wohnimmobilien bleiben trotz rückläufiger Erschwinglichkeit gefragt, da Wohnungsknappheit, geringe Neubautätigkeit und Urbanisierung die Nachfrage stützen.
- Bei Immobilienaktien liegen die Chancen in Unternehmen mit hochwertigen Assets, robustem Mietwachstum, soliden Bilanzen und geringen Refinanzierungsrisiken.
- Für 2027 bleibt Selektion entscheidend: bei den richtigen Teilmärkten und Geschäftsmodellen sehen wir Chancen auf attraktive Erträge.

Immobilienrenditen je nach Assetklasse stabil bis leicht steigend, Mieten steigen

Nach den Bewertungsanpassungen der letzten Jahre haben sich die Bürorenditen (aktuell zwischen 4 % und 5 %) in den wichtigsten kontinentaleuropäischen Kernmärkten zuletzt stabil (z.B. Brüssel, Amsterdam, Stockholm) bis moderat ansteigend (z.B. Paris, Berlin, Frankfurt, München) entwickelt. Bei Büros profitieren weiterhin moderne Flächen in zentralen Lagen von knapperem Angebot und einem klaren „Flight to Quality“. Randlagen leiden dagegen strukturell unter Leerstand, hier sind weitere Renditeanstiege möglich. Die Büro-Spitzenmieten in vielen europäischen Hauptstädten entwickeln sich robuster, als es die in den meisten Märkten noch steigenden Leerstandsraten vermuten lassen.
Besonders interessant bleiben gewerbliche Nischen mit strukturellem Nachfragewachstum und begrenztem Flächenangebot. Rechenzentren profitieren vom Ausbau von Cloud-Infrastruktur und künstlicher Intelligenz. Europäische Healthcare-Immobilien werden durch Alterung und steigenden Pflegebedarf gestützt und weisen aktuell Renditen zwischen 5 % und 6 % auf. Auch Logistik bleibt attraktiv, wenngleich sich das Mietwachstum normalisiert hat. Handelsimmobilien überraschten 2026 mit stabilen Renditen.
Konjunkturunabhängigere Wohnimmobilien blieben im Jahresverlauf europaweit weitestgehend wertstabil, während die Mieten weiter stiegen. Die Spitzenrenditen bewegen sich aktuell zwischen 3,5 % (München, Berlin) und 4,5 % (London, Mailand).

Transaktionsmärkte normalisieren sich langsam

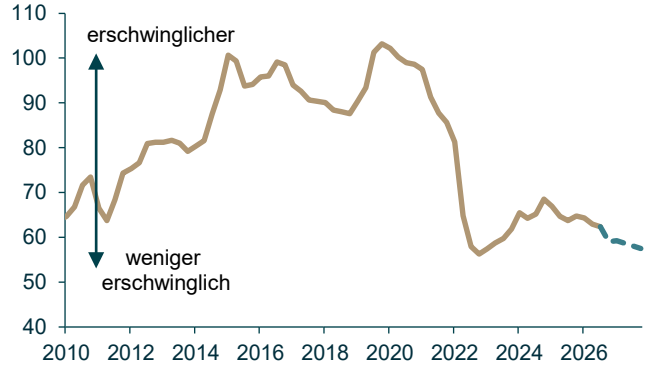
Die europäischen Transaktionsmärkte befinden sich in einer langsamen Normalisierung, nicht in einer dynamischen Erholung. Die Aktivität hat sich gegenüber den Tiefständen verbessert, bleibt aber unter langfristigen Durchschnittswerten und konzentriert sich verstärkt auf kleinere beziehungsweise qualitativ hochwertige Assets. Deutschland hinkt dabei der europäischen Entwicklung hinterher und befindet sich gemäß dem Analysehaus JLL stärker in einer Restrukturierungs- und Preisfindungsphase.

Wohnimmobilien werden 2027 weniger erschwinglich

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt bleibt im Spannungsfeld zwischen steigenden Finanzierungskosten und einem strukturell knappen Angebot. Für 2027 erwarten wir weiter zunehmende verfügbare Einkommen. Der Einkommensanstieg dürfte die etwas höhere Zinsbelastung jedoch nicht vollständig kompensieren, sodass die Erschwinglichkeit von Wohneigentum leicht abnimmt. Trotz der etwas ungünstigeren Erschwinglichkeit erwarten wir keinen ausgeprägten Preisrückgang. Die weiterhin geringe Bautätigkeit und hohe Baukosten sprechen im Neubau für weitgehend stabile Preise. Bei Bestandsimmobilien rechnen wir dagegen mit einer Seitwärtsentwicklung bis hin zu leicht rückläufigen Preisen. Für 2027 erwarten wir deshalb bei deutschen Wohnimmobilien insgesamt eine Preiskonsolidierung.

Immobilienkauf bleibt teuer

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



Quelle: Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Der strukturelle Nachfrageüberhang dürfte stärkere Preisrückgänge begrenzen. Gleichzeitig erhöht die geringere Erschwinglichkeit den Druck auf den Mietwohnungsmarkt und stützt dort Nachfrage und Mietentwicklung.

Regionale und sektorale Divergenz bei Immobilienaktien
Immobilienaktien zeigten 2026 eine ausgeprägte Spreizung. Global lagen sie per Mitte November bei rund +8 % (jeweils in USD), während die USA (+18 %) und Großbritannien (+12 %) deutlich besser abschnitten. Europa (-11 %), Asien (-5 %) und insbesondere Deutschland (-28 %) entwickelten sich deutlich schlechter.
Auch sektoral war die Streuung hoch. Global gehörten Aktien aus den Bereichen Hotels, Data Center, Retail und Logistik zu den Gewinnern, während Residential und Office zurückliegen. In Europa zeigte sich insbesondere Logistik robust, während Residential schwach performte.
Die unterdurchschnittliche Wertentwicklung Kontinentaleuropas steht dabei teilweise im Gegensatz zu den operativen immobilienspezifischen Fundamentaldaten und reflektiert unseres Erachtens die höhere Zins-, Verschuldungs- und Refinanzierungssensitivität der Unternehmen und die allgemein schwächere makroökonomische Lage.

Aktienbewertungen: Europas Abschläge eröffnen Chancen, sind aber nicht risikolos
Die relative Bewertungsstory spricht stärker für Europa als für die USA. Je nach Index, Abdeckungsuniversum und Berechnungsmethode liegen die Abschläge zum Nettovermögenswert (Net Asset Value - NAV) bei europäischen Immobilienaktien bei etwa 25 % bis 35 %. Deutsche Immobilienaktien handeln meist mit noch größeren Abschlägen zum NAV. Eigenkapitalstarke institutionelle Investoren und agile Unternehmen nutzten im Jahr 2026 die niedrigen Bewertungen in Europa bereits für einige M&A-Transaktionen (v.a. in den Sektoren Logistik, Healthcare und Wohnen). Die US-Immobilienaktien bewegen sich dagegen ungefähr auf Höhe des NAV und verfügen damit über deutlich weniger Bewertungspuffer.

Die hohen europäischen Abschläge sind allerdings nicht automatisch als Fehlbewertung zu interpretieren. Insbesondere bei deutschen Immobilienunternehmen spiegeln sie neben der Zinssensitivität auch hohe Verschuldung, Refinanzierungsrisiken und eine gewisse Unsicherheit aufgrund der politischen Debatte um mögliche Enteignungen von Immobilienkonzernen wider.
Besonders attraktiv erscheinen uns Aktien von Unternehmen, die einen hohen NAV-Abschlag mit Mietwachstum, guter Zinsdeckung, beherrschbarer Refinanzierungsstruktur und qualitativ hochwertigen Assets verbinden.

Ausblick 2027
Der bisherige Zinsanstieg im Jahresverlauf 2026 und die Zinsprognosen für das nächste Jahr beeinträchtigen die Rahmenbedingungen für direkte Immobilieninvestments, denn der für viele Investoren wichtige Spread zwischen Immobilienrenditen und den jeweiligen Staatsanleihen bleibt eng. Immobilien mit inflationsindexierten Mietverträgen sollten mittel- bis langfristig allerdings weiterhin einen realen Renditevorsprung gegenüber nominalen Anleihen bieten.

Für 2027 dürfte die Wertschöpfung nicht aus einem Renditerückgang, sondern stärker aus Mietwachstum, Auslastung und aktivem Asset Management kommen. Das höhere Immobilienrenditeniveau verbessert perspektivisch die Verzinsung neuer Investitionen, bildet für bestehende Portfolios aber zunächst ein Bewertungs- und Verschuldungsrisiko.

Unsere gewerblichen Sektorfavoriten bleiben Data Center, Healthcare und Logistik. In diesen Segmenten trifft eine robuste, strukturell wachsende Nachfrage auf ein begrenztes Angebot, was Auslastung, Mieten und Immobilienpreise stützt. Wohnimmobilien bleiben ebenfalls interessant, die Entwicklung der Finanzierungskosten steht hier für Selbstnutzer und Investoren besonders im Fokus.

Meine Empfehlung für Sie

Immobilien und Immobilienaktien bleiben interessant, allerdings vor allem in ausgewählten Segmenten. Besonders attraktiv erscheinen gewerbliche Nischen mit strukturellem Wachstum und begrenztem Angebot, insbesondere Data Center, Healthcare und Logistik. Wohnimmobilien bleiben trotz rückläufiger Erschwinglichkeit gefragt, da Wohnungsknappheit und geringe Neubautätigkeit die Nachfrage nach Mietwohnungen stützen. Bei Immobilienaktien bevorzugen wir Unternehmen, die hochwertige Assets mit Mietwachstum, solider Zinsdeckung und einer beherrschbaren Refinanzierungsstruktur verbinden.

Für Anleger bedeutet dies: Die Argumente für eine Anlage in Immobilien für das Jahr 2027 beruhen nicht auf der Erwartung sinkender Zinsen, sondern auf Sektoren und Unternehmen mit struktureller Nachfrage, hoher Asset-Qualität und operativer Wertschöpfung.

Rohstoffe Gold

Gold hängt weiter am Ölpreis

Markus Wallner, *Seniorexperte Aktien und Rohstoffe*

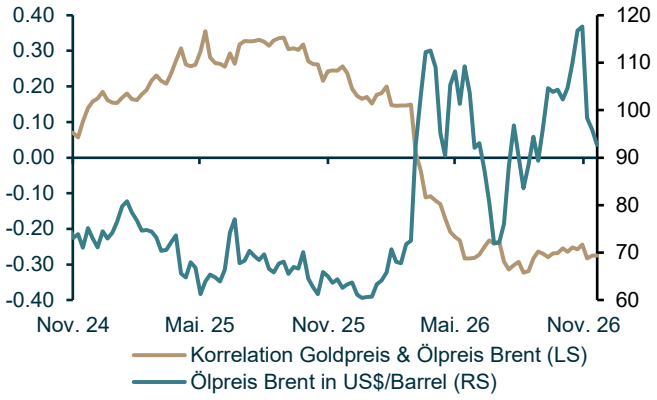
- Ölpreis bleibt im Fokus
- Gold bleibt einer der sicheren Häfen
- Niedrige Netto-Kauf-Positionen mindern Verkaufsdruck

Ölpreis bleibt im Fokus

Der starke Anstieg der Ölpreise aufgrund des Nahost-Konflikts hat beim Goldpreis in diesem Jahr starke Spuren hinterlassen. Diese gegensätzliche Richtung verwundert zunächst, denn schließlich sollte ein Konflikt wie der in Nahost einen sicheren Hafen wie Gold unterstützen. Zudem treiben hohe Ölpreise die Inflation an, was Gold als Inflationsschutz ebenfalls stützen sollte. Da die Notenbanken aber zwischenzeitlich auf das Inflationsrisiko reagiert haben, leidet Gold unter dem (erwarteten) Renditeanstieg.

Negative Korrelation weiterhin hoch

Korrelation (52 Wochen, rollierend) zwischen Goldpreis in US$ je Feinunze und Ölpreis (Brent) in US$/Barrel



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

So gaben fallende Ölpreise Gold Anfang November ein wenig Auftrieb. Aber der Ölpreis bleibt weiter hoch und somit auch die Erwartungen an weitere Zinserhöhungen der europäischen und der US-Notenbank. Dies übt weiter Druck auf den Goldpreis aus. Mit einer Beruhigung der Lage im Nahen Osten sollte die Risikoprämie auf den Ölpreis abnehmen. Dies sollte Gold dann stützen.

Gold bleibt dennoch einer der sicheren Häfen

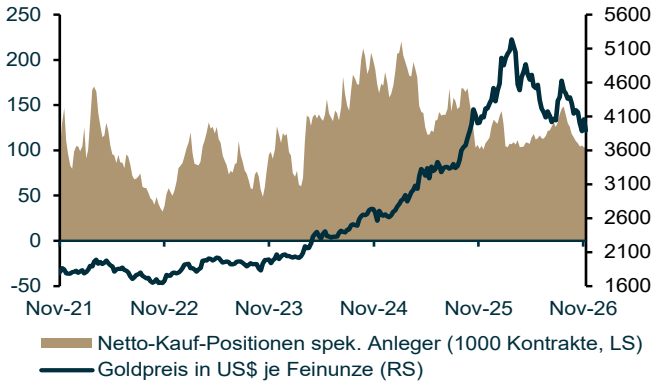
Wir bleiben der Meinung, dass Gold einer der sicheren Häfen bei (geopolitischer) Unsicherheit ist. Die andauernde aggressive und protektionistische US-Handels- und expansive Fiskalpolitik, die nach der US-Zwischenwahl mitnichten beendet ist, sollte die Verschuldung in den USA noch weiter erhöhen. Dies sollte mittelfristig den US-Dollar wieder schwächen. Dann dürfte Gold als Ersatzwährung für den US-Dollar verstärkt gefragt sein.

Niedrige Netto-Kauf-Positionen mindern Verkaufsdruck

Bedingt durch die erneute Konsolidierung des Goldpreises fielen die Netto-Kauf-Positionen spekulativer Investoren wieder fast auf den tiefsten Stand der letzten 3 Jahre. Dies mindert zumindest den weiteren Verkaufsdruck und könnte bei einem weiteren Rückgang des Ölpreises schnell zu einer steigenden Nachfrage führen.

Gesunkene Netto-Kauf-Positionen

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



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Positive Effekte für den Goldpreis würden auch die Betreiber von Goldminen unterstützen und somit auch den globalen Subsektor Metall & Bergbau, in dem sie mit einem Anteil von über 30% vertreten sind.

Meine Empfehlung für Sie

Gold bleibt aus unserer Sicht attraktiv und ein sicherer Hafen. Dennoch ist der Goldpreis momentan abhängig von der weiteren Entwicklung des Ölpreises und dessen Inflationsauswirkungen. Mittelfristig sollte der Ölpreis aber seine Risikoprämie weiter abbauen und Gold profitieren.

Asset Allokation

„Reflation“ spricht für Aktien und Hochzinsanleihen

***Dr. Thomas Osowski**, Leiter Asset Allokation*

- Für 2027 erwarten wir ein reflationäres Umfeld mit solidem nominalem Wachstum und erhöhter Inflation.
- Neue Empfehlung: Aktien übergewichten.
- Liquidität stufen wir auf Untergewichten zurück. Das Ereignisrisiko der US-Zwischenwahlen liegt hinter uns.
- Im Rentenportfolio bevorzugen wir Hochzinsanleihen mit kurzer Laufzeit, Staatsanleihen gewichten wir unter. Die Duration bleibt kurz.
- Ein breiter Rohstoffkorb puffert das Hauptrisiko ab: einen erneuten Inflationsschock.

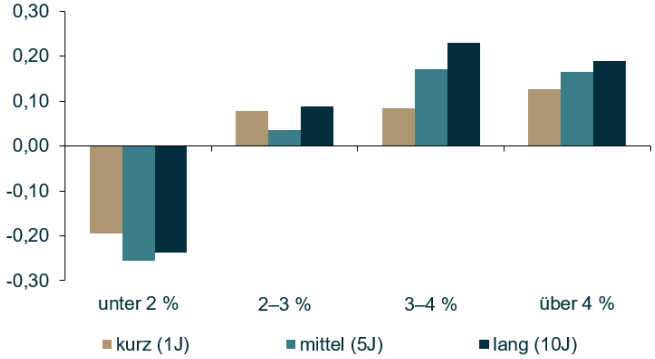
Reflation: Ein Umfeld für Unternehmensgewinne und Sachwerte

Im September hatten wir die Aktienquote taktisch auf Neutral zurückgeführt und die Liquidität angehoben. Anlass waren die Eskalationsrisiken im Iran-Krieg und die erwartbar höheren Kursschwankungen rund um die US-Zwischenwahlen. Das Wahlrisiko liegt nun hinter uns: der umfassende Wahlerfolg der Demokraten reduziert den Handlungsspielraum von Präsident Trump. Wir richten den Blick auf das Gesamtjahr 2027. Unser Ausblick fällt konstruktiv aus: Wir erwarten ein reflationäres Marktumfeld, also solides nominales Wachstum bei etwas erhöhter Inflation.

Für die Portfoliokonstruktion ist diese Einordnung zentral. Unternehmen erzielen Umsätze und Gewinne in laufenden Preisen. Steigen Preise und Absatzmengen gleichzeitig, wachsen ihre nominalen Gewinne in der Regel kräftig. Aktienkurse können als Ansprüche auf Erträge gelten, die mit dem Preisniveau mitwachsen können. Bei nominalen Anleihen sind Kupon und Rückzahlung dagegen fest; eine höhere Inflation schmälert ihren realen Wert. In einem reflationären Umfeld spricht daher vieles dafür, Unternehmensbeteiligungen und Sachwerte gegenüber nominalen Zinsanlagen zu bevorzugen.

Unser Basisszenario setzt voraus, dass sich die Lage im Iran-Konflikt schrittweise entspannt und die Energieversorgung gesichert bleibt. Wir unterstellen also keinen erneuten Angebotsschock, schließen ihn aber nicht aus. Diese Unterscheidung prägt die gesamte Allokation: Wir erhöhen das Risiko dort, wo das Basisszenario Erträge verspricht, und sichern dort ab, wo ein erneuter Inflationsschock das Portfolio treffen würde.

Der Treiber der Korrelation zwischen Aktienkursen und Anleiherenditen bleibt das Inflationsniveau. Durchschnittliche rollierende Korrelation über 36 Monate zwischen Rendite von US-Staatsanleihen (1, 5, 10 Jahre) und Renditen des S&P 500 in Abhängigkeit der Inflationshöhe in den USA.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. Daten seit 1965.

Aktien übergewichten, Liquidität als Finanzierungsquelle

Wir stufen Aktien von Neutral auf Übergewichten hoch. Finanziert wird diese Erhöhung aus der Liquidität, die wir im September als Vorsichtsposition aufgebaut hatten. In einer Phase hoher Ereignisrisiken war sie ein sinnvoller Puffer. Auf Sicht von zwölf Monaten kostet sie jedoch Ertrag. Zudem schützt Liquidität nicht vor dem schleichenden Kaufkraftverlust, der in einem reflationären Umfeld das eigentliche Risiko für Vermögen ist. Denn: Die aktuellen Realrenditen am Geldmarkt sind – trotz der stark gestiegenen Zentralbankzinsen – aufgrund des Inflationsanstiegs weiterhin negativ.

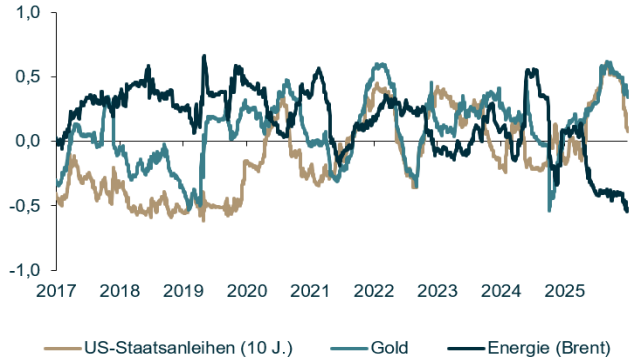
Der jüngste Rückschlag bei Technologieaktien unterstreicht diese Sicht. Er hat die Bewertungen spürbar gesenkt, ohne dass sich an den Treibern des KI-Investitionszyklus etwas geändert hätte. **Aus unserer Sicht bietet die Marktkorrektur eine Einstiegschance; trotz des Risikos einer weiteren Korrektur.** Der IT-Sektor bleibt übergewichtet. Regional setzen wir folgende Akzente: Die **USA bleiben übergewichtet**, weil der KI-Investitionszyklus dort am stärksten auf die Unternehmensgewinne durchschlägt. **Europa stufen wir von Untergewichten auf Neutral hoch**, da sich der Gewinntrend spürbar verbessert hat. **Japan bleibt neutral.** Die **Schwellenländer stufen wir taktisch auf Untergewichten**

zurück: Ein weiterhin starker US-Dollar und die anhaltend hohe Volatilität bei Halbleiteraktien, die in vielen Schwellenländer-Indizes ein großes Gewicht haben, sprechen kurzfristig gegen ein höheres Engagement. Aus der Portfolioperspektive ist eine gleichzeitige starke Positionierung in Aktien aus den USA und den Schwellenländern aufgrund der hohen Konzentration auf Tech- bzw. KI-Aktien in beiden Regionen nicht sinnvoll.

Renten: Laufender Ertrag statt Laufzeitwette

Im Rentenportfolio verschieben wir die Gewichte von defensiven zu offensiven Segmenten. Staatsanleihen gewichten wir unter, die Duration bleibt kurz. In den vorherigen Investment Perspektiven haben wir gezeigt, dass die Diversifikationswirkung von der Art des Schocks abhängt: Bei Inflationsdruck bewegen sich Aktien und Staatsanleihen häufiger in dieselbe Richtung. Lange Staatsanleihen verlieren dann ihre Rolle als verlässlicher Stabilisator. Hinzu kommen steigende Fiskalrisiken und ein unsicherer Zinspfad der Notenbanken. Beides kann die Laufzeitenprämie erhöhen und gerade lange Laufzeiten belasten. Wir gehen von einer Fortsetzung dieser Entwicklung aus.

Die Stärke der Diversifikation variiert im Zeitablauf deutlich. Rollierende Korrelation über 90 Handelstage zwischen Rendite von US-Staatsanleihen (10 Jahre), Gold und Energie (Brent) und Renditen des S&P 500.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. Daten seit 2017.

Am attraktivsten sehen wir **europäische Hochzinsanleihen**. Sie bieten eine Verzinsung nahe 7 % bei kurzer Laufzeit. Damit verbinden sie einen hohen laufenden Ertrag („Carry“) mit einer geringen Empfindlichkeit gegenüber steigenden Kapitalmarktzinsen. **Unternehmensanleihen guter Bonität** gewichten wir neutral.

Diese Verschiebung ist eine bewusste Entscheidung. Kreditrisiken können sich in Stressphasen ähnlich wie Aktien verhalten – darauf haben wir im Herbst ausdrücklich hingewiesen. Damals war die Wahrscheinlichkeit eines solchen Stresses aus unserer Sicht deutlich höher. Sollte sich die Lage am Persischen Golf entspannen und die Konjunktur robust bleiben, dürfte das Ausfallrisiko sinken. Der hohe Kupon würde dann an Bedeutung gewinnen.

Rohstoffe als zweite Säule der Diversifikation

Wenn wir an zwei Stellen mehr Risiko eingehen, muss das Portfolio an anderer Stelle abgesichert bleiben. Diese Aufgabe übernehmen neben der kurzen Duration auch Rohstoffe, die wir neutral gewichten. In dieser Hinsicht ist die Trennung zwischen Gold auf der einen sowie Industriemetalle und Energie auf der anderen Seite wesentlich. Beide Kategorien lassen sich über einen breiten Rohstoffkorb in ein Portfolio integrieren.

Industriemetalle und Energie als Komponenten gehören zu den wenigen Bausteinen, die bei einem Angebotsschock mit steigenden Preisen tendenziell an Wert gewinnen. Höhere Realzinsen belasten hingegen den Goldpreis, Fiskalrisiken, eine höhere Inflationstoleranz der Notenbanken und Käufe von Notenbanken aus Schwellenländern stützen ihn. Energie und Industriemetalle sowie Gold reagieren damit auf unterschiedliche Auslöser von Inflation und sind daher keine austauschbaren Absicherungen. Der breite Rohstoffkorb dürfte daher sowohl gegen eine erneute Eskalation im Iran als auch gegen eine Zuspitzung der Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen eine begrenzte Absicherung bieten.

Was, wenn die Inflation weiter steigt?

Unsere Allokation repräsentiert unsere Einschätzung, dass das makroökonomische Hauptrisiko ein erneuter Inflationsschock ist, etwa durch eine erneute militärische Eskalation in der Straße von Hormus. In diesem Fall kämen zwar Aktien und Hochzinsanleihen gemeinsam unter Druck, die kurze Duration und der Rohstoffkorb dürften einen Teil der Verluste ausgleichen. Das Portfolio ist damit nicht immun, aber gegen dieses Szenario besser aufgestellt als eine klassische Mischung aus Aktien und langen Staatsanleihen.

Ein zweites Risiko ist eine geldpolitische Fehlentscheidung der US-Notenbank. Hebt sie die Zinsen zu stark an, könnte sie die Konjunktur abwürgen. Gegen einen umfassenden Nachfrageschock oder eine umfassende Enttäuschung im KI-Bereich ist unsere Allokation weniger gut geschützt.

Sollte eine konjunkturelle Abschwächung wahrscheinlicher werden, wird eine deutliche Anpassung der Allokation notwendig: In diesem Fall wäre eine Reduktion des allgemeinen Risikos (insb. Aktien) und eine deutliche Verlängerung der Duration notwendig, um attraktive Renditen langfristig zu sichern. Dies könnte das Portfolio bei einem Wachstumsrückschlag stabilisieren.

Aktuelle Asset Allokation

Assetklassen	- -	-	O	+	++
Renten			■		
Aktien				■	
Liquidität		■			
Rohstoffe			■		
Immobilien		■			
Alternative Investments				■	

Quelle: Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

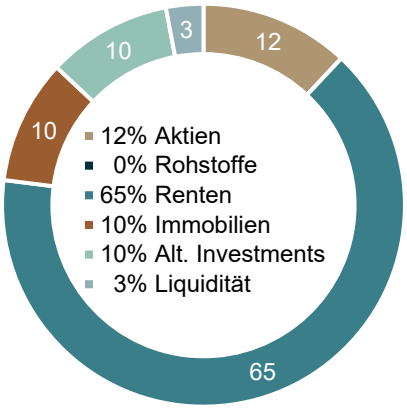
Für 2027 richten wir die Allokation wieder konstruktiver aus. Ein reflationäres Umfeld mit solidem nominalem Wachstum spricht für steigende Unternehmensgewinne und für Sachwerte gegenüber nominalen Zinsanlagen. Daher gewichten wir Aktien über und bauen die Liquidität ab, die wir im Herbst als Puffer gehalten haben. Den jüngsten Rückschlag bei Technologieaktien sehen wir als Chance.

Im Rentenportfolio setzen wir auf den laufenden Ertrag von Hochzinsanleihen mit kurzer Laufzeit und gewichten Staatsanleihen unter. Damit steigt das Risiko im Portfolio bewusst. Ein breiter Rohstoffkorb und die kurze Duration sollten die Folgen eines erneuten Inflationsschocks begrenzen. Zeichnet sich ein Gipfel bei den Leitzinsen ab oder steigt die Gefahr eines Nachfrageschocks, würden wir die Duration verlängern.

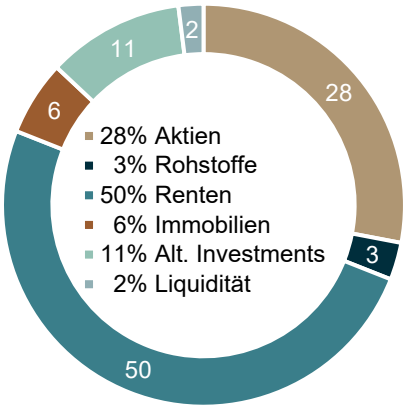
Musterallokation

Unsere Musterallokationen unterscheiden sich nach Ihrer Risikoneigung. Diese ermittelt Ihr Berater gerne in einem persönlichen Gespräch mit Ihnen. Am einfachsten lässt sich unsere Allokationsempfehlung über unser aktiv gemanagtes “Vermögensmanagement” bzw. eine individuelle Vermögensverwaltung (beides verfügbar in unterschiedlichen Risikoausprägungen) in Kombination mit einem offenen Immobilienfonds (z.B. hausInvest) und einem passenden Rohstoffprodukt umsetzen. Teile der Allokation von Alternativen Investments können auch durch Private Equity abgedeckt werden.

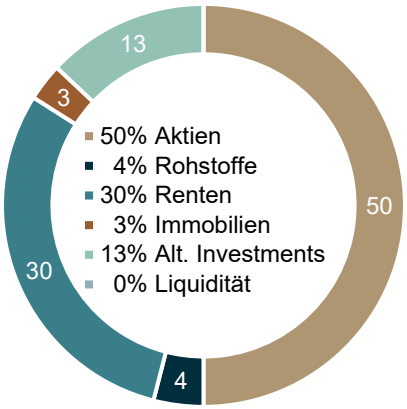
Stabilität



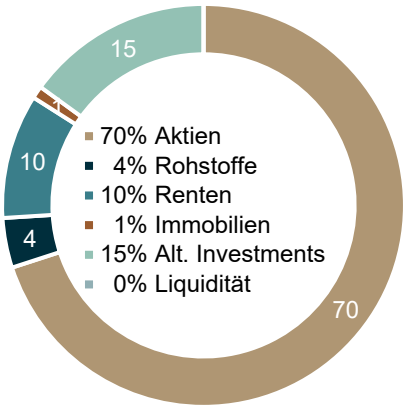
Einkommen



Wachstum



Chance



Staatsverschuldung – die Schuldenuhr tickt

Thorsten Weinelt im Gespräch mit dem Chefvolkswirt der Commerzbank, Dr. Jörg Krämer

Die steigende Staatsverschuldung war 2026 auf beiden Seiten des Atlantiks ein viel diskutiertes Thema und eine Ursache für den Trend steigender Renditen. Für 2027 sind die Emissionskalender aller Staaten prall gefüllt – das Regieren auf Pump geht munter weiter. Wann werden Schulden zu einem Risiko für Wirtschaft und Finanzmärkte? Für den Jahresausblick 2027 bat Thorsten Weinelt den Chefvolkswirt der Commerzbank, Dr. Jörg Krämer, zu einem Gespräch über die Lage in den USA und Europa, die Grenzen geldpolitischer Unterstützung und Wege zu langfristig tragfähigen Staatsfinanzen.

Gab es für Dich 2026 einen kritischen Moment in Zusammenhang mit Staatsschulden und Zinsanstieg?
Ja, und zwar als vor kurzem die Renditeaufschläge französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen in die Höhe schossen. Das erinnerte mich an die Staatsschuldenkrise von vor 15 Jahren.

Wann werden hohe Schulden tatsächlich problematisch?
Bei Unternehmen kommt es darauf an, ob die Vermögen noch die Schulden übersteigen, ansonsten ist ein Unternehmen insolvent. Eine solche klare Grenze gibt es bei Staaten nicht. Bei denen geht es nur um Schuldentragfähigkeit. Aber was heute als tragfähig gilt, kann es morgen schon nicht mehr sein. Schuldentragfähigkeit hängt vor allem von der Wahrnehmung der Anleger ab und kann sich schnell ändern.

Schauen wir zunächst auf die USA. Vor einem Jahr sorgten sich viele um den Einfluss des Präsidenten auf die Notenbank. Wie ist das jetzt zu sehen?
Die Sorge war absolut berechtigt. Aber nachdem die Demokraten auch im Senat die Mehrheit errungen haben, kann Trump keine willfährigen Kandidaten mehr in die Führung der US-Notenbank entsenden. Damit ist eine große Gefahr für die Unabhängigkeit gebannt. Aber dennoch wird die US-Notenbank gewisse Rücksichten auf die hohe Staatsverschuldung nehmen.

Was bedeuten die neuen Mehrheitsverhältnisse im Kongress für die Haushaltspolitik? Wird es dadurch leichter oder schwieriger, die Neuverschuldung zu begrenzen?
Um die US-Neuverschuldung zu senken, bräuchte es aktive Entscheidungen – entweder Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen. Aber der Präsident kann gegen solche vom Kongress initiierten Gesetze sein Veto einlegen. Umgekehrt braucht Trump die Zustimmung des Kongresses. Beides ist aufgrund der politischen Gegensätze unwahrscheinlich. Insofern hat der Wahlsieg der Demokraten eine Begrenzung der Neuverschuldung erschwert, wobei weder Demokraten noch Republikaner niedrige Haushaltsdefizite anstreben.

Wie tragfähig sind die US-Staatsschulden mittel- bis langfristig? Welche Rolle spielt dabei die besondere Stellung des Dollars und des US-Staatsanleihemarktes im globalen Finanzsystem?
Haushaltsdefizite in Höhe von sechs Prozent des Bruttoinlandsprodukts sind längerfristig nicht tragfähig, obwohl die US-Wirtschaft deutlich stärker wächst als etwa der Euroraum und die Rolle des US-Dollar als Weltleitwährung für sich genommen die Renditen von US-Staatsanleihen senkt. Die USA sind bereits jetzt höher verschuldet als nach dem Zweiten Weltkrieg.

Aber kehren wir auch vor der eigenen Haustür. Budgetverhandlungen in Deutschland wirken ja wie der sprichwörtliche Kuhhandel. Gibt es Hoffnung?
Der Einbruch an Haushaltsdisziplin unter Kanzler Merz ist dramatisch. Die Schuldenbremse ist faktisch ausgesetzt, Deutschland steuert 2028 auf ein gesamtwirtschaftliches Haushaltsdefizit von fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts zu. Eine Senkung ist unwahrscheinlich, weil die Regierung zerstritten ist. Außerdem haben die vielen Regierungshilfen in der Bevölkerung eine Anspruchshaltung geschaffen.

2027 finden in Frankreich Präsidentschaftswahlen statt. Welche Risiken ergeben sich daraus für Frankreichs Staatsfinanzen und Finanzmärkte? Welche Rolle spielen dabei die Zinskosten?

2025 machten die Zinszahlungen des französischen Staates gut zwei Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus. 2030 dürften es mehr als doppelt so viel sein. Das zeigt, wie dramatisch die Haushaltslage in Frankreich ist.

Angenommen, Anleger verlieren Vertrauen in die langfristige Tragfähigkeit der französischen Staatsfinanzen: Wie könnte sich das auf Banken und andere Euro-Länder auswirken, insbesondere auf Deutschland?
Wenn die Anleger das Vertrauen in französische Staatsanleihen verlören, hätten wir eine Staatsschuldenkrise. Andere hoch verschuldete Länder wie Italien würden angesteckt. Entsprechend wären auch die Banken gefährdet, weil sie häufig viele Staatsanleihen halten – auch aus regulatorischen Gründen. Um es ganz klar zu sagen: Wenn mit Frankreich das zweitgrößte Land des Euroraums in eine Staatsschuldenkrise rutschte, wäre die Existenz der Währungsunion gefährdet.

Welche Möglichkeiten hätte die Europäische Zentralbank, einer solchen Entwicklung entgegenzuwirken? Wo liegen die Grenzen ihrer Unterstützung, und was müssen die Regierungen selbst leisten?
Fühlte es sich wie der Beginn einer Staatsschuldenkrise an, würde die Europäische Zentralbank (EZB) ihr TPI-Anleihekaufprogramm aktivieren. Das würde die Krise sofort eindämmen, weil sich Anleger kaum gegen eine Zentralbank mit ihren unendlich tiefen Taschen stellen werden. Aber natürlich hätte ein solches Rauspauken negative Nebenwirkungen. Die Haushaltsdisziplin in den anderen Ländern würde noch mehr leiden. Die Staaten zögen noch mehr Ressourcen an sich und schwächten so das Wachstumspotenzial ihrer Volkswirtschaften. Außerdem schaffen Anleihekäufe durch die Zentralbank immer ein Inflationspotential.

Welche Maßnahmen helfen Staaten, ihre Schuldenlast langfristig zu begrenzen, ohne Wachstum und notwendige Investitionen zu schwächen?
Sie müssten ihre Konsumausgaben priorisieren. Aber wegen der politischen Zerrissenheit zwischen links und rechts gibt es dafür in den meisten westlichen Ländern nicht mehr die benötigten politischen Mehrheiten.

Welche Entwicklung würde Dich 2027 zuversichtlich stimmen, dass die Staaten ihre Schulden wieder besser in den Griff bekommen?
Entscheidend sind stabile politische Mehrheiten für eine solide Haushaltspolitik. Wenn sich die traditionellen Parteien in Deutschland wieder konsequent an den Wünschen der Bevölkerungsmehrheit ausrichteten, könnten sie wieder zur alten Stärke zurückfinden und auch die Haushaltsprobleme lösen.



Kurz-Vita: Dr. Jörg Krämer

1992: Diplom in Volkswirtschaftslehre

1992 – 1996: Mitarbeiter in der Konjunkturabteilung des Kieler Instituts für Weltwirtschaft

1995: Promotion in Volkswirtschaftslehre

1996 – 1997: Deutschland-Volkswirt, Merrill Lynch

1997 – 2004: Volkswirt, ab 2000 Chefvolkswirt, Invesco Asset Management

2005 – 2006: Chefvolkswirt, HVB

Seit 2006: Chefvolkswirt und Leiter Research, Commerzbank AG

2022: Ernennung zum Honorarprofessor, Universität Münster

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.

Nutzung von Künstlicher Intelligenz
Dieses Research-Material darf ohne vorherige Genehmigung durch Commerzbank-Research weder in ein System der Künstlichen Intelligenz (KI) oder einen KI-gestützten Dienst hochgeladen noch damit verarbeitet, analysiert oder diesem anderweitig zur Verfügung gestellt werden.
Die Genehmigung muss vorab über research-servicedesk@commerzbank.com eingeholt werden.

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

Abgeschlossen am 25. November 2026

Commerzbank AG
Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

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

Group Research
Chief Investment Office