



COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Officer

Investment Perspektiven

4. Quartal 2023





Perspektiven 4. Quartal

Tauziehen von Bullen und Bären, Opportunitäten wahrnehmen



Thorsten Weinelt
Chefanlagestrategie

- 3. Quartal belastet durch Konjunktur- und Zinssorgen
- Weltwirtschaft: China strukturell schwach, Europa in der Rezession, USA und Japan Outperformer
- Geldpolitik: Zinsgipfel im Euroraum erreicht, in den USA spätestens in Q4
- Anleihemärkte: Fokus auf kurzlaufende Unternehmensanleihen
- Aktienmärkte: Zyklischer Gegenwind hält kurzfristig an, Fokus auf Qualitätsaktien.
- Regionen: Japan bevorzugt, USA neutral, Europa Untergewichten
- Branchen: IT, Kommunikationsdienste und Energie Übergewichten, Real Estate, Grundstoffe und Versorger Untergewichten
- Alternative Assets: Beimischung Private Equity

3. Quartal belastet durch Zins- und Konjunktursorgen

Nachdem die Aktienmärkte vielversprechend in das 3. Quartal mit neuen Hochs im Juli gestartet waren, belasteten über den Sommer Konjunktur- und Zinssorgen, sodass sich – auch in 2023 – das saisonale Muster einer schwachen Aktienmarktentwicklung im August und September bestätigte.

Auspreisen von Zinssenkungen drückt auf die Stimmung

Dez 2024 Fed Funds Future und 10j US Treasury Rendite



Quelle: Bloomberg

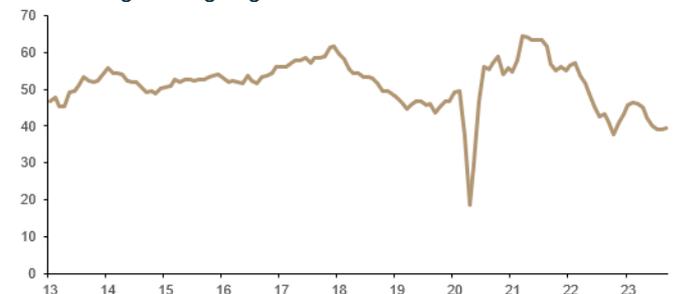
Änderung der Erwartungen der Notenbankpolitik: Zinsgipfel im Herbst und „High(er) for longer“.

Insbesondere die FED und die EZB trübten die Stimmung über die Sommerpause, signalisierten sie doch, dass aufgrund hartnäckig hoher Kerninflationsraten weitere Zinsschritte nach der Juli-Erhöpfung folgen könnten und statt baldiger Zinssenkungen eine deutlich längere Zinspause zu erwarten sei: „high(er) for longer“ ist der neue Slogan. Der Geldmarkt reagierte prompt, Zinssenkungserwartungen in Höhe von 50 Basispunkten wurden innerhalb weniger Tage ausgepreist. Als Konsequenz stiegen auch die Renditen am langen Ende rasant und die Inversion der Zinskurve bildete sich zurück. Während die Rentenurse fielen, drehte auch noch die Korrelation zwischen Aktien und Renten ins Positive, und die Aktien in Europa und USA verloren gut 5%.

Europa steckt in einer Stagflation. Enttäuscht haben über die Sommerpause die meisten Frühindikatoren und harten Konjunkturdaten aus Europa, die deutliche Bremsspuren in der konjunkturellen Dynamik signalisierten. Die Rezession in Europa ist mittlerweile bei den Unternehmen vor allem aus zyklischen Industriesektoren angekommen; die Klagen auf den Investorenkonferenzen im September z.B. in Frankfurt und München über eine mangelnde Nachfrage, dünne Auftragsbücher, steigende Energiekosten sowie eine erhöhte Energieunsicherheit häuften sich.

Industrieunternehmen: schwaches 4. Quartal erwartet

Beurteilung Auftragslage Industrie Euroraum



Quelle: S&P Global

Auch wenn von einem regelrechten Strömungsabriss keine Rede war, wird nach einem schwachen dritten Quartal ein schwaches viertes Quartal erwartet. Die Hoffnung liegt auf 2024, für das sich bislang allerdings noch keine Besserung der Auftragslage abzeichnet.

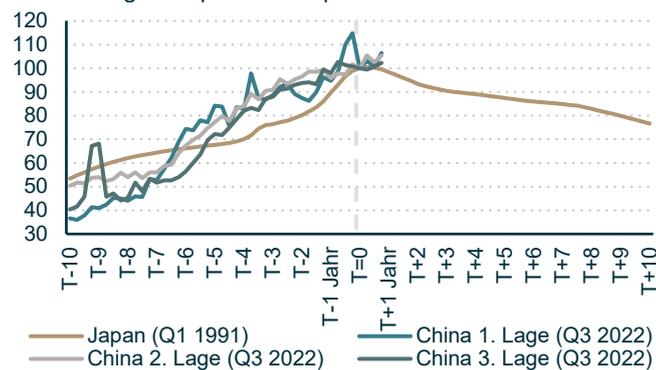


Wir bleiben daher europäische Aktien untergewichtet und präferieren weiter Japan. Der japanische Aktienmarkt weist ein deutlich positiveres Gewinnmomentum auf und profitiert nach wie vor von der ultralockeren Geldpolitik der Bank von Japan. Zudem wird der japanische Aktienmarkt durch eine aktionärsfreundlichere Governance für internationale und aktivistischere Investoren attraktiver.

Die Schwäche der chinesischen Volkswirtschaft wird zu einem Belastungsfaktor. China leidet an der hohen Verschuldung der Kommunen und der Unternehmen, insbesondere im aufgeblähten Immobiliensektor. Die hausgemachte Immobilienkrise weist einige Parallelen zur Situation in Japan Anfang der 90er Jahre auf, wo das Platzen der Immobilienblase nach einem 30-jährigen Anstieg der Land- und Hauspreise von jeweils weit über 1000% eine langanhaltende Deflation und zwei verlorene Dekaden nach sich zog.

China das neue Japan?

Entwicklung Hauspreise in Japan um 1991 und China aktuell



Quelle: Oxford Economics, BoJ, NBS

Der Anstieg der Immobilienpreise in den letzten 14 Jahren in China ist mit 370% in etwa vergleichbar zu Japans Vorperioden. Verglichen mit der Preiskorrektur in Japan von insgesamt 65% verdeutlicht der bisherige Preisrückgang von bislang nur 15% aber das Risiko einer Deflationsspirale vor dem Hintergrund der schrumpfenden Bevölkerung Chinas, der hohen Jugendarbeitslosigkeit und der veritablen Vertrauenskrise verursacht durch staatliche Eingriffe in den Kapitalmarkt. Trotz der monetären und fiskalischen Stützungsmaßnahmen rechnen unsere Ökonomen mit einem geringeren Trendwachstum Chinas in den kommenden Jahren, was zu einem Belastungsfaktor insbesondere für die exportorientierten Regionen der europäischen Wirtschaft werden dürfte.

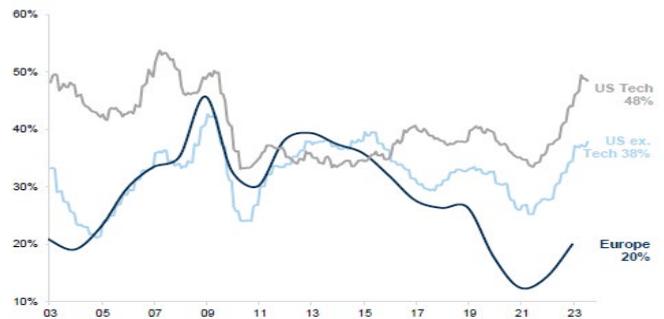
USA: „Soft Landing“ oder doch eine milde Rezession?

Die Fed sieht sich mit den jüngsten Aufwärtsrevisionen für das US-BIP-Wachstum, Abwärtsrevisionen für die Arbeitslosenquote und die Inflation in ihrem Basisszenario einer weichen Landung der US-Konjunktur bestätigt. Demgegenüber

erwarten unsere Volkswirte eine milde Rezession im ersten Halbjahr 2024, welche sich auf die massiven Zinserhöhungen für die Realwirtschaft zurückführen lässt (siehe Seite 5).

Technologiesektor investiert massiv in R&D

(Wachstums-CAPEX + R&D/Operativen Cash Flow)



Quelle: Factset, Goldman Sachs Global Investment Research

Megatrend Künstliche Intelligenz befeuert R&D Investitionen im US-Tech-Sektor.

Die Investitionslaune wegen der Opportunitäten durch Künstliche Intelligenz im US Tech-Sektor scheint nach wie vor ungebrochen; nahezu 50% des operativen Cash-Flows fließt in Wachstums- und R&D Investitionen (siehe obige Grafik). Die Umsätze von relevanten Zulieferern kletterten auch in diesem Jahr rasant. Damit legt die US Tech Industrie – und nicht nur diese - den Grundstein für profitables Wachstum in den kommenden Jahren. Wir bleiben im Tech-Sektor sowie im Sektor Kommunikationsdienste übergewichtet. Wenn im Zuge der zu erwartenden konjunkturellen Abschwächung die Renditen sinken, dürften diese in H1 2024 von einer höheren Bewertung profitieren. Zusätzlich haben wir auf der Sektorebene nach dem jüngsten Ölpreisanstieg den Energiesektor hochgestuft zu Lasten der Versorger, da wir eine positivere Gewinndynamik erwarten.

Alternative Assets: Für private Investoren bietet sich neben Immobilien und Investments in erneuerbare Energien ein Einstieg in die Assetklasse Private Equity an.

Private Equity Investments bieten neben einer attraktiven Illiquiditätsprämie von 3-5% über der Performance an den Aktienmärkten eine Möglichkeit zur Diversifikation in kleinere und mittlere Unternehmen bereits in einem frühen Stadium in der Wertschöpfungskette. Zwar müssen sich auch die Private Equity Beteiligungsfirmen den höheren Finanzierungskosten stellen. Für den Anleger bedeutet das aber i.d.R. ein geringeres Risiko, weil der Leverage in den Transaktionen deutlich geringer ausfällt und die Unternehmen zu attraktiveren Bewertungen übernommen werden können. Natürlich ist auch für PE-Beteiligungsfirmen das Umfeld herausfordernder geworden, weil sich das einfache Multiple/Beta Play, d.h. der frühe Verkauf der Unternehmen durch eine gestiegene Bewertung, vor dem Hintergrund höherer Zinsen nicht mehr so



einfach realisieren lässt. Dafür geht es „Back to the roots“, sprich der Fokus liegt auf der operativen Verbesserung und Effizienzgewinnen, in denen PE-Beteiligungsfirmen spezialisiert sind. Zum Thema Private Equity habe ich in dieser Ausgabe auf Seite 18 ein interessantes Interview mit Nathalie von Niederhäusern, Europachefin von BlackRock Private Equity Partners geführt. Zudem haben wir am 26.09.2023 ein aktuelles Insight zum Thema Private Equity veröffentlicht.

Meine Empfehlung für Sie

Die Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik machen sich zunehmend bemerkbar. Deutschland und Europa befinden sich vermutlich bereits in einer Rezession, China kämpft mit den Folgen der Immobilienkrise und in den USA mehren sich die Zeichen einer konjunkturellen Abschwächung im ersten Halbjahr 2024. Bislang schlug sich das noch nicht in den Erwartungen für die Unternehmensgewinne nieder. Diese sind trotz schwacher Nachfrageentwicklung und Auftragseingängen noch stabil. Wir erwarten deutliche Gewinnrevisionen in den kommenden Quartalen, die per Saldo eine Belastung für die Aktienmärkte darstellen sollten. Der zyklische Gegenwind wird aber durch die Megatrends Künstliche Intelligenz und Energiewende abgeschwächt, so dass wir bei unserer neutralen Gewichtung des Aktiensegments bleiben und potenzielle Rücksetzer dafür nützen würden, um den Aktienanteil in den Portfolios zu erhöhen. Auf regionaler Ebene bevorzugen wir weiterhin Japan. Der US-Markt bleibt neutral gewichtet, Europa untergewichtet. Auf Sektorebene empfehlen wir eine Übergewichtung bei den Profiteuren des Megatrends KI Technologie und Kommunikationsdienste. Neu heraufgestuft haben wir nach dem jüngsten Ölpreisanstieg den Energiesektor.

Auf der Anleihe Seite sehen wir die größte Attraktivität in kurzlaufenden Unternehmensanleihen mit guter Bonität, Renditen bis zu 4,5% sind hier erzielbar. Darüber hinaus würden wir insbesondere nach dem jüngsten Zinsanstieg zur Absicherung gegen Risikoszenarien wie eine erneute Eskalation auf geopolitischer Ebene, einer stärker als erwarteten Rezession in den USA/Europa auch längere Laufzeiten in Staatsanleihen mit in das Portfolio aufnehmen. Die laufende Verzinsung von 2,9% in 10J deutschen Staatsanleihen und 4,7% in 10J US Treasuries auf einem 13 Jahreshoch ist aus unserer Sicht zunehmend attraktiv.

Private Markets: Neben Immobilien und Infrastruktur Assets in Erneuerbare Energien halten wir eine Beimischung von Private Equity für attraktiv. Investitionen in PE-Fonds bzw. ELTIFs ermöglichen eine Diversifikation und frühe Teilhabe an der Wertschöpfungskette kleinerer und mittelgroßer Unternehmen gg. börsennotierten Gesellschaften.

Positionierungsempfehlungen

Assetklassen	--	-	0	+	++
Renten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Rohstoffe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidität	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Sonstige	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien Regionen	--	-	0	+	++
Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
USA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Japan	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
China	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Korea	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Brasilien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Indien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien Sektoren	--	-	0	+	++
Technologie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Finanzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Energie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kommunikationsdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Versorger	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Grundstoffe	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Industrie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gebrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gesundheit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renten	--	-	0	+	++
Staatsanleihen EUR / USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Pfandbriefe EUR	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Corporates EUR	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nachrangsanleihen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emerging Markets EUR / USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Währungen aus Euro Sicht	--	-	0	+	++
USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
GBP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
NOK	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CHF	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
CAD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
AUD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
RMB	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



Weltwirtschaft

Weltwirtschaft vor schweren Zeiten

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

- Keine Erholung der Weltwirtschaft in Sicht. Euroraum und wahrscheinlich auch die USA vor Rezession.
- China leidet unter geplatzter Immobilienblase und mangelndem Vertrauen des privaten Sektors.
- Inflation fällt weiter, erreicht aber nicht nachhaltig Ziel der Notenbanken. Begrenzter Spielraum für Zinssenkungen.

Deutsche Wirtschaft erneut in der Rezession, ...

Ein fallendes Ifo-Geschäftsklima, die Einkaufsmanagerindizes tief im Rezessionsbereich, schwache Aufträge sowie eine nun auch fallende Industrieproduktion und schwache Umsätze im Einzelhandel und Gastgewerbe: Vieles spricht dafür, dass die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal erneut geschrumpft ist.

... weil Zinserhöhungen mehr und mehr wirken, ...

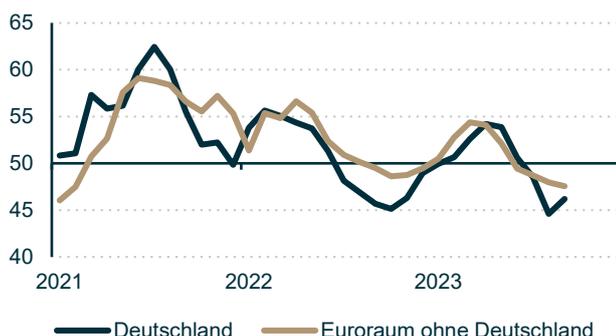
Der Grund hierfür ist wohl in erster Linie in den massiven Zinserhöhungen der EZB zu suchen, die mit der üblichen Verzögerung Wirkung zeigen. Hinzu kommt, dass auch viele andere Notenbanken ihre Zinsen spürbar erhöht haben, so dass Inlands- und Auslandsnachfrage nach deutschen Produkten durch eine restriktivere Geldpolitik gebremst wird.

... auch in den anderen Euro-Ländern

Anders als im Winterhalbjahr 2022/23 – als die deutsche Wirtschaft besonders stark unter dem Wegfall der russischen Gaslieferungen litt – belasten die Zinserhöhungen der EZB

Deutschland ähnlich wie andere Euro-Länder

Kombinierte Einkaufsmanagerindizes für Industrie und Dienstleistungen, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

und anderer Notenbanken die Wirtschaft in allen Euro-Ländern ähnlich stark. Darum überrascht es nicht, dass für den gesamten Euroraum ein Rückgang der Wirtschaftsleistung droht. Der kombinierte Einkaufsmanagerindex für Industrie und Dienstleistungssektor liegt sowohl für Deutschland als auch für die restlichen Euro-Länder deutlich unter der 50er-Marke (siehe Grafik links unten).

Keine Erholung in Sicht ...

Eine Wende zum Besseren ist nicht in Sicht. Vielmehr wird die Belastung durch die Zinserhöhungen in den kommenden Monaten eher noch zunehmen. So ist in Deutschland die Produktion in der Industrie und beim Bau deutlich weniger gefallen als die Aufträge. Offensichtlich arbeiten die Unternehmen noch die in der Pandemie aufgelaufenen Auftragsbestände ab.

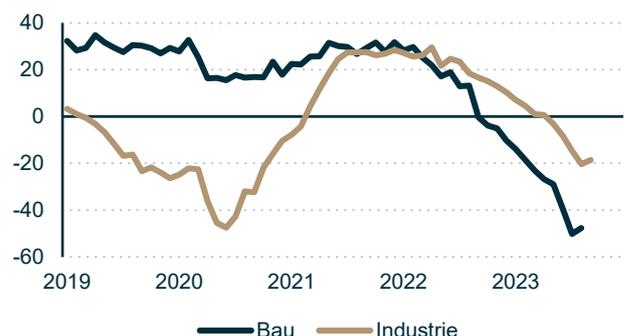
Die Ifo-Umfragen zeigen aber, dass die meisten Unternehmen ihre Auftragsbestände inzwischen eher als „zu klein“ einschätzen, worauf sie schon bald mit einer Drosselung ihrer Produktion reagieren dürften.

... trotz niedrigerer Inflation

Auch der zu erwartende Rückgang der Inflation dürfte den negativen Effekt der Geldpolitik nicht neutralisieren oder gar überkompensieren. Zwar dürfte die Inflationsrate tatsächlich deutlich fallen, insbesondere weil die Nahrungsmittelpreise nicht mehr so stark zulegen werden wie vor einem Jahr und die Unternehmen wohl auch den größten Teil ihrer höheren

Unternehmen sehen keine Auftragsberge mehr

Deutschland: Einschätzung der Auftragsbestände durch die Unternehmen bei der Ifo-Umfrage; Saldo des prozentualen Anteils der Antworten „ungewöhnlich groß“ und „zu klein“



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research



Kosten für Energie, Rohstoffe und Vorleistungsgüter bereits an ihre Kunden weitergegeben haben. Zusammen mit weiter kräftig stärker steigenden Nominallöhnen dürfte dies im kommenden Jahr die Reallöhne der privaten Haushalte wieder steigen lassen. Allerdings fallen gleichzeitig viele Unterstützungszahlungen des Staates weg, so dass die verfügbaren Einkommen wohl weniger steigen werden als dies die Real-löhne vermuten lassen. Zudem dürften die Verbraucherpreise wegen der höheren Lohnkosten der Unternehmen wohl weiter stärker zulegen als die EZB dies anstrebt, was den Reallohnanstieg dämpfen und der EZB den Spielraum für Zinssenkungen nehmen würde.

Alles in allem ist deshalb auch für nächstes Jahr für Deutschland und die anderen Euro-Länder mit keiner durchgreifenden Belebung zu rechnen. Allenfalls dürfte die Wirtschaft in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres leicht zulegen.

Auch US-Wirtschaft nicht immun gegen Zinserhöhungen

Deutlich besser geschlagen als die Wirtschaft im Euroraum hat sich 2023 bisher die US-Wirtschaft. Die Beschäftigung ist bis zuletzt deutlich gestiegen, und die Wirtschaft scheint im dritten Quartal erneut recht solide zugelegt zu haben. Dabei hat die US-Notenbank ihren Leitzins sogar noch früher und noch deutlicher angehoben als die EZB.

Ein genauerer Blick zeigt aber, dass sich auch die US-Wirtschaft von den höheren Zinsen nicht vollkommen unbeeindruckt zeigt. So sind die Indikatoren für den Bausektor zuletzt wieder schwächer ausgefallen, nachdem sich dieser zwischenzeitlich bereits stabilisiert hatte. Wichtiger ist aber, dass am Arbeitsmarkt durchaus Bremsspuren zu erkennen sind. So hat sich der Beschäftigungsaufbau im Verlauf dieses Jahres deutlich verlangsamt. Gleichzeitig ist die Zahl der offenen Stellen spürbar gefallen. Fasst man beide Reihen als Maß für die gesamte Arbeitsnachfrage zusammen, hat diese in den vergangenen Monaten bereits abgenommen (Grafik unten).

Arbeitskräftenachfrage in den USA fällt

Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft und offene Stellen, Veränderung gegenüber dem Vormonat in Tsd. 6-Monatsdurchschnitt



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Da die Zinserhöhungen auch in den USA noch nicht ihre gesamte Wirkung entfaltet haben, dürfte die Arbeitsnachfrage in den kommenden Monaten weiter abnehmen und sich deshalb der Anstieg der Einkommen deutlich verlangsamen. Dies dürfte den privaten Verbrauch bremsen, zumal die privaten Haushalte zuletzt einen außergewöhnlich hohen Teil ihres Einkommens konsumiert haben, ihre Sparquote also sehr niedrig war. Hier ist über kurz oder lang mit einer Korrektur zu rechnen.

Folglich steht noch lange nicht fest, dass der US-Wirtschaft – wie von vielen Investoren und auch der Fed erwartet – eine weiche Landung gelingen wird. Wir halten eine milde Rezession im ersten Halbjahr 2024 weiter für das wahrscheinlichere Szenario, auf das die Fed voraussichtlich mit einigen wenigen Zinssenkungen reagieren dürfte.

China fällt als Zugpferd weiter aus

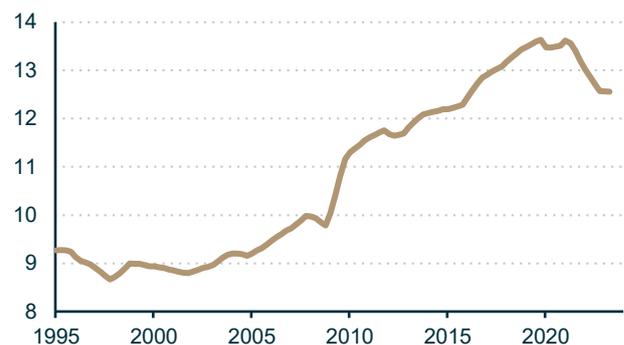
Eher schlechte Nachrichten kamen zuletzt auch aus China. Nach einem guten Start in das Jahr wegen der Aufhebung der Corona-Beschränkungen hat sich das Wachstum bereits wieder spürbar abgeschwächt.

Ein wichtiger Grund für die für chinesische Verhältnisse schleppende Entwicklung ist die geplatze Immobilienblase. Damit fällt mit den Bauinvestitionen einer der großen Wachstumstreiber weg. Auch wenn die Regierung eine große Krise wohl verhindern wird, dürfte deren Anteil am Bruttoinlandsprodukt weiter schrumpfen und damit das Wachstum bremsen (siehe Grafik unten).

Hinzu kommt ein offensichtlicher Vertrauensverlust wegen der zunehmenden Eingriffe der Politik in die Privatwirtschaft. Da ein Politikwechsel unwahrscheinlich ist, dürfte dies die private Wirtschaft weiter bremsen. Da gleichzeitig die lokalen Gebietskörperschaften wegen ihrer angespannten Haushaltslage die Konjunktur kaum stützen können, dürfte die chinesische Wirtschaft weiter nur moderat wachsen.

Chinas aufgeblähter Immobiliensektor

China, Anteil des Bau- und Immobiliensektors an der Bruttowertschöpfung in Prozent, ohne indirekte Effekte



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research



Anleihen

Höher für länger treibt Renditen

Martin Hartmann, *Seniorexperte Anleihen und Währungen*

- EZB erreicht Zinshoch
- Fed sieht weniger Spielraum für Zinssenkungen 2024
- Risiken bei Unternehmensanleihen bleiben begrenzt

Lagarde läutet Zinspause ein

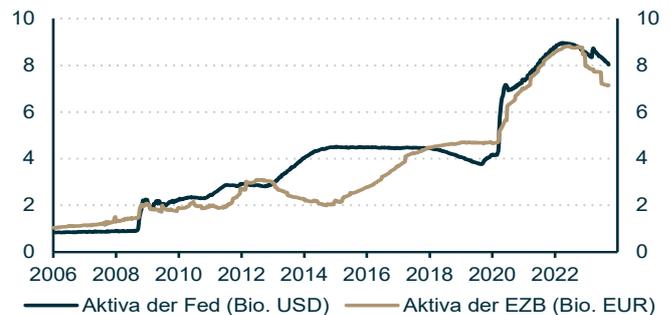
Die EZB hob im September überraschend ihre Leitzinsen um 25 Basispunkte (Bp.) an. Der Einlagensatz liegt jetzt bei 4,0%. EZB-Chefin Lagarde betonte mehrfach, dass die Leitzinsen nun ein Niveau erreicht hätten, das – wenn es ausreichend lange beibehalten wird – wesentlich dazu beitragen wird, die Inflation in einer angemessenen Zeit auf den Zielwert von 2% zurückzuführen. Damit dürfte das Ende des Zinserhöhungszyklus erreicht sein, auch wenn Lagarde noch nicht von einem Zinshöhepunkt sprach. Ausschlaggebend ist aber nicht nur die Höhe, sondern auch die Dauer des Zinshochs. Wir gehen davon aus, dass die EZB in eine lange Zinspause geht. Ob sie im nächsten Jahr die Zinsen senken wird, ist noch unklar; wir halten es für unwahrscheinlich. Dagegen spricht die Erhöhung der Inflationsprojektion der Notenbank für 2024, die von 3,0% auf 3,2% leicht angehoben wurde. Die Prognose für die Kernrate (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) wurde zwar von 3,0% auf 2,9% gesenkt, liegt aber weiterhin auf (zu) hohem Niveau. Selbst 2025 erwartet die EZB nicht, dass ihr Ziel von 2% erreicht wird. Entgegen unserer Erwartung rechnet der Markt weiterhin mit zwei Zinssenkungen im nächsten Jahr.

Stärkere Rückführung der EZB-Bilanz?

Die durch quantitative Maßnahmen wie Anleihekäufe stark aufgeblähte EZB-Bilanz wurde insbesondere durch Rückzahlungen der Langzeitender (TLTROs) schon reduziert. Das Ende der Zinserhöhungen bereitet jetzt den Weg für die Diskussion über eine stärkere Bilanzverkürzung und Rückführung der Überschussliquidität. Dies erlaubt der Notenbank, die Geldpolitik noch etwas restriktiver zu gestalten, ohne die Leitzinsen weiter zu erhöhen, und wird von einigen EZB-Mitgliedern sogar gefordert. Bereits seit Juli 2023 werden im Kaufprogramm APP (Asset Purchase Programme, Bestand ca. 3,1 Bio. Euro) die auslaufenden Anleihen nicht mehr neu angelegt. Damit sinkt die Nachfrage der EZB nach Staatsanleihen monatlich um durchschnittlich rund 25 Mrd. Euro. In Zukunft könnte die EZB die Anleihen aus dem APP auch aktiv verkaufen. Das dürfte die Rentenmärkte belasten.

Abbau der Notenbankbilanzen schreitet voran

Notenbankbilanzen in Bio. US-Dollar bzw. Euro



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Beim Corona-Kaufprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme, Bestand ca. 1,7 Bio. Euro) sollen laut EZB noch bis Ende 2024 alle Anleihen reinvestiert werden, aber auch das ist nicht in Stein gemeißelt. Die EZB könnte die Reinvestitionen vorzeitig beenden. Wir schätzen die monatliche Wiederanlage im PEPP auf 20 bis 25 Mrd. Euro. Neben der Rückführung der Kaufprogramme wird momentan eine Erhöhung der Mindestreservesätze diskutiert, die von 1% (rund 165 Mrd. Euro) auf 4-5% erhöht werden könnten. Dies würde bedeuten, dass die Banken ein höheres Volumen unverzinsten Einlagen bei der Zentralbank halten müssten.

Fed könnte noch einmal erhöhen

Die US-Notenbank Fed hat den Leitzinskorridor im September bei 5,25-5,50% belassen. Gemäß ihren Makro-Prognosen geht die Notenbank nicht mehr von einer Rezession im nächsten Jahr aus. Die Inflationsrate dürfte erst 2026 auf das Fed-Ziel von 2% zurückgehen. Die Fed-Mitglieder rechnen im Median ihrer Leitzinserwartungen unverändert noch mit einer Zinserhöhung von 25 Bp. in diesem Jahr. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinsanhebung auf der nächsten Sitzung im November hat sich dadurch erhöht. Auch das Ausmaß der erwarteten Zinssenkungen in den nächsten beiden Jahren haben die Fed-Mitglieder um 50 Bp. reduziert.

Strategie: Attraktives Renditeniveau

Die Renditen von Staatsanleihen in den Industriestaaten dürften ihren Höhepunkt bald erreicht haben. Die Rendite von US-Treasuries stieg seit Mitte Juli kräftig an. So erreichte die Rendite 2-jähriger US-Treasuries mit 5,2% den höchsten Stand seit 2006. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries hat sich seitdem um gut 100 Bp. auf zwischenzeitlich über 4,6%



erhöht. Die Renditen von Bundesanleihen legten deutlich weniger zu, erreichten aber ebenfalls ein neues Jahreshoch bei fast 3%. Im Moment sind die kurzen Laufzeiten aufgrund der inversen Zinskurven für die Anleger optisch attraktiver als die längeren. Es braucht einen Auslöser, um die Investoren davon zu überzeugen, sich die niedrigeren Renditen in längeren Laufzeiten zu sichern. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die Renditen in den nächsten Monaten aufgrund der globalen Wachstumsabschwächung zurückgehen werden. Mit dieser Perspektive bleibt es interessant, auch Anleihen längerer Laufzeiten zu kaufen.

Zweijährige US-Treasuries auf höchstem Stand seit 2006

Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries (%)



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Während wir für die EZB im nächsten Jahr keine Zinssenkung erwarten, könnte die US-Notenbank in der zweiten Jahreshälfte ihre Leitzinsen senken. Sie selbst und zunehmend auch die Marktteilnehmer gehen jetzt erst 2024 davon aus. Deshalb könnte auch ein Renditerückgang noch auf sich warten lassen, zumal es möglich ist, dass die Fed die Leitzinsen in diesem Jahr noch einmal erhöht. Die Staatsanleihen der Industriestaaten erachten wir auf dem erreichten Renditeniveau als sehr attraktiv. Bei Bundesanleihen sind alle Laufzeiten kaufenswert. Wir empfehlen aber, den kurzen Laufzeitenbereich stärker überzugewichten, denn dort gibt es eine höhere Rendite mit geringen Kursrisiken. Die erwartete rückläufige Inflation und Wachstumsabschwächung sprechen aber auch für Engagements im längeren Laufzeitenbereich. Im Falle einer Rezession in den USA hat man dort gute Chancen auf deutliche Kursgewinne, aber wohl erst, wenn sich das deutlicher in den Daten abzeichnet.

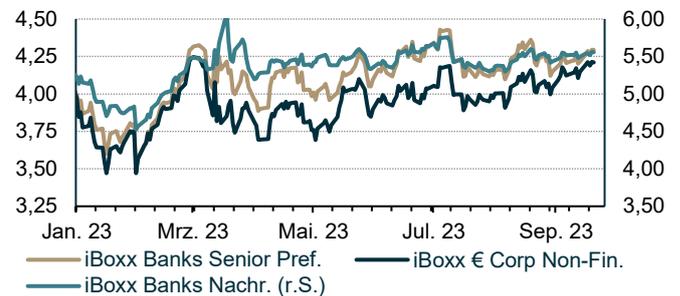
Unternehmensanleihen mit solidem Renditeniveau

Die jüngste Leitzinserhöhung der EZB bereitet den Boden für einen längeren Zeitraum hoher Renditen. Unternehmensanleihen (Non-Financials) bieten dem Anleger derzeit eine durchschnittliche Rendite von rund 4,3% (laut Index iBoxx

Non-Financials). Investoren in Bankenanleihen (Financials) der Haftungsklasse „Senior Preferred“ erhalten im Durchschnitt 4,35%. Angesichts der zunehmend schwächeren Wirtschaft im Euroraum ist das Einengungspotential der Risikoaufschläge begrenzt. Die Erwartung einer eher milden Rezession limitiert aber auch wiederum die Gefahr größerer Ausweitungen. Wir rechnen bei den von uns votierten Emittenten nicht mit finanziellen Schwierigkeiten. Banken als Kreditgeber sollten angesichts dieser überschaubaren Risiken auch nicht im Feuer stehen.

Renditen von Bankenanleihen höher als Non-Financials

Anleiherenditen in Prozent



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Wir gehen davon aus, dass sich bis Jahresende die Risikoaufschläge und Renditen wenig verändern. Anleger sollten insbesondere zwischenzeitliche Renditeanstiege für Käufe in Unternehmensanleihen nutzen.

Hochzinsanleihen, auch High Yields genannt, bleiben für risikofreudige Anleger weiterhin eine attraktive Anlagemöglichkeit. Allerdings hat deren Anziehungskraft in dem aktuellen Umfeld hoher Renditen, die schon mit risikoärmeren Senioranleihen zu erzielen sind, nachgelassen. Anleger in Hochzinsanleihen sollten bedenken, dass das höhere Zinsniveau die Kapitalkosten der High-Yield-Emittenten verteuert.

Meine Empfehlung für Sie

Wir gehen davon aus, dass die EZB das Ende des Zinserhöhungszyklus erreicht hat. Die Fed könnte in diesem Jahr noch einmal die Leitzinsen anheben, dürfte sie voraussichtlich aber im 2. Halbjahr 2024 wieder senken. In diesem Umfeld rechnen wir, dass die Renditen erstklassiger Staatsanleihen ihren Höhepunkt bald erreicht haben dürften. Das erreichte Renditeniveau ist attraktiv, wir präferieren aktuell den kürzeren Laufzeitenbereich. Den längeren Laufzeitenbereich erachten wir als Absicherung der Rezessionsrisiken als interessant. Unternehmens- und Bankenanleihen bieten derzeit noch höhere Renditen. Wir empfehlen generell Unternehmensanleihen zum Kauf.



Währungen

US-Dollarstärke hält noch an

Martin Hartmann, *Seniorexperte Anleihen und Währungen*

- US-Dollar profitiert derzeit noch von steigendem Renditespread, dürfte sich aber mit Erreichen des US-Zinsgipfels wieder abwerten
- Norwegenkrone mit Aufwertungspotenzial
- Britisches Pfund unter Druck

US-Dollar profitiert von höherem Renditevorteil

Der US-Dollar bekam in den letzten Wochen Unterstützung von einem besseren US-Wachstumsprofil, während der Euro zunehmend unter den Rezessionsanzeichen im Euroraum litt. Der Euro fiel dadurch von 1,12 US-Dollar im Juli auf zuletzt unter 1,06 US-Dollar. Das spiegelt sich insbesondere in den zehnjährigen Renditen wider, die in den USA seit der ersten Maihälfte deutlich stärker anstiegen als bspw. entsprechende Bundesanleihen. Der US-Dollar profitierte davon gegenüber einer Vielzahl von Währungen. Die überraschende Herabstufung des Emittenten USA von AAA auf AA+ Anfang August durch die Ratingagentur Fitch blieb somit ohne Folgen. Da Fitch den Ausblick von negativ auf stabil angehoben hat, dürfte auch keine weitere Herabstufung folgen.

US-Dollar zeigt wieder Stärke

Seit Mitte Juli werten viele Währungen ab



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Der US-Dollar dürfte zunächst weiter Rückenwind von der Zins- und Renditeseite bekommen. Doch sobald schwächere Konjunkturdaten auf eine US-Rezession hindeuten und damit klar ist, dass der Zinsgipfel in den USA erreicht ist, sollte sich das Blatt wenden. Angesichts der aggressiven Zinserhöhungen der Fed um 525 Bp., dürfte der Markt schnell wieder auf Leitzinssenkungen setzen. Wenn dagegen die

Zinssenkungserwartungen für die EZB für nächstes Jahr allmählich ausgepreist werden, dürfte sich der Euro schnell erholen. Wir gehen davon aus, dass sich der Euro zur Jahreswende wieder stärken wird.

Norwegenkrone gut unterstützt

Im September erhöhte die Norges Bank ihren Leitzins zum zwölften Mal auf jetzt 4,25% und stellte gleichzeitig eine weitere Erhöhung um 25 Bp. für Dezember in Aussicht. Zinssenkungen scheinen kein Thema zu sein. Allerdings signalisiert die Notenbank auch, dass das Ende des Zinserhöhungszyklus bald erreicht sein dürfte. Unterstützung für die Krone bietet der durch die Angebotsverknappung von Russland und Saudi-Arabien stark gestiegene Ölpreis, da die Krone damit korreliert. Außerdem bietet der Zins- und Renditevorteil ggü. dem Euroraum gute Unterstützung. Die Norwegenkrone hat nach unserer Meinung Aufwertungspotenzial und bleibt bei Übergewichten.

Britisches Pfund verliert an Unterstützung durch die BoE

Die Bank of England (BoE) hat nach 14 Zinserhöhungen überraschend eine Zinspause bei 5,25% eingelegt. Notenbankchef Bailey erklärt die Zinspause mit der Erwartung rückläufiger Inflation. Ob der Leitzins in Großbritannien nun tatsächlich den Zinsgipfel erreicht hat, muss sich erst noch zeigen. Die Tür für eine weitere Straffung hat sich die BoE jedenfalls offengehalten. Die knappe Abstimmung zugunsten einer Pause mit 5:4 verdeutlicht die hohe Unsicherheit in Bezug auf den Inflations- und Konjunkturausblick. Das Pfund wertete nach der Entscheidung leicht gegenüber Euro und US-Dollar ab. Die Frage ist, wie die BoE weiter agieren wird. Wir belassen das Pfund neutral gewichtet.

Meine Empfehlung für Sie

Der US-Dollar dürfte zunächst weiter zur Stärke neigen. Allerdings sollte sich das Blatt wenden, wenn klarer wird, dass die Fed ihren Zinsgipfel erreicht hat. Die norwegische Krone hat Aufwertungspotenzial. Die norwegische Notenbank dürfte noch einmal die Zinsen erhöhen und der höhere Ölpreis bietet Unterstützung. Das Votum bleibt bei Übergewichten.



Aktien Europa, USA & Japan

Es bleibt zunächst weiter holprig

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktanalyse

- Negative Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik dürften sich zunehmend zeigen
- Konjunktursorgen nehmen derzeit überhand
- Japan bleibt Länderfavorit, Europa untergewichten

Europäischer Aktienmarkt im Seitwärtstrend

Auch wenn es sich angesichts diverser Schlagzeilen in den vergangenen Monaten über neue Höchststände anders anfühlt: Der europäische Aktienmarkt bewegt sich seit Februar meist in einer engen Spanne seitwärts. Die gute Performance entstand im ersten Quartal (Aufholen des schwachen 2022).

Europäische Aktien bewegen sich seit Februar seitwärts

Euro Stoxx-Index im Jahr 2023



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Allerdings schlägt sich der Markt angesichts der anhaltenden Konjunktur- und Zinssorgen tatsächlich recht gut. Denn die übliche negative Kursreaktion darauf hat sich in diesem Jahr bislang nicht eingestellt, da sich der Aktienmarkt von den schwächeren Konjunkturerwartungen abgekoppelt hat (siehe Grafik rechts).

Für diese robuste Kursentwicklung dürfte zum einen gesorgt haben, dass die vorsichtige Aktien-Positionierung vieler institutioneller Anleger nach und nach aufgelöst wurde und zu Kaufdruck geführt hat. Zum anderen entwickeln sich die Unternehmensgewinne der europäischen Aktien bislang deutlich robuster als erwartet.

Aktien haben sich von Konjunkturängsten abgekoppelt Ifo-Geschäftsklimaindex (Erwartungen) versus Euro Stoxx



Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

Markt zuletzt stark von der Zinsentwicklung getrieben

Nach einer Episode von konjunkturellen "bad news is good news" und Kursanstieg hat mit der falkenhaften EZB der Konjunkturpessimismus wieder das Steuer für die europäischen Aktienmärkte übernommen. Die Sorgen stärkerer Konjunkturergebnisse durch höhere Leitzinsen und Renditen haben zugenommen. Unsere Volkswirte haben ihre Konjunkturprognosen zurückgenommen. Die unterdurchschnittliche Entwicklung von europäischen Aktien gegenüber dem MSCI-Welt dürfte noch nicht beendet sein. Ein konjunktureller Aufschwung ist auch 2024 nicht in Sicht, und die Gewinne der Unternehmen dürften daher stärker unter Druck geraten.

China verliert an Konjunktur Dynamik – Auswirkungen auf den europäischen Aktienmarkt?

Die Hoffnungen von Anfang des Jahres auf einen nachhaltigen konjunkturellen Aufschwung in China erfüllten sich nicht. Stattdessen lässt die Konjunktur Dynamik deutlich nach. Zwar steuern Regierung und Notenbank mit Maßnahmen dagegen, aber ein starker Rückenwind für europäische Aktien aus China ist nicht zu erwarten.

Die volkswirtschaftliche Belastung hält sich angesichts eines Anteils der Exporte nach China am Bruttoinlandsprodukt des Euroraums von rund 1,5% in Grenzen. Bei den am europäischen Aktienmarkt notierten Unternehmen beläuft sich der Umsatzanteil allerdings auf gut 7% und fällt damit fast doppelt so hoch aus wie bei den US-Unternehmen. Auch der Konkurrenzkampf verstärkt sich. Das kann man sehr gut am Beispiel der Autoindustrie festmachen. Diese fundamentalen



Faktoren zeigen sich aber nicht immer in der Performance. So gibt es derzeit keine klare Korrelation zwischen den chinesischen Einkaufsmanagerindizes und dem DAX. Die relative Entwicklung der Unternehmensgewinne beider Märkte ist ein wichtigerer Faktor (siehe Grafik). Hier zeigen sich derzeit keine klaren Vorteile für das eine oder andere Land.

DAX-Gewinne laufen nur noch leicht besser

Relative Performance DAX zu MSCI China und relative Gewinnentwicklung, indiziert, Januar 2023 = 100



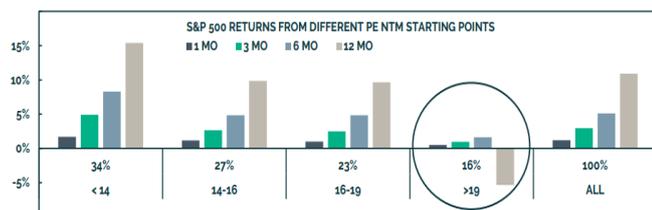
Quelle: LSEG Datastream, Commerzbank-Research

USA - Bewertung als Belastungsfaktor?

Auch wenn der Faktor Bewertung keine Aussagekraft für die kurzfristige Performance hat, spielt er dennoch eine Rolle bei der Bestimmung des längerfristigen Kurspotenzials. Die nachfolgende Grafik zeigt, dass die Performance nach Phasen mit einer hohen Bewertung, so wie sie aktuell mit einem S&P 500-KGV von 19 gegeben ist, deutlich bescheidener ausfällt.

Hohes KGV führt regelmäßig zu niedriger Performance

US-Performance nach unterschiedlichen Bewertungsniveaus



Quelle: BCA-Research

Warten auf den nächsten Treiber am US-Markt

Die US-Konjunktur dürfte an Dynamik verlieren, aus China ist diesmal wenig Unterstützung zu erwarten, Europa kämpft ohnehin mit der eigenen Rezession. US-Aktien dürften sich in diesem Umfeld eher seitwärts bewegen. Wir sehen keine frischen Impulse, die den Aktienmarkt kurzfristig auf ein höheres Niveau schieben könnten, wie es in den vergangenen Monaten zwischenzeitlich durch die Euphorie beim Thema Künstliche Intelligenz (KI) gelang.

Big in Japan – Kulturwandel sorgt für Rückenwind

Die positiven Treiber des japanischen Aktienmarktes bleiben intakt. Im Gegensatz zu den USA und Europa ist die Geldpolitik der Zentralbank sehr expansiv. Die erfolgte Abwertung des Yen hilft den exportorientierten Unternehmen und die anziehende Inflation unterstützt das Ertragswachstum. Aber auch die Konjunktur im Inland stellt einen Positivfaktor dar. Das Verbrauchervertrauen bessert sich. Das alles trifft auf eine vergleichsweise niedrige Bewertung. Damit ist es kein Wunder, dass auch ausländische Investoren wieder verstärkt Interesse zeigen und japanische Aktien nachfragen. Denn es tut sich auch „strukturell“ Positives. Die Tokyo Stock Exchange will den Corporate-Governance-Codex anpassen. So sollen die Unternehmen stärker auf ihre Aktionäre zugehen und u.a. die berühmten „Giftpillen“ überdenken, die Übernahmen erschweren bzw. verhindern sollen und damit mögliches Kurspotenzial durch Übernahmen limitieren. Auch sollen die Kapitalkosten stärkere Beachtung finden und insgesamt dafür sorgen, dass die niedrige Kurs-Buchwert-Bewertung vieler Unternehmen, gesteigert werden kann. Die Anzeichen für einen Wandel in den Unternehmen zeigen sich bereits in zunehmenden Aktienrückkäufen und verstärkten aktionärsfreundlichen Aktivitäten. Wir bekräftigen daher unseren positiven Blick auf Japan.

Meine Empfehlung für Sie

Das konjunkturelle Umfeld dürfte sich weiter eintrüben. Damit dürfte es auch an den Aktienmärkten erst einmal (etwas) schlechter werden, bevor es wieder besser werden kann. Wir setzen bis dahin auf den japanischen Markt, der im Gegensatz zu den USA dank expansiver Geldpolitik und zunehmend aktionärsfreundlicher Politik derzeit Rückenwind hat. Am europäischen Aktienmarkt (Untergewichten) ist weiterhin ein zu positives Konjunktur-bild eingepreist. Und US-Aktien (Neutral gewichten) fehlen derzeit frische Impulse für weitere deutliche Kursgewinne.



Aktien Emerging Markets

Chinesische Aktien dürften Boden ausbilden

André Sadowsky, *Seniorexperte Aktien Emerging Markets*

- Aktien in China und Hongkong weiter relativ schwach
- Bodenbildung ist aber in Sicht
- Aktienmarkt in Brasilien weiter mit Potenzial

Chinesische Börse dürfte Schlimmstes hinter sich haben

Auch im dritten Quartal 2023 hinken die Aktienmärkte in China und Hongkong vielen anderen Börsen hinterher. Seit Anfang 2023 verlor der CSI 300-Index rund 5% an Wert, und H-Aktien (Hongkong) büßten fast 10% ein. Als Marktschwergewicht belastet China damit auch den MSCI Emerging Markets-Index, der seit Anfang 2023 seitwärts tendiert hat (MSCI Europa-Index: +5%).

Zwar zeichneten sich in China in den vergangenen Wochen dank leichter geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen gewisse Stabilisierungstendenzen in der Wirtschaft ab. Die Aktienmärkte konnten hiervon allerdings kaum profitieren, da die aktuelle Schwäche der chinesischen Wirtschaft größtenteils auf strukturellen Problemen beruht. Zu nennen ist hier vor allem die schwere Krise im Immobiliensektor, die noch lange anhalten dürfte, auch wenn die Regierung voraussichtlich alles dafür tun wird, um einen Kontrollverlust und somit einen Zusammenbruch des Marktes zu verhindern.

Der Yuan könnte im Verlauf des Jahres 2024 aufwerten

Ein Spiegelbild der schwächeren konjunkturellen Entwicklung in China ist die Entwicklung des Yuan (CNY). Dieser wertete sowohl zum USD als auch zum Euro um rund 5% seit Anfang 2023 ab. Bis Ende des Jahres dürfte sich der CNY auf dem aktuellen Niveau stabilisieren. Im Jahresverlauf 2024 erwarten wir dann eine Aufwertung des CNY gegenüber dem USD bzw. dem Euro. Grund hierfür ist vor allem die von uns erwartete Abschwächung des USD aufgrund von Fed-Zinssenkungen im Jahr 2024.

Legt China mit großvolumigen Fiskalprogrammen nach?

Die Investoren dürften erst dann wieder verstärkt in chinesische Aktien investieren, wenn es großvolumige Konjunkturprogramme gibt. Diese sehen wir jedoch kurzfristig noch nicht, da die lokalen Gebietskörperschaften hoch verschuldet sind.

Für Rückenwind könnte auch ein Abebben der teilweise harschen Regulierungen in einigen Sektoren sorgen. Dies ist

jedoch eine politische Entscheidung, das Timing für den Anleger somit sehr schwer.

Votum für chinesische A-Aktien bleibt bei Neutral

Die zum Teil sehr günstigen Bewertungsrelationen, die ansehnlichen Firmengewinnprognosen (2024e: Wachstum von 20% J/J) sowie möglich leichte Währungsgewinne im Jahr 2024 begründen unser neutrales Votum für den breiten chinesischen Aktienmarkt (A-Aktien).

Lediglich für die kleine Gruppe der in Hongkong gehandelten H-Aktien (50 Indexmitglieder) bleiben wir aufgrund der sehr günstigen Bewertung (KGV 2023: 9) zuversichtlich. Vor allem schwergewichtete IT-Flaggschiffe wie Tencent (KGV 2024e: 15) oder Alibaba (KGV: 11) notieren gerade im Vergleich zu ihren globalen Konkurrenten aus den USA, Europa oder Japan auf niedrigen Niveaus.

Weitere Zinssenkungen in Brasilien als Treiber

Die Aktienindizes in Südkorea und Brasilien tendierten in den vergangenen Wochen in einem recht engen Korridor seitwärts. Während wir in Südkorea für die nächsten drei Monate mit einer Fortsetzung der Seitwärtsbewegung rechnen, sehen wir in Brasilien vor dem Hintergrund weiterer Leitzinssenkungen unverändert Rückenwind für den Leitindex Bovespa. So halten wir nach den letzten beiden Leitzinssenkungen von jeweils 50 Bp bis Jahresende zwei weitere Leitzinssenkungen in diesem Ausmaß für möglich. Mit einem erwarteten Firmengewinnwachstum in Höhe von rund 14% für 2024 liegt das KGV für die Börse in Brasilien bei günstigen 8,8.

Meine Empfehlung für Sie

Relativ günstige Bewertungen, ein ansehnliches Firmengewinnwachstum und eine erwartete Stabilisierung des Yuan rechtfertigen u.E. weiter ein neutrales Votum für chinesische A-Aktien. Das relativ günstige Segment der H-Aktien (Hongkong) gewichten wir weiterhin über. Weitere Leitzinssenkungen in Brasilien und ein robustes Firmengewinnwachstum könnten der Börse in den kommenden Quartalen Rückenwind verleihen, weshalb wir unsere Übergewichten-Empfehlung bestätigen.



Aktien Branchen

Scotty, Energie!

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktanalyse

- Branchenfavorit: Energie
- Versorger neu auf „Untergewichten“
- IT derzeit ohne Schwung

Klare Trends sind Mangelware

Der Blick auf die Performance der Branchen und die Treiber dahinter zeigt Ungereimtheiten. So ging es z.B. im August an den Aktienmärkten zwar abwärts, gleichwohl waren es nicht die klassischen defensiven Sektoren wie Versorger oder Verbrauchsgüter, die relative Stärke zeigten. Im Gegenteil, vor allem am US-Aktienmarkt gehörten gerade diese Sektoren zu den schwächsten Branchen. Somit ist es nicht überraschend, dass viele quantitative Modelle zur Branchenallokation Empfehlungen geben, die nur geringe Abweichungen von der gegebenen Benchmark vorsehen. Zu unterschiedlich sind zum Teil die Signale, die vom Kursmomentum kommen und die oftmals nicht zur fundamentalen Situation passen.

Energie auf Übergewichten heraufgestuft

Was machen wir aus dieser Gemengelage? Wir bleiben bei unserer Übergewichtung der Sektoren Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen. Ergänzend zitieren wir mit „Scotty, Energie!“ einen der berühmtesten Sätze der Serie Raumschiff Enterprise. Auch wir wollen mehr Energie im Depot haben und haben den Sektor kürzlich auf Übergewichten heraufgestuft.

Bei der Branche sorgen diverse Faktoren für Rückenwind:

- 1.) Die freiwilligen Förderkürzungen der OPEC+ und insbesondere Saudi-Arabiens sind de facto bis Ende des Jahres festgezurr. Damit sollte der Ölpreis länger als zuvor erwartet auf einem hohen Niveau bleiben.
- 2.) Dies hilft den Unternehmensgewinnen des Sektors, das Gewinntief dürfte erreicht sein.
- 3.) Die Bewertung ist im historischen Vergleich mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10,4 günstig.
- 4.) Die höchste erwartete Dividendenrendite (3,6%) unter den elf MSCI-Branchen lockt Investoren an. Hinzu kommen noch Aktienrückkäufe und der stetige Abbau der Verschuldung.
- 5.) Die Markttechnik hat sich deutlich verbessert. Die Performance wird von vielen Titeln getragen.

Für den Gesamtmarkt stellt der hohe Ölpreis allerdings einen Belastungsfaktor dar. Der Inflationsdruck erhöht sich und auch das Wachstum könnte leiden. Der Sektor Energie bietet in diesem Umfeld eine gewisse Absicherung, solange sich die Konjunktur nicht zu stark abschwächt und damit der Ölpreis wegen Nachfragesorgen wieder unter Druck gerät.

Informationstechnologie derzeit ohne Schwung

Analog zum Gesamtmarkt bewegt sich auch die Nasdaq seit ein paar Monaten seitwärts. Haupteinflussfaktor ist die Zinsentwicklung. Die gestiegenen Renditen drücken auf die Bewertung der IT-Aktien, die Risikobereitschaft der Anleger hat sich verringert und die KI-Euphorie ist zunächst abgeebbt. Große Kursprünge sind in den kommenden Wochen und Monaten daher nicht zu erwarten. Nach der jüngsten Fed-Sitzung wird die Diskussion über ein Zinsszenario „higher for longer“ und damit wohl auch darüber, ob es nicht sogar zu einem Stagflationsszenario kommt, an Fahrt aufnehmen. Das würde den Sektor belasten. Dies gilt es zu beobachten. Wir behalten die Übergewichtung derzeit noch bei und stellen dabei die längerfristig positiven Perspektiven und den intakten technischen Trend in den Vordergrund.

Versorger relativ uninteressant - Untergewichten

Der Sektor befindet sich in einem relativen Abwärtstrend. Trotz zunehmender Konjunktursorgen werden die defensiven Eigenschaften des Sektors derzeit nicht honoriert. Die gestiegenen Renditen am Anleihemarkt haben zudem dafür gesorgt, dass der Sektor, der von Investoren oft auch wegen seiner hohen Dividendenrendite geschätzt wird, an Attraktivität verloren hat. Dies gilt insbesondere für die US-Titel, die rund 60% des Index ausmachen. Im aktuellen Umfeld ist die Branche aus relativer Sicht uninteressant. Wir bevorzugen innerhalb des Sektors einige europäische Titel.

Meine Empfehlung für Sie

Die relative Performanceentwicklung der elf MSCI-Branchen hat in den vergangenen Monaten keine neuen Trends gezeigt. Mit einer Ausnahme: Energie. Für die Branche sprechen diverse Faktoren, so dass wir den Sektor auf Übergewichten heraufgestuft haben.



Immobilien

Geringeres Wohnungsangebot treibt die Mieten

Torsten Schwarz, *Senioexperte Immobilien & Immobilienaktien*

- Auftragslage am Bau hat sich rapide verschlechtert
- Wohnungsfertigstellungen bleiben deutlich unter Plan
- Bauindustrie fordert umfangreiche Maßnahmen
- Mieten reagieren auf Knappheiten und steigen seit drei Quartalen mit über 6% (ggü. Vorjahr)
- Wir erwarten kurzfristig keine Trendumkehr im Wohnungsbau und weiter steigende Mieten

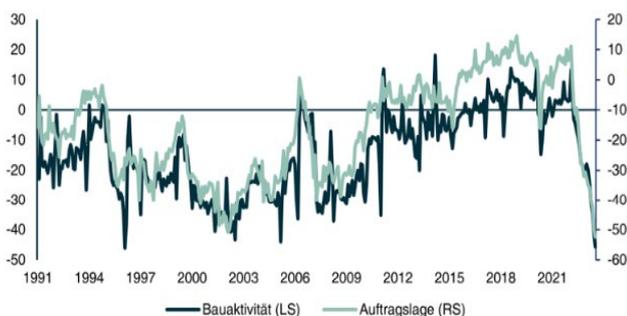
Wohnungsneubau geht deutlich zurück, daher ...

Auch wenn die Bundesbauministerin jüngst bei einem Vonovia-Baustellenbesuch in Berlin öffentlichkeitswirksam den Fortschritt bei einem Vorzeigeprojekt lobte, bleiben die Fertigstellungszahlen in Deutschland in diesem und sehr wahrscheinlich auch in den nächsten Jahren weit hinter der ambitionierten Zielgröße der Bundesregierung von 400.000 Wohneinheiten zurück.

Die Spitzenverbände der Wohnungswirtschaft sehen die Hälfte als wahrscheinlich an. Ursachen dafür sind vor allem die seit 2020 stark gestiegenen Baukosten und die durch das höhere Zinsniveau deutlich schwierigeren Finanzierungsbedingungen. In diesem Umfeld sind viele Projekte für die Unternehmen und potenzielle Käufer wirtschaftlich nicht mehr darstellbar. Dies zeigt auch der massive Einbruch der Komponenten Auftragslage und Bautätigkeit in den letzten ifo-Umfragen.

ifo-Umfrage zeigt schlimme Zeiten für den Wohnungsbau

Bauaktivität im Vergleich zu vorangegangenen 3 Monaten, Auftragslage im Vergleich zum Vormonat, saldierte Antworten



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

Der Hauptverband der Deutschen Bauindustrie fordert daher ein umfangreiches Bau-Paket mit verschiedenen Maßnahmen wie z.B. die Ausweitung des Zinsverbilligungsprogrammes der KfW und eigenkapitalunterstützende Darlehen, die Absenkung der Grunderwerbsteuer, die Aussetzung des EH40-Standards bei öffentlichen Förderprogrammen oder die vergünstigte Abgabe öffentlicher Grundstücke für den Mietwohnungsmarkt.

Eine Entspannung bei den Zinsen oder den Preisen für Baumaterialien würde selbstredend auch unterstützend auf die Rentabilität bzw. die Erschwinglichkeit wirken. Auch innovative Ansätze wie die auf der Vonovia-Baustelle gezeigte, serielle Vorfertigung von Bauteilen oder die Holzbauweise könnten zur Kostensenkung beitragen.

... werden die Mieten auch weiter ansteigen

Der Miet-Index des Verbandes der Pfandbriefbanken (vdp) zeigt bei den Neuvertragsmieten für das zweite Quartal 2023 eine Steigerung von 6,2% gegenüber dem Vorjahresquartal an. Das ist seit Q4/2002 bereits das dritte Quartal in Folge mit Steigerungsraten von über 6% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. Damit scheint sich dieser Trend zu verfestigen, getrieben durch die grundsätzlich weiter hohe Wohnungsnachfrage und das geringer werdende Angebot.

Aufgrund der Vielzahl an Belastungsfaktoren rechnen wir – trotz der Ende September beim Wohnungsbaugipfel im Kanzleramt diskutierten Maßnahmen – nicht mit einer kurzfristigen Trendumkehr im Wohnungsbau und daher auch in den kommenden Jahren mit weiter steigenden Mieten.

Meine Empfehlung für Sie

Auch am Immobilienmarkt gelten die fundamentalen Gesetze von Angebot und Nachfrage. Die aktuell stark steigenden Wohnungsmieten bilden die angespannte Marktsituation in vielen Städten ab. Da wir auch für die nächsten Jahre mit zu geringen Fertigstellungen rechnen, sollten Immobilieneigentümer von weiter steigenden Mieteinnahmen profitieren.



Asset Allokation

Zwischen Hoffen und Bangen

Alexander Krämer, *Seniorexperte Asset Allokation*

- Erwartete Rezession in den USA und im Euroraum sollte zu fallenden Renditen führen
- Asset Allokation vorläufig unverändert: Anleihen Übergewichten, Aktien und Rohstoffe neutral, Kasse Untergewichten
- Moderate Korrektur am Aktienmarkt für Zukäufe nutzen

Herbsttristesse?

Die Leitzinsen in den USA auf dem höchsten Stand seit Anfang der 2000er Jahre, im Euroraum sogar seit Gründung der EZB. Dazu die Beteuerung der Notenbanken, die Leitzinsen für eine längere Zeit auf diesem Niveau zu belassen, da die Kerninflation immer noch mehr als zwei (USA) bzw. drei Prozentpunkte (Euroraum) oberhalb des Ziels der Notenbanken liegt. Gleichzeitig gab es Preisanstiege von 30 Prozent und mehr für Rohöl und europäisches Erdgas in den letzten drei Monaten und neue Renditehochs bei Bundesanleihen und US-Treasuries. Darüber hinaus kaum Wachstum im Euroraum, und der Ausblick unserer Ökonomen gibt wenig Hoffnung auf baldige Besserung; das Gegenteil ist der Fall. Für die USA prognostizieren unsere Volkswirte ebenfalls für das erste Halbjahr 2024 eine Rezession. Und auch die Wachstumsdynamik in China ist weit von den Vor-Coronawerten entfernt. Dies sind triste Aussichten für den Herbst. Und trotzdem befinden sich DAX, S&P 500 & Co. nur wenige Prozentpunkte unterhalb der Hochs der Corona-Rally. Was bedeutet das für die Asset Allokation?

Basisszenario: Rezession mit Renditerückgang und moderater Korrektur am Aktienmarkt

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die im Euroraum aktuell und für die USA im Frühjahr erwartete Rezession über die nächsten Monate zu einem Rückgang der Renditen von längerlaufenden Staatsanleihen führen wird – trotz der eingeschränkten Möglichkeiten der Notenbanken zu Leitzinssenkungen aufgrund der weiterhin hohen Inflation, und trotz der Ankündigung, die Zinsen länger auf dem aktuellen Niveau zu belassen. Parallel erwarten wir am Aktienmarkt eine moderate Korrektur, u.a. als Folge der eingetrübten Wachstumsperspektiven. Dies legt zunächst eine Übergewichtung von Staatsanleihen bei gleichzeitiger Untergewichtung von Aktien nahe. Der erwartete Kursrückgang am Aktienmarkt (Details S. 10) sollte dann mit Blick auf eine

konjunkturelle Stabilisierung im Jahresverlauf 2024 für einen Aufbau von Aktienpositionen genutzt werden.

Alternative 1: Weiche Landung der US-Konjunktur

Ein wesentliches Alternativszenario stellt eine weiche Landung der US-Wirtschaft dar. Darin entwickelt sich die Konjunktur besser als im Basisszenario, denn es kommt zu einer Normalisierung der Inflationsraten ohne eine Rezession. Dies würde der US-Notenbank eine moderate Zinssenkung ermöglichen, da es durch den Rückgang der Inflationsraten faktisch zu einer stärkeren Straffung der realen Geldpolitik käme. Auch in diesem Szenario wäre mit einem Rückgang der Renditen längerlaufender Anleihen zu rechnen. Denn selbst wenn es zu einem weiteren Anstieg der Laufzeitenprämie für US-Staatsanleihen käme, z.B. aufgrund des fortgesetzten Abbaus des Fed-Portfolios, spricht der von der Fed erwartete, langfristige neutrale, nominale Leitzins von 2,5 Prozent für eine entsprechende Abwärtsdynamik bei den längerlaufenden Renditen, sobald die Fed unter dieser Maßgabe Zinssenkungen signalisiert. Denn auch mit einer Laufzeitprämie von etwa einem Prozent läge dann die Rendite zehnjähriger Anleihen noch unter vier Prozent. Auch in diesem Szenario besteht das Risiko eines moderaten Kursrückgangs am Aktienmarkt im Verlauf des vierten Quartals – der ebenfalls für einen Aufbau genutzt werden sollte.

Laufzeitenprämie in den USA schon wieder am Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2019

Laufzeitenprämie von 10-jährigen US-Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Risikoszenario: Die Inflation bäumt sich noch einmal auf

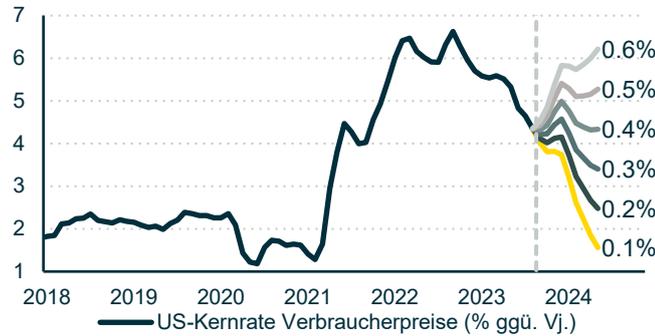
Im Risikoszenario kommt es zu einem erneuten Anstieg der Inflationsraten bzw. einem deutlich langsameren Rückgang bei der Kerninflation, was die Notenbanken nicht nur von Zinssenkungen abhalten, sondern sogar zu weiteren



Zinserhöhungen nötigen könnte. In diesem Szenario wäre mit einem fortgesetzten, deutlichen Anstieg der Renditen zu rechnen. Dieses Szenario gewinnt mit steigenden Energiepreisen sogar an Bedeutung. Dies wäre für den Übergang weder für Aktien noch für lange Renten vorteilhaft. Kursrückgänge wären nicht nur an den Anleihe-, sondern auch an den Aktienmärkten unvermeidlich. Das „Rettungsfloß“ stellen dann vermutlich kürzer laufende Anleihen besserer Bonität, z.B. im Bereich Investmentgrade dar.

Rückgang der Kerninflation dürfte sich selbst unter günstigen Bedingungen zunächst verlangsamen

Entwicklung der US-Kerninflation unter der Annahme unterschiedlicher Monatsraten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Verblässende Alternative: Harter Ausgang bei Konjunktur

Zum Nischenszenario wird mehr und mehr das durchaus allokationsrelevante Szenario einer (unmittelbar) harten Landung der US-Konjunktur. Dabei würden lange Renten klar profitieren, bei Aktien wäre deutliche Zurückhaltung angesagt.

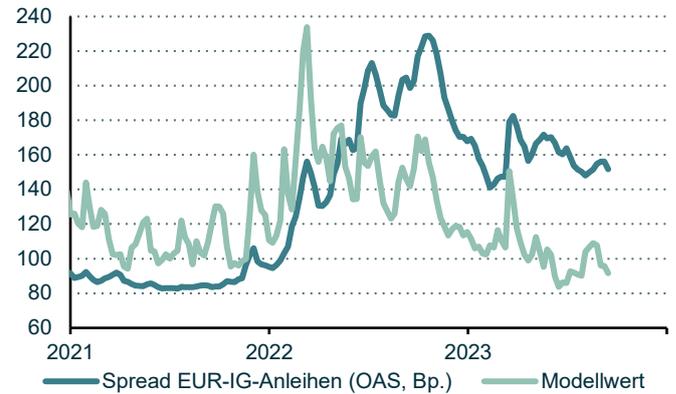
Positionierung für möglichst viele Eventualitäten

Wie sich also aktuell positionieren? Wir präferieren „OSFM“ – One Size Fits Most: Durch eine Übergewichtung von Anleihen tragen wir den kurzfristigen Risiken Rechnung, die sich aus unserer neutralen Positionierung im Aktienbereich ergeben. Dabei bevorzugen wir das kurze Laufzeitsegment, wo wir weiterhin auf Unternehmensanleihen setzen. Diese haben eine attraktivere Verzinsung als Staatsanleihen, die im Falle eines moderaten Kursrückgangs an den Aktienmärkten einen ausreichenden Puffer für eine leichte Spreadausweitung bieten sollte. Lange Laufzeiten empfehlen sich weiterhin als Absicherung für die im Basisszenario erwartete Rezession. Mit Blick auf den im Falle eines „Soft Landings“ vergleichsweise moderateren Renditerückgang sollte die Positionierung im Vergleich zu kurzlaufenden Anleihen weniger ausgeprägt ausfallen. Auf eine Untergewichtung des Aktiensegmentes verzichten wir, da die Korrektur vom Umfang begrenzt bleiben und bereits im Verlauf des vierten Quartals erfolgen

sollte. Einhergehend mit einem Rückgang der Renditen bietet diese Korrektur dann vielmehr die Möglichkeit, den Aktienanteil zu Lasten der Anleihequote aufzustocken. Hinzu kommt eine regionale Differenzierung, durch die Phasenverschiebung der Rezessions- und möglicherweise Zinszyklen in Europa und den USA. Unser Länderfavorit bleibt Japan, wo die Konjunktur robuster dasteht und strukturelle Argumente im Positiven überwiegen.

Spread-Puffer bei leichtem Anstieg der Aktienvolatilität

Modellwert = auf Basis der impliziten Aktienvolatilität VStoxx geschätzter Spread von EUR IG-Anleihen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aktuelle qualitative Asset Allokation

Renten übergewichtet, Liquidität untergewichtet

Assetklassen	--	-	0	+	++
Renten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Aktien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Rohstoffe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidität	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Immobilien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alt. Anlagen Sonstige	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Quelle: Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

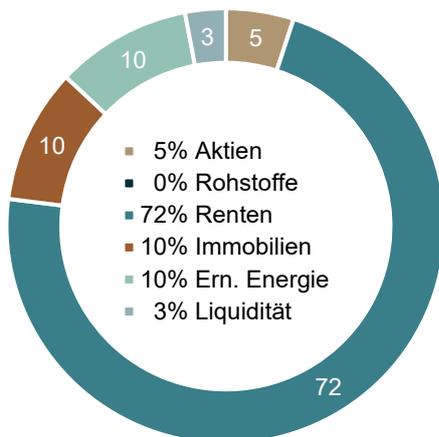
Die von unseren Volkswirten prognostizierte konjunkturelle Schwächephase sollte von den Finanzmärkten im vierten Quartal antizipiert werden und zu einem Renditerückgang sowie einer moderaten Korrektur am Aktienmarkt führen. Ein Portfolio ist dafür gewappnet, wenn Anleihen aktuell im Übergewicht gehalten werden. Die Schwächephase bei Aktien sollte dann für eine Erhöhung der aktuell neutralen Quote genutzt werden.



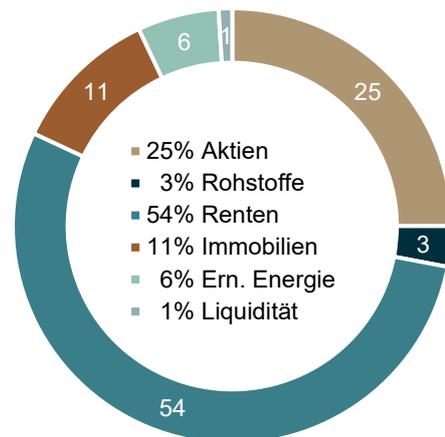
Musterallokation

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

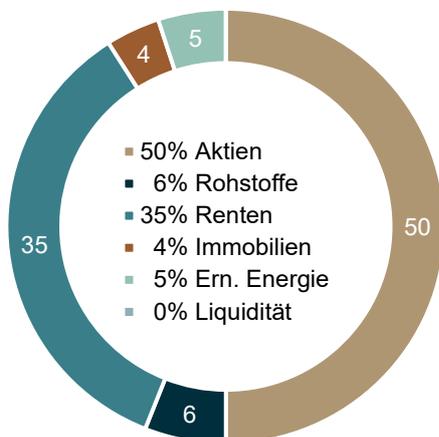
Stabilität



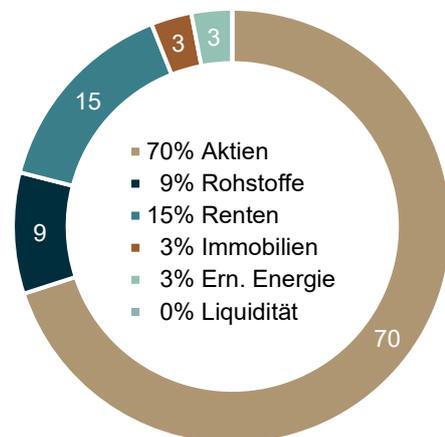
Einkommen



Wachstum



Chance





Interview

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Nathalie von Niederhäusern, BlackRock Private Equity Partners

Frau von Niederhäusern, ganz herzlichen Dank, dass wir uns heute mit Ihnen über Private Equity unterhalten dürfen. Vielleicht vorab eine Bitte: Wie erklären Sie Ihren Eltern, was Sie heute beruflich machen?

Das Prinzip ist einfach: Wir investieren in privat gehaltene Unternehmen, also Firmen, die nicht börsennotiert sind. Als Eigenkapitalgeber unterstützen wir diese Unternehmen nicht nur mit Kapital, sondern haben auch eine klare Investitionsthese. Wir unterstützen diese Firmen also dabei, ihren Unternehmenswert zu steigern. Dazu gibt es mehrere Möglichkeiten: es können etwa Prozesse optimiert werden, der Zukauf von anderen Firmen oder eine Expansion in neue Segmente oder Länder ermöglicht werden. Wir helfen dabei mit Eigenkapital, aber auch mit unserem Knowhow. Private Equity hat sich als attraktive Anlageklasse etabliert und ist seit Jahrzehnten ein Kernbestandteil in den Portfolios institutioneller Anleger.



Es geht also um Unternehmensbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen. Da sind wir doch gar nicht so weit von Aktien entfernt? Verläuft die Wertentwicklung von Private Equity grundsätzlich anders und was macht die Anlageklasse Private Equity so interessant?

Private Equity bietet attraktives Renditepotential, Stabilität und kann auch für Diversifikation im Portfolio sorgen. In den vergangenen Jahrzehnten hat die Anlageklasse eine starke absolute und relative Rendite erzielt. Denn gerade in

einem schwierigen Marktumfeld oder einer Rezession können wir als Manager aktiv eingreifen und das Unternehmen gezielt unterstützen, sowohl operativ als auch finanziell. Das alles kann zu einem Renditevorteil führen. Durch ihre langfristige Wachstumsstrategie können Privatmarktanlagen zudem Stabilität in das Portfolio bringen. Im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen, die den täglichen Schwankungen an der Börse ausgesetzt sind, werden Privatmarktanlagen fundamental bewertet und langfristig gehalten.

Und da Privatmarktanlagen Zugang zu Unternehmen ermöglichen, in die man über die Börse nicht investieren kann, bieten sie eine sehr gute Möglichkeit, Portfolios noch breiter zu diversifizieren. Was viele nicht wissen: Die Auswahl an nicht börsengehandelten Unternehmen ist deutlich größer als die, die an der Börse notiert sind. Und es werden immer mehr.

Wie bewerten und prüfen Sie Unternehmen und ihre Geschäftsmodelle?

Das ist in der Tat sehr wichtig, und wir gehen dabei äußerst sorgfältig vor. Wir besuchen die Firmen, führen Gespräche mit dem Management und analysieren die Geschäftsberichte. Außerdem schauen wir uns die Industrie und Wettbewerber an und sprechen mit Kunden, Lieferanten und aktuellen wie ehemaligen Mitarbeitern. Besonders kritisch prüfen wir die Investmentthese: Was haben wir über die Halteperiode vor, wie können wir zusammenarbeiten und das Management dabei unterstützen, den Wert zu steigern? Wir evaluieren auch den Preis, die angepeilte Finanzierung und die Konditionen der geplanten Transaktion. So eine Prüfung kann sich über einige Monate erstrecken.

Damit sind doch auch hohe Einschätzungsrisiken verbunden. Wie wappnen Sie sich dagegen?

Zunächst führen wir wie gesagt eine sehr umfassende Analyse durch und gehen dabei sehr selektiv vor. Jedes Jahr prüfen wir über 1.000 Transaktionen, von denen nur etwa vier Prozent in eine Investition münden. Ein spezialisiertes Team identifiziert die Risiken – in den Firmen selbst aber auch in deren Industrie. Zudem evaluieren wir jedes



Quartal die Entwicklung des jeweiligen Unternehmens gegen Ziele, die wir bereits zum Investitionszeitpunkt festgelegt haben. Klar ist aber: Trotz noch so detaillierter Prüfung und noch so robustem Risikomanagement kann man Fehl-investitionen nie ganz ausschließen, daher legen wir besonderen Wert auf die Streuung in unseren Portfolios.

Wo sehen Sie im aktuellen Marktumfeld interessante Investitionsmöglichkeiten?

Gute Möglichkeiten sehen wir in verschiedenen bewährten Private-Equity-Strategien, sowie auch in taktischen Opportunitäten. Bewährte Strategien beinhalten zum Beispiel Konsolidierungsstrategien, bei denen Firmen ihre Marktposition durch Zukäufe kleinerer Wettbewerber ausbauen. Eine andere Strategie: Große Konzerne gliedern immer wieder einzelne Geschäftsbereiche aus, die dann mit frischem Kapital und einem fokussierten Management aufgebaut werden. Ein weiterer Bereich: Familienunternehmen, die Finanzierung für weiteres Wachstum suchen oder bei denen eine Nachfolgeregelung ansteht. Im aktuellen Marktumfeld sehen wir außer diesen bewährten Strategien auch taktische Gelegenheiten. Etwa Beteiligungen, mit denen wir Unternehmen mit Liquiditätsgapen unterstützen. Oder Wachstumskapital für die langfristige Finanzierung hochwertiger und wachsender Unternehmen. Wir beobachten nämlich, dass Wachstumsunternehmen immer länger warten bis zum Börsengang. So verlagert sich ein größerer Teil der Wertschöpfung in den Privatmarkt. Insgesamt sehen wir günstigere Einstiegsbewertungen in vielen Bereichen.

Private Equity Investoren sind ja gewissermaßen Eigenkapitalgeber auf Zeit. Wie sieht das mit dem Betrachtungshorizont von Ihrer Seite beim Einstieg aus?

Wir schauen uns bereits bei der Prüfung von Investitionsmöglichkeiten an, welche Ausstiegsmöglichkeiten es später gibt: etwa den Verkauf an einen strategischen Käufer, an einen anderen Finanzinvestor oder auch den Börsengang. Bei den meisten Beteiligungen kalkulieren wir mit einer Haltdauer von vier bis sechs Jahren. Wir sehen uns also durchaus als langfristige Investoren.

Wie kann ich als Privatanleger in Private Equity investieren?

Die Europäische Union (EU) hat 2015 die ELTIF (European Long-Term Investment Funds) Verordnung eingeführt, Über diese Fonds können auch europäische Privatanleger unter anderem in Private Equity investieren. Als regulierte Fondsstruktur bieten ELTIFs Privatanlegern zusätzlichen Anlegerschutz. Für viele Privatanleger können ELTIFs potenziell

interessant sein, denn sie eröffnen ihnen erstmals Zugang zu Private Equity und damit zu einer attraktiven Anlageklasse, die lange Zeit vor allem institutionellen Investoren vorbehalten war.

Ganz herzlichen Dank Frau von Niederhäusern, für diese Einblicke in einen weniger bekannten, aber hochspannenden Bereich des Kapitalmarkts.

Kurz-Vita: Nathalie von Niederhäusern



Nathalie von Niederhäusern leitet das Europegeschäft von BlackRock Private Equity Partners. Frau von Niederhäusern verfügt über mehr als 25 Jahre Erfahrung in der Private Equity- und Corporate Finance-Branche. Sie begann ihre Karriere 1997 bei Zurich Financial Services, Schweiz, in der Abteilung

Mergers & Acquisitions mit Schwerpunkt auf dem Lebens- und Nichtlebensversicherungssektor. Im Jahr 1999 wechselte sie zu Swiss Re, Schweiz, wo sie sich auf die strategischen, langfristigen Investitionen des Unternehmens in der Versicherungsbranche konzentrierte. Ab 2001 arbeitete sie für die Abteilung Private Equity Fund of Funds von Swiss Re, wo sie für Investitionen in europäische und US-amerikanische Private-Equity-Fondsmanager verantwortlich war. Im Jahr 2005 wechselte sie nach New York, um die nordamerikanische Präsenz der Einheit aufzubauen. Bevor sie 2012 zu BlackRock Private Equity Partners kam, war Frau von Niederhäusern Leiterin Private Equity und Investment Monitoring und Mitglied des Investment Committee bei Swiss Re Private Equity Partners.

Frau von Niederhäusern hat einen Master-Abschluss in Betriebswirtschaftslehre der Universität Bern und ist CFA- und CAIA-Charterholder.

Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung

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

Auswirkung von Inflation

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

Darstellung von Wertentwicklungen

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

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

Abgeschlossen am 28. September 2023

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 Officer

