



COMMERZBANK

Group Research – Chief Investment Officer

Investment Perspektiven

3. Quartal 2023





Investment Perspektiven für das zweite Halbjahr

Gut abgesichert auf der Aktienwelle reiten



Thorsten Weinelt
Chefanlagestratege

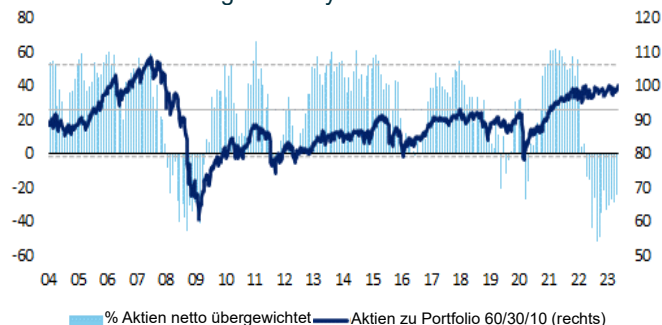
- Rückblick 1. Halbjahr: Aktienmärkte überraschen positiv!
- Konjunktur: Milde Rezession kommt, aber später.
- Geldpolitik: Zinsgipfel voraussichtlich im Juli!
- Anleihemärkte: Duration verlängern als Absicherung gegen schwächere Aktienmärkte
- Aktien: Zyklischer Gegenwind, aber Megatrends KI und Energiewende unterstützen
- Regionen: Japan attraktiver als Europa, USA neutral
- Branchen: IT und Kommunikationsdienste Übergewichten, Real Estate und Grundstoffe untergewichten
- Private Markets: PE und Energieinfrastruktur-Investments interessant

Rückblick 1. Halbjahr: Aktienmärkte erstaunlich robust!

Nach einem fulminanten Jahresauftakt trotzten die Aktienmärkte auch im zweiten Quartal allen Widrigkeiten und erklommen diesseits und jenseits des Atlantiks Höchststände. Dies überraschte um so mehr, nachdem wir im März noch mit einer veritablen US Regionalbankenkrise konfrontiert waren, die schließlich in eine schwere Vertrauenskrise bei der Credit Suisse und deren Übernahme durch die UBS mündete.

Bereits defensive Positionierung stützt den Aktienmarkt

BofA Portfolio Manager Survey



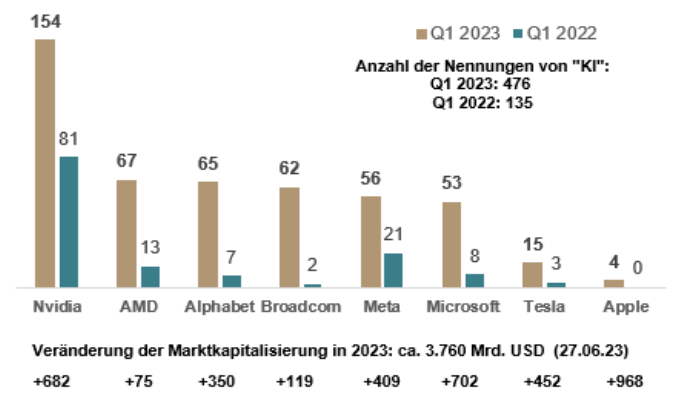
Quelle: BofA Fund Manager Survey; Portfolio 60 Aktien, 30 Anleihen, 10 Cash

Zudem entschlossen sich die Notenbanken, die Bankenkrise mit neuen Instrumenten erfolgreich anzugehen und erhöhten mit Blick auf die noch immer zu hohe Inflation weiter die Leit-zinsen. Auch zuletzt schwächere Konjunkturdaten aus China konnten die Leitbörsen bislang nicht beeindruckten. Ein

Grund für die Robustheit des Marktes dürfte in der bereits ausgeprägt defensiven Positionierung professioneller Investoren liegen. Diese hatten auf die „am meisten erwartete Rezession“ bereits zu Jahresende ihre Aktienquoten reduziert bzw. ihre Portfolios abgesichert und diese defensive Ausrichtung beibehalten. Abgaben konnten damit nicht erfolgen, Performancedruck baute sich im Gegenteil auf. Ein zweiter Grund ist die positive Berichtssaison der Unternehmen für das erste Quartal und die Ausblicke der Unternehmen, in der sich in der Breite noch keine merkliche Abschwächung der Gewinnentwicklung angedeutet hatte.

Neuer Megatrend „Künstliche Intelligenz“ sorgt für Kurs-sprünge bei den „Magischen Acht“ Tech Mega-Caps

Anzahl der Nennungen von „KI“ und artverwandten Begriffen während der Telefonkonferenzen zum März Berichtsquartal



Beispiel: Nvidia mit 154 Nennungen von KI während der Q1 2023 Telefonkonferenz, Quelle: Unternehmensangaben, Statista, Commerzbank-Research

Überlagert wurde die Situation an den Börsen durch den neuen Megatrend „Künstliche Intelligenz“, welcher insbesondere bei acht Tech Mega Caps zu erheblichen Kursgewinnen führte und deren Marktkapitalisierung um fast 3.800 Mrd. USD seit Jahresbeginn nach oben katapultierte (siehe Grafik oben). Obwohl das Thema KI nicht neu ist, hat der Markt insbesondere mit der Berichtssaison zum ersten Quartal begonnen, die *Opportunität* KI zu erfassen und die Chancen – schneller als die Risiken – bei den potenziellen Profiteuren



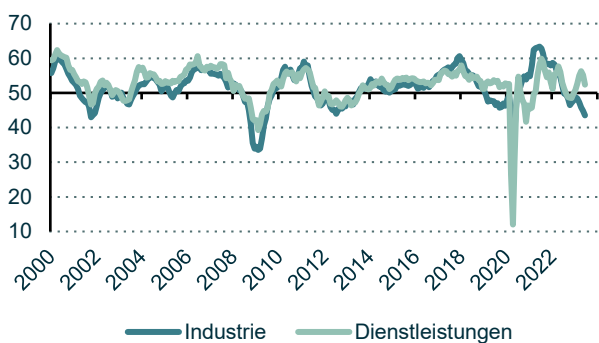
einzuweisen. Den sogenannten „Magischen Acht“, die alle bereits etablierte Marktführer mit sehr profitablen Geschäftsmodellen sind, wird am ehesten zugetraut mit ihrer Marktpositionierung KI-basierte Produkte und Services erfolgreich zu entwickeln, global zu vermarkten und damit ihren Wettbewerbsvorsprung weiter auszubauen. Wir analysieren die Chancen und Risiken des Megatrends „Künstliche Intelligenz“ auf der Seite 23.

Ausblick 2. Halbjahr: Anzeichen für eine spürbare Abschwächung der Konjunktur mehren sich

Nach 15 Monaten aggressiver geldpolitischer Straffung mehren sich die Anzeichen, dass sich die Leitzinserhöhungen um 5%-Punkte in den USA und 4%-Punkte im Euroraum zunehmend in der Realwirtschaft bemerkbar machen. Zunächst haben wir die Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe gesehen: Das Wachstum der Industrieproduktion und auch der Auftragseingänge ist seit einigen Monaten regelrecht eingebrochen. Von den Industrieunternehmen sind jetzt zunehmend Molltöne zu hören. Hatten sie im ersten Halbjahr noch vom Abbau des dicken Auftragspolsters gelebt, so zeichnet sich bei nunmehr schwächerer Auftragslage eine Wachstumsdelle im zweiten Halbjahr ab.

Dichotomie: Industrie bereits in der Rezession, Dienstleistungssektor (noch) stabil

Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum, Diffusionsindex



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

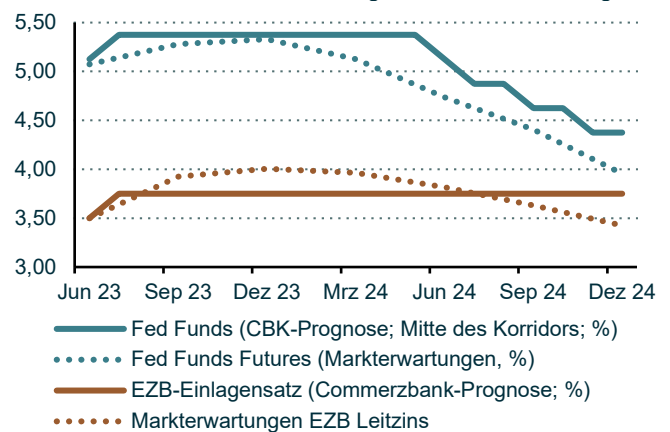
Am aktuellen Rand deuten die jüngsten Frühindikatoren zudem eine Abschwächung des bislang robusten Dienstleistungssektors an (siehe Grafik oben). Die Corona-Ersparnisse der privaten Haushalte sind zunehmend aufgebraucht, darüber hinaus belasten die deutlich höheren (Re-)Finanzierungskosten für Immobilien und der anhaltende Kaufkraftverlust durch die nach wie vor hohe Kerninflation. Insgesamt erwarten unsere Ökonomen eine milde Rezession im zweiten Halbjahr für den Euroraum und die USA. Stützend wirkt der Arbeitsmarkt, denn aufgrund des aktuellen Arbeitskräftemangels agieren die Unternehmen deutlich vorsichtiger als in vergleichbaren wirtschaftlichen Schwächephasen üblich.

Geldpolitik: Zinsgipfel im Juli

Sowohl die Fed als auch die EZB sehen nach den jüngsten Aussagen ihrer Notenbanker weiteren Handlungsbedarf bei der Inflationsbekämpfung und haben signalisiert, die Leitzinsen auf ihren Sitzungen im Juli um 0,25%-Punkte auf dann 5,25% bis 5,50% (Fed Funds) und 3,75% (EZB-Einlagensatz) anzuheben. Unsere Volkswirte gehen davon aus, dass beide Notenbanken im Juli diese erwarteten Schritte liefern werden, dann der Zinsgipfel erreicht ist und eine längere Zinspause folgt. Rückläufige Gesamtinflationen und die erwarteten schwächeren Konjunkturdaten dürften die Notenbanker dann überzeugen, dass der monetäre Impuls restriktiv genug ist, um auch die hartnäckig hohe Kerninflation nachhaltig in Richtung 2% zu drücken. Am Markt ist – vor allem bei der EZB – ein weiterer Zinsschritt eingepreist.

Zinsgipfel im Juli

Leitzinsen und Commerzbank-Prognose, Markterwartungen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Anleihemärkte: Rückgang der Renditen zum Jahresende erwartet. Positiven Diversifikationseffekt nutzen.

Für den Rentenmarkt dürfte es dabei unerheblich sein, ob wir den Zinsgipfel im Juli oder erst im September sehen werden. Seit März befindet sich der Rentenmarkt im Prinzip in einer volatilen Seitwärtsbewegung, die 10-jährige Bundrendite schwankt zwischen 2,10% und 2,55% und ist auch trotz der jüngst gestiegenen Zinserwartungen nicht aus dieser Spanne nach oben ausgebrochen. Aus unserer Sicht spricht vieles dafür, dass diese volatile Seitwärtsbewegung noch zumindest so lange anhält, bis der Zinsgipfel erreicht ist bzw. der Abwärtstrend der Konjunktur deutlicher wird. Spätestens im Herbst dürfte dann ein nachhaltiger Renditerückgang einsetzen und insbesondere längeren Laufzeiten attraktive Kursgewinne ermöglichen. Schon die laufende Verzinsung ist mit rund 2,3% für 10-jährige Bundesanleihen und im Schnitt gut über 4% für mindestens BBB-geratete Unternehmensanleihen auskömmlich. Zu der laufenden Rendite kommen dann ggf. Kursgewinne wie die Simulation im Abschnitt Anleihen



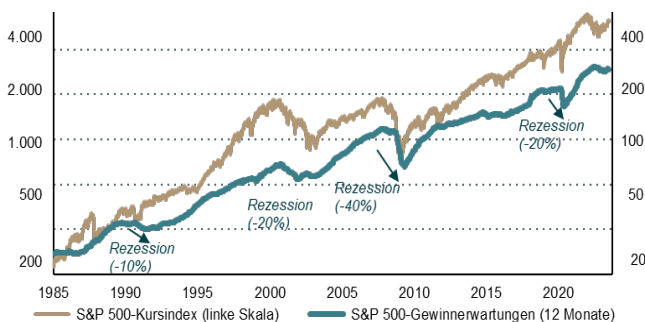
auf Seite 9 zeigt. Der von uns erwartete Renditerückgang um 50 Bp würde auf Sicht von einem Jahr bei einer 10-jährigen deutschen Staatsanleihe eine Gesamtperformance von knapp 7% bedeuten.

Aktienmärkte aktuell neutral gewichten, Rückschläge nutzen, um Aktienexposure aufzubauen!

Für die Aktienmärkte bedeutet die von uns erwartete spürbare konjunkturelle Abschwächung, dass wir mit einer volatileren Marktphase rechnen müssen. Zum einen dürften Unternehmen vor allem aus den zyklischen Sektoren zunehmend mit Gewinnwarnungen die Börsen negativ überraschen wie zuletzt Lanxess im Chemiesektor. Der von unseren Ökonomen erwartete Rückgang in der Gesamtinflation und – in geringerem Ausmaß – der Kerninflation impliziert, dass die Preissetzungsmacht der Unternehmen in einem rezessiven Umfeld abnimmt und Preiserhöhungsspielräume schwinden. Gleichzeitig steigen die Lohnkosten vor dem Hintergrund des Arbeitskräftemangels in den entwickelten Volkswirtschaften auf beiden Seiten des Atlantiks, so dass sich ein spürbarer Rückgang der Margen sowie rückläufige Gewinne kaum mehr vermeiden lassen. Allerdings erwarten wir keinen Gewinneinbruch wie in den Rezessionen der Corona-Pandemie und während der globalen Finanzmarktkrise, so dass sich Rückschläge an den Aktienmärkten bei einer milden Rezession im Bereich von in etwa 10% abspielen sollten.

Rückläufige Gewinne, aber kein Gewinneinbruch

S&P 500 Kursindex und Gewinnerwartungen (12 Monate)



Quelle: Refinitiv-Datastream, Factset

Eine dafür angesagte Defensivierung des Aktienportfolios empfehlen wir über eine Übergewichtung der IT-Branche und der Branche Kommunikationsdienste abzubilden, die von der Euphorie bezüglich des jüngst gestarteten disruptiven Technologietrends der Künstlichen Intelligenz profitieren. Darüber hinaus sollten sinkende Anleiherenditen im zweiten Halbjahr die Kursentwicklung im traditionell höher bewerteten Technologiesektor unterstützen.

Auch erwarten wir, dass die Tech Mega-Caps aufgrund ihrer dominanten Marktposition die Margen in einer konjunkturellen Schwächephase weitgehend stabil werden halten können.

Auf regionaler Ebene haben wir den japanischen Aktienmarkt hochgestuft zu Lasten des europäischen Marktes. Japan hat sich aus der Deflationsspirale befreit, das Wachstum ist zurück, die Bewertung ist trotz der jüngsten Kurssteigerungen nicht ambitioniert und die Unternehmen sind deutlich aktionärsfreundlicher geworden (siehe Aktien Japan Seite 15). In den Emerging Markets haben wir Brasilien hochgestuft (siehe Aktien Emerging Markets Seite 16).

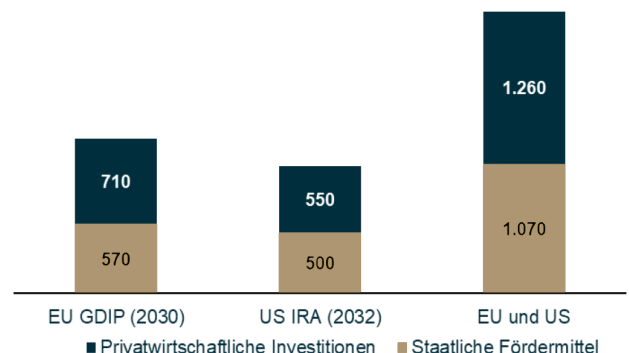
Megatrend „Energiewende“ befeuert durch staatliche Förderprogramme der EU und der USA

Rund 1.070 Mrd. Euro an US- und EU-Fördermittel beschleunigen die grüne Transformation und sollen gleichzeitig die Abhängigkeit von Drittländern (China) bis 2030 bzw. 32 reduzieren. Unseren Berechnungen zufolge aktivieren die staatlichen Förderprogramme zusätzlich ca. EUR 1.260 Mrd an privaten Investitionen (siehe Insight vom 15.06.2023, „Die Profiteure des grünen Geldregens“). Wir erwarten einen zusätzlichen Impuls und einen Wachstumsschub sowohl in den USA (0,5% des BIP auf neun Jahre) wie auch in der EU (1,1% des BIP auf sieben Jahre) und sehen die Profiteure auf Unternehmensseite speziell in den Kategorien Energieerzeugung/-systeme, Industrie/Infrastruktur und Gebäude/Haushalte.

Unterstützung durch Megatrend Energiewende

EU/US-Fördermittel von ca. 1.070 Mrd. Euro aktivieren ca. 1.260 Mrd. Euro privatwirtschaftliche Investitionen

1.280 Mrd. EUR + 1.050 Mrd. EUR = 2.330 Mrd. EUR



Quelle: EU, US CBO, Credit Suisse, Commerzbank-Research Berechnungen



Meine Empfehlung für Sie

Der allseits erwartete konjunkturelle Abschwung nimmt langsam Gestalt an. Frühindikatoren wie die Einkaufsmangerindizes sowie monetäre Indikatoren deuten auf gestiegene Rezessionsrisiken. Wir erwarten allerdings nur eine milde Rezession und keinen Einbruch. Ein voraussichtlich volatileres Umfeld im zweiten Halbjahr würden wir daher nutzen, um Aktienexposure aufzubauen.

Denn der zyklische Gegenwind wird durch die Megatrends Künstliche Intelligenz und Energiewende abgeschwächt. Von daher ist es unserer Ansicht nach die beste Strategie, in Aktien investiert zu bleiben und potenzielle Rückschläge zum Zukauf zu nutzen. Wir empfehlen den Fokus auf die Profiteure der Megatrends KI und Energiewende zu legen. Auf regionaler Ebene würden wir nach jahrzehntelanger Pause den japanischen Aktienmarkt wieder übergewichten bzw. als Beimischung hinzufügen, da die japanische Wirtschaft sich nachhaltig aus der Deflation befreit hat, die Unternehmensgewinne wachsen, die Bewertung immer noch moderat ist und der Yen nach einer starken Abwärtsbewegung Aufwärtspotenzial hat.

Auf der Anleienseite bevorzugen wir längere Laufzeiten und investieren in Staats- und Unternehmensanleihen mit guter Bonität als Absicherung gegen eine schwächelnde Konjunktur und temporär fallende Aktienkurse. Selbst wenn ein „Soft-landing“ der Konjunktur gelingt und der erwartete Renditerückgang ausbleibt, ist die laufende Verzinsung mittlerweile attraktiv.

Private Markets: Infrastruktur-Assets profitieren insbesondere vom grünen Geldregen der Förderprogramme. Für Private Equity ist eine konjunkturelle Schwächephase ein idealer Einstiegszeitpunkt, weil die Bewertungen sinken und das Risiko in den Transaktionen durch einen geringeren Kredithebel reduziert wird. Selektive Immobilien-Investments zur Portfoliodiversifikation sind sinnvoll: Ein interessanter Bereich ist das Thema „Datacenter“ Immobilien, weil diese vom KI-Boom profitieren.

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 checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kommunikationsdienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verbrauchsgüter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Versorger	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Grundstoffe	<input type="checkbox"/>	<input 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"/>
Nachranganleihen	<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 Eurosicht	--	-	0	+	++
USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
GBP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
NOK	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input 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

Industrieländer vor der Rezession

Dr. Ralph Solveen, stv. Leiter Economic Research

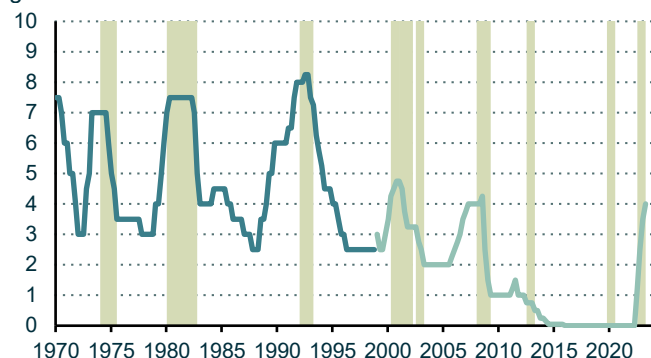
- Wegen der massiven Straffung der Geldpolitik wird die Wirtschaft in den westlichen Industrieländern in der zweiten Jahreshälfte schrumpfen.
- Die Inflation wird weiter fallen, aber wegen des starken Lohnauftriebs deutlich über dem Ziel der Notenbanken von 2% verharren.
- Notenbanken sind nahe am Zinsgipfel; geringe (Fed) oder gar keine Zinssenkungen (EZB) im kommenden Jahr.

Rezession im zweiten Halbjahr ...

Fallende Inflationsraten, wieder funktionierende Lieferketten und eine Belebung der chinesischen Wirtschaft nach dem Ende der dortigen Null-Covid-Politik: Viele hoffen für das zweite Halbjahr auf eine Belebung der Konjunktur in Deutschland und im Euroraum. Wir sind skeptisch. Denn der Schub von diesen Faktoren wird wohl kleiner sein als häufig unterstellt. So haben die Regierungen in vielen Ländern einen großen Teil der Belastung durch die steigenden Energiepreise aufgefangen. Die Belastungen für Unternehmen und private Haushalte waren also deutlich kleiner als ein Blick auf die Importrechnung für Energie vermuten lässt. Folglich wird nun auch die Entlastung geringer sein, da parallel zu den fallenden Preisen auch die Unterstützungsmaßnahmen der Staaten auslaufen.

Deutschland – Kein Zinserhöhungszyklus ohne Rezession

Diskontsatz der Bundesbank (bis 1998) und Hauptrefinanzierungssatz der EZB (ab 1999), in Prozent, Markierungen zeigen Rezessionen



Quelle: Bundesbank, Commerzbank-Research

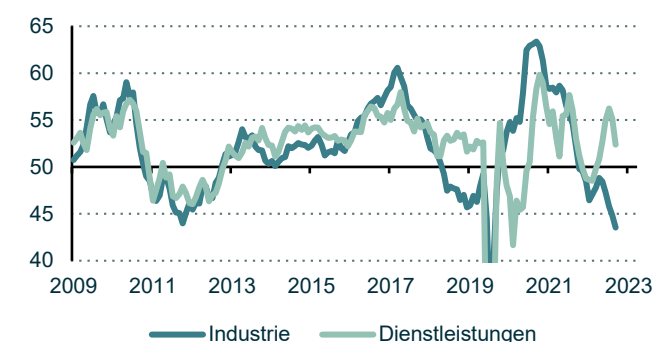
Auch die Hoffnung auf einen Nachfrageschub aus China dürfte enttäuscht werden; denn die dortige Wirtschaft wird noch lange unter den Folgen der geplatzten Immobilienblase leiden. So ist die Wirtschaft in China im ersten Quartal nach dem Ende der Corona-Maßnahmen zwar recht kräftig gewachsen. Die letzten Konjunkturzahlen deuten aber darauf hin, dass der Schwung schon wieder deutlich nachgelassen hat, und die Stimmungsindikatoren gerade für die Industrie machen auch keine Hoffnung auf eine schnelle Belebung.

... wegen massiver Zinserhöhungen der Notenbanken

Somit werden diese Faktoren kaum ausreichen, um die massive Straffung der Geldpolitik auszugleichen. In den vergangenen 12 Monaten hat die EZB ihre Zinsen um 400 Basispunkte erhöht. In der Vergangenheit folgte in Deutschland jeder spürbaren Straffung der Geldpolitik eine Rezession (Grafik unten links). In den meisten Fällen galt dies auch für den Euroraum und die USA. Erschwerend kommt dieses Mal hinzu, dass fast alle Zentralbanken in den westlichen Industrieländern ihre Zinsen gleichzeitig kräftig erhöht haben, also nicht nur die Inlandsnachfrage, sondern auch die Nachfrage aus dem Ausland von der Geldpolitik deutlich gebremst wird. Darum gehen wir davon aus, dass in der zweiten Jahreshälfte die Wirtschaft in Deutschland und im Euroraum erneut schrumpfen wird, worauf auch die Einkaufsmanagerindizes deuten. Insbesondere für die Industrie signalisieren sie eine sehr schwache Entwicklung, und der Dienstleistungssektor scheint sich diesem Abwärtsdruck nicht länger entziehen zu können (Grafik unten).

Euroraum – Schlechtere Stimmung bei Unternehmen

Einkaufsmanagerindizes, saisonbereinigte Monatswerte



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research



... auch in den USA

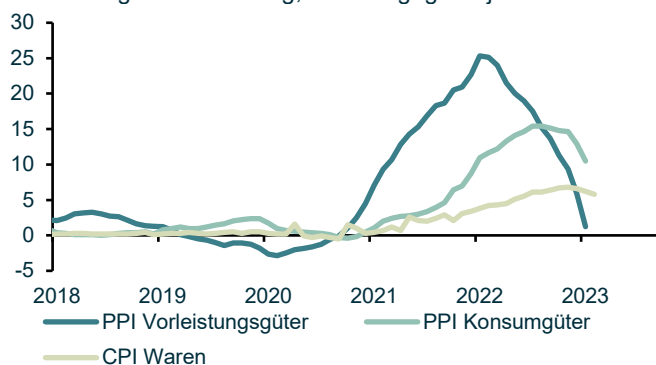
Auch in den USA rechnen wir mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung. Schließlich hat auch hier die Notenbank die Zinsen massiv angehoben, was sich mit der üblichen Verzögerung von einem guten Jahr in der Realwirtschaft bemerkbar machen dürfte.

Inflationsrate fällt, ...

Gleichzeitig dürften die Inflationsraten im Euroraum und in den USA ihren Abwärtstrend fortsetzen. So fallen der starke Anstieg der Energie- und Nahrungspreise im vergangenen Jahr nach und nach aus dem Vorjahresvergleich heraus. Aber auch die unterliegende Teuerung dürfte allmählich nachlassen, da der Kostenschub bei Rohstoffen und Vorprodukten zum größten Teil erfolgt ist. So sind im Euroraum die Produzentenpreise – also die Preise ab Werk – von Vorprodukten seit dem vergangenen Sommer nicht mehr gestiegen, so dass der Vorjahresvergleich im Mai nur noch leicht über der Nulllinie lag. Auch die Preise von Konsumgütern scheinen sich nun stabilisiert zu haben, so dass auch bei ihnen die Vorjahresrate zuletzt deutlich gefallen ist. Folglich dürften auch die Verbraucherpreise in den kommenden Monaten deutlich langsamer zulegen, wie folgende Grafik zeigt.

Euroraum – Schub bei Materialkosten nimmt ab

Produzentenpreise (PPI) von Vorleistungsgütern und Konsumgütern und Verbraucherpreise (CPI) von Konsumgütern ohne Energie und Nahrung, Veränder. geg. Vorjahr in Prozent



Quelle: S&P Global, Commerzbank-Research

... aber Kernrate bleibt deutlich über 2%

Allerdings hat mit den deutlich anziehenden Löhnen der nächste Kostenschub bereits eingesetzt (Grafik rechts), und dieser wird angesichts der hohen Auslastung der Arbeitsmärkte auch einige Zeit anhalten. Darum dürfte auch die Kernsteigerungsrate auf absehbare Zeit über 2% bleiben.

Notenbanken nahe am Zinsgipfel, ...

Angesichts schwächerer Konjunkturdaten und fallender Inflationsraten dürften die Notenbanken ihre Zinserhöhungen bald beenden. Wir rechnen sowohl für die Fed als auch die

EZB noch mit einem weiteren Schritt, wobei das Risiko wohl eher in einer etwas stärkeren Straffung der Geldpolitik liegt. Spätestens im Herbst dürfte das Ende des Zinserhöhungszyklus aber erreicht sein.

... aber keine durchgreifende geldpolitische Wende im Jahr 2024, ...

Wegen der voraussichtlich hartnäckig hohen Kerninflation dürften die Notenbanken allerdings – anders als in früheren Rezessionen – im kommenden Jahr ihre Leitzinsen nicht massiv senken. Denn es dürfte sich mit der unerwünscht hohen Kerninflation mehr und mehr zeigen, dass die Inflationsziele der Notenbanken noch weit entfernt sind. So gehen wir davon aus, dass die EZB die Zinsen im kommenden Jahr stabil halten wird. Die Fed mag zwar ihren Leitzins etwas nach unten korrigieren – wir erwarten insgesamt Zinssenkungen in einem Umfang von 100 Basispunkten – aber auch dies wäre keine durchgreifende geldpolitische Wende wie bei früheren Rezessionen.

... was gegen eine spürbare Erholung der Konjunktur spricht

Damit sind aber auch für das kommende Jahr die Aussichten auf eine spürbare Erholung der Konjunktur eher gering. Denn ein Aufschwung wird zumeist dadurch ausgelöst, dass die Geldpolitik – und in vielen Fällen auch die Finanzpolitik – in einer Rezession massiv gelockert werden und somit die Nachfrage kräftig anschieben. Dieser Schub wird dieses Mal aber deutlich schwächer sein oder sogar ganz ausfallen. Folglich gehen wir davon aus, dass die Wirtschaft in Deutschland und im Euroraum sich zwar im Frühling des kommenden Jahres stabilisieren, danach aber nur sehr verhalten wachsen wird. In den USA mögen die Pluszeichen im zweiten Halbjahr etwas höher ausfallen. Ein kräftiger Aufschwung ist aber auch dort nicht zu erwarten.

Euroraum – Löhne ziehen kräftig an

Tariflohnindex der EZB, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: EZB, Commerzbank-Research



Anleihen

Attraktive Performancechancen für Staatsanleihen

Martin Hartmann, *Seniolexperte Anleihen und Währungen*

- Fed und EZB signalisieren weiter Zinserhöhungen
- Leitzinsgipfel aber bald erreicht
- Längere Laufzeiten präferiert

Fed und EZB überraschen in der Juni-Sitzung

Die US-Notenbank Fed und die EZB überraschten auf den Sitzungen im Juni mit dem Signal weiterer Zinserhöhungen. Wie erwartet, beließ die Fed ihren Leitzinskorridor zwar unverändert bei 5% bis 5,25%. Allerdings deuten die neuen Zinsprojektionen der Fed-Mitglieder (Dot Plot) für dieses Jahr einen mit 5,6% um 50 Basispunkte höheren Leitzinsgipfel an als noch im März. Für nächstes Jahr sehen die Projektionen wie bisher Zinssenkungen um 100 Bp. vor. Die EZB hob wie allgemein erwartet ihre Leitzinsen im Juni um 25 Bp. an, der EZB-Einlagensatz liegt jetzt bei 3,5%. Überrascht hatte aber Präsidentin Lagarde mit der Ankündigung einer weiteren Zinserhöhung im Juli. Sie betonte, dass die EZB noch einiges zu tun hätte. Offen ließ Lagarde jedoch, wie es nach der Sommerpause weitergehen wird. Wir gehen davon aus, dass nach je einem weiteren Schritt die Fed bei einem Leitzinskorridor von 5,25% bis 5,5% und die EZB bei einem Einlagensatz von 3,75% im Juli ihre Leitzinsgipfel erreichen werden. Auch die Bank von England (BoE) überraschte mit einem Zinsschritt von 50 Bp. statt 25 Bp auf 5% und dürfte den Leitzins aufgrund der hohen Inflation weiter straffen. Dagegen bleibt die japanische Zentralbank bislang bei ihrer lockeren Geldpolitik.

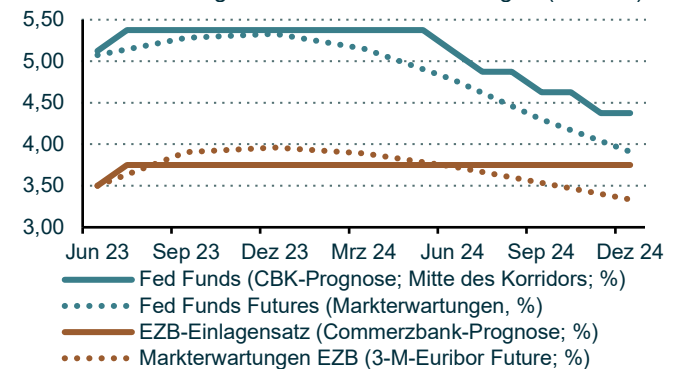
Rentenmärkte vor deutlicher Entspannung

Mit dem vorläufigen Ende der Zinserhöhungen dürfte der Druck aus den Staatsanleihen allmählich weichen und die Staatsanleiherenditen in der zweiten Jahreshälfte sukzessive zurückgehen. Der weitere Rückgang der Inflationsraten und der Kerninflationsraten sowie die erwartete Rezession in den USA und dem Euroraum spricht dafür. Zudem dürften die rückläufige Kreditvergabe im Finanzbereich die Notenbanken von weiteren Zinserhöhungen über den Juli hinaus abhalten. Aufgrund der erwarteten Rezession in den USA rechnen die Marktteilnehmer zudem mit kräftigen Zinssenkungen der Fed von 150 Bp. im nächsten Jahr. Wir erwarten jedoch wegen der weiterhin hohen Inflation allenfalls Lockerungen um 100 Bp. Für die EZB und BoE werden Zinssenkungen in deutlich geringerem Ausmaß für das nächste Jahr eingepreist. Anders

als die Markterwartungen gehen wir für die EZB im nächsten Jahr aber noch nicht von Zinssenkungen aus.

Leitzinserwartungen EZB und Fed

Commerzbank-Prognosen und Markterwartungen (Futures)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Bilanzverkürzung bremst Renditerückgang nur wenig

Nicht nur die hartnäckig hohe Inflation, sondern auch die zurückgehende Nachfrage der Notenbanken an Staatsanleihen, dürften den Renditerückgang bremsen. Denn die EZB plant ab Juli in ihrem Anleihekaufprogramm APP (aktuell ca. 3,2 Bio. Euro Bestand) keine Wiederanlagen mehr vorzunehmen. Damit geht die Bilanz der EZB um rund 25 Mrd. Euro pro Monat zurück. Bis Juli wurde die Nachfrage nur um 15 Mrd. Euro reduziert. Der zusätzliche Effekt dürfte also gering sein, doch wird die EZB das Tempo erhöhen müssen, wenn der Bilanzabbau nicht zu lange dauern soll. Die Bestände des Corona-Kaufprogramms PEPP (ca. 1,7 Bio. Euro) will die EZB noch bis Ende 2024 unverändert lassen und auslaufende Anleihen reinvestieren. Ein stärkerer Effekt ist von der Bilanzverkürzung erst zu erwarten, wenn Anleihen von der Notenbank aktiv verkauft werden. Durch die Bilanzverkürzung steigen die Risiken für die Peripherieanleihen. Bisher hat sich die EZB beim Bilanzabbau auf deutsche und französische Staatsanleihen fokussiert und dadurch die Peripherie unterstützt. Wahrscheinlich ist ein guter Teil der kräftigen Spreadeinengung in den letzten Monaten darauf zurückzuführen. Durch die Einstellung der Reinvestitionen im APP ab Juli geht diese Flexibilität ein Stück weit verloren.

Renditeausblick und Strategie

Die Renditen erstklassiger Staatsanleihen sind massiv angestiegen. So stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von minus 0,20% Anfang 2022 auf rund 2,50% Ende Juni 2023.

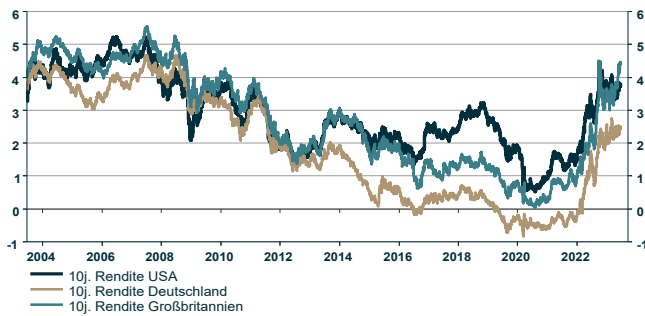


Die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen erhöhte sich noch stärker um 370 Bp. auf zuletzt rund 3,10%.

Wir gehen zwar davon aus, dass die Renditen in den nächsten Monaten zurückgehen. Da wir aber keine Zinssenkungen von der EZB im nächsten Jahr erwarten, ist der Spielraum für den Rückgang begrenzt. Wir rechnen mit einer Verringerung der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen um 60 Bp. auf unter 2,00%. Im kurzen Laufzeitenbereich ist eine Abnahme in ähnlicher Größenordnung wahrscheinlich.

Kräftiger globaler Renditeanstieg

Renditen sind wieder attraktiv geworden



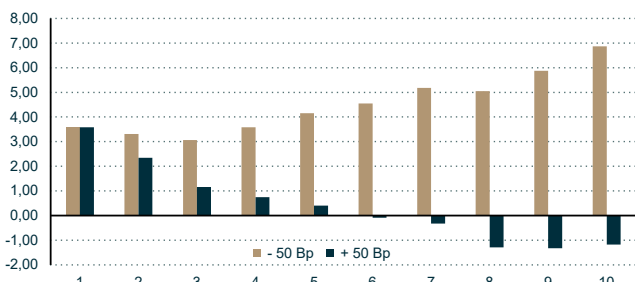
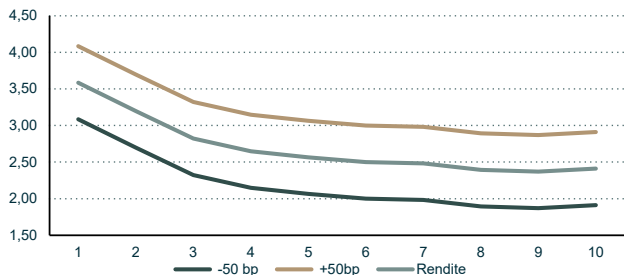
Quelle: Refinitiv Datastream, Commerzbank-Research

Performanceerwartungen und Laufzeitauswahl

Mit Hilfe einer sogenannten Horizontanalyse kann man die mögliche Performance abschätzen. Dabei unterstellen wir eine Senkung der Renditekurve um 50 Bp. und eine Anhebung um 50 Bp. Die daraus errechnete Performance zeigt die untere Grafik.

Performance-Horizontanalyse

Verschiebung der Renditekurve deutscher Bundesanleihen in Jahren um +/- 50 Bp. (oben) und die daraus resultierende Performance in 12 Monaten (unten)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Im längeren Laufzeitenbereich lässt sich im Falle eines Renditerückgangs die höchste Performance mit rund 7% erreichen. Da die Renditekurve für Bundesanleihen invers ist, also die Kurzfristrenditen höher sind als die Langfristrenditen, sind auch kurze Anlagen mit einer zu erwartenden Performance von 3% bis 4% attraktiv. Wir präferieren den längeren Laufzeitenbereich ab 6 Jahren, stufen aber auch kurze Laufzeiten aufgrund des Renditeniveaus (2-jährige über 3%) als attraktiv ein. Dies gilt für erstklassige Staatsanleihen im Euro-Raum. Am stärksten dürfte der Renditerückgang bei den guten Bonitäten ausfallen. Es bestehen aber auch Risiken, dass die Notenbanken ihre Leitzinsen weiter als prognostiziert erhöhen müssen und die Inflation langsamer als erwartet zurückgeht. Das deutlich höhere Renditeniveau dürfte die Verluste aber begrenzen.

Emerging Markets weiter interessant

Der Einkaufsmangerindex für das verarbeitende Gewerbe der Emerging Markets lag zuletzt wieder über 50 Punkte und stieg im Dienstleistungsbereich kräftig an. Vor allem das Ende des Covid-Lockdowns in China hat die Wachstumserwartungen erhöht. Für China rechnen wir mit einem Wachstum von 5,8% in diesem Jahr. In anderen Regionen dürfte sich das Wachstum etwas abschwächen, aber keine Rezession bevorstehen. Der IWF geht in seiner Prognose von einem Wachstumsunterschied von 3 Prozentpunkten zwischen Industrie- und Schwellenländern aus. Wir rechnen damit, dass sich die Spreads von Emerging-Markets Fremdwährungsanleihen (in USD und EUR) weiter einengen. Die Emerging Markets profitieren vom höheren Wachstum und rückläufigem Inflationsdruck. Allerdings bestehen Risiken, da die Schuldenniveaus deutlich gestiegen sind. Wir sehen dennoch Erholungschancen für EM-Fremdwährungsanleihen, weil der Zinsserhöhungszyklus der Notenbanken global zu Ende gehen dürfte und sich der US-Dollar, wenn auch begrenzt, abschwächen dürfte.

Meine Empfehlung für Sie

Wir rechnen damit, dass die Leitzinsgipfel der Notenbanken bald erreicht sind und die Renditen erstklassiger Staatsanleihen in der zweiten Jahreshälfte zurückgehen. Wir präferieren deshalb den längeren Laufzeitenbereich und haben das Votum für Bundesemissionen und Staatsanleihen Industriestaaten von neutral auf überwogen angehoben. Da weiterhin Risiken für Euro-Peripherie-Anleihen insbesondere im Zuge der Bilanzverkürzung der EZB bestehen und die Spreads deutlich gesunken sind, raten wir weiterhin von Investitionen in die Peripherie ab.



Währungen

Der US-Dollar vor Abschwächung

Martin Hartmann, Seniorexperte Anleihen und Währungen

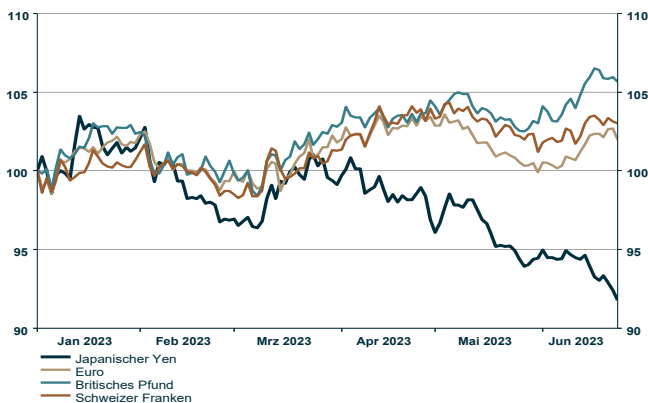
- US-Dollar wegen Zinssenkungserwartungen schwächer
- Perspektivisch Erholung des japanischen Yens
- Britisches Pfund von Zinsspekulationen unterstützt

US-Dollar verliert Unterstützung

Im Fokus der Währungsentwicklung steht immer der US-Dollar. In den letzten Wochen erfuhr er Unterstützung, weil der Markt die erwarteten Zinssenkungen wieder auspreiste. Jetzt signalisiert die Fed noch zwei weitere Zinserhöhungen, wobei die Mehrheit der Marktteilnehmer nur von einer ausgeht. Die EZB gibt sich relativ falkenhaft und kündigte für Juli eine weitere Zinsstraffung an. Für die weitere Entwicklung spielen aber vor allem die Aussichten für nächstes Jahr eine Rolle.

Währungsentwicklungen ggü. US-Dollar

Japanischer Yen mit Abstand am schwächsten



Quelle: Refinitiv Datastream, Commerzbank-Research

Wir erwarten, dass die Fed im Zuge der sich abkühlenden US-Wirtschaft im kommenden Jahr ihren Leitzins wieder senken wird. Sie selbst geht von Lockerungen in Höhe von 100 Bp. aus, was auch unseren Erwartungen entspricht. Die Marktteilnehmer preisen noch deutlich stärkere Senkungen ein. Gleichzeitig dürfte die EZB an dem im Juli erreichten Leitzinsniveau festhalten, obwohl die Inflation rückläufig ist und auch der Gegenwind für die Konjunktur im Euroraum zunimmt. Damit positioniert sich die EZB relativ zur Fed deutlich falkenhafter, wovon der Euro profitieren dürfte. Der Renditevorteil von US-Treasuries ggü. Bundesanleihen hat sich schon deutlich abgebaut. Wir gehen davon aus, dass die Dollarschwäche in den nächsten Wochen einsetzen dürfte, möglicherweise sogar noch vor Erreichen der Leitzinsgipfel.

Wir halten eine Erholung des Euro von aktuell 1,09 auf 1,15 US-Dollar in den nächsten Monaten für realistisch.

Erholung des Yen in den nächsten Monaten

Obwohl die Verbraucherpreise auch in Japan gestiegen sind, hält die japanische Notenbank (BoJ) an ihrer ultraexpansiven Geldpolitik fest. Die Inflationsrate ist auf 3,2% gestiegen, die Kernrate auf 4,3%. Die BoJ rechnet damit, dass die Inflationsrate wahrscheinlich im Herbst zurückgeht. Von einem Kurswechsel der BoJ – trotz des Wechsels an der Notenbankspitze – ist noch wenig zu spüren. Der Yen gab seit Jahresbeginn um 9,5% ggü. dem Euro nach. Vom japanischen Finanzministerium gibt es erste verbale Interventionen und am Markt wird über Devisenmarktinterventionen spekuliert. Wir rechnen damit, dass sich der Yen in der zweiten Jahreshälfte erholen dürfte. Selbst ohne Agieren der BoJ dürfte der Renditevorteil von USD und Euro zurückgehen. Dafür sprechen die erwarteten rückläufigen Renditen in den USA und im Euroraum. Die Geldpolitik Japans kann kaum expansiver werden und die Renditen Japans kaum mehr zurückgehen.

Britisches Pfund noch gut unterstützt

Die Zinsspekulationen für die Bank of England unterstützen das britische Pfund. Aufgrund der hohen Inflation werden noch Zinserhöhungen auf fast 6% eingepreist; der Leitzins liegt schon bei 5,0%. Im Mai verharrte die Inflationsrate bei 8,7% und ist nicht wie erwartet zurückgegangen. Die Kernrate stieg dabei von 6,8% auf 7,1%, den höchsten Stand seit 30 Jahren. Zu Buche schlägt der hohe Lohnanstieg über 7%. Wir halten die eingepreisten Zinserhöhungen jedoch für übertrieben. Nach der Aufwertung des Pfunds von 3,6% ggü. dem Euro und 5,4% ggü. dem US-Dollar seit Jahresbeginn ist das weitere Aufwertungspotenzial deutlich geschrumpft. Wir bleiben daher beim Votum neutral.

Meine Empfehlung für Sie

Der US-Dollar dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte abschwächen. Die andauernden Zinssenkungsspekulationen bezüglich der Fed dürften den Dollar belasten, der Renditevorteil im USD zum Euro weiter zurückgehen. Der japanische Yen kann sich dagegen erholen, wenn der Renditevorteil zurückgeht. Das Pfund hat nur noch wenig Aufwertungspotenzial.



Unternehmensanleihen

Renditen von Unternehmensanleihen immer attraktiver

Burkhard Fehling, Seniorexperte Anleihen

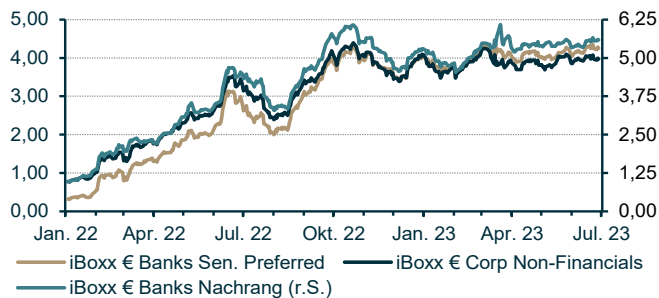
- Renditen teilweise über 4% ...
- ... aber Risikoaufschläge häufig recht niedrig
- Bankenanleihen rentieren höher als Non-Financials

Endlich wieder ordentliche Renditen!

Investitionen in Unternehmensanleihen lohnen sich wieder. Mit Bankenanleihen (Financials) der Haftungsklasse „Senior Preferred“ lässt sich aktuell im Durchschnitt 4,25% laufende Verzinsung generieren. Zum Jahresbeginn 2022 lag die Rendite dieser Papiere noch fast 4%-Punkte niedriger. Non-Financials, dies sind Anleihen von Industrieunternehmen, bieten dem Anleger derzeit eine Rendite von rund 4%.

Renditen von Bankenanleihen höher als Non-Financials

Anleiherenditen in Prozent



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

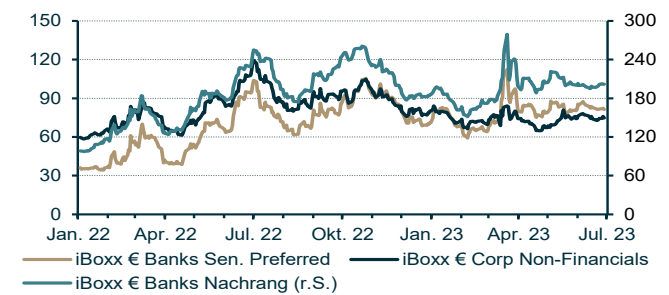
Viele Neuemissionen – aber auch hohe Nachfrage

Das Jahr 2023 scheint ein Rekordemissionsjahr von Unternehmensanleihen zu werden. Schon im Juni haben allein die Non-Financials die 200 Mrd. Euro Marke übersprungen, so dass bis zu diesem Zeitpunkt bereits 73% des gesamten Vorjahresvolumens erreicht wurde. Der Anteil von Investment-grade-Adressen ist dabei leicht zurückgegangen, da der Markt für Unternehmen aus dem Non-Investmentgrade (dies sind die Ratingklassen schlechter als „BBB“) wieder besser als im Vorjahr lief. Der Volumenanteil von Hochzinsanleihen (High-Yield-Bonds) erhöhte sich von 7,5% (2022) auf 11,4%. Auf den ersten Blick ist dies eine gute Nachricht. Allerdings bleibt zu beachten, dass noch immer viele Emittenten ihre Anleihen explizit nicht für den Privatanleger („Kunde mit höchstem Schutzniveau“) begeben. Bisweilen statten sie ihre Anleihen auch mit Kündigungsoptionen aus (der sogenannten „Make-whole-Klausel“), weshalb die Anleihen für den

Privatkunden aus regulatorischen Gründen nicht erwerbbar sind. Damit schrumpft das zuvor erfreulich hohe Angebot zusammen. Bei bekannten Namen ist mitunter die Nachfrage so groß, dass nur wenige Tage nach der Begebung der Anleihe diese nur sehr teuer nachgekauft werden kann, sie überspitzt formuliert fast „ausverkauft“ ist. Einen Hoffnungsschimmer gibt es aber: Die EU-Kommission diskutiert regulatorische Vereinfachungen, so soll u.a. die „Make-whole-Klausel“ als Ausschlusskriterium entfallen.

Non-Financials mit niedrigen Risikoaufschlägen

Risikoaufschläge gegenüber MidSwaps in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aufgrund der starken Nachfrage schrumpfen die Risikoaufschläge der Anleihen. Dieser lag Ende Juni zum Beispiel bei den Non-Financials laut iBoxx-Index nur bei rund 75 Basispunkten. Wir halten die Höhe der Risikoaufschläge zwar für teuer, aufgrund der generell stark angestiegenen Renditen aber für vertretbar. Da wir bis zum Jahresende mit fallenden Renditen rechnen, lassen sich Kursgewinne realisieren. Hält der Investor andernfalls die Anleihe bis zur Fälligkeit, sichert er sich aktuell rund 4% Rendite.

Meine Empfehlung für Sie

Die Renditen von Unternehmens- und Bankenanleihen bieten derzeit attraktive Einstiegschancen. Allerdings sind die jeweiligen Risikoaufschläge recht niedrig. Das Anlagerisiko wird somit wenig vergolten. Anleger sollten daher für ein ausgewogenes Verhältnis von Unternehmensanleihen und Staatsanleihen in ihrem Portfolio sorgen. Wir empfehlen generell Unternehmensanleihen (Financials und Non-Financials) zum Kauf und raten zu Engagements in allen Laufzeitenbereichen.



Aktien Europa & USA

Kurzfristig mehr Gegenwind für Europas Aktienmärkte

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktanalyse und Einzelwerte

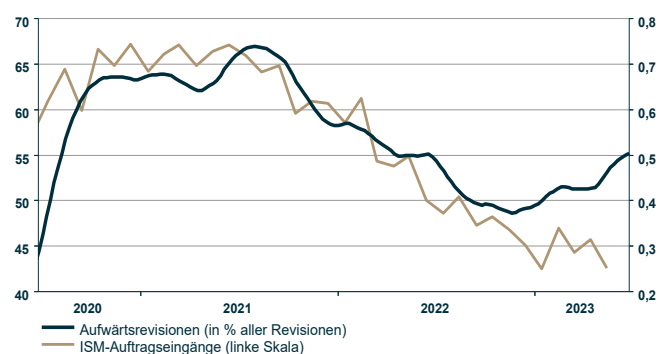
- Der Markt preist u.E. ein zu optimistisches Konjunktur- und Gewinnszenario ein.
- Das zweite Halbjahr dürfte holprig werden und wir rechnen mit Korrekturen im Bereich von 5% bis 10%.
- Sentiment, Markttechnik und Positionierung sprechen für eine kurzfristige Konsolidierung, aber mittelfristig bleiben die Aussichten positiv.
- Europa innerhalb des Aktiensegmentes auf „Untergewichten“ heruntergestuft, Japan als bevorzugte Region.

Crisis? What Crisis?

Seit Monaten wird darüber diskutiert ob, wann und in welchem Ausmaß Rezessionen in den USA und Europa zu erwarten sind. Bis zuletzt wurden diese Befürchtungen aber ausgeblendet und der Aktienmarkt hat sich seinen eigenen Reim auf die konjunkturelle Lage gemacht. Er hat die negativen Prognosen ignoriert und – getreu dem Albumtitel der britischen Rock/Pop-Band Supertramp aus dem Jahr 1975 „Crisis? What Crisis?“ – ein solides Plus erwirtschaftet. Auch wenn von konjunktureller Dynamik – und die Betonung liegt hier auf Dynamik – nichts zu sehen ist, so war der Kursanstieg durch immerhin besser als befürchtet ausgefallene Konjunkturdaten getragen, die entsprechend auch von besser als erwarteten Unternehmensgewinnen begleitet wurden. Für Optimismus unter den Analysten sorgte neben den insgesamt leicht rückläufigen Renditen und in Teilen auch einer Euphorie beim Thema „Künstliche Intelligenz“ zudem eine Stabilisierung einiger konjunktureller Frühindikatoren (siehe folgende Grafik).

Positive (US-)Gewinnrevisionen vs. Makroindikator

Analysten rechnen mit einem Aufschwung



Quelle: Refinitiv Datastream, Commerzbank-Research

In den USA sind die Analysten dem Makrofrühindikator bereits vorausgeeilt. Gleichwohl betrachten wir diesen Optimismus als verfrüht. Denn ein klarer Dreh der Frühindikatoren nach oben, der dann auch eine stärkere Dynamik beim konjunkturellen Wachstum erwarten lassen könnte, ist keineswegs ausgemacht. So erwarten wir für die Frühindikatoren einen Seitwärtstrend, aber keine dynamische Aufwärtsbewegung.

Ähnliches gilt auch für den Euroraum, da hier die Konjunkturindikatoren bereits wieder schwächeln. Denn die bis dato unterstützenden Faktoren laufen aus und Deutschland und der Euroraum befinden sich bereits in einer (technischen) Rezession. Angesichts des weiterhin schwachen Konsums und der mit Zeitverzögerung wirkenden, belastenden Folgen der restriktiven Geldpolitik der Notenbanken ist auch nicht mit einer grundlegenden Besserung zu rechnen.

Die von manchen erwartete positive konjunkturelle Entwicklung im zweiten Halbjahr sehen wir daher nicht und damit fällt dies als Positivfaktor aus. Im Gegenteil, verschärfte Kreditvergabebedingungen, extrem negative monetäre Impulse und ein schwächerer Konsum stellen weiterhin Risikofaktoren für die zweite Jahreshälfte und das Jahr 2024 dar. Entsprechend sind wir auch nicht so optimistisch für die weitere Margen- und Gewinnentwicklung der Unternehmen. Insbesondere die in den vergangenen Quartalen zu beobachtende gute Margenentwicklung hat – parallel zu den rückläufigen Inflationsraten – bereits wieder nach unten gedreht.

Sentiment/Positionierung – optimistische Stimmung

Dass Börsenkurse nicht nur von Daten, sondern auch von Gefühlen und Stimmungen getrieben werden, ist kein Geheimnis. „Ängstlich sein, wenn alle gierig sind und gierig sein, wenn alle ängstlich sind“ ist nicht ohne Grund ein bekanntes Börsen-Bonmot. Anders als etwa im ersten Quartal zeigen aktuell die Sentimentindikatoren eine so deutliche Stimmungsverbesserung an, dass auch dieser (Kontra-)Indikator eher für eine Konsolidierung spricht. Die Positionierung der systematischen Allokationen hat sich per Saldo erhöht und bewegt sich mittlerweile in einem Bereich, in dem die Nachfrage von dieser Seite als starker Kurstreiber ausfällt. Da diese Handelspositionen stark von der Entwicklung der Volatilität beeinflusst werden, besteht aber das Risiko, dass mit einer wieder anziehenden Volatilität auch wieder Positionen abgebaut werden. Der jüngste Schwung im Markt – soweit man das messen kann – kommt derzeit stark von Fonds-



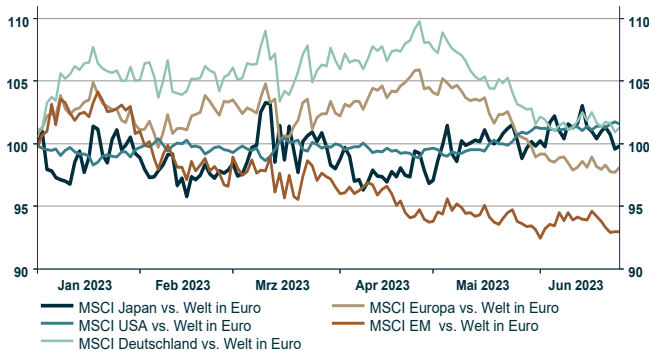
managern und Privatanlegern, die mit den steigenden Kursen und dem Thema „Künstliche Intelligenz“ auf den Börsenzug aufgesprungen sind. Vermögensverwalter scheinen aber noch auf der vorsichtigen Seite zu stehen. Die Markttechnik zeigt insgesamt eine überkaufte Lage, was für kurzfristige Konsolidierungen spricht, bleibt aber mittelfristig positiv.

Regionenperspektiven – Europa schwächelt

Der MSCI-Welt als Messlatte für die Aktienperformance insgesamt hat in diesem Jahr zugelegt. Doch wie sieht es unter der Oberfläche aus? Gibt es Länder oder Regionen, die interessanter sind als andere und vielleicht bessere Trends aufweisen? Die folgende Grafik zeigt die relative Performance von USA, Europa, Deutschland, Japan und den Schwellenländern gegenüber dem MSCI-Welt. Und das aus der Perspektive eines in Euro rechnenden Anlegers.

Relative regionale Performance in Euro (vs. MSCI-Welt)

Alle nah beieinander – Ausnahme: Emerging Markets



Quelle: Refinitiv Datastream, Commerzbank-Research

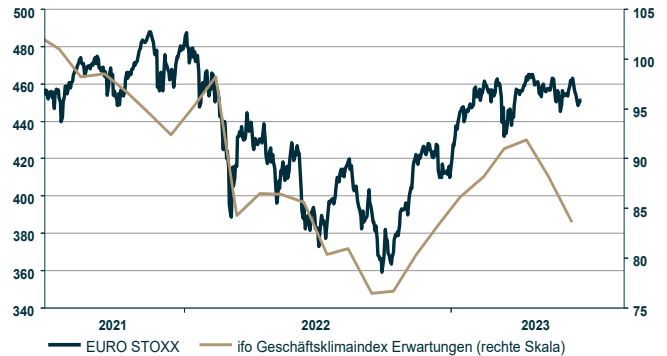
Per Saldo haben – bis auf die Emerging Markets (siehe Seite 16) – in diesem Jahr alle größeren Regionen in Euro eine vergleichbare Performance aufs Börsenparkett gelegt. Europa (wie auch Deutschland) hat nach einem starken Start wieder an Boden verloren, die USA konnten wieder etwas aufholen und für den in Euro rechnenden Anleger war auch Japan bisher kein Highflyer.

Europa: Herabstufung auf Untergewichten

Nachdem die konjunkturelle Entwicklung in Europa bisher positiv überrascht hat, dürfte diese Phase nun auslaufen. Der wichtigste konjunkturelle Frühindikator, der ifo-Geschäftsklimaindex, fiel für die Monate Mai und Juni bereits wieder zurück. Sollte der ifo-Index auch in den kommenden Monaten schwächeln, was wir für wahrscheinlich halten, dürfte dies die deutschen und europäischen Indizes weiter unter Druck bringen. Denn der seit Monaten in Form von fallenden Energiekosten herrschende Rückenwind kommt am Markt nicht mehr an.

Euro Stoxx vs. ifo-Geschäftsklimaindex

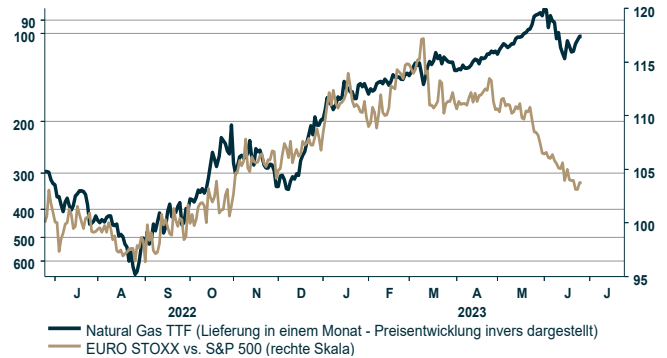
Aufwärtstrends gefährdet



Quelle: Refinitiv Datastream, Commerzbank-Research

Gaspreis vs. Relative Performance Euroraum vs. USA

Gaspreis reicht als Kurstreiber nicht mehr aus

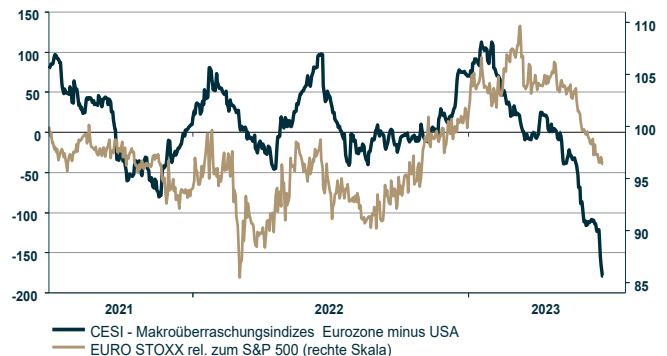


Quelle: Refinitiv Datastream, Commerzbank-Research

Andere konjunkturelle Sorgen rücken in den Vordergrund. So kommt die mit viel Vorschusslorbeeren, sprich Kursgewinnen, bedachte wirtschaftliche Entwicklung in China kaum voran. Insbesondere relativ zum US-Markt schwächeln europäische Aktien wieder. Die im Euroraum deutlich positiveren Makroüberraschungen haben sich verflüchtigt und damit auch die Outperformance des Euroraums gegenüber den USA. Hier besteht eher noch Anpassungsbedarf nach unten.

Euroraum und USA – Nach Rückenwind nun eher Flaute

Relative Performance vs. relative Makroüberraschungen



Quelle: Refinitiv Datastream, Commerzbank-Research



Hinzu kommt, dass wir auch keine schnellen Leitzinssenkungen der EZB erwarten, die den Markt unterstützen könnten. Auch deshalb gehen wir davon aus, dass es in den saisonal schwächeren Börsenmonaten bis Oktober noch zu Korrekturen von bis zu 10% am europäischen Aktienmarkt kommen dürfte. Als zyklischer Markt würde Europa insbesondere unter Konjunkturängsten leiden und damit im Vergleich zu Japan oder den USA schwächer abschneiden.

USA – Performance von wenigen Titeln getrieben

Zwar sind auch in den USA die Fragen: „Rezession – Ja oder Nein?“ und „Wie lange hält der Disinflationstrend an?“ entscheidende Themen, aber der Blick unter die Oberfläche der diesjährigen Indexperformance des S&P 500 wirft weitere Fragen auf. So stellt die Marktbreite eines Index, d.h. die Frage, wie viele Aktien einen Trend tragen, einen wichtigen Faktor dar. Und dies nicht erst seit der Technologieblase zur Jahrtausendwende, als die Indizes zwar stiegen, aber nur von wenigen (IT)-Titeln getragen wurden. Blickt man aktuell auf eben diese Marktbreite, stellt man fest, dass auch die Performance des S&P 500 stark an wenigen – großen und bekannten – Titeln hängt.

S&P 500 – prozentualer Anteil der Top 5

Konzentration hat zugenommen (untere Teilgrafik)



Quelle: Ned Davis Research, S&P

So würde die Performance des S&P 500 seit Jahresbeginn von 13% auf rund die Hälfte schrumpfen, wenn man die fünf größten Werte (Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet, Meta) herausrechnet. Vergleicht man den S&P 500 (kapitalisierungsgewichtet) mit seinem gleichgewichteten Pendant (jeder Titel im Index hat das gleiche Gewicht), bleiben von den 13% ebenfalls nur noch 6% übrig. Der Blick auf die Indexperformance zeigt also nicht die ganze Wahrheit. Die breite Masse kam 2023 nicht so richtig vom Fleck. Natürlich muss dies nicht wie zur Jahrtausendwende ein Vorbote großer Kursverluste sein, aber ein Warnsignal ist es dennoch. Somit bleibt

man bei Investments auf der Indexebene stark abhängig von einer Handvoll Titel, die zudem auf ähnlichen Investmentstories fußen und für 25% des Index stehen.

Investoren denken gerne in „Investmentstories“. Die Überzeugung in die „Makro-Stories“ ist derzeit relativ gering und da kommt ein Megathema wie Künstliche Intelligenz (KI), auf das sich alle Investoren „einigen“ können, wie gerufen. Die Entwicklung der durch das KI-Thema nach oben katapultierten Titel hat die meisten Investoren auf dem falschen Fuß erwischt. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass, da sich das KI-Kursfeuerwerk stark auf die hochgewichteten, IT(nahen)-Titel konzentriert, die Anzahl der Titel im S&P 500, die sich besser als der Index entwickelt haben, auf sehr niedrige 20% gesunken ist. Da wird es schwer für Fonds und Vermögensverwalter, eine Outperformance zu generieren.

Per Saldo stehen sich der grundsätzlich defensive Charakter des US-Marktes, welcher sich in einem Abschwungsszenario im internationalen Vergleich als vorteilhaft erweisen sollte, und das Risiko des Auslaufens der Outperformance der großen Titel gegenüber. Grundsätzlich scheint uns aber auch der US-Markt ein zu positives Konjunkturbild eingepreist zu haben und dies bei einer Bewertung, die immer noch relativ hoch ist. Insgesamt bleiben wir bei einer neutralen Positionierung des US-Aktienmarktes ggü. dem MSCI-Welt.

Meine Empfehlung für Sie

Die Aktienmärkte haben bereits ein positives konjunkturelles Bild eingepreist, welches u.E. etwas zu optimistisch ist. Zwar gibt es keine Anzeichen für einen großen Konjunkturerinbruch, aber das Chance-/Risikoverhältnis für Aktien insgesamt hat sich aus fundamentaler Sicht verschlechtert. Wir sehen in den kommenden Monaten das Risiko von Kursabschlägen im Bereich von rund 10%. Konsequenterweise werden wir beim zyklischen europäischen Markt (neu: Untergewichten) vorsichtiger und reduzieren die Gewichtung innerhalb des regionalen Aktiensegments zu Gunsten von Japan (Neu: Übergewichten). Da allerdings die technischen Trends insgesamt ein konstruktives Bild zeichnen, gilt weiterhin das Motto „Im Zweifel für den Angeklagten“. Anleger sollten sich nicht gegen den Markt stellen, aber tendenziell etwas defensiver aufstellen. Eine breite Aufstellung auf der Branchen- und Länderebene mit einzelnen Schwerpunkten (z.B. Japan, IT) erscheint uns weiterhin am sinnvollsten. Dies gilt erst recht für längerfristig agierende Anleger, die durch die von uns erwartete Schwächephase hindurchschauen können.



Aktien Japan

Japans Börse zurück im Fokus der Anleger: Neu - Übergewichten

André Sadowsky, *Seniorexperte Aktien Emerging Markets*

- Robustes BIP-Wachstum
- KI-Hausse beflügelt auch Japans Börse
- Japan profitiert von der Deglobalisierung
- Aktienrückkäufe, Corporate Governance stützen
- Moderate Yen-Aufwertung erwartet
- (Relative) Outperformance zu Europa/USA erwartet

Heraufstufung auf Übergewichten

Innerhalb unseres Regionenrankings stufen wir den Aktienmarkt in Japan auf Übergewichten herauf. Dies ist auch eine Reaktion auf unsere nun tendenziell vorsichtigeren Meinung zu Europa (neu: Untergewichten). Bevor wir kurz die Gründe für die Heraufstufung darlegen, stellen wir zur Einordnung die zum Teil beträchtliche Performancedivergenz in Japan seit Anfang 2023 dar.

Schwacher Yen schmälert bislang die Euro-Performance

Während der Nikkei 225-Index seit Jahresanfang (per 26. Juni 2023) in lokaler Währung um 25% zulegen konnte, verblieb dem Euro-Investor aufgrund der Abwertung des Yen lediglich ein Plus von 13%. Der breite Topix-Index (2.156 Werte) gewann in Yen 19%, in Euro aber lediglich 8%. Der Dax legte im Berichtszeitraum jedoch um fast 14% zu. Aus diesem kleinen Vergleich wird deutlich, wie groß die Performancedivergenz je nach Index und Währung für den in Euro rechnenden Investor sein kann.

Eine Vielzahl von positiven Faktoren für Japan

Japan reitet seit einiger Zeit auf einer Erfolgswelle. Basis hierfür ist das robuste BIP-Wachstum. Die Weltbank erwartet für Japan im laufenden Jahr ein doppelt so hohes Wachstum wie für den Euroraum. Wachstumstreiber sind der private Konsum sowie die privaten Investitionen. Da Japan möglicherweise ein Gewinner der Deglobalisierung werden könnte, dürften diese tendenziell positiv überraschen. Um Lieferketten zu stabilisieren, werden beispielsweise Investitionen aus China in andere, stabilere Länder verlagert. Japans Arbeitslosenquote ist zuletzt auf 2,6% gesunken. Die Löhne steigen aufgrund der Knappheit am Arbeitsmarkt so stark wie seit langem nicht. Durch die Erhöhung der Reallöhne verbessert sich die Kaufkraft der Konsumenten. Einige (größere) Firmen konnten im Zuge der gestiegenen Inflation höhere Preise durchsetzen, was die Margenentwicklung verbessern dürfte.

KI-Hausse sorgt auch in Japan für Rückenwind

Der seit einigen Monaten anhaltende Hype um das Thema Künstliche Intelligenz beflügelt auch den Aktienmarkt in Japan. So konnte die Aktie von Advantest - ein Schwergewicht im Nikkei-Index – seit Anfang 2023 zeitweise um 135% zulegen. Auch wenn hier eine Kurskorrektur bevorstehen könnte, dürfte Japan in diesem zukunftsträchtigen Bereich weiterhin ein wichtiger Mitspieler sein. Der robuste private Konsum spiegelt sich u.a. in dem kräftigen Kursgewinn (+38%) von Fast Retailing (Einzelhandel) wider. Warren Buffett hatte mit seiner Anteilsaufstockung an fünf japanischen Handelshäusern im ersten Quartal 2023 für Aufsehen gesorgt.

Corporate Governance und weitere Treiber

Rekordhohe Aktienrückkäufe, eine sich stetig verbessernde Dividendenpolitik, ein verstärkter Fokus auf den Shareholder-Value-Gedanken sowie aktivistische Anleger, die auf höhere Kapitalrenditen drängen, machen Japan für Investoren wieder interessanter. Das Land leidet zudem nicht so sehr unter gestiegenen Energiepreisen („Atomstromreserve“). Auch wenn die Bewertung im Zuge der jüngsten Hausse über den Zehnjahresdurchschnitt gestiegen ist, dürften die beiden Leitindizes die historischen Höchststände (1989) in nicht allzu ferner Zukunft testen können.

Geldpolitik der BoJ vor einer baldigen Straffung?

Der neue japanische Notenbankgouverneur Ueda änderte bislang nichts an der ultraexpansiven Geldpolitik, weshalb der Yen sehr schwach tendiert. Auf Jahressicht erwarten wir aber eine moderate Aufwertung des Yen, u.a. weil andere Regionen (USA, Europa) sich auf einen Zinsgipfel zubewegen und Japan auf die höhere Inflation reagieren muss. Dem in Euro rechnenden Anleger dürften daher (leichte) Währungsgewinne winken. Ein festerer Yen bedeutet aber auch tendenziell Kursdruck für exportsensitive Firmen.

Meine Empfehlung für Sie

Mit den oben beschriebenen positiven Argumenten trauen wir der japanischen Börse in den kommenden Monaten eine (relative) Outperformance zu, zumal eine mögliche (leichte) Yen-Aufwertung Währungsgewinne für den Euro-Investor bedeuten könnte.



Aktien Emerging Markets

China lahmt – Brasiliens Börse relativ günstig bewertet

André Sadowsky, *Senioexperte Aktien Emerging Markets*

- Börsen in China und Hongkong hinken weiter hinterher
- Konjunktur im Reich der Mitte schwächt sich ab
- EM-Aktien daher weiterhin mit Neutral eingestuft
- Brasiliens Börse relativ günstig bewertet

Börsen in China und Hongkong hinken weiter hinterher

Die Aktienmärkte in China und Hongkong tendieren seit Jahresbeginn vergleichsweise schwach. Während der Leitindex CSI 300 seit Anfang 2023 per saldo nahezu seitwärts tendierte, verloren die in Hong Kong gehandelten und in HK-Dollar denominierten H-Aktien rund 4% an Wert.

Chinas Konjunktur schwächt sich ab

Verantwortlich für die schwache Performance zeichnet vor allem die schon wieder an Fahrt verlierende Konjunktur in China. Zahlreiche Makrodaten enttäuschten zuletzt. Daher stieg jüngst die Erwartung, dass die chinesische Zentralbank eine etwas expansivere Geldpolitik verabschieden könnte. Das Ausmaß der erfolgten Zinssenkung um jeweils 10 Basispunkte für den einjährigen und fünfjährigen Schlüsselsatz enttäuschte die Anleger aber. Wir erwarten im Verlauf des zweiten Halbjahres 2023 weitere konjunkturstützende Maßnahmen seitens der Regierung und der Notenbank. Die deutlich gestiegene Verschuldung im Reich der Mitte und die anhaltende Krise am Immobilienmarkt dürften den expansiven geld- und fiskalpolitischen Spielraum jedoch begrenzen.

Geopolitische Situation weiterhin schwierig

Neben der aktuellen Konjunkturabschwächung sorgen auch geopolitische Themen für Zurückhaltung bei den Investoren. Hierzu zählen Chinas Rolle im kriegerischen Konflikt zwischen der Ukraine und Russland, Chinas angespanntes Verhältnis zu Taiwan sowie die zerrütteten bilateralen Beziehungen zu den USA. Immerhin gab es hier zuletzt positive Zeichen nach den Konsultationen auf höchster Ebene zwischen US-Außenminister Blinken und Chinas Staatschef Xi Jinping.

H-Aktien weiterhin mit Übergewichten votiert

H-Aktien (Hongkong) empfehlen wir weiterhin überzugewichten. Neben der vergleichsweise günstigen Bewertung (KGV: 8) spricht die mittlerweile große Performancedivergenz der chinesischen IT-Werte zu ihren US-Pendants für H-Aktien.

Aktienmarkt Brasilien auf Übergewichten heraufgestuft

Der Aktienmarkt in Brasilien hat zuletzt Fahrt aufgenommen. Damit hat er einen Großteil seiner Underperformance wettgemacht. Der brasilianische Real tendierte gegenüber dem USD seit Anfang 2023 sehr fest. Er profitiert vor allem von dem sehr hohen Leitzinsniveau und den fallenden Inflationsraten, was zu einem hohen Realzins führt.

Wir haben unser Votum für den Aktienmarkt in Brasilien Mitte Juni von Neutral auf Übergewichten heraufgestuft. Die wesentlichen Gründe hierfür sind: 1) Mit einem KGV von 8 zählt der brasilianische Aktienmarkt zu den günstigsten weltweit. Er handelt derzeit mit einem Abschlag von 40% zu den Emerging Markets. Nach einem geschätzten Rückgang der Firmengewinne in Höhe von 8% (IBES) in diesem Jahr dürfte das Gewinnwachstum im Jahr 2024 mit einem prognostizierten Plus von 13% (J/J) wieder an Fahrt gewinnen. 2) Sollte der Zinssenkungszyklus im Verlauf des zweiten Halbjahres 2023 starten und die Inflation nicht wieder spürbar steigen, dürfte dies dem Aktienmarkt verstärkt Rückenwind verleihen. 3) Die Konjunktur entwickelt sich besser als noch zu Jahresbeginn gedacht. Einige Ökonomen sehen bereits ein BIP-Wachstum von 2,4% für 2023; das Q1-BIP 2023 überraschte positiv (1,9% vs. vom Konsensus geschätzte 1,2%, jeweils ggü. Vj.). Die Arbeitslosenquote sank im April auf den tiefsten Stand seit sieben Jahren. 4) Auch das Inflationsumfeld verbessert sich (5,2% für 2023 und 3,5% für 2024). 5) Das Fiskalpaket hat das Unterhaus passiert. Das Fiskaldefizit liegt derzeit unter 3% des BIP. 6) Lokale Investoren zählten im Mai 2023 zum ersten Mal seit einem Jahr wieder zu den Nettokäufern. Dies könnte der Anfang vom Ende des starken Abverkaufs sein, den wir in den vergangenen Quartalen gesehen haben.

Meine Empfehlung für Sie

Die Börsen in China und Hongkong hinken unter anderem wegen einer Konjunkturreintrübung und geopolitischer Risiken hinterher. Als kleine Portfoliobeimischung für risikoaffine Investoren empfehlen wir unverändert H-Aktien (Hongkong) sowie neu den Aktienmarkt in Brasilien (Übergewichten).



Aktien Branchen

Chip Chip Hurra

Andreas Wex, Leiter Kapitalmarktanalyse und Einzelwerte

- Sektor IT, kurzfristig konsolidierungsanfällig, aber mittel- bis langfristig weiter interessant
- Energie und Grundstoffe heruntergestuft - Konjunkturausblick spricht für weiteres relatives Abwärtspotenzial

IT – Trendwende zu Jahresbeginn

Auch in der Branchenbetrachtung kommen Investoren an Informationstechnologie (IT) & Co. nicht vorbei. In einem Umfeld, in dem es an potenziellen Risiken nicht mangelt, die Wahrnehmung der Risiken stetig wechselt, die Angst, Performance zu verpassen, groß ist und sich auf der Sektorebene keine klaren Favoriten hinsichtlich defensiver oder zyklischer Faktoren einstellen, konzentriert sich der Markt stark auf den IT-Sektor bzw. das Thema Künstliche Intelligenz (KI). Der Sektor MSCI Informationstechnologie ist global gesehen der stärkste Sektor in diesem Jahr und mit einem Gewicht von 24%(!) am Weltindex (MSCI World All Countries) auch der größte und entscheidende Performancebringer.

IT – teuer und überkauft, aber interessiert das?

Während es beim S&P 500 einen Risikofaktor darstellt, dass innerhalb des Index nur wenige Titel den Ton bei der Performance angeben, ist die Marktbreite innerhalb von IT höher. Der Aufschwung ist von vielen Titeln getragen, ein technisches Signal, welches klar für den Sektor spricht. Kurzfristig ist die Branche allerdings technisch überkauft, was die Wahrscheinlichkeit einer zwischenzeitlichen Konsolidierung erhöht. Wann sich diese dann einstellt, ist jedoch kaum prognostizierbar. Denn obwohl die Zuflüsse in IT-Fonds zwischenzeitlich auf monatlicher Basis bereits die höchsten seit Februar 2021 darstellten, weil viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischt wurden, kann es weiteren Nachholbedarf geben. Ein Auslöser für eine Gegenbewegung könnte allerdings in der gestiegenen Bewertung gefunden werden. Das KGV des MSCI Welt IT ist von 19 im Oktober 2022 auf mittlerweile 27 angestiegen und hat damit ein ambitioniertes Niveau erreicht. Dazu haben insbesondere die Halbleiter (KGV von 14 auf 27) beigetragen. Diese waren besonders stark gefragt, da man sich als Investor hier sicher fühlt, tatsächlich Profiteure des KI-Booms zu kaufen. Denn ohne die richtigen Chips läuft bei KI wenig.

Nun ist ein derartiger Bewertungsanstieg bei enormen disruptiven Technologien nicht ungewöhnlich, aber irgendwann

müssen die Unternehmen durch steigende Gewinne in die Bewertung hineinwachsen. Dabei wird es bereits in der kommenden Berichtssaison interessant sein zu sehen, wie Investoren auf möglicherweise ausbleibende „KI-Gewinnsteigerungen“ reagieren. Denn schließlich kam erst mit der Erhöhung der Erwartungen durch Nvidia richtig Schwung in das Thema.

Interaktive Medien holen auf

Kommunikationsdienste und hier speziell Meta Platforms (Facebook) und Alphabet (Google) hatten in den letzten beiden Jahren in einem schwierigen Marktumfeld (Sorgen hinsichtlich des Werbemarktes und Regulierung) deutliche Kursverluste hinnehmen müssen. In den Zahlen zum ersten Quartal konnte man allerdings aufgrund operativer Stärke und massiven Kostensenkungsprogrammen positiv überraschen. Damit gelang der Ausbruch nach oben. Wir setzen auf die Innovationskraft und die entsprechenden Wachstumsperspektiven und haben unser Votum auf „Übergewichten“ angehoben.

Rohstoffbasierte Sektoren zurückgestuft

Deutliche Rücksetzer erlebten hingegen mit den fallenden Rohstoffpreisen die Sektoren Energie und Grundstoffe. Angesichts der Wachstumsenttäuschung beim Rohstoffverbraucher China und den Rezessionsgefahren in den westlichen Industrienationen dürfte diese Konsolidierungsphase andauern. Wir haben die frühzyklischen Sektoren Energie auf „Neutral“ und Grundstoffe auf „Untergewichten“ zurückgestuft. Untergewichtet bleiben auch weiterhin die Immobilienaktien.

Alle anderen Branchen werden in der weiter sehr unsicheren Gemengelage neutral eingestuft. Im Fall einer sich vielleicht doch abzeichnenden konjunkturellen Bruchlandung planen wir eine Hochstufung defensiver Sektoren und eine weitere Herabstufung zyklischer Segmente.

Meine Empfehlung für Sie

Noch ist nicht entschieden, wohin die konjunkturelle Reise geht. Bis sich hier klarere Signale ergeben, bleibt eine breite Sektoraufstellung mit einigen Schwerpunkten (IT, Kommunikation) die sinnvollste Aufstellung. Angesichts der Rezessionsgefahren haben wir unsere Branchenallokation aber etwas defensiver aufgestellt und zyklische Sektoren (Energie, Grundstoffe) reduziert.



Immobilien

Data Center – Profiteure des globalen IT-Wachstums

Torsten Schwarz, *Seniolexperte Immobilien & Immobilienaktien*

- Data Center mit erwartetem jährlichen Wachstumstrend von rund 11%
- Einige Immobiliengesellschaften/REITs haben sich auf die Vermietung von Rechenzentrumsflächen spezialisiert
- Attraktive Nettoanfangsrenditen von rund 5,5% Prozent liegen über dem Durchschnitt des Immobilienmarktes

Nachfragesituation für Data Center unverändert positiv

Data Center bilden die meist wenig sichtbare IT-Infrastruktur für unsere digitalisierte Welt. Ein Großteil des weltweiten Datenvolumens für Smartphone-Nutzung, Streaming, Cloud-Computing oder Internet wird über Rechenzentren abgewickelt. Dabei betreiben die bekannten Technologiefirmen (z.B. Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta) zum Teil eigene großflächige Data Center, mieten aber gleichzeitig auch Rechenzentrumsflächen und Netzwerkservices bei spezialisierten Anbietern an (z.B. bei den US-REITs Equinix oder Digital Realty). Kleinere und mittlere Unternehmen nutzen ebenfalls die verschiedenen Mietangebote, um entweder ihre eigene IT-Infrastruktur sicher unterzubringen und/oder um zusätzliche IT-Outsourcing-Services in Anspruch zu nehmen.

Laut dem Immobilien-Analysehaus JLL soll der Markt für Datenzentren von 2021 bis 2026 um rund 11% jährlich wachsen. Die jüngsten Entwicklungen rund um künstliche Intelligenz (KI) könnten dabei weiteres, signifikantes Wachstum des weltweiten Datenvolumens und damit auch von Rechenzentrumsflächen nach sich ziehen.

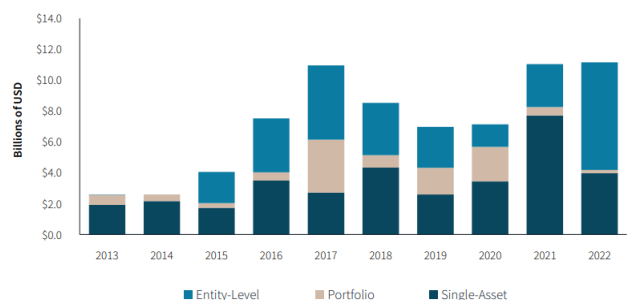
Auch wenn Data Center ein sehr spezielles Immobiliensegment darstellen, sind auch hier immobilientypische Kriterien wie Lage, Mieterstruktur oder Mietlaufzeiten zentral. Zudem ist eine gute Telekommunikationsinfrastruktur und der rechtliche Rahmen (Stichwort Datensicherheit/-schutz) wichtig für die Standortwahl. Daneben gewinnen Energiethemen (Verfügbarkeit von Ökostrom) und andere Nachhaltigkeitsaspekte (Nutzung der Abwärme etc.) zunehmend an Bedeutung.

Data Center sind attraktive M&A-Objekte

Zwar sind Data Center Immobilien nur ein kleines Immobiliensegment, allerdings fanden auch hier in der Vergangenheit regelmäßig Transaktionen im Bereich von 6 bis 10 Mrd. USD

jährlich statt. Daher besteht für alle Marktteilnehmer ausreichende Preistransparenz. Entweder wurden dabei einzelne Immobilien (Single-Asset) oder Immobilienportfolios bzw. ganze Unternehmen (Entity-Level) gehandelt.

Wachsendes Transaktionsvolumen sorgt für Transparenz 2022 erstmals mehr Firmenkäufe als Immobiliendeals



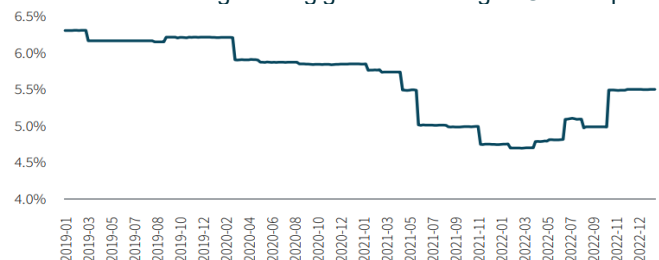
Quelle: JLL, Global Data Center Outlook 2023

Attraktive Nettoanfangsrenditen von 5,5% in den USA

Die Nettoanfangsrenditen von US-Data Centern lagen 2019 noch bei über 6 Prozent und sanken bis zum ersten Quartal 2021 auf 4,7 Prozent. Im Zuge der US-Zinserhöhungen stiegen die Renditen wieder auf das aktuelle Niveau von rund 5,5 Prozent, das wir als durchaus attraktiv einschätzen.

Renditen wieder auf attraktive Niveaus gestiegen

Weitere Entwicklung abhängig vom zukünftigen US-Zinspfad



Quelle: JLL, Global Data Center Outlook 2023

Meine Empfehlung für Sie

Anleger können mit Data Centern von einer langfristig wachsenden Nachfrage aufgrund der fortschreitenden Digitalisierung und meist etwas höheren Anfangsrenditen im Vergleich zu anderen Immobilienkategorien profitieren. Börsennotierte Immobilienunternehmen/REITs oder Fondslösungen bieten Investitionsmöglichkeiten auch für Privatanleger.



Rohstoffe - Gold

Nach Kursrücksetzer erneuter Anlauf auf das Allzeithoch?

David Kepper, Seniorexperte Anleihen und Rohstoffe

- Nach Höhenflug zuletzt rückläufige Goldnotierungen
- Ausblick von weiterer US-Zinspolitik abhängig
- Erwartete USD-Schwäche als zusätzliche Stütze

Das Allzeithoch – so nah und doch so fern

Nachdem Anfang Mai das Allzeithoch beim Goldpreis noch zum Greifen nahe schien, hat das Edelmetall seitdem wieder an Boden verloren und pendelt aktuell um die Marke von 1.950 US-Dollar je Feinunze. Das sind gut 100 US-Dollar weniger als noch vor einem Monat, zeitgleich aber weiterhin 300 US-Dollar mehr als noch im Spätsommer letzten Jahres.

Goldpreis zuletzt wieder unter der 2.000 US-Dollar-Marke

Goldpreis (USD je Feinunze)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Auslöser dieser Kursbewegungen waren insbesondere die zwischenzeitlich erfolgten Anpassungen der US-Leitzinserwartungen. Da Goldinvestments keine laufenden Erträge generieren, reagieren sie sensibel auf Zinsänderungen. Steigen die Zinsen für Tagesgelder, Festgelder und Anleihen, erscheinen Goldinvestments für Investoren weniger attraktiv.

US-Zinspolitik weiterhin stärkster Treiber

Nachdem die US-Notenbank Fed Anfang Mai eine Zinspause signalisierte, preiste der Markt zunächst baldige Zinssenkungen ein, was dem Goldpreis in der Folge zu seinem Höhenflug verhalf. Diesem wurde jedoch ein jähes Ende bereitet, nachdem einige Fed-Offizielle zuletzt andeuteten, dass weitere Zinserhöhungen noch nicht vom Tisch seien – ein Zinsschritt auf der Sitzung im Juli gilt bereits als nahezu sicher. Die daraufhin wieder gestiegenen Leitzinserwartungen erscheinen jedoch als zu weit gelaufen – der Zinsgipfel dürfte

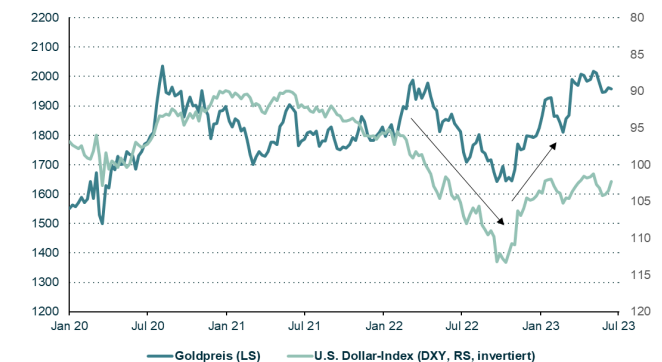
vielmehr schon in Sichtweite sein. Sobald sich dann zum Ende des Jahres immer deutlicher eine sich eintrübende US-Wirtschaftsentwicklung abzeichnet, dürften auch Zinssenkungen als Gegenmaßnahme wieder breit diskutiert werden. Hierdurch sollte Gold letztendlich wieder Auftrieb erhalten.

US-Dollar-Schwäche als weitere Stütze

Da die Fed im Vergleich zu anderen großen Notenbanken mit am schnellsten den restriktiven Pfad verlassen dürfte, sollte auch der US-Dollar weiter schwächer tendieren. Dies wiederum könnte dem Goldpreis weitere Unterstützung bieten. Denn wie die meisten anderen Rohstoffe auch, wird Gold auf dem Weltmarkt hauptsächlich gegen den US-Dollar gehandelt. Ein schwächerer US-Dollar ermöglicht es dem Investor somit, für eine gegebene Einheit „Heimwährung“ mehr Gold zu erwerben. Damit der Effekt eines schwächeren US-Dollars aus Sicht eines Euro-Investors jedoch nicht zur Milchmädchenrechnung verkommt, sollten währungsabgesicherte Investments ins Kalkül einbezogen werden.

US-Dollar-Einfluss auf den Goldpreis

Goldpreis (USD je Feinunze), US-Dollar-Index (in Pkt., inv.)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Der Zeitpunkt des US-Zinshochs rückt näher – weiteres Rückschlagspotenzial für den Goldpreis erscheint hierdurch begrenzt. Spätestens die zum Ende des Jahres wieder aufkommenden Diskussionen möglicher Zinssenkungen dürften Goldnotierungen wieder in die Nähe des Allzeithochs führen. Ein Performancepotenzial von in etwa 5-7% (in US-Dollar gerechnet) erscheint realistisch.



Asset Allokation

Anleihen im Übergewicht – für Stabilität und Performance

Alexander Krämer, *Seniorexperte Asset Allokation*

- Trotz drohender Rezession Aktienquote vorerst neutral halten – potenzieller moderater Kursrückgang eher Chance für (Wieder-)Einstieg.
- Risiken im Aktienbereich durch Übergewichtung Renten zulasten Kasse diversifizieren
- Rohstoffe weiterhin neutral allokiert

Vorbereitung auf das, was kommen soll ...

Für die bisher gute Entwicklung der Risikoanlagen steht ein Realitätstest an. Die Frühindikatoren für das verarbeitende Gewerbe deuten auf eine (milde) Rezession im Euroraum und in den USA hin. Unsere Volkswirte erwarten – wie viele andere auch –, dass diese im Verlauf des dritten Quartals 2023 beginnt und bis in das erste Quartal 2024 andauert. Unsere Rentenstrategen empfehlen unter anderem auch aufgrund der bevorstehenden Rezession Anleihen mit längeren Laufzeiten, um von einem damit einhergehenden Renditerückgang zu profitieren. Und unsere Aktienstrategen erwarten als Konsequenz der Rezession und aufgrund erodierender Margen Kursrückgänge von 10% im Verlauf des zweiten Halbjahrs. Auf den ersten Blick scheint eine Untergewichtung risikobehafteter Anlagen, insbesondere des Aktiensegments, und eine Übergewichtung von Anleihen die einzig logische Asset Allokation. Für konservative Anleger, denen es in erster Linie um die Vermeidung von Verlusten geht, vermutlich die Allokation der Wahl.

... und Raum lassen, für das was kommen kann

Allerdings sollte unserer Meinung nach die Asset Allokation nicht ausschließlich auf eine Vermeidung von Verlusten ausgerichtet sein. Vielmehr soll sie Chancen erschließen, wenn in den nächsten Monaten das befürchtete und in der Breite erwartete Basisszenario – eine Rezession mit Korrektur am Aktienmarkt und einem Rückgang der Renditen – (noch) ausbleibt, aber gleichzeitig den Schaden in Grenzen hält, falls es eben doch eintritt. Aber wie lässt sich dies erreichen?

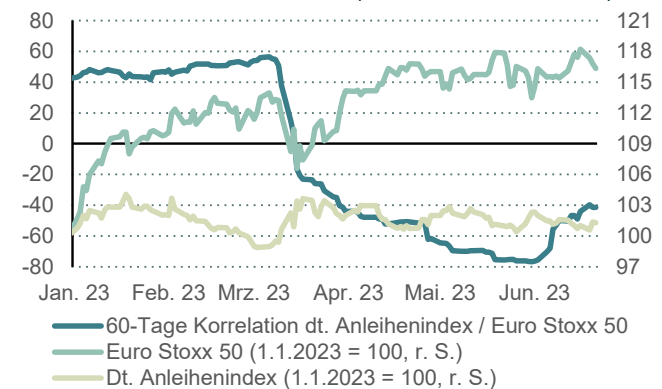
Neutrale Aktienposition noch beibehalten

Ein breit über die Anlageklassen diversifiziertes Portfolio bleibt der Ausgangspunkt für weitere, taktische Überlegungen. Dabei sollte man sich auch nicht davon irritieren lassen, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in den letzten Wochen wieder weniger negativ geworden ist.

Schließlich lag dies an den in Summe seit Ende April bei sinkender Volatilität seitwärts laufenden Aktien- und Anleihemärkten im Euroraum. Im Falle eines rezessionsinduzierten Rückgangs der Aktienkurse sollten Kursgewinne der Renten durch fallende Renditen die Kursverluste aus den Aktienpositionen wieder abfedern.

Steigende Korrelation aufgrund sinkender Volatilität von Aktien- und Rentenmärkten

Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen; Performance von Anleihen und Aktien (01.01.2023 = 100, r. S.)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Doch wie aggressiv sollte die Positionierung im Vergleich zu einer neutralen Allokation sein? Unserer Meinung nach herrscht die größere Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Aktienmarktes. Ein Beispiel: Der Rückgang und das niedrige Niveau der impliziten Volatilität lassen sich als zunehmende Sorglosigkeit interpretieren. Gleichzeitig sind aber viele Anleger seit mehreren Monaten mit einer unterdurchschnittlichen Aktienquote unterwegs – was das Risiko einer breitangelegten Abverkaufskaskade reduziert. Dabei ist von einem breiten Vertrauensverlust in den Aktienmarkt derzeit wenig zu spüren – in den letzten Wochen wurden wieder vermehrt Aktienfonds nachgefragt. Zudem etabliert sich das Thema künstliche Intelligenz verstärkt als disruptiver Megatrend an den Aktienmärkten, der eine unterliegende, fundamentale Verschlechterung bei den Unternehmen zumindest zeitweise kaschiert. Da zudem das Ausmaß der Korrektur am Aktienmarkt moderat ausfallen sollte, erscheint es derzeit aus portfoliotaktischer Sicht sinnvoll, den erwarteten Rückgang für Zukäufe zu nutzen, statt mit einer Untergewichtung des Aktiensegments auf die Korrektur zu warten. Sich bereits jetzt schon stärker im Aktienmarkt zu engagieren, erachten wir jedoch als verfrüht, unter anderem aufgrund der



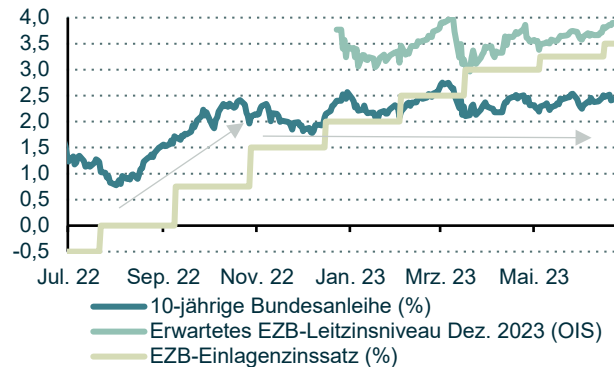
prognostizierten konjunkturellen Eintrübung und der erwarteten Margenkompression bei den Unternehmen.

Risikodiversifikation über Anleihenübergewichtung

Die neutrale Allokation im Aktienbereich verhindert zwar, dass man am Aktienmarkt zu sehr ins Hintertreffen gerät. Sie bedeutet aber auch, dass der Anleihe-seite die Rolle zukommt, potenzielle Verluste auf der Aktienseite abzumildern. Hier ist es wichtig, das Chance-Risiko-Verhältnis durch geeignete Laufzeitwahl auszubalancieren. Durch die Leitzinserhöhungen bietet der Geldmarkt derzeit eine optisch attraktive Verzinsung. Durch die sehr kurze Laufzeit ist man zudem flexibel, nach der noch für Juli erwarteten Leitzinserhöhung der EZB ein noch höheres Renditeniveau zu vereinnahmen. Von einem Renditerückgang würde man allerdings kaum profitieren. Dagegen droht bei Anleihen mit einer höheren Restlaufzeit bei einem weiteren Zinsanstieg ein Kursverlust, während sie bei einem Renditerückgang – zum Beispiel aufgrund von Rezessionsängsten – stärker profitieren würden. Der Diversifikationseffekt zur Aktienposition wäre also bei einem Fokus auf längerlaufende Anleihen am größten. Dazu kommt, dass mit dem nahenden Leitzinsgipfel die Leitzinserhöhungen einen immer geringeren Einfluss auf die Rendite haben. Noch im Februar preiste der Rentenmarkt bei einem erwarteten Leitzinsniveau von 3,9 % Prozent eine 10-jährige Bundrendite von 2,65 % - im Juni lag bei einem ähnlichen erwarteten Leitzinsniveau die Bundrendite bei nur 2,4 %. Anders formuliert: Leitzinserhöhungen befeuern nicht länger Spekulationen über weitere Leitzinserhöhungen. Vielmehr dominiert die Befürchtung, dass die noch verbleibenden Leitzinserhöhungen um so stärkere Leitzinssenkungen in den nächsten Jahren nach sich ziehen.

Steigende Leitzinserwartungen wirken sich zuletzt weniger stark auf die Renditen aus

Erwartetes EZB-Leitzinsniveau im Dezember 2023 (%), 10-jährige Bundrendite (%)



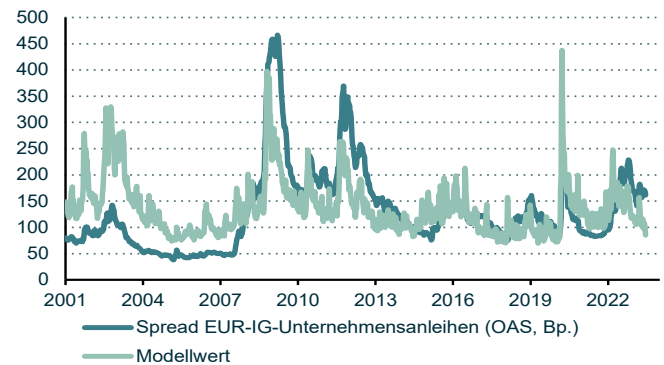
Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Bleibt für den Anleihenbereich abschließend zu klären, wo man allokiert sein sollte. Staatsanleihen sind sicherlich die

reinste Form der Diversifikation, da sie keinerlei unternehmensspezifische Risiken tragen. Aber auch die Beimischung von Unternehmensanleihen kann sinnvoll sein, nämlich dann, wenn die erwartete Spreadausweitung im Falle eines Rückgangs der Aktienmärkte durch das höhere Zinsniveau kompensiert wird. Hier gilt zwar keine feste Regel, wie stark die Spreadausweitung im Falle eines Kursrückgangs der Aktien sein wird. Allerdings zeigt nachfolgende Grafik, dass der Spread von Euro-Unternehmensanleihen derzeit deutlich höher ist als die Volatilität am Aktienmarkt nahelegt. Dies eröffnet die Chance, dass sich die Spreadausweitung im Falle eines moderaten Rückgangs an den Aktienmärkten (und einem entsprechenden Anstieg der Volatilität) in Grenzen hält. Da allerdings der Diversifikationseffekt im Vordergrund steht, vermeiden wir eine zu risikoaffine Allokation im Anleihebereich und bevorzugen – gegeben die neutrale Positionierung im Aktienbereich – Staatsanleihen (übergewichten) gegenüber Unternehmensanleihen (neutral). Hochzinsanleihen werden aufgrund ihrer deutlich größeren Abhängigkeit von den Entwicklungen am Aktienmarkt aus Risikogesichtspunkten untergewichtet.

Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen höher als die implizite Aktienvolatilität nahelegt

Lineares Regressionsmodell zur Erklärung des Risikoaufschlags von EUR-Unternehmensanleihen mit Hilfe des VStoxx (Wochendaten)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Rohstoffe weiter neutral

Neben Anleihen wäre auch eine Diversifikation über Rohstoffe denkbar. Aufgrund der drohenden Rezession dürften sich aber zyklische Rohstoffe wie Industriemetalle der Entwicklung am Aktienmarkt anschließen. Auch bei Energie spricht die konjunkturelle Lage gegen eine Übergewichtung, während sich geopolitische Risiken hier zum Teil diversifizieren ließen. Gold zeigt seine besten Seiten für gewöhnlich bei drohenden Krisen, oder wenn Inflation von Notenbanken nicht bekämpft wird. In Rezessionen weist es ein ambivalentes Verhalten auf. Eine neutrale Allokation des Rohstoffblocks erscheint daher weiter angebracht.



Aktuelle qualitative Asset Allokation

Renten übergewichtet, Liquidität untergewichtet

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"/>

Quelle: Commerzbank-Research

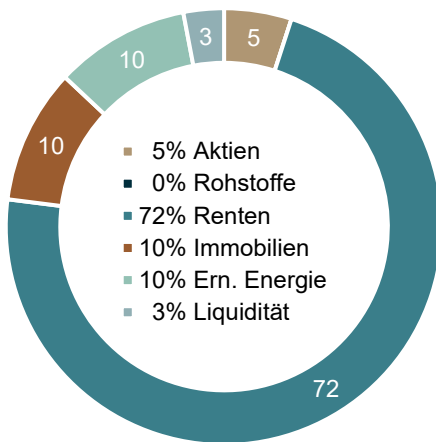
Meine Empfehlung für Sie

In der aktuellen Marktphase bleibt Diversifizierung wichtig. Um die Chancen am Aktienmarkt weiter zu wahren, empfehlen wir eine neutrale Aktienallokation. Den daraus resultierenden Risiken tragen wir durch eine Übergewichtung des Anleihesegments zulasten von Kasse Rechnung. Dabei sollte der Fokus weniger auf Unternehmensanleihen, und mehr auf Staatsanleihen mit einer längeren Restlaufzeit liegen. Rohstoffe sind neutral gewichtet.

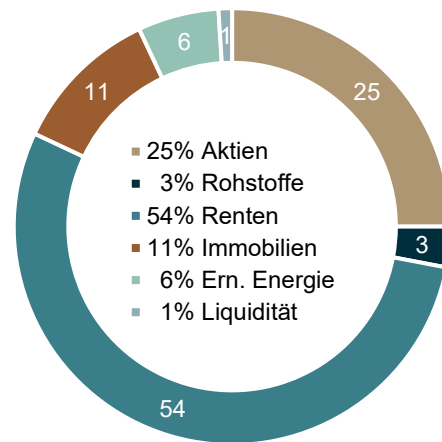
Musterallokation

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.

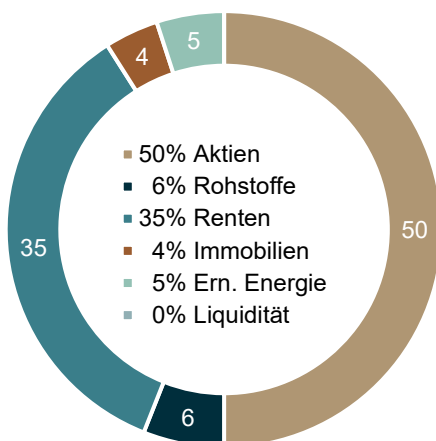
Stabilität



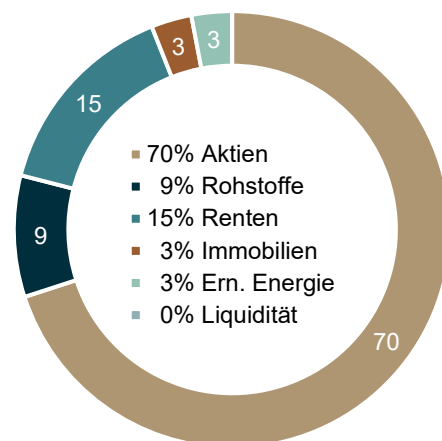
Einkommen



Wachstum



Chance





Megatrend Künstliche Intelligenz

Der KI-Geist ist aus der Flasche – was nun?

Thomas Becker, Seniorexperte Aktien Technologie

- Megatrend Künstliche Intelligenz (KI) bietet substanzielles und strukturelles Wachstumspotenzial.
- Regulierung von Risiken ist Grundlage für die Marktreife von sicheren und wertschöpfenden KI-Anwendungen.
- Eingepreistes KI-Chancenpotenzial und Kursgewinne der „Magischen Acht“ bedürfen der Validierung.
- Belastbarer KI-Zyklus bedingt größere Marktbreite, getragen von Profiteuren auch außerhalb des IT-Sektors.

KI-Zyklus steht noch am Anfang der Evolution

Selten hat eine neue Technologie in so kurzer Zeit eine derart bedeutende mediale und mit Superlativen („5te industrielle Revolution“, „iPhone Moment“, etc.) gespickte Resonanz gefunden wie die Künstliche Intelligenz (KI). Grund ist, dass KI, als Simulation des menschlichen Lernens und Denkens zur Lösung von komplexen Problemen durch Computer, in eine Kerndomäne und einen differenzierenden Aspekt des Menschseins vordringt. Die aktuell sehr intensiv geführte Diskussion über private sowie wirtschaftliche Anwendungsfelder und speziell das Chance- und Risikopotenzial, ist u.E. zwingend notwendig für die Marktreife von sicherer und wertschöpfender KI.

Auslöser des KI-Booms ist seit Anfang 2023 die Chatbot Anwendung ChatGPT, die für jeden Nutzer KI in Form eines Dialogs in natürlicher Sprache erfahr- und nahbar macht. Technologisch basiert KI maßgeblich auf der exponentiell steigenden Rechenleistung von parallel arbeitenden Computern, der Vernetzung von Rechenzentren in der Cloud, komplexeren und neueren mathematischen Modellen sowie der Verfügbarkeit von umfangreichen Datensätzen zu vielfältigen privaten und wirtschaftlichen Themenkomplexen.

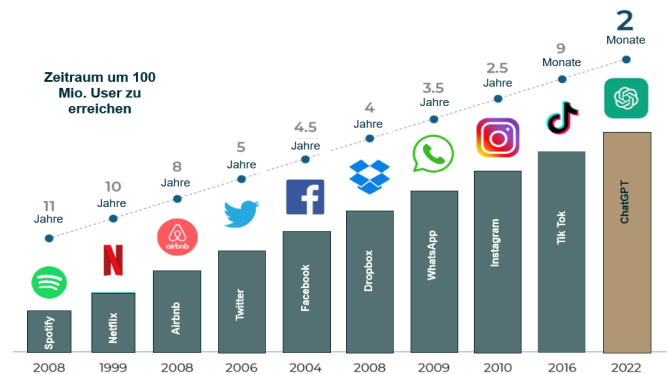
KI ist der am schnellsten adaptierte IT-Megatrend

Unseres Erachtens erfüllt KI alle Anforderungen an einen Megatrend, denn sie ist disruptiv und verspricht langfristiges und strukturelles Wachstum. Getragen wird die Dynamik durch die Implementierung von KI-Funktionalitäten in bestehende und neue Produkte und Services. Dadurch können bspw. Geschäftsprozesse von Unternehmen effizienter gestaltet werden, neue Geschäftsmodelle entstehen, oder zusätzliche Umsatzpotenziale erschlossen werden.

Die Tragweite von KI aufgrund der universellen Einsetzbarkeit wird auch belegt durch die rasante Verbreitung von KI-Applikationen. Innerhalb von nur zwei Monaten konnte ChatGPT die Marke von 100 Mio. Anwendern/Users durchbrechen, während andere marktprägende Applikationen teilweise Jahre benötigten.

Deutliche Beschleunigung der Verbreitung von neuen Technologien und KI

ChatGPT erreichte 100 Mio. User nach zwei Monaten



Quelle: World of Statistics, Commerzbank-Research

Die zunehmende Geschwindigkeit der Adaption von neuen Technologien ist auch der globalen Nutzung internetbasierter mobiler Endgeräte geschuldet. Benötigte das PC basierte Internet rund 12 Jahre um 50% der US-Haushalte zu erreichen, so waren es rund 6 Jahre beim Smartphone basierten Internet. Ob KI dem Trend der Halbierung der Adaptionzeit folgt, lässt sich aktuell allerdings noch nicht valide abschätzen.

Disruptive Innovationen wie KI bergen große Chancen-, aber auch substanzielle Risikopotenziale

Auch die treibenden Kräfte hinter der KI-Entwicklung sehen das hohe disruptive Potenzial und haben sich pro-aktiv für eine Regulierung von KI ausgesprochen. Neben grundlegenden Themen, wie bspw. Daten-/Quellenschutz, ist das Verständnis wichtig, dass KI ein ethischer und moralischer Kompass fehlt. Wie auch Menschen, kann KI durch falsche Daten und unpräzise Zusammenhänge in die Irre geleitet werden. Insofern muss geklärt werden, in welchen Bereichen und in welchem Umfang KI eingesetzt und wie die Nutzung zur gezielten Desinformation unterbunden werden kann. Aktuell sehen laut einer Studie nur 35% der US-Amerikaner die Vorteile von KI, gegenüber 78% / 71% der Chinesen und Inder.

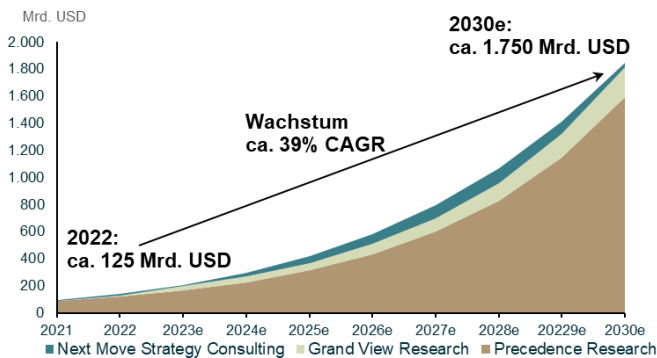


Marktvolumen kann sich bis 2030 vervielfachen – jährliche Wachstumsraten von ca. 39% möglich

Die vielfältigen theoretischen Einsatzfelder generativer KI, die nicht nur für spezifische Einsatzgebiete trainiert ist, versprechen substanzielles Wachstum aufgrund neuer Geschäftsmodelle, Umsatzpotenziale sowie Effizienzsteigerungen. Allerdings ist die Hebung der Potenziale mit vorlaufenden Investitionen verbunden, die sich auf Seiten der Entwickler von Applikationen, in Forschungs- und Entwicklungskosten und bei Infrastrukturanbietern, bspw. Datacenteranbietern im Umbau der Hardwarearchitektur, niederschlagen.

Bei der Entstehung von neuen Märkten sind die prognostizierten Volumina nur wenig belastbar. Denn am Anfang eines neuen Megatrends und Marktzyklus werden die kurzfristigen Auswirkungen und die Geschwindigkeit, bis die Technologie realwirtschaftlichen Einfluss hat, tendenziell überschätzt, wohingegen die langfristigen Auswirkungen unterschätzt werden. Wer hätte gedacht, dass das Smartphone nicht nur die Art wie wir kommunizieren verändert (bspw. Videotelefonie), sondern Applikationen wie Uber oder Lieferando massive Auswirkungen auf die Taxibranche und Restaurants haben?

KI-Markt Wachstum wird mit rund 39% p.a. prognostiziert
Prognose des KI-Marktvolumens auf Basis von drei Marktresearch-Anbietern



Quelle: Next Move Strategy, Grand View Research, Precedence Research, Commerzbank-Research

Auch unter Berücksichtigung von Wirkungsverzögerungen, halten wir es für nachvollziehbar, dass KI - ähnlich wie der Markt für Cloudanwendungen - das Potenzial hat, durchschnittlich mit ca. 39% pro Jahr bis 2030 zu wachsen.

Vielzahl von privaten und wirtschaftlichen Anwendungsgebieten durch „intelligente“ Produkte und Services

Die theoretischen Einsatzmöglichkeiten von KI sind vielfältig und konzentrieren sich aktuell auf die Verbesserung der Produktivität und der Erweiterung der Funktionalität von existierenden oder neuen Produkten und Services sowie dem effizienteren Einsatz von Ressourcen.

KI im Unternehmenskontext – Produktivitätsverbesserung, neue Services und Kundenerlebnis im Fokus

Exemplarische Einsatzbereiche von KI

Geschäftsprozesse	Informationstechnologie
Sprachübersetzung und persönlicher KI-Assistent	KI unterstützte Entwicklungs- und Programmierwerkzeuge
Optimierte Suche, Analyse und Aufbereitung von strukturierten und unstrukturierten Daten	Applikationsentwicklung ohne Codierung
Generierung von Zusammenfassungen, Erstellung von Dokumenten und Präsentationen	KI als Testuser bspw. im Rahmen der Qualitätssicherung von Softwarereleases
Optimierung des Kundenregistrierungsprozesses	KI unterstützte IT-Projektsteuerung und verbessertes kollaboriertes Arbeiten
Entlastung von Ressourcen bspw. Call Centern durch verbesserte Kunden Selfservices	Nächste Stufe intelligenter mobiler Endgeräte mit persönlichen KI-Assistenten
Mitarbeiterqualifikation und Schulung	KI überwacht, schützt und gewährleistet die Integrität von Daten
Neue Stellenprofile bspw. Prompt Engineering	Cybersecurity – Abwehr und Bekämpfung von KI gesteuerten Angriffen
Unterstützung beim Management von operativen und strategischen Risiken	KI zu KI-Kommunikation (KIKiKo)
Überwachung und Qualitätssicherung von Geschäftsprozessen und physischen Assets	Einsatz von KI im Bereich Robotik
Aufdeckung von Produktpiraterie / Plagiaten	

Quelle: Commerzbank-Research

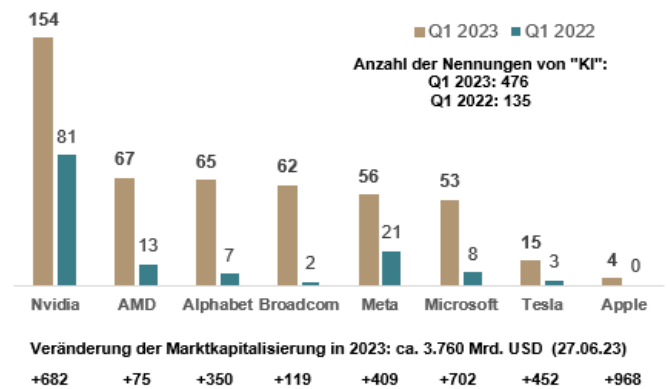
Die aktuell am meisten genutzten Anwendungen finden sich zur Erstellung von digitalen Inhalten, bspw. Bildern und Videos; des Weiteren Applikationen wie digitale Assistenten, die bei der Daten- bzw. Informationsrecherche, der Aufbereitung von Dokumenten, Präsentationen oder anderen Ausgabeformen und Sprachübersetzungen unterstützen.

Kapitalmarktsicht – bereits eingepreistes KI-Chancenpotenzial in Form von Kursgewinnen bedarf der Validierung

Wie üblich, wenn ein neues Marktsegment Gestalt annimmt, preist der Markt die Chancen deutlich schneller als die Risiken in die Kurse der potenziellen Profiteure ein.

Die „Magischen Acht“: Anstieg der Marktkapitalisierung um ca. 3.760 Mrd. USD seit Anfang 2023

Anzahl der Nennungen von „KI“ und artverwandten Begriffen während der Telefonkonferenzen zum März Berichtsquartal



Beispiel: Nvidia mit 154 Nennungen von KI während der Q1 2023 Telefonkonferenz, Quelle: Unternehmensangaben, Statista, Commerzbank-Research

Bei KI konzentriert sich aktuell das Investoreninteresse auf die großen US-Technologiewerte Alphabet, AMD, Apple, Broadcom, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla, die wir als



„Magische Acht“ bezeichnen. Bereits vor dem KI-Boom waren diese Titel Indexschwergewichte, büßten allerdings im Jahr 2022 rund 4.200 Mrd. USD an Marktkapitalisierung ein. Insofern sind die Titel trotz eines Anstiegs von rund 3.760 Mrd. USD, was 80% des Zuwachses der Marktkapitalisierung des Nasdaq-100 seit Jahresanfang entspricht, gerade erst wieder in Sichtweite der alten Hochs.

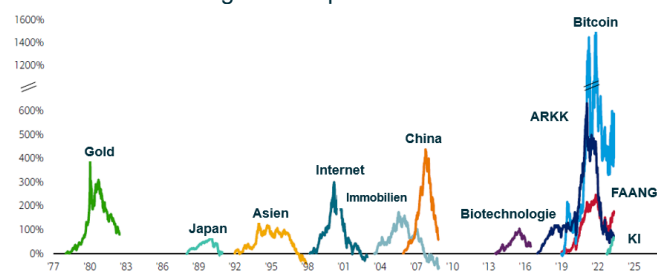
Investoren billigen diesen Titeln, die bereits etablierte Marktführer mit sehr profitablen Geschäftsmodellen sind, eine deutliche KI-Bewertungsprämie zu. Ratio ist, dass diese Unternehmen durch ihre Marktpositionierung KI basierte Produkte und Services nicht nur erfolgreich entwickeln, sondern auch global vermarkten können und damit den Wettbewerbsvorsprung weiter ausbauen.

Erwartungen an KI-Marktführer müssen validiert und der Markt muss durch weitere Profiteure an Breite gewinnen

Ein Vergleich mit historischen Hypes oder Blasen suggeriert, dass KI zwar rein statistisch erst am Anfang steht. Allerdings ist kein Zyklus gleich und die Aufwärtstrends der Wellen jüngeren Datums haben sich beschleunigt. Im Gegensatz zum KI-Boom, standen aber in der 2000 geplatzten Internetblase unprofitable Unternehmen mit Frühphasen-Geschäftsmodellen und nur schwacher Kapitalausstattung im Mittelpunkt.

KI im Vergleich zu historischen und thematischen Blasen

KI = Kursentwicklung am Beispiel von Nvidia und Microsoft



ARKK = Sehr schnell wachsende, oft unprofitable Unternehmen aus Zukunftssektoren, FAANG = Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google, Quelle: BofA

Generell werten wir es als positiv, dass die KI-Hausse aktuell von hochprofitablen, cash generierenden und etablierten Unternehmen getragen wird. Allerdings gibt es aus unserer Sicht drei Voraussetzungen, damit der KI-Boom zu einem belastbaren und strukturellen KI-Zyklus wird.

1. Erstrundenprofiteure müssen die Erwartungen erfüllen

Unternehmen, die KI-Infrastruktur zur Verfügung stellen und Applikationen entwickeln und deren Kurse bereits vorausgelaufen sind, müssen zumindest die Umsatzerwartungen in den nächsten 6 bis 12 Monaten erfüllen. Gleichfalls muss das KI-Potenzial durch bspw. neue Unternehmensziele, Strategien oder Produkte untermauert werden.

2. Zweitundenprofiteure außerhalb des IT-Sektors

Unternehmen außerhalb des IT-Sektors müssen als KI-Anwender Umsatzpotenziale, Kosteneffizienzen oder Leistungsverbesserungen identifizieren und mit Maßnahmen unterlegen. Aufgrund der hohen vorlaufenden Investitionen in KI und der bereits starken Durchdringung der Unternehmen mit Cloudapplikationen, gehen wir davon aus, dass Unternehmen auf „AI as a service“, d.h. mietbare KI-Applikationen zurückgreifen werden. Sobald diese KI-Applikationen Marktreife erlangen, gehen wir von einem wahrnehmbaren Einfluss auf die Geschäftsmodelle der Unternehmen innerhalb von 18 Monaten aus. Eine steigende Anzahl von Profiteuren verhilft dem KI-Boom aus Sicht des Kapitalmarktes zu mehr Breite und erlaubt einen belastbaren und strukturellen KI-Zyklus zu etablieren.

3. Neue Geschäftsmodelle und „Killer Applikationen“

Historisch gesehen dauerte es rund 18 Monate bis diese sogenannten „Killer“- oder „Must-have“-Applikationen, d.h. Anwendungen, die nahezu jeder einsetzt, am Markt erschienen und damit der zugrundeliegenden Technologie zum Durchbruch verhalfen.

Meine Empfehlung für Sie

KI befindet sich noch in einer frühen Phase, lässt aber bereits jetzt das disruptive und strukturelle Wachstumspotenzial erahnen. Unseres Erachtens wird eine Vielzahl von neuen „intelligenten“ Produkten und Services für private und wirtschaftliche Anwendungsgebiete den Markt in den nächsten 12 bis 18 Monaten erreichen. Um die substantziellen Chancen risikoadäquat nutzen zu können, ist u.E. aber die Regulierung des KI-Einsatzes erforderlich.

Aus Kapitalmarktsicht bedarf die bislang von wenigen großen US-Technologie Unternehmen (Erstrundenprofiteure) getragene KI-Kurshausse einer Validierung. Damit aus dem KI-Boom ein belastbarer und struktureller KI-Zyklus entsteht, müssen die direkten Profiteure die in sie gesetzten Erwartungen zumindest erfüllen. Des Weiteren muss die Wertschöpfung von KI auf Sektor- und Unternehmens-ebene auch außerhalb des IT-Sektors erkennbar werden und die Geschäftsmodelle von Unternehmen maßgeblich positiv beeinflussen.

Aufgrund der sehr dynamischen Entwicklung lassen sich zu weiteren KI-Profiteuren zwar aktuell keine hinreichend belastbaren Aussagen treffen. Allerdings sind wir der Ansicht, dass Phasen höherer Aktienmarktvolatilität attraktive Einstiegsmöglichkeiten in ausgewählte KI-Profiteure offerieren.



Interview

Thorsten Weinelt im Gespräch mit Henning Padberg (Nordea AM)

Henning Padberg ist einer der europäischen Pioniere in Sachen nachhaltiger Anlage. 2008 begann er seine Laufbahn als Portfoliomanager bei Nordea Asset Management. Anfangs hatte er mit Zweifeln zu kämpfen, ob nachhaltiges Investieren und Performance auch in Einklang stehen können. Nach 15 wachstumsstarken Jahren und mittlerweile drei erfolgreichen Fondskonzepten im Bereich der Nachhaltigkeit gilt Nordea heute als eine der ersten Adressen in Europa für nachhaltiges Investieren.



Herr Padberg, Sie verantworten unterdessen mehrere Fonds und über 10 Mrd. EUR an Investorengeldern. Können Sie bei dieser großen Verantwortung gerade in turbulenten Zeiten gut schlafen?

Ja, ich habe nach wie vor einen sehr guten Schlaf. Ich bin vor knapp 10 Jahren aus Kopenhagen raus aufs Land gezogen und dort herrscht einfach eine ganz andere Ruhe als in der Großstadt. Wer schläft nicht gern bei Vogelgezwitscher und sternklarem Himmel statt Autolärm und Lichtsmog ein. Aber natürlich bin ich mir der großen Verantwortung bewusst, und der Job ist sicherlich in den letzten 15 Jahren nicht einfacher geworden. Beim Investieren kommt es darauf an, Ruhe zu bewahren und seiner Philosophie treu zu bleiben. Dazu haben wir einen erprobten Investmentprozess entwickelt, der

nicht nur versucht, Chancen mitzunehmen, sondern auch das Risiko im Auge behält.

Die Arbeit muss natürlich auch Spaß machen. Daher bin ich echt froh, hier bei Nordea gelandet zu sein, denn der skandinavische Humor, die Work-Life-Balance, die Chemie mit meinen Kollegen und vor allem die Fokussierung auf nachhaltige Investmentstrategien... da passt einfach alles, so dass ich hoffentlich auch weiter gut schlafen werde.

... und „Ein gutes Gewissen ist ein sanftes Ruhekissen“ heißt es, was für nachhaltige Investments erst recht gelten sollte ...

Naja, das stimmt schon, dass man mit nachhaltigen Strategien entspannter anlegen kann, immerhin versucht man etwas Positives zu bewirken. Unser Ansatz war hier über viele Jahre primär den Fokus auf die Unternehmen zu legen, die mit ihren Lösungen helfen, unsere Gesellschaft in die richtige Richtung zu bewegen, z.B. durch Verbesserung der Ressourceneffizienz, des Umweltschutzes oder auch den Ausbau der erneuerbaren Energien. Hier haben wir mit unserem Global Climate and Environment Fund über viele Jahre gezeigt, dass sich attraktive Renditen und die Konzentration auf diese „guten“ Lösungsanbieter sehr gut kombinieren lassen. Aber wir haben in den letzten Jahren erkannt, dass es über diese Lösungsanbieter hinaus weitere spannende Anlagechancen gibt, die sich ergeben können, wenn man sich nicht einfach hinter einem Nachhaltigkeitslabel ausruht, sondern neue Wege geht, um reale positive Entwicklungen mit zu bewirken. Hierbei spiele ich auf unseren neuen Global Climate Engagement Fund an, der zum Ziel hat, die „weniger guten“ Unternehmen durch aktives Engagement hin zu einer positiveren Entwicklung zu beeinflussen. Wir sind der Überzeugung, dass sich hier aufgrund der ESG-Hype der letzten Jahre enorme Marktineffizienzen und damit Chancen aufgetan haben, die sich sehr gut mit einem nachhaltigen Investmentansatz vereinbaren lassen. Natürlich kommt es hier darauf an, dass nicht nur die Performance stimmt, sondern auch die Meilensteine im Engagementprozess nachvollziehbar und Erfolge messbar gemacht werden.

Nachhaltiges Anlegen verbinden viele Anleger in Deutschland allerdings auch mit einem erneuten Mehr an Regulierung und Bürokratie. Begriffe wie „EU-Taxonomie“ oder „nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen“ sind nicht gerade intuitiv verständlich.



Wie können wir als Finanzindustrie dies inhaltlich richtig, aber nachvollziehbarer für Privatkunden darstellen?

Um ganz ehrlich zu sein: Da geht es uns im Portfoliomanagement glaube ich manchmal ähnlich wie den Anlegern. Was in der Theorie oftmals einleuchtend klingt, hat dann in der Praxis unbeabsichtigte Auswirkungen. Und so ist es leider manchmal bei neuen Regularien, die dann durch ein ständiges Hin- und Her zwischen allen Beteiligten zu mehr Bürokratie und Ineffizienz als notwendig führen. Trotzdem gehen wir bei Nordea hier voll mit und haben für diese Bereiche auch erhebliche interne Ressourcen aufgebaut, um unsere Investmentprodukte optimal zu unterstützen.

In unserem fundamentalen Aktienteam kommt uns zugute, dass unsere Portfolios mit typischerweise zwischen 40 und 60 Werten relativ konzentriert sind. So können wir vorzugsweise auf die Einzeltitel und deren Investmentstories, sowie die dazugehörigen Nachhaltigkeitsprofile und Engagement-Möglichkeiten hinweisen. Damit können wir das Thema Regularien oftmals auch für Anleger etwas greifbarer machen, und man kommt von der Theorie in die Praxis.

Kommen wir zu den Chancen im Bereich der Nachhaltigkeit. Die EU will mit ihrem „Green Deal“ bis 2030 eine industriepolitische Weichenstellung in Sachen Nachhaltigkeit vornehmen. Die USA zogen mit dem „Inflation Reduction Act“ nach. Über eine Billion Euro liegen allein in diesen beiden Fördertöpfen bis 2032. Haben Sie nach diesen Ankündigungen Umpositionierungen vorgenommen?

Bei politischen Programmen sind wir grundsätzlich erstmal skeptisch, denn unser Credo war schon immer, dass sich die Lösungen mit dem besten Nachhaltigkeitsprofil, sprich Rentabilität, sowieso durchsetzen werden. Hier zieht die Politik also jetzt nach und hilft den Ausblick zu verfestigen, und das begrüßen wir auch. Doch sollte man vermeiden, Wunschdenken mit Steuergeldern zu finanzieren. Was wirtschaftlich noch nicht rentabel ist, sollte nicht in großem Stil ausgebaut werden, denn diese Fehlinvestitionen können am Ende teuer für den Endverbraucher werden.

Klar, wir brauchen einen Ausbau der Stromnetze und auch der Erneuerbaren weltweit. Da helfen diese Programme und wir sind auch im Fonds dahingehend positioniert. Weitere Anreize zur Verbesserung der Ressourceneffizienz in Sektoren wie Energie, Bau, Industrie, Transport und bei Endverbrauchern spielen unseren Investments in die Karten, da sind wir teilweise schon seit Jahren positioniert.

Mit und ohne diese Fördertöpfe wird das Wachstum in diesen Bereichen kommen, aber sie geben eine Art Rückendeckung für den Fall, dass die ökonomische Lage labiler wird. Ich erinnere mich noch gut daran, was die Nachwirkungen der Finanzkrise vor über 10 Jahren für die Erneuerbaren und viele

Innovationsbereiche bedeutet haben. Die Finanzierung der richtigen Projekte war ganz einfach trotz attraktiver Amortisationszeiten nicht möglich, da die Finanzierungsmöglichkeiten nicht gegeben waren. In so einer Situation braucht man die Förderprogramme, denn sie sichern die Mittel auch in schwierigen Marktphasen. Deshalb erwarten wir in den kommenden 10 Jahren ein stabileres Wachstum als in den vergangenen.

Konkret haben die EU-Staaten gerade das Ziel für den Ausbau erneuerbarer Energien deutlich nach oben gesetzt auf bis zu 45% im Jahr 2030, was eine Verdoppelung vom Stand 2021 wäre. Wachstum ist also da - werden aber auch Aktionäre davon profitieren können?

Gerade bei den Erneuerbaren haben wir in der Vergangenheit erlebt, dass es Auf und Ab geht. Man darf nicht vergessen, dass es sich noch immer um relativ junge Industrien handelt, in denen auch der Fortschritt rasant voranschreitet. Deshalb sind die Marktführer von gestern nicht immer die Börsengewinner von morgen, weshalb wir in der Vergangenheit eher selektiv bei der Aktienauswahl waren. Nichtsdestotrotz werden sich hier gute Chancen ergeben, gerade wenn man an die notwendigen Technologien wie z.B. effiziente Elektronik und smarte Software zum Strommanagement denkt, sowie den schon erwähnten Ausbau der Stromnetze an sich. Für uns bleibt das wichtigste Kriterium, ob die von uns ins Auge gefassten Unternehmen in der Lage sind, sich am Markt durch differenzierte Produkte zu behaupten und die notwendigen Cashflows zu erzielen, um die aktuelle Bewertung des Marktes im Aktienkurs auf mittel- bis langfristige Sicht deutlich zu übertreffen.

2022 haben viele nachhaltige Strategien Performance-nachteile gehabt, da es an den Märkten eine Renaissance der Ölwerte gab. Wie sind Sie mit dieser Herausforderung umgegangen?

Auch für uns war 2022 nach der starken Performance in 2021 ein schwierigeres Jahr. Besonders die starke Rotation im Januar von Wachstum hin zu Value Titeln ging auch an uns nicht spurlos vorbei, denn unser Anlageuniversum im Global Climate and Environment Fund hat tendenziell eher einen Wachstumsbias. Wir hatten jedoch im Portfolio bereits im Jahr 2021 begonnen, Gewinne mitzunehmen, gerade in einigen dieser Wachstumswerte, bei denen das Rendite-Risiko-Verhältnis nach starker Performance relativ weniger attraktiv war. Im Jahresverlauf nahmen dann gerade einige unserer Industrieaktien im Bereich Agrarwirtschaft und Abfallmanagement Fahrt auf, die genau wie der Ölpreis eher von Inflation profitieren, so dass wir uns in dem Jahr gerade im Vergleich zu anderen Nachhaltigkeits- und auch Themenfonds relativ gut geschlagen haben. Hier kam uns neben



unserer Erfahrung sicherlich auch unser Risikomanagement zugute, welches dazu geführt hat, dass wir relativ ausbalanciert aufgestellt waren.

Unser 2022 aufgelegter Global Climate Engagement Fund hatte übrigens einen sehr guten Performancestart, da dessen Anlageuniversum eher einen Valuebias hat und wir dort auch bei der Aktienselektion noch besser lagen.

Auf welche Sektoren und Themen setzen Sie in Ihren Fonds aktuell besonders?

Wir sind in erster Linie in Einzeltitel investiert, die aus unserer Sicht sowohl ein positives Impaktpotenzial im Bezug auf die Klima- und Umweltproblematik haben und gleichzeitig attraktiv bewertet sind.

Diese Titel finden wir nach wie vor stark im Thema Energieeffizienz, da wir hier weiter hervorragende Aussichten sehen und sich die Investitionen relativ schnell rentieren. Außerdem gefällt uns der Bereich der intelligenten Stromnetze, denn diese müssen im Einklang oder am besten im Vorlauf mit den Erneuerbaren ausgebaut werden. Auch das Thema der umweltbewussten Verbraucher sehen wir strukturell als interessant an, allerdings muss man hier kurzfristig mit etwas Vorsicht agieren, da – wie wir alle wissen – die Budgets der Haushalte aufgrund der starken Inflation unter Druck geraten sind. Was die Sektoren angeht, so zeigen sich viele der interessantesten Titel in den Sektoren Industrie, IT und Materialien, aber auch einige Versorger können als defensive Beimischung durchaus interessant sein.

Ein wichtiges Marktthema ist aktuell der Wachstumstrend Künstliche Intelligenz. Spielt dieses Thema auch bei Ihren Fonds eine Rolle?

Also ich würde meine Hühner (noch) keiner KI überlassen, aber Spaß beiseite. Natürlich ist der KI-Hype auch bei uns ein Thema und hat besonders im 2. Quartal dazu geführt, dass wir der starken Performance des Marktes, getrieben vom IT-Sektor und speziell einer Handvoll von Megacaps wie Nvidia, Microsoft und Apple nicht folgen konnten.

Wir denken schon, dass KI zu enormen Produktivitätssteigerungen und Verbesserungen führen kann, allerdings sind diese in der Realwirtschaft noch nicht messbar. Gleichzeitig bringt der enorme Ausbau der Datenzentren auch wieder Herausforderungen für die Ressourceneffizienz. Hier sind wir in einige Titel investiert, die helfen z.B. die Energieeffizienz in Datenzentren zu optimieren.

Wir haben derartige Boom-Situationen in der Vergangenheit auch in unserem Anlageuniversum immer wieder miterlebt und jedem Boom folgt typischerweise ein Bust. Wir versuchen daher, unsere Performancequellen breit zu streuen, so dass wir nicht von einzelnen Themen abhängig sind und keine Klumpenrisiken eingehen.

Fragen Sie doch mal ChatGPT was die beste Aktie aus dem Global Climate and Environment Fund im Jahr 2024 sein wird. Dann sprechen wir uns in 2025 wieder und wenn die KI richtig lag, hänge ich meinen Job an den Nagel ;-)

Zum Abschluss noch eine persönliche Frage: Nachhaltigkeit ist für viele ein abstraktes Ziel. Was sind denn Henning Padbergs persönliche Schritte zu einer nachhaltigen Lebensführung?

Meine Familie und ich versuchen, möglichst bewusst und im Einklang mit der Natur zu leben. Dazu gehören unsere Hühner, unser eigenes Gemüse und eine starke Einbindung in die lokale Gemeinschaft. Wir sammeln Müll in der Gemeinde, nutzen den Pferdeweg und Rasenschnitt der Nachbarn als Kompost und unsere Hühner nennnen ein mobil gemachtes ehemaliges Kinderspielhaus aus Holz ihr Zuhause. Fernsehen gibt es bei uns nicht, dafür ist keine Zeit, stattdessen bin ich froh, wenn ich meiner Frau nach Feierabend noch in freier Natur beim Boden bearbeiten, pflanzen oder ernten helfen kann. Eine wunderbare Abwechslung zum Büro, die mir nachhaltig gut tut.



Kurz-Vita: Henning Padberg

Henning Padberg begann sein Berufsleben mit einer dreijährigen Ausbildung zum Industriekaufmann bei Mercedes-Benz, bevor er an der Universität Münster studierte und dort seinen Abschluss zum Diplom-Kaufmann erhielt. Seine Finanzkarriere begann 2008 bei Nordea Investment Management, wo er seitdem Teil des Fundamental Equities-Teams ist und im Laufe der Jahre verschiedene Sektor-, Themen- und Portfoliomanagementaufgaben innehatte. Henning ist seit 2009 Portfoliomanager des Nordea Global Climate and Environment Fund, seit 2019 Portfoliomanager des Nordea Global Disruption Fund und seit 2020 Portfolio Manager des Nordea Climate and Social Impact Fund.

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. Juni 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

