COMMERZBANK

Investment-Perspektiven 2023

Einschätzung zu Weltwirtschaft & Kapitalmärkten

Inhaltsverzeichnis

3 Editorial

4 Investment-Perspektiven 2023

8 Weltwirtschaft

10 Asset Allokation

12 Staatsanleihen

13 Unternehmensanleihen

14 Emerging Markets-Anleihen

15 Währungen

16 Aktien Europa & USA

18 Aktien Sektorstrategie

20 Aktien Emerging Markets

21 Rohstoffe

22 Immobilien

24 Megatrends: Gesundheit, Alternative Energien, Technologie

28 Interview mit dem CIO Thorsten Weinelt

30 Unser Informationsangebot

So erreichen Sie uns:
ciodirekt@commerzbank.com

Liebe Leserin, lieber Leser!

das Jahr 2022 war ein Historisches. Wir haben durch den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine eine Zeitenwende erlebt, die europäische Friedensordnung ist erschüttert. Aber der schreckliche Krieg hat nicht nur unfassbar viel Leid mit sich gebracht, er hat die geopolitischen Kräfteverhältnisse neu sortiert, die transatlantische Allianz gestärkt und die Energieabhängigkeit Europas von Russland deutlich gemacht.

Der Energiepreisschock, aber auch steigende Preise für Agrarrohstoffe und Industriemetalle haben die Inflation regelrecht entfacht, der Geist ist jetzt aus der Flasche. Zudem haben die Lieferkettenprobleme und die Null-Covid Politik der chinesischen Regierung die Zweitrundeneffekte verstärkt. Der enge Arbeitsmarkt und die hohe Kapazitätsauslastung der Unternehmen erfordern nun ein beherztes Vorgehen der Notenbanken, um die beginnende Lohn-Preis-Spirale einzufangen. Die geopolitische Zeitenwende zog also eine Zeitenwende bei der Inflation und bei den Zinsen nach sich.

Der Renditeanstieg von deutlich über 2,5%-Punkte hat mit Kursverlusten von mehr als 20% für 10-jährige Staatsanleihen den größten Anleihebärenmarkt seit über 100 Jahren ausgelöst. Die Auswirkungen des rasanten Anstiegs der Anleiherenditen zeigten sich auch an den Aktienmärkten, Anleger mussten Kursabschläge von bis zu 30% hinnehmen, im zinssensitiven Immobilien- und Technologiesektor sogar zwischen 30% und 70%. Auch Gold konnte seinem Ruf als sicherer Hafen im Jahr 2022 nicht gerecht werden und verlor um 4% in USD. Lediglich die USD-Aufwertung von 10% gegenüber dem Euro verhalf zu einer positiven Performance. Somit wird das Jahr 2022 für die Anleger als annus horribilis in die Geschichte eingehen.

Wie aber geht es weiter? Was bedeutet die Zeitenwende bei der Inflation und den Zinsen langfristig für den Kapitalanleger? Kann ich mich vor der Inflation wirklich schützen? Werden Aktien auch in der Zukunft ähnliche Kapitalrenditen abwerfen wie in der letzten Dekade? Oder steht uns eine Periode der Stagflation bevor, die eine Phase höherer Kursschwankungen und geringerer Renditen wie in den 70er Jahren befürchten lässt? Wo sind in der Welt geopolitischer, sozialer, umwelt- und gesellschaftspolitischer Herausforderungen die Chancen für Kapitalanleger? Welche Opportunitäten ergeben sich in den Assetklassen Aktien und Anleihen, welche in Anlagen in Private Equity, Infrastruktur und Immobilien? Mit dieser Jahresausgabe wollen wir Ihnen Antworten auf diese Fragen liefern.

Ihnen und Ihren Liebsten wünsche ich besinnliche Feiertage, einen schönen Jahresausklang und ein erfolgreiches Jahr 2023. Bleiben Sie gesund!

Ihr
Thorsten Weinelt

Chief Investment Officer
Commerzbank AG

Investment-Perspektiven 2023

Nach Zeitenwende: Aktives Management gefragt

Thorsten Weinelt
Chief Investment Officer

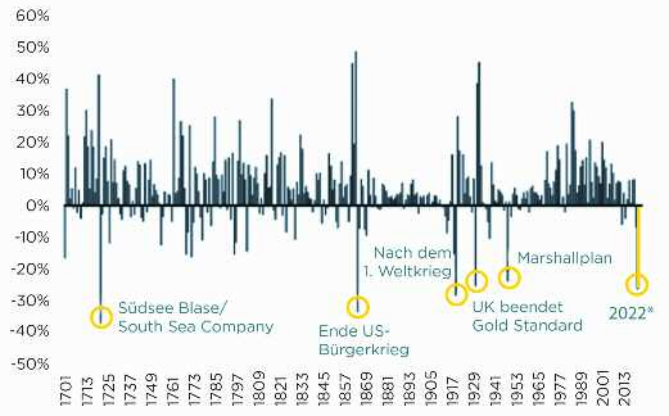
- Geopolitische Zeitenwende löst Zeitenwende bei Inflation und Zinsen aus
- Notenbanken priorisieren Inflationseindämmung und riskieren Rezession
- Rezessionsumfeld bedeutet höhere Volatilität an den Finanzmärkten, aktives Management gefragt
- (Unternehmens-)Anleihen sind wieder eine Alternative zu Aktien und Alternativen Assets
- Aktienmärkte volatil, aber Rezession bietet Chancen für attraktive Einstiegniveaus
- Value- und Dividenden-Strategien bevorzugt, mit Ende der Rezession Small Caps wieder interessant
- Aktien bieten langfristig den besten Inflationsschutz
- Alternative Assets als Beimischung und Portfoliostabilisator geeignet

Rückblick für das Börsenjahr 2022: Historisch und zum Vergessen!

2022 war für Anleger ein Jahr zum Vergessen. Die geopolitische Zeitenwende durch den schrecklichen Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine zog eine Zeitenwende bei der Inflation und eine Zeitenwende bei den Zinsen nach sich. Die Inflationsrate erreichte ungeahnte Hochs: In den USA über 9% wie zuletzt Anfang der 80er Jahre, in Deutschland mit fast 11% wie in den 50er Jahren. Die Notenbanken, die zunächst das Inflationsproblem unterschätzt hatten, sorgten mit einer Kehrtwende und großen Zinsschritten für einen massiven Renditeanstieg von fast 3%-Punkten an den Anleihemärkten.

Größter Bondmarktcrash seit 100 Jahren!

Jahresperformance globaler Staatsanleihenindex



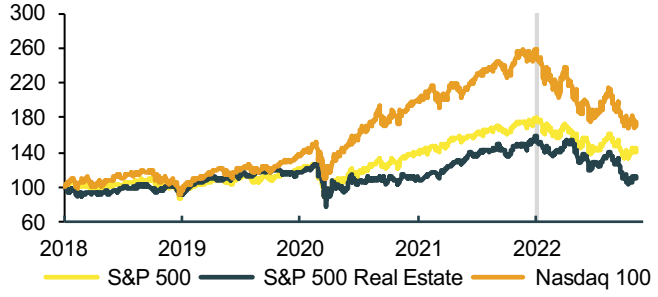
Quelle: BofA Global Investment Strategy, GFD Finaeon, Sep. 2022

Dies bedeutete nicht nur den größten Bondmarkt-Crash seit mehr als hundert Jahren, sondern war der wesentliche Treiber hinter einer Neubewertung des Aktienmarktes. Insbesondere Technologietitel, die durch die höheren Diskontierungssätze in Bewertungsmodellen an Attraktivität ein-

büßten, verloren mehr als 30%. Auch Immobilienaktien litten wegen der dramatisch angestiegenen Finanzierungs- und Baukosten, einbrechender Nachfrage und den notwendigen Bewertungsanpassungen.

Technologie und Real Estate Titel besonders unter Druck

S&P 500, Nasdaq und Real Estate Sektor

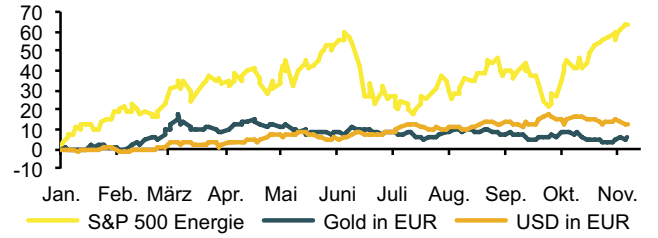


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Von den liquiden Assets erzielten 2022 nur USD-Liquidität und Investitionen in den fossilen Energiesektor eine signifikante positive Performance. Gold verlor in USD 4%, konnte in Euro gerechnet aber von der starken Aufwertung der US-Währung profitieren. Für den Euro-basierten Investor war eine deutliche Linderung der Schmerzen möglich, wenn er in USD-Anleihen und -Aktien investiert war.

Performance 2022: Gold in Euro +6%, USD in Euro +10%, S&P 500 Energie +64%

01.01.2022=0

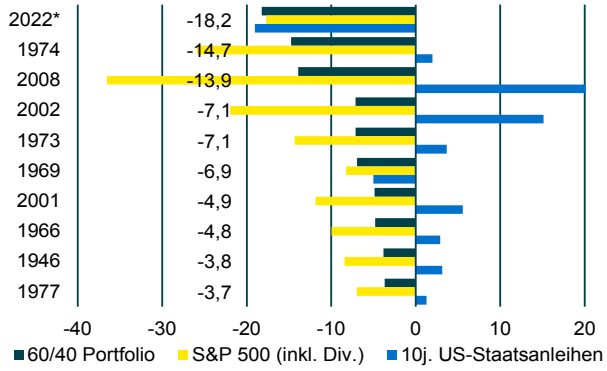


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Auch andere Bereiche wie Private Markets oder Wagniskapital (Venture Capital) waren aufgrund der gestiegenen Refinanzierungskosten erheblich betroffen. So liegen bei Venture Capital z.B. Bewertungsabschläge zur letzten Eigenkapital-Finanzierungsrunde bis 80% vor. Vergleichsweise robust dagegen hält sich der Private Equity Bereich. Mit höheren Finanzierungskosten ist zwar die Zahl der Transaktionen und Exits gegenüber dem Rekordjahr 2021 zurückgegangen, aber Volumina und Transaktionen befinden sich über den Niveaus vor der Corona-Pandemie. Eine positive Performance war auch mit konservativen Immobilieninvestments und Infrastrukturinvestments zu erzielen, die ihren stabilisierenden Charakter bestätigten.

Kurz gefasst war 2022 also ein annus horribilis für Anleger. Gemischte Portfolios wie das klassische 60/40 (Aktien/Renten) Portfolio konnten die gewohnten Diversifizierungseffekte 2022 nicht realisieren, da der historische Anstieg der Renditen zweistellige Verluste sowohl auf der Anleihenseite wie auch auf der Aktienseite nach sich zog.

2022 als annus horribilis: Schlechteste Performance von gemischten US-Portfolios seit dem zweiten Weltkrieg



Quelle: Aswath Damodaran, Bloomberg; gemischtes Portfolio: 60% Aktien, 40% Staatsanleihen; *Stand: 31.10.2022

Die gute Nachricht zum Schluss: ein weiteres derart historisches Jahr dürfte sich nicht wiederholen. Die Investment-Perspektiven für 2023 haben sich vor dem Hintergrund des sich abzeichnenden Inflationshochs, des nahenden Endes des Zinserhöhungszyklus der Fed und EZB und des Einpreisens einer Rezession an den Kapitalmärkten aufgehellt. Der Sturm geht langsam vorbei, der Nebel lichtet sich sukzessive, nur die Inflationswolken werden so schnell nicht abziehen.

Investment-Perspektiven für das Jahr 2023: Nach der Zeitenwende - Aktives Management im Fokus!

Die Perspektiven für 2023 und die nächsten 3-5 Jahre werden vor dem Hintergrund hartnäckig höherer Inflationsraten als die von den Notenbanken angestrebten 2% andere sein, als nach den klassischen Rezessionszyklen der letzten 30 Jahre. Zum einen werden Notenbanken in der kommenden Rezession im ersten Halbjahr 2023 die Zinsen nicht

in dem Ausmaß senken, wie z.B. in den Rezessionen ausgelöst durch die Corona-Pandemie, die Finanzmarktkrise oder dem Platzen der Aktienblase am Anfang dieses Jahrhunderts. Vor dem Hintergrund der hartnäckig hohen Inflation erwarten unsere Ökonomen für 2023 trotz Rezession hingegen nur eine Zinsanhebungspause der Notenbanken und eine Rückführung der Zentralbankbilanz (Quantitative Tightening). Der klassische Rückenwind durch eine aggressive Senkung der Leitzinsen und zusätzliche Anleihenkäufe fällt 2023 wohl aus. Damit wird die konjunkturelle Erholung nicht so dynamisch wie nach der Finanz- oder Coronakrise. So erwarten unsere Ökonomen für das Jahr 2023 nach der Rezession im ersten Halbjahr nur eine schwache Wachstumserholung im Euroraum und in den USA. Erst 2024 dürfte dann die Wachstumsdynamik wieder zunehmen.

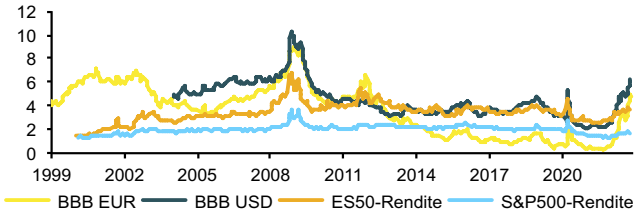
Was bedeuten schwaches Wachstum und hartnäckig höhere Inflation für den Kapitalmarktausblick 2023? Es gibt wieder Zins und damit Wettbewerb für Aktien und Alternative Assets!

Nach dem rasanten Renditeanstieg und der Ausweitung der Risikoprämien können mit Festverzinslichen nominal Renditen erzielt werden, wie zuletzt vor 10 Jahren. Staatsanleihen in den USA bieten um 4%, deutsche Staatsanleihen um 2%. Unternehmensanleihen mit guter Bonität rentieren in den USA mittlerweile über 6%, im Euroraum über 4%, also jeweils über der Dividendenrendite. Anleihen sind damit wieder eine Konkurrenz zu Aktien und Alternativen Anlagen. Für 2023 ist zu erwarten, dass insbesondere Kapitalsammelstellen wie Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen ihre Asset Allokation neu ausrichten und Neugelder vermehrt in das Anleihesegment allokieren. Dieser Strom in Richtung Anleihen dürfte den Druck auf die Renditen durch das Abschmelzen der Zentralbankbilanzen nach Beendigung des Zinserhöhungszyklus in Q1 2023 begrenzen. Mit Blick auf das Gesamtjahr 2023 sollte man davon ausgehen, dass man mit Anleiheinvestments den "Kupon" verdient, sprich die aktuelle Rendite. Sollten die Zentralbanken wider Erwarten aufgrund der sich abzeichnenden Rezession und/oder stärker als erwartet sinkender Inflationsraten die Zinsen bereits früher senken, wären zusätzlich noch Kursgewinne und potentiell zweistellige Erträge zu erwarten.

Als Beimischung werden in 2023 auch Hochzinsanleihen und Schwellenländeranleihen interessant, welche in USD bereits am aktuellen Rand eine positive reale Verzinsung liefern. Mit Ende des Zinserhöhungszyklus im Laufe des ersten Quartals und dem Tiefpunkt der Rezession sehen wir einen attraktiven Einstiegszeitpunkt.

BBB-Unternehmensanleihen wieder mit attraktiven Renditen

Renditen im Vergleich in %, BBB-Unternehmensanleihen und Dividenden



Quelle: Bloomberg, Factset, Commerzbank-Research

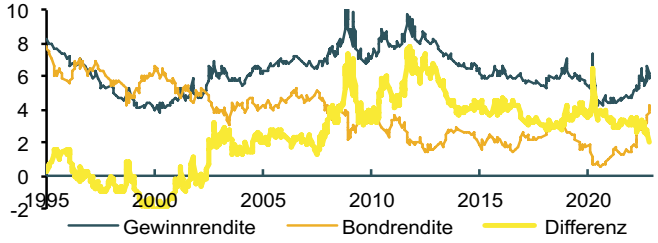
Aktien: Nach Start mit defensiven Themen wie Value-Aktien und Dividendenstrategien sukzessive offensiver im Jahr 2023

Wie reagierten in der Vergangenheit Aktien auf Kombinationen von hoher Inflation und Rezession? Anfang der 70er bis Anfang der 80er Jahre gab es insgesamt 4 Aktienbärenmärkte, die begleitet waren von Inflationsraten von 6% bis 11%. In allen 4 Bärenmärkten, in denen der S&P 500 zwischen 20% und 50% verloren hat, kam es zu einer Kontraktion der Bewertungen, das Kurs-Gewinn-Verhältnis schrumpfte zwischen 30% und 66% (z.B. 1973-74 KGV von 20 auf 7), auch wenn die Gewinne im Bärenmarkt 1973-74 inflationsbedingt sogar zulegen konnten. Gleichzeitig folgten auf die Bärenmärkte jeweils ausgiebige Bullenphasen mit Kursgewinnen von 64%-78%, nach der Wirtschaftskrise und dem Sieg über die Inflation Anfang der 80er Jahre eine längere Bullenphase bis 1987 von +233%. Was lässt sich daraus für die aktuelle Situation ableiten? Bei einem KGV von 18 ist der S&P 500 immer noch über dem langfristigen Durchschnitt und über Rezessionsniveau bewertet, eine weitere Kontraktion der Bewertung erscheint vor dem Hintergrund der hartnäckig hohen Inflation und weiter steigenden Zinsen bis in das erste Quartal hinein nicht ausgeschlossen. In der Tat liegt die S&P 500-Gewinnrendite nur noch 2% Punkte über der Bondrendite, einen Abstand, wie

zuletzt vor der Finanzmarktkrise 2007.

S&P 500 Gewinnrendite noch 2 Prozentpunkte über Bondrendite

S&P 500-Gewinnrendite und US-Bondrendite (10 Jahre) in %

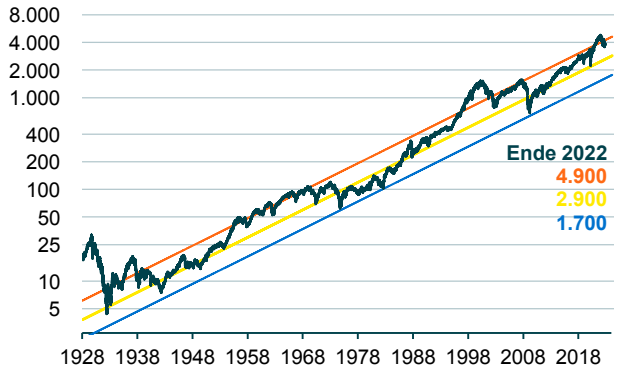


Quelle: Bloomberg, Factset, Commerzbank-Research

Im ersten Quartal dürften die Aktienmärkte mit einer durchwachsenen Berichtssaison mit Gewinnwarnungen und Gewinnrevisionen volatil bleiben. Ein klarer Aufwärtstrend wird sich wohl erst nach dem Ende des Zinserhöhungszyklus entwickeln können. Zudem führt eine flache und in Rezessionsphasen häufig inverse Zinskurve zu einer höheren Aktienmarktvolatilität. Diese Stressphasen sollten Anleger sukzessive für den Aufbau von Aktienpositionen nutzen. Rezessionsphasen bieten generell sehr attraktive Einstiegsniveaus. Eine defensive Ausrichtung mit Fokus auf Value- und Dividendenstrategien und Unternehmen, die Preissetzungsmacht haben, bleibt zunächst aus Bewertungsgesichtspunkten richtig.

Aktien bieten langfristigen Inflationsschutz

S&P 500: Trend seit 1928, logarithmische Darstellung



Quelle: Datastream, Commerzbank-Research

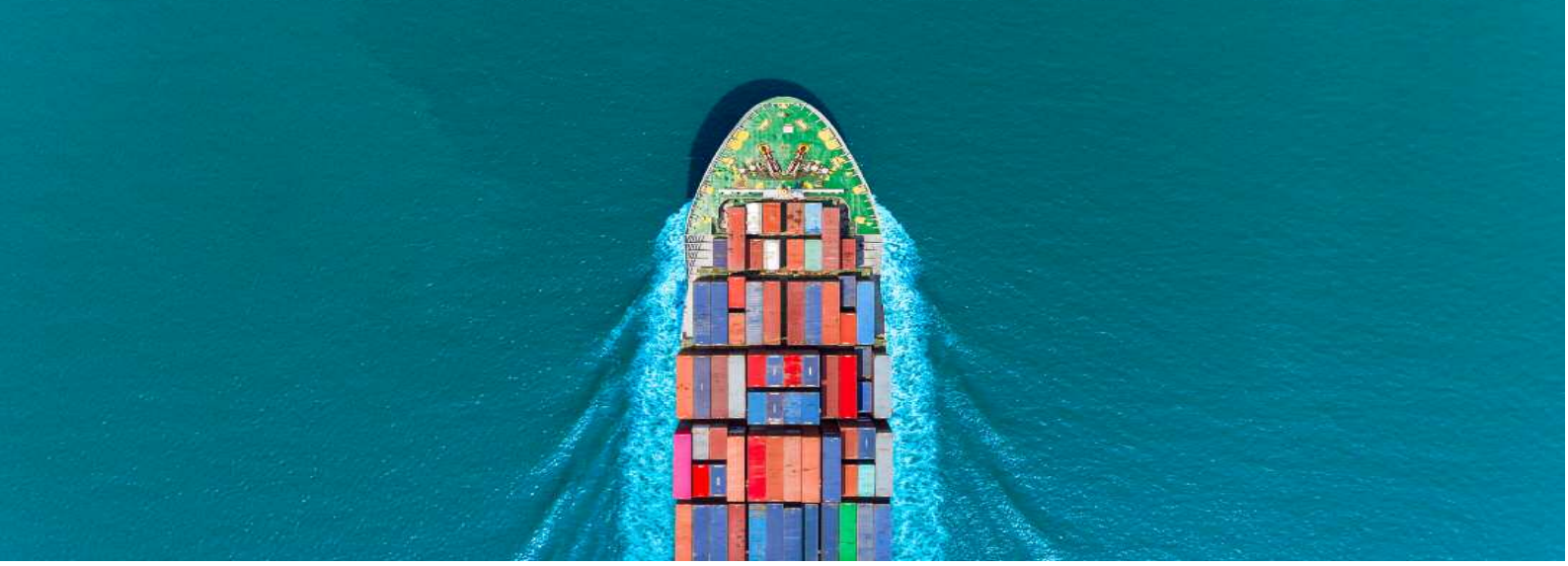
In den nächsten 1-3 Jahren werden Aktieninvestoren mit den hartnäckig höheren Inflationsraten und damit einhergehender Makrovolatilität durch Geld- und Fiskalpolitik mit niedrigeren (erwarteten) Renditen leben müssen als in der vergangenen Dekade. Als realistisches Ertragsmaß kann man die Gewinnrendite nehmen, die aktuell im Euroraum und in den USA zwischen 6-8% liegt. Langfristig bieten Aktien ohnehin den besten Inflationsschutz. Wie die Grafik zeigt, lieferten US-Aktien in den letzten 100 Jahren bei 9% Nominalrendite p.a. (7% Kursgewinne, 2% Dividendenrendite) und einer durchschnittlichen Inflation von 3% eine durchschnittliche reale Rendite von 6%.

Alternative Assets sind als Beimischung in Multi-Asset Portfolios geeignet, da sie stabilisieren und teils auch Inflationsschutz bieten

Für 2023 empfehlen wir weiter Investitionen in (Energie-) Infrastruktur, Private Equity und konservative Immobilienfonds. Obwohl diese zunehmend Konkurrenz bekommen von der Assetklasse Anleihen, ermöglichen z.B. Beimischungen von Private Equity Fonds mit erwarteten Renditen von über 10% einen nachhaltigen Inflationsschutz für Anleger. Bei Investitionen in konservative Immobilien- und Energieinfrastrukturfonds werden zwar in der Regel deutlich geringere Renditen erzielt als bei Private Equity Investments, dafür sind die Ausschüttungen planbarer. Auch hier gilt, dass eine Beimischung positiv zur Portfolioresilienz beiträgt und mit erwarteten Renditen von 3%-5% zumindest langfristig ein Inflationsschutz gewährleistet ist.

Meine Empfehlung für Sie

Die mehrdimensionale Zeitenwende hat Auswirkungen auf das Investmentklima in den kommenden Jahren. Hartnäckig hohe Inflationsraten implizieren eine höhere Unsicherheit bei Geld-und Fiskalpolitik und damit eine höhere Makrovolatilität, die sich auf die Finanzmärkte überträgt. Ein aktives Management des Multi-Asset-Portfolios wird daher unumgänglich, um auskömmliche Renditen zu erwirtschaften und den Inflationsschutz zu gewährleisten. Der Zins ist zurück und damit bieten Anleihen eine reale Alternative zu Aktien und Alternativen Assets. Auf der Aktienseite würden wir Stressphasen in den kommenden Monaten für Aufstockungen nutzen und empfehlen insbesondere Value-und Dividendenstrategien. Auf der Währungsseite sehen wir bis zum Ende des Zinserhöhungszyklus noch den Dollar im Vorteil, danach könnte der Euro wieder aufholen. Alternative Assets tragen als Beimischung positiv zur Stabilisierung und Resilienz eines Portfolios bei.



Weltwirtschaft

Rezession, aber kein Einbruch

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt

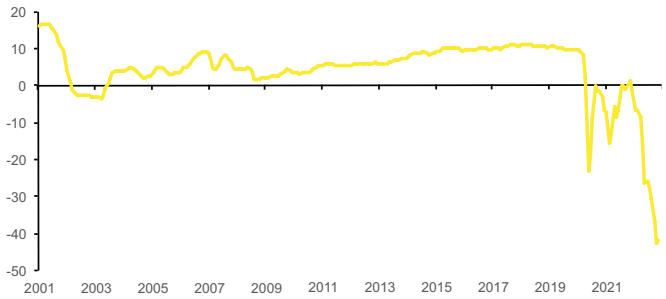
- Rezession im ersten Halbjahr, danach moderate Erholung
- Inflationsrate sinkt, weil Energie sich nicht weiter so schnell verteuert
- EZB und US-Notenbank beenden Zinserhöhungen im Frühjahr

Fast alle Volkswirte erwarten sowohl für die USA als auch für den Euroraum eine Rezession. Für diese Prognose gibt es gute Gründe. Schließlich sind die Energiekosten massiv gestiegen. So legten Deutschlands Ausgaben für den Import von Energie sogar stärker zu als beim Ölpreisschock von 1973. Das unterminiert die Kaufkraft der Konsumenten, die Stimmung der Konsumenten ist eingebrochen (Grafik).

Für eine Rezession spricht außerdem, dass die US-Notenbank ihren Leitzins so stark angehoben hat wie noch nie seit Beginn der 80er Jahre. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) hat für ihre Verhältnisse kräftig an der Zinsschraube gedreht. Diese Zinswende belastet zinssensitive Ausgaben wie Bauinvestitionen und die Investitionen der Unternehmen. Die Bremsspuren sind vor allem in den USA sichtbar, aber auch hierzulande sinken die Aufträge für die Bauwirtschaft.

Stimmung der Verbraucher eingebrochen

GfK-Konsumklima



Quelle: Datastream, Commerzbank-Research

Die Argumente gegen einen Einbruch

Massiv gestiegene Energiepreise und Zinsen sprechen weiter für eine Rezession in der ersten Hälfte nächsten Jahres. Allerdings ist ein Einbruch der Wirtschaft wie in der Finanzkrise 2008/09 oder wie nach dem Ausbruch von Corona unwahrscheinlich. Für die USA ist das ohnehin recht klar, weil das Land netto keine Energie importiert und insofern nicht ärmer geworden ist. Aber auch im Euroraum gibt es gute Argumente gegen eine sehr tiefe Rezession. Erstens haben viele Regierungen Hilfen für ihre Bürger und Unternehmen beschlossen, um die Folgen der gestiegenen Energiepreise abzufedern. So dürfte die Bundesregierung am Ende mit ihren Rettungspaketen rechnerisch die Verteue-

rung der Energieimporte größtenteils übernehmen. Zweitens reduzieren gut gefüllte Gaslager und hohe Gaslieferungen das Risiko einer Gasrationierung. Drittens haben die Probleme bei den Lieferketten ihren Höhepunkt überschritten. Viele Unternehmen werden nun liegengebliebene Aufträge abarbeiten und ihre Produktion trotz sinkender Neuaufträge stabilisieren.

Nach der Rezession dürfte es von der Jahresmitte an in den westlichen Volkswirtschaften wieder nach oben gehen. Schließlich ebbt der Schmerz der gestiegenen Energiepreise langsam ab, und Rezessionen sind im Schnitt ohnehin kurz. Damit dürfte das Jahr 2023 konjunkturell zweigeteilt sein – Rezession im ersten Halbjahr, Erholung in der zweiten Jahreshälfte, wobei diese moderat ausfallen dürfte, da der Schub durch fallende Leitzinsen anders als nach früheren Rezessionen fehlt.

Diese Zweiteilung gilt aus anderen Gründen auch für China. Weil die Regierung ihre rigide Null-Corona-Politik erst nach dem Nationalen Volkskongress im Frühjahr nächsten Jahres schrittweise lockern sollte, dürfte die Wirtschaft bis auf weiteres unter den Beschränkungen leiden und sich erst in der zweiten Jahreshälfte erholen. Für dieses Muster spricht auch, dass die Krise am chinesischen Immobilienmarkt im Jahresverlauf schrittweise abebbt.

Trotz eines tiefliegenden Inflationsproblems ...

Neben der Konjunktur dürfte die Inflation ein zweites wichtiges Thema im kommenden Jahr sein. In den USA und im Euroraum hat die Inflation ungeahnte Höhen erreicht. In Deutschland ist sie höher als in den 70er Jahren. Das liegt nicht nur an den massiv gestiegenen Preisen für Energie und Nahrungsmittel. Vielmehr sind die Preise auf breiter Front gestiegen. Die Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel hat in beiden Währungsräumen bis zuletzt zugelegt. Bedenklich ist auch, dass Umfragen zufolge immer mehr Bürger daran zweifeln, dass die Zentralbanken die Inflation mittelfristig wieder auf den angestrebten Wert von 2% senken werden. Die Inflationserwartungen sind deutlich gestiegen und haben sich aus der Verankerung gelöst. Sie drohen zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung zu werden. Das Inflationsproblem ist in den USA und im Euroraum ernst.

Daran dürfte die sich abzeichnende Rezession wenig ändern. Zwar senkt eine Rezession für sich genommen die Preismacht der Unternehmen. Aber wegen der Energiekrise sehen sich die Unternehmen wie in den 70er Jahren einem Kostenschock gegenüber. Sie müssen die Preise trotz der Rezession erhöhen, um zu überleben. Deshalb dürfte eine Rezession das Inflationsproblem 2023 nicht automatisch lösen. Die Kerninflation dürfte 2023 hartnäckig hoch bleiben.

... dürfte die Inflationsrate 2023 fallen

Dass die Gesamt-Inflationsrate im Verlauf des kommenden Jahres sowohl in den USA als auch im Euroraum trotzdem fallen dürfte, liegt nur am langsam nachlassenden Inflationsbeitrag der Energie. Denn in vielen Ländern des Euroraums haben die Regierungen Gas- und Strompreisbremsen angekündigt. Außerdem dürfte der Ölpreis im kommenden Jahr nicht mehr so stark steigen wie in diesem Jahr.

Wie die Finanzmärkte auf eine fallende Gesamtinflationsrate, aber eine hartnäckig hohe Kerninflation reagieren, wird maßgeblich vom Verhalten der Zentralbanken abhängen. Bisher hat vor allem die US-Notenbank ihren Leitzins kräftig angehoben, wobei sie das Tempo der Zinserhöhungen von nun an verringern sollte. Auch die EZB hat zuletzt entschiedener gehandelt, wobei der aktuelle Leitzins nicht ausreichen sollte, um die Inflation wieder zurück auf 2% zu bringen.

Sowohl in den USA als auch im Euroraum dürften die Leitzinsen im ersten Quartal weiter steigen. Wenn aber die Gesamtinflationsrate ab dem Frühjahr wieder fällt, werden die EZB und die US-Notenbank ihren Zinserhöhungsprozess vermutlich beenden. Dass das unterliegende Inflationsproblem bestehen bleibt, dürfte sich 2023 aus Sicht der Zentralbanken wohl noch nicht klar genug abzeichnen.

Asset Allokation

2023 oder die Hoffnung auf Besserung

Alexander Krämer
Leiter Asset Allokation

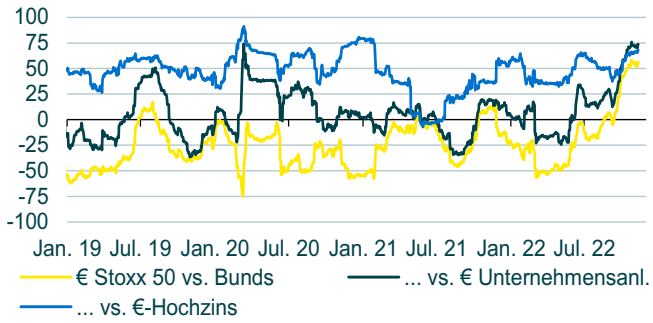
- Diversifikation bleibt auch 2023 herausfordernd
- Hohe laufende Verzinsung als Portfoliokern
- Sukzessive mehr Risiko in Richtung Sommer

2022 enttäuscht, 2023 dürfte besser werden

Das Jahr 2022 dürfte eines der historisch schlechtesten für Multi-Asset-Portfolios werden. Der rasante Kurswechsel der Notenbanken hat zu einem lange nicht mehr gesehenen Renditeanstieg und einer Neukalibrierung der Bewertungsparameter für alle Anlageklassen geführt. Die bittere Wahrheit: Fast jedes Anlagevehikel hat im Jahr 2022 an Wert verloren. Für 2023 verbreitet sich Hoffnung: Der starke Renditeanstieg dürfte auslaufen, für die Aktienmärkte sollte es nach einem harten Winter einen sonnigen Frühling geben, für Rohstoffe stehen die Zeichen ebenfalls auf Erholung. Das stark gebeutelte Segment der Unternehmensanleihen ist aktuell schon attraktiv. Demnach erscheint eine Aktienuntergewichtung zum Jahreswechsel opportun, die mit einer Übergewichtung von Unternehmensanleihen und einer Beimischung von Rohstoffen flankiert wird, während man Staatsanleihen und Kasse neutral hält. Ab Frühjahr lohnt dann wieder eine risikoreichere Allokation: Die Aktienquote steigt, die Kasse wandert ins Untergewicht und Anleihen auf neutral – wobei innerhalb der Anleihen die riskanteren zu bevorzugen wären. So weit, so einfach. Die Asset Allokation muss aber noch die Wechselwirkungen der einzelnen Anlageklassen zueinander berücksichtigen und dem Gedanken einer Renditeoptimierung über das Basisszenario hinaus Rechnung tragen. Will heißen: Wie diversifiziere ich mein Portfolio im Jahr 2023 und wie begegne ich der weiterhin hohen Volatilität, den erwarteten Rallys am Aktienmarkt innerhalb der Abwärtsbewegung und dem Risiko einer Abweichung vom Basisszenario?

Alles läuft in eine Richtung

60-Tage-Korrelation von Anleihen und Aktien



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Diversifikation als Herausforderung ...

Beginnen wir mit einem Blick auf die Portfoliodiversifikation. 2022 erlaubte kaum effektive Streuung, wie die hohe,

positive Korrelation zwischen Aktien auf der einen mit Hochzins-, Unternehmens- und Staatsanleihen auf der anderen Seite zeigt. Dies ist im Verlauf eines Zinserhöhungszyklus nicht ungewöhnlich, und kann auch längere Zeit anhalten, wie z.B. Mitte der 90er und in der ersten Hälfte der 80er Jahre in den USA. Aus heutiger Sicht erscheint eine kurzzeitige Rückkehr zu einer negativen Korrelation zwischen Aktien und Renten im Verlauf der Rezession möglich. In unserem Basisszenario kommt aber hinzu, dass die persistent hohe Inflation die Zentralbanken in ihren Möglichkeiten zu Leitzinssenkungen beschränkt. Dies reduziert die Chancen für eine dauerhafte Rückkehr zu einer deutlich negativen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, was eine effektive Diversifikation erschwert.

... Verzinsung als Antwort

Wie sieht ein „wetterfestes" Portfolio in dieser Zeit aus? Die Bude vernageln und darauf warten, dass der Sturm vorüberzieht – sprich in mittlerweile verzinster Kasse bleiben – ist eine Möglichkeit. Damit verweigert man sich aber den Chancen, die die aktuelle Situation bietet. Berücksichtigt man diese im Gesamtkontext des Portfolios, ist man für potenzielle Kapriolen z.B. am Aktienmarkt gerüstet. Dort wird der übergeordnete Abwärtstrend von starken Gegenbewegungen dominiert. Verzichtet man auf aktives Aktienpositionsmanagement, dann ist eine Allokation in Anlagen mit einer hohen laufenden Verzinsung opportun. Die Verzinsung puffert einen Anstieg der Spreads im Falle eines Kursrückgangs an den Aktienmärkten. Gleichzeitig lindert eine Spreadeinengung den Schmerz, den eine Aktienuntergewichtung bei steigenden Aktienkursen mit sich bringt. Bei steigenden Renditen mindert die kurze Duration die Verluste. Und aufs Jahr gerechnet ist die Rendite mit derzeit ca. 8,5% im Euro-Hochzins- und rund 4,4% im Euro-Unternehmensanleihebereich auskömmlich. Um einen solchen Portfoliokern lassen sich dann auch im weiteren Verlauf des Jahres 2023 Anpassungen vornehmen – sei es hin zu mehr Risiko oder einer höheren Duration.

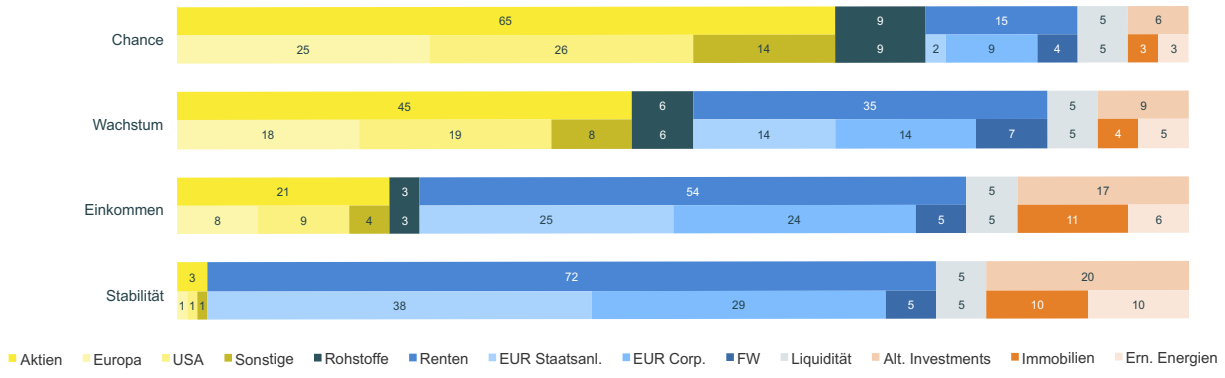
Rohstoffe und Fremdwährung als Beimischung

Neben Euro-Unternehmens- und Euro-Hochzinsanleihen sind auch Anleihen in Fremdwährung interessant. Insbesondere in den USA liegen die Renditen deutlich höher als im Euroraum. Hierbei sollte man aber die Währungsrisiken im Verlauf des Jahres absichern. Rohstoffe dürften als Beimischung auch 2023 die Diversifikation erhöhen. Energierohstoffe bieten darüber hinaus die Chance auf eine erkleckliche Rollrendite. Natürlich dürfen in einem gut diversifizierten Portfolio auch defensive Alternativen nicht fehlen. Immobilien sind hier ein Klassiker. Allerdings wirkt das Zinsumfeld nach: Der Renditevorteil aus der Niedrigstzinsphase ist deutlich geringer geworden, und es bleibt abzuwarten, wie sich das Zinsumfeld und die befürchtete Rezession auf die Wertentwicklung auswirken. Eine vorsichtigere Positionierung erscheint daher angebracht.

Meine Empfehlung für Sie

Eine Allokation in Anlagen mit hoher laufender Verzinsung und die Beimischung von Rohstoffen bilden eine gute Basis für den Start ins Jahr 2023 und sollten die zu erwarteten Kapriolen am Aktienmarkt erträglicher machen.

Musterportfoliogewichtungen in % für den Start ins Jahr 2023



Quelle: Commerzbank Research

Staatsanleihen

Anleiherenditen wieder attraktiver

Martin Hartmann
Senior Experte Renten & Währungen

- Höhepunkt der Renditen bald erreicht
- Längere Laufzeiten werden attraktiver
- Spreads im Euroraum dürften ansteigen

Renditeabwärtstrend beendet

Angesichts des kräftigen Renditeanstiegs bei Staatsanleihen haben die Anleger 2022 die größten bisher in einem Jahreszeitraum erreichten Verluste erlitten. 10-jährige Bundesanleihen weisen eine Performance von minus 19% aus. Damit endet ein 40-jähriger Renditeabwärtstrend.

Langjähriger Abwärtstrend zu Ende

Renditen (10 Jahre)

Quelle: Refinitiv Datastream

Leitzinsgipfel im 1. Quartal 2023

Aufgrund des Erreichens der Inflationsgipfel und der Rezession im Euroraum und den USA dürften die Notenbanken bald von weiteren Leitzinserhöhungen absehen. Die Leitzinsen dürften bereits im ersten Quartal 2023 in den USA bei 5,0% und im Euroraum bei 3,0% (Einlagensatz) ihren Höhepunkt erreicht haben. Das preisen die Märkte derzeit auch so ein. Danach dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) eine Zinspause einlegen und die US-Notenbank (Fed) könnte in der zweiten Jahreshälfte 2023 die Leitzinsen sogar leicht senken. Der Höhepunkt der Renditen längerer Laufzeiten sollte aber deutlich vor dem Leitzinsgipfel erreicht werden.

Längere Laufzeiten wieder interessant

Aufgrund der anhaltend hohen Inflation sind den Notenbanken für deutliche Zinssenkungen in diesem Zyklus zunächst die Hände gebunden. Ein Renditerückgang dürfte daher nicht sehr ausgeprägt ausfallen. Zudem sitzen die Notenbanken wegen ihrer Anleihekäufe auf einem hohen Bestand an Anleihen, der reduziert werden muss. Die Fed hat mit Anleiheverkäufen bereits begonnen, die EZB wird 2023 folgen. Wir empfehlen für eine Anlage zunächst kurze Laufzeiten, da noch Kursrisiken bestehen. Zunehmend werden aber auch mittlere und längere Laufzeiten interessant, die bei einsetzendem Renditerückgang übergewichtet werden sollten.

Euro-Peripherieanleihen bleiben belastet

Die Spreads in der EU-Peripherie haben sich in diesem Jahr ausgeweitet. 2023 kommen weitere Belastungsfaktoren hinzu. Steigende Leitzinsen, höhere Staatsausgaben zur Abmilderung der Energiekrise und die zurückgehende Unterstützung durch Staatsanleihekäufe der EZB bergen das Risiko weiter steigender Spreads. Die EZB dürfte nur bei massiven Verwerfungen eingreifen. Wir empfehlen, sich bei einer Neuanlage auf die Kernmärkte des Euroraums zu konzentrieren.

Meine Empfehlung für Sie

Zunächst ist bei Euro-Staatsanleihen und US-Treasuries noch Vorsicht geboten, da der Renditeanstieg noch nicht zu Ende ist. Nähern wir uns aber den Renditehöchstständen, sollte wieder in mittlere und vor allem längere Laufzeiten investiert werden. Wir empfehlen vorerst, Euro-Peripherieanleihen zu meiden.

Unternehmensanleihen

Lockruf der Renditen

Burkhard Fehling
Senior Experte Renten

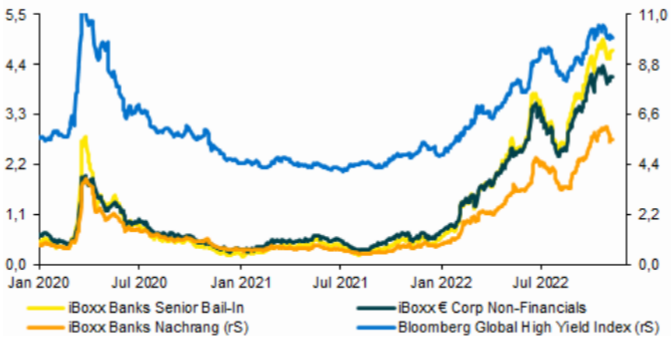
- Unternehmensanleiherenditen über 4%
- Höhere Risikoaufschläge reflektieren das schwierige wirtschaftliche Umfeld
- Nachranganleihen und High Yields als Beimischung interessant

Renditen wieder attraktiv

Nach einem Jahrzehnt nahezu kontinuierlich sinkender Renditen (zwischen 2019 und 2021 war der fünfjährige Swapsatz sogar überwiegend negativ) ging es mit den Renditen im Jahr 2022 schnell und steil bergauf.

Renditen im Aufwärtstrend

Renditen in Prozent



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Im Oktober 2022 erreichte die durchschnittliche Rendite von Unternehmensanleihen (Non-Financials) rund 4,40% und diejenige der Bankenanleihen (Financials – Senior Non-Preferred) sogar fast 5%. Denn es stiegen nicht nur generell die Renditen an den Rentenmärkten an, sondern auch die Risikoaufschläge (Spreads), also der Renditeabstand von Unternehmensanleihen zur "risikolosen" Bundesanleihe. Damit wird für viele Unternehmensanleihen endlich wieder das Risiko, welches der Investor als Halter einer Anleihe eingeht, vergütet.

Marktvolatilität bleibt hoch

Das wirtschaftliche Umfeld hat sich 2022 zusehends verschlechtert – Stichworte sind hier u.a. Angriff Russlands auf die Ukraine, Energieknappheit, Lieferkettenprobleme, hohe Inflation. Auf diese Unsicherheit haben Bankenanleihen stärker, also mit höheren Spreads, reagiert als die Non-Financials. Hier spiegelt sich das in Rezessionsphasen steigende Kreditausfallrisiko der Banken wider. Allerdings sind die Banken selbst heute gut kapitalisiert.

Solange diese Gemengelage anhält, rechnen wir noch mit steigenden Risikoaufschlägen bzw. Renditen. Hochverzinsliche Anleihen (High Yields) rentieren schon um die 10% – für risikofreudige Investoren bieten sie sich als attraktive Beimischung an. Auch wenn kurzfristig weiter Risiken temporärer Kursverluste bestehen, dürfte sich im Jahresverlauf 2023 eine attraktive Performance ergeben. Als Alternative im höher verzinsten Bereich empfehlen sich Nachranganleihen von Banken. Generell haben die volatilen Marktphasen zugenommen, wodurch sich immer wieder interessante Einstiegsmöglichkeiten ergeben. Wir rechnen erst mit nachhaltigen Kursgewinnen, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld wieder bessert. Ein besonders wichtiger Faktor ist hierbei eine Lösung im Ukrainekrieg.

Meine Empfehlung für Sie

Unternehmensanleihen haben generell wieder an Attraktivität gewonnen. Die Renditen sind deutlich gestiegen und der Investor wird für das eingegangene Risiko besser entschädigt als noch vor Jahresfrist. Im Zinserhöhungszyklus empfehlen wir kurze bis mittlere Laufzeiten. Mit dem voraussichtlichen Erreichen des Leitzinsgipfels im ersten Quartal 2023 werden auch längere Laufzeiten interessant. Nachranganleihen und High-Yield-Fonds bleiben als Beimischung für risikofreudige Investoren interessant.

Emerging Markets-Anleihen

Erholungschancen

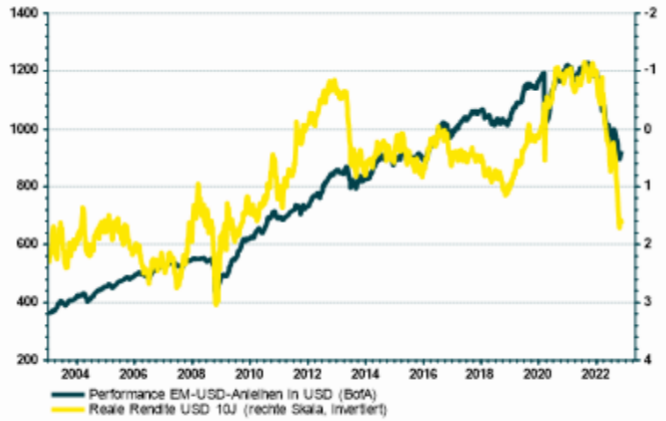
Michael Ott
Senior Experte Rohstoffe & Währungen

- Temporär überdurchschnittliche Erholungschancen für Emerging Markets-Anleihen
- Langfristig überwiegen aber die Risiken

Erholungschancen

2022 war für Emerging Markets (EM)-Anleihen sowohl in eigenen Währungen als auch in US-Dollar und Euro ein sehr schwaches Jahr. Dies lag in erster Linie am relativ zu den Industriestaaten überdurchschnittlichen Renditeanstieg sowohl in den heimischen Währungen als auch bei US-Dollar- oder Euro-Anleihen. Die deutlichen Kursverluste von EM-Anleihen eröffnen aber Erholungschancen.

Kurseinbruch bietet Chance auf Erholung



Quelle: Refinitiv Datastream

Die meisten Emerging Markets haben bereits frühzeitig die Geldpolitik gestrafft, mussten die Straffung wegen des festen US-Dollars aber verlängern. Dadurch ist der Zinsanstiegszyklus überdehnt und könnte entsprechend korrigiert werden.

Voraussetzungen dafür sind zum einen der Rückgang des Inflationsdrucks: Da der starke Zinsanstieg auch für einigermaßen stabile Währungen sorgte und die Preise für Energie und Nahrungsmittel, die für die EM eine weit gewichtigere Rolle spielen als für die Industriestaaten, nicht mehr weiter gestiegen sind, dürfte sich die Situation entspannen.

Zum anderen ist wohl noch wichtiger, dass der Zinstrend im US-Dollar korrigiert und global dadurch wieder mehr Liquidität zur Verfügung steht sowie die Risikoneigung steigt. Dies würde sich vor allem in sinkenden Realzinsen ausdrücken: Da sich für die USA eine gewisse Inflationsentspannung andeutet, ist dies wahrscheinlich.

Langfristig überwiegen aber die Risiken

Wir rechnen nicht damit, dass sich die Erfolgsstory der Emerging Markets mittel- bis langfristig fortsetzt, denn diese ist eng mit dem Globalisierungstrend verknüpft. Der nicht erst seit dem russischen Überfall auf die Ukraine vorherrschende Trend der Deglobalisierung drückt sich vor allem in Autarkie-Bestrebungen aus. Der globale Handel und grenzüberschreitende Investitionen leiden darunter. Es wird zwar auch Gewinner im Emerging Markets-Universum geben, die es verstehen, die Rivalitäten, wie zwischen dem Westen und China, zu ihren Gunsten zu nutzen. Aber in der Summe dürften die Zeiten für Emerging Markets schwieriger werden, sodass Selektion noch wichtiger werden dürfte.

Meine Empfehlung für Sie

Die laufende Verzinsung von durchschnittlich über 8,0% p.a. bei Emerging Markets-Anleihen in US-Dollar sorgt zusätzlich zu den Kurserholungschancen für eine hohe Attraktivität. Aber eine Absicherung des US-Dollarrisikos sollte erwogen werden. Bei EM-Anleihen in heimischen Währungen bieten sich ebenfalls Chancen, aber Selektion ist hier besonders wichtig.

Währungen

US-Dollarstärke dürfte 2023 nachlassen

Martin Hartmann
Senior Experte Renten & Währungen

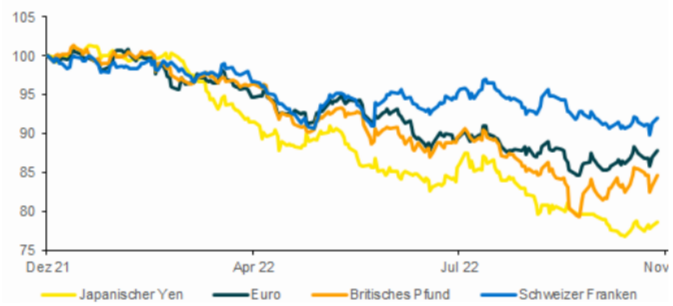
- US-Dollarstärke läuft langsam aus
- Euro dürfte sich im nächsten Jahr erholen
- Rohstoffwährungen mit Rückenwind

US-Dollar profitiert von Risikoaversion

Der US-Dollar war 2022 eine der stärksten Währungen weltweit. Ggü. dem Euro hat er sich um gut 10% und ggü. dem Yen um 20% aufgewertet. Treiber für die Dollarstärke war die konsequente Zinserhöhungspolitik der US-Notenbank und die Funktion als sicherer Hafen in der von starker Unsicherheit geprägten Zeit. Zuletzt kam die Dollarstärke jedoch ins Stocken, nachdem durch Aussagen von Vertretern der US-Notenbank (Fed) Spekulationen aufkamen, dass sie bei den Zinserhöhungen eine langsamere Gangart einschlagen will.

Währungsentwicklung

Abwertung gegenüber US-Dollar



Quelle: Refinitiv Datastream

Ein Grund für die Unsicherheit ist die Sorge vor einer Energiekrise, die wegen der Abhängigkeit von Russland besonders Europa betrifft. Die USA sind dagegen Gas- und Ölexporteur. Zudem stützt auch weiterhin der hohe Renditevorteil der USA im kurzen Laufzeitenbereich. Der japanische Yen, normalerweise auch ein sicherer Hafen in Krisenzeiten, hat sich drastisch abgeschwächt, da die japanische Notenbank an ihrer sehr expansiven Geldpolitik festhält.

2023 nachlassende US-Dollarstärke

Wir gehen aber davon aus, dass der Euro zunächst von der drohenden Energiekrise in Europa belastet bleibt. Während im Euroraum eine Rezession bereits begonnen haben dürfte, rechnen wir in den USA damit erst Anfang 2023. Im Gegensatz zur EZB hat die Fed mehr Potenzial für Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2023. Die Spekulation darauf könnte zu einem Nachlassen der Dollarstärke im Jahresverlauf führen, während sich der Euro, der Yen und das britische Pfund wieder erholen könnten. Der Schweizer Franken sollte wegen der abnehmenden Funktion als sicherer Hafen ebenfalls Federn lassen und die Überbewertung zurückgehen.

Rohstoffwährungen mit Rückenwind

Der australische, kanadische und neuseeländische Dollar sollten in den kommenden Monaten von einer rückläufigen Risikoaversion aufgrund der nachlassenden Zinsanhebungen der Notenbanken profitieren. Auch die Rohstoffpreise dürften positive Impulse geben. Allerdings könnte die Verringerung des Zinsvorteils zum Euroraum belasten. In der Summe dürften sich die Währungen zum Euro aber behaupten.

Meine Empfehlung für Sie

Die US-Dollarstärke dürfte im Laufe von 2023 nachlassen. Der Euro, der Schweizer Franken und der japanische Yen sollten sich zum US-Dollar allmählich erholen. Aufgrund der anhaltend hohen Unsicherheit und geopolitischen Risiken belassen wir das Votum für den US-Dollar bei neutral und empfehlen US-Dollaranleihen weiterhin zum Kauf.

Aktien Europa & USA

Guter Aktienjahrgang 2023 erwartet

Andreas Hürkamp
Senior Experte Aktien

- Geldpolitik bremst noch den Aktienmarkt
- Mit Ende der Leitzinserhöhungen im Frühjahr 2023 Aktien-Trendwende
- Europa und Emerging Markets rücken in den Fokus

Rezessionen und steigende Leitzinsen bremsen Aktienmärkte bis zum Frühjahr

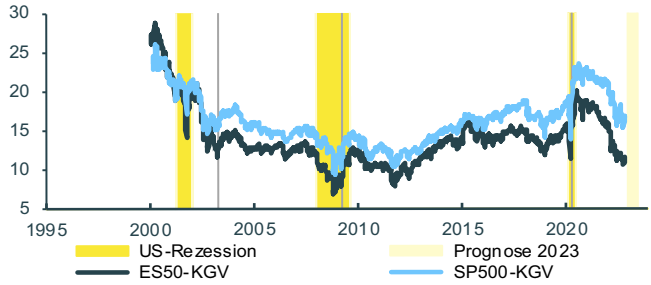
In unserem Konjunkturausblick für 2023 gehen wir davon aus, dass sowohl der Euroraum als auch die USA in die Rezession rutschen werden. Zudem erwarten wir, dass die EZB und die US-Notenbank ihre Leitzinsen jeweils bis zum Frühjahr stetig anheben werden. Die Konsolidierung der Aktienmärkte dürfte daher noch einige Monate anhalten.

Erste Bedingungen für ein gutes Aktienjahr 2023 sind bereits erfüllt

In unserem Aktienmarktszenario sind bereits mehrere Bedingungen erfüllt, damit 2023 wieder ein positives Aktienjahr wird. Erstens zeigt der sehr niedrige Ifo-Index von 84,3, dass die Stimmung in der deutschen Industrie bereits auf einem Rezessionsniveau angekommen ist, womit die Stimmungslage kaum noch schlechter werden kann. Zweitens notiert das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den Euro Stoxx 50 mit 11 bereits auf Krisenniveau.

KGV für Euro Stoxx 50 bereits niedrig

KGV: Euro Stoxx 50, S&P 500, markiert: US-Rezessionen



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Und drittens zeigen Investorenumfragen, dass ein Großteil der professionellen Aktieninvestoren bereits pessimistisch ist. So wurden die Aktienquoten bereits deutlich reduziert, und es wurden ausgeprägte Wetten auf fallende Aktienkurse eingegangen. In diesem sehr pessimistischen Umfeld sind in den kommenden Monaten jederzeit schnelle, kräftige Aktienerholungen möglich.

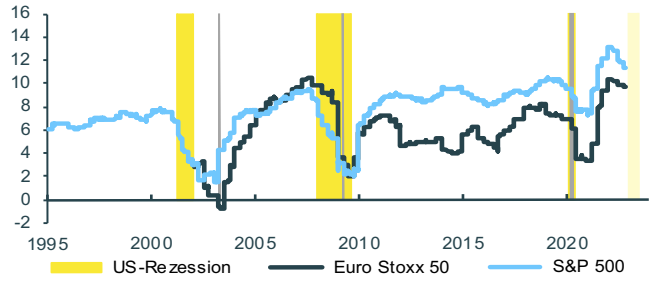
Einige Bedingungen für einen nachhaltigen Aktien-Aufschwung fehlen uns noch

Trotz dieser positiven Faktoren sind wir jedoch überzeugt, dass die Aktienmärkte keinen starken, nachhaltigen Aufwärtstrend starten werden, solange die EZB und die US-Notenbank ihre Leitzinsen weiter anheben. Zudem halten

wir die Gewinnprognosen der Analysten für zu hoch angesichts des von uns erwarteten Rezessionsszenarios. So liegt die derzeit von Unternehmensanalysten erwartete durchschnittliche Nachsteuer-Gewinnmarge für den Euro Stoxx 50 mit 9,7% und für den S&P 500 mit 11,3% deutlich über den langjährigen Durchschnittswerten von 6% bzw. 8%.

Ambitionierte Margenerwartungen

Erwartete Gewinn-Nachsteuermarge in %

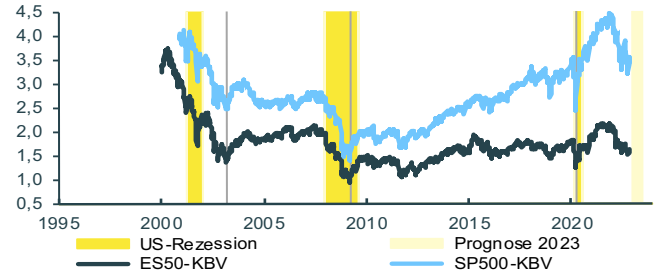


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Und das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) ist mit 1,6 für den Euro Stoxx 50 und 3,2 für den S&P 500 unserer Meinung nach zu hoch für die von uns erwartete Rezession.

Kurs-Buchwert-Bewertung relativ hoch

Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

In unserem Konjunkturszenario gehen wir davon aus, dass die EZB und die US-Notenbank ihre Leitzinserhöhungen im Frühjahr 2023 beenden werden. Zudem dürften bis dahin die Margenerwartungen deutlich gefallen sein, und auch die KBV-Bewertung sollte korrigiert haben. In diesem Umfeld sehen wir dann gute Chancen für die Aktienmärkte, eine nachhaltige Kurserholung zu starten.

Trading-Strategie bis zum Frühjahr 2023

Bis zum Frühjahr 2023 empfehlen wir weiterhin eine Trading-Strategie an den Aktienmärkten. In nervösen Marktphasen - gekennzeichnet durch implizite Volatilitäten von 30 bis 35 für den VSTOXX (Euro Stoxx 50) und den VIX (S&P 500) - sollten Aktienpositionen schrittweise aufgestockt werden. Und in gelasseneren Marktphasen - mit VSTOXX- und VIX-Niveaus jeweils im Bereich von 20 bis 25 - sollten Positionen sukzessive abgebaut werden.

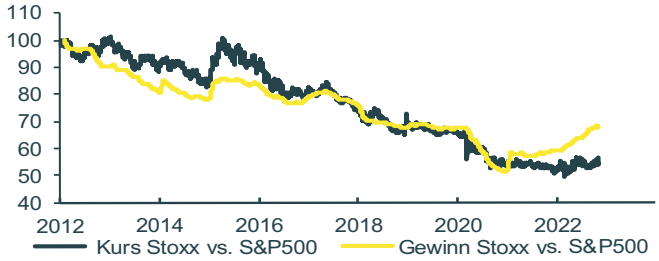
Mit neutraler Regionen-Gewichtung 2023 starten, ab dem Frühjahr Europa, Emerging Markets übergewichten

Zum Jahreswechsel 2023 empfehlen wir eine neutrale Regionenstrategie, da in jeder Region Gegenwind aufgekommen ist. Europa leidet am stärksten unter dem Ukraine-Krieg und der Energiekrise, die USA werden vom scharfen Fed-Leitzinserhöhungszyklus gebremst, und die Emerging Markets sind betroffen von der anhaltenden Unsicherheit in China (Covid-Lockdowns, Krise am Immobilienmarkt).

Das Ende der Leitzinserhöhungen dürfte im Frühjahr zu einer nachhaltigen Trendwende an den Aktienmärkten führen. Für eine Übergewichtung des europäischen Aktienmarktes spräche dann seine relativ günstige Bewertung und dass der Trend der Unternehmensgewinne erstmals seit zehn Jahren besser läuft als in den USA.

Stoxx 600: positiver relativer Gewinntrend seit 2021

Stoxx 600 versus S&P 500, Kurs und Gewinn indexiert 01.01.2012=100



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Zudem dürften sich Aktien in den Emerging Markets ab dem Frühjahr überdurchschnittlich erholen. Die Gründe legen wir in der Emerging-Markets-Analyse (Seite 20) dar.

Meine Empfehlung für Sie

Nutzen Sie nervöse Marktphasen zum Aufstocken von Aktienpositionen. Wir erwarten im Frühjahr 2023 den Start einer nachhaltigen Aktienerholung, in der sich Aktien in Europa und in den Emerging Markets überdurchschnittlich entwickeln dürften.

Aktien Sektorstrategie

Im Jahresverlauf risikoreicher aufstellen

Andreas Hürkamp,
Senior Experte Aktien

- Sektorallokation 2023 offensiver aufstellen
- Value-Aktien 2023 chancenreich
- Kaufgelegenheiten winken bei Small Caps

2023 mit defensiver Sektorallokation starten

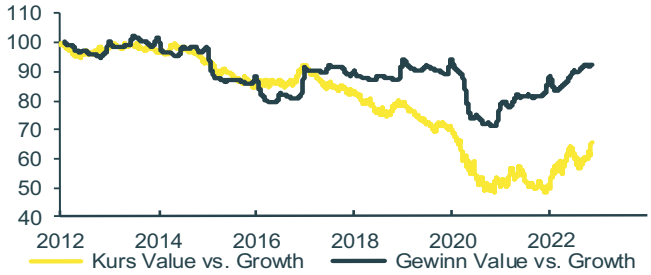
Vor dem Hintergrund der von uns erwarteten Rezessionen im Euroraum und den USA und der zunehmend restriktiver werdenden Geldpolitik gehen wir mit einer defensiven Sektorallokation in das Börsenjahr 2023. Wir gewichten Energie und Gesundheit über, während zinsabhängige Branchen wie Gebrauchsgüter und Immobilien vorerst gemieden werden sollten. Mit dem von uns erwarteten Ende der Leitzinserhöhungen im Frühjahr 2023 wäre die Zeit für einen Strategiewechsel in der Sektorallokation gekommen mit dem Ziel einer wieder zyklischeren Ausrichtung. Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte dürften mit wieder besseren Konjunkturperspektiven konjunkturabhängige Sektoren in den Blickpunkt rücken.

Value-Aktien 2023 vielversprechender als Growth-Aktien

Substanzstarke Value-Aktien haben sich zuletzt robuster entwickelt als die von Wachstumsphantasie geprägten Growth-Aktien. Wir erwarten, dass sich dieser Trend 2023 vorerst fortsetzen wird. So entwickeln sich die Erwartungen für die Unternehmensgewinne der Value-Aktien seit Anfang 2021 besser als für Growth-Aktien.

Value: positiver relativer Gewinntrend

MSCI Welt: relative Trends indiziert, Januar 2012=100



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Zudem ist der MSCI Welt-Growth-Index mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 23 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 4,8 immer noch relativ hoch bewertet.

MSCI Welt-Growth hat hohes KGV von 23

KGV, KBV und Dividendenrendite im Vergleich

	Bewertung		
Index	KGV	KBV	Div-Rendite %
MSCI Welt Growth	22,5	4,85	1,09
MSCI Welt Value	11,7	1,82	3,31
Differenz in Punkten			
aktuell	*10,8*	*3,03*	*-2,23*
Mittel 10 Jahre	*6,0*	*1,88*	*-1,53*

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

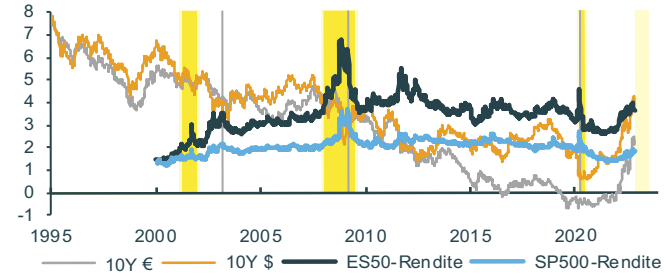
Dagegen hat der MSCI Welt-Value mit einem KGV von 12 und einem KBV von 1,8 bereits eine relativ attraktive Bewertung erreicht.

Value-Aktien bieten attraktive Dividendenrenditen

Darüber hinaus bietet der MSCI Welt-Value eine attraktive Dividendenrendite von 3,3%, verglichen mit einer Rendite von 1,1% für Wachstumsaktien. In Europa hat der durch Value-Aktien geprägte Euro Stoxx 50 sogar eine erwartete Dividendenrendite von 3,6%, während Investoren in der zehnjährigen Bundesanleihe eine deutlich niedrigere Rendite von 2,3% winkt. Die attraktiven Dividendenrenditen sprechen daher auch für ein gutes Jahr 2023 für Value-Aktien, insbesondere in Europa.

Euro Stoxx 50 bietet 3,6% Rendite

Renditen in %: Staatsanleihen, Dividenden; markiert: US-Rezessionen



Quelle: Bloomberg, Factset, Commerzbank-Research

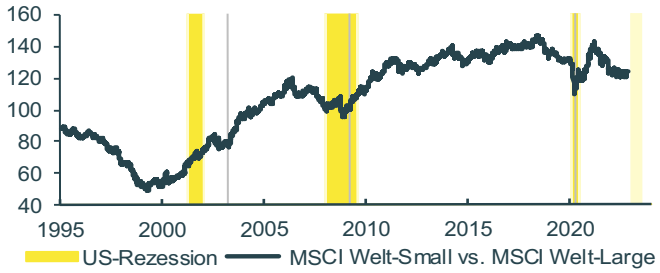
In den USA sieht das Bild nicht so vorteilhaft aus. Der stärker Richtung Wachstumswerte orientierte S&P 500 bietet nur eine relativ niedrige Dividendenrendite von 1,8%, während der Investor in zehnjährigen US-Staatsanleihen eine deutlich höhere Rendite von 4% erwarten kann.

Small Caps dürften ab dem Frühjahr 2023 Kaufgelegenheiten bieten

In den vergangenen 20 Jahren haben sich Unternehmen mit kleiner Marktkapitalisierung (Small Caps) an den Aktienmärkten regelmäßig besser entwickelt als Unternehmen mit großer Marktkapitalisierung (Large Caps). Jedoch bekommen Small-Cap-Aktien regelmäßig im Vorfeld einer Rezession Probleme. Dies ist auch im aktuellen Konjunkturzyklus zu beobachten, denn seit Mitte 2021 entwickeln sich Small Caps wieder schlechter als Large Caps.

Small Caps haben zuletzt enttäuscht

MSCI Welt Small Cap relativ zu Large Cap



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Aufgrund der zuletzt enttäuschenden Kursentwicklung liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den MSCI Welt Small Cap mit 15 mittlerweile auf dem KGV-Niveau für Large-Cap-Aktien. Im vergangenen Jahrzehnt hatten Small Caps dagegen durchschnittlich eine fünf KGV-Punkte höhere Bewertung als Large Caps. Zudem liegt das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) für den Small-Cap-Index mit 1,4 deutlich unter dem Bewertungsniveau für Large-Cap-Aktien von 2,7. Mit dem Ende der Leitzinserhöhungen und den sich im Verlauf von 2023 wieder aufhellenden Konjunkturperspektiven sollte daher den Small-Cap-Aktien ein Comeback gelingen. Wir empfehlen Investoren, ab dem Frühjahr 2023 in nervösen Marktphasen Aktienpositionen im Bereich Small Cap aufzustocken.

MSCI Welt Small Cap mit KGV von 15,2

KGV, KBV und Dividendenrendite im Vergleich

	Bewertung		
Index	KGV	KBV	Div-Rendite %
MSCI Welt Small	15,2	1,40	2,26
MSCI Welt Large	15,3	2,74	2,25
Differenz in Punkten			
aktuell	*-0,1*	*-1,34*	*0,01*
Mittel 10 Jahre	*4,7*	*-0,60*	*-0,38*

Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research

Meine Empfehlung für Sie

Starten Sie mit einer defensiven Sektorpositionierung in das Jahr 2023, um sich im Jahresverlauf Schritt für Schritt offensiver aufzustellen. Für die attraktiv bewerteten Value-Aktien sehen wir 2023 gute Kurschancen. Nach dem Ende der Leitzinserhöhungen und dem Auslaufen der Rezession dürften im Verlauf von 2023 die zuletzt schwer unter die Räder gekommenen Small-Cap-Aktien ein Comeback starten.

Aktien Emerging Markets

Perspektiven dürften sich 2023 aufhellen

André Sadowsky
Senior Experte Aktien

- China kurzfristig weiterhin im Krisenmodus
- Emerging Markets-Perspektiven dürften sich aufhellen
- Aktienmarkt Südkorea chancenreich
- Brasilien als möglicher "Nachzügler"

China erlebt rabenschwarzes Börsenjahr

Die Börsen in China und Hongkong erleben ein rabenschwarzes Jahr. Der MSCI China verlor 44% (per 31. Oktober 2022). Die Beschlüsse des 20. Parteitags enttäuschten die Anleger auf ganzer Linie. Der Fortbestand der strikten Null-Covid-Politik belastet ebenso wie die Themen Immobilienkrise, Regulierungswut, US-Sanktionen, hohe Jugendarbeitslosigkeit und die relativ schwache Wirtschaft.

Ideologische Tendenzen triumphieren derzeit über einen marktfreundlichen Wirtschaftskurs. Das könnte sich bis zum Parteikongress im März 2023 fortsetzen. Eine Abkehr von der Null-Covid-Politik dürfte aber ebenso eine Börsenrally initiieren wie ein mögliches Ende der scharfen Regulierungen (v.a. im Tech-Sektor).

Emerging Markets-Perspektiven sollten sich bessern

Ohne China/Hongkong war die Performance-Divergenz zwischen den EM und den etablierten Märkten gering. Für 2023 rechnen wir sukzessive mit einer Aufhellung der Perspektiven für die Schwellenländerbörsen. Hierfür sprechen das solide Wirtschaftswachstum, der vielerorts weit fortgeschrittene Zinserhöhungszyklus sowie die relativ moderate Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis MSCI EM 2023e: 10). Für zusätzlichen Rückenwind könnte ein Auslaufen der USD-Stärke sorgen.

Eine mögliche Abkehr von Chinas Null-Covid-Politik und eine weniger strenge Regulierung wären auch für Emerging Markets-Aktien wichtige Kurstreiber.

Frühzykliker Südkorea weiter positiv

Der MSCI Korea-Index verlor in den ersten drei Quartalen 2022 41% an Wert. Im Oktober 2022 gewann er allerdings 8%, u.a. wegen einer ersten Kurs-Aufhellung bei den IT- und Halbleiterwerten. Wir empfehlen hier weitere Zukäufe vor allem in Schwächephasen. Der zins- und exportsensitive Aktienmarkt dürfte in dem fragilen Inflations- und Konjunkturumfeld weiter recht volatil tendieren.

Brasilien als möglicher Nachzügler

Anfang 2023 wird Lula da Silva den bisherigen Präsidenten Bolsonaro ablösen. Der sehr knappe Wahlsieg dürfte ihn zu vielen Kompromissen zwingen. Eine mögliche wirtschaftsfreundliche Agenda könnte zusammen mit Leitzinssenkungen ein guter Nährboden für die brasilianische Börse sein und in Q1 2023 eine Heraufstufung nach sich ziehen.

MSCI Emerging Markets-Index versus S&P 500-Index

Quelle: Refinitiv Datastream

Meine Empfehlung für Sie

China dürfte kurzfristig noch im Krisenmodus verharren. 2023 sollten sich die Perspektiven für die EM sukzessive aufhellen. Südkorea bleibt ein Länderfavorit. Brasilien könnte 2023 folgen.

Rohstoffe

Neue Preisrally leicht möglich

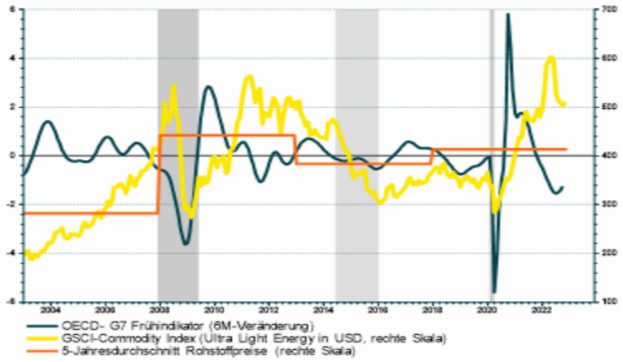
Michael Ott
Senior Experte Rohstoffe & Währungen

- Knappes Angebot, niedrige Lagerbestände
- Zinsentspannung könnte Preise stimulieren
- Edel- und Basismetalle langfristig favorisiert, Öl kurzfristig mit Chancen

Ausgangsbasis: Angebot ist knapp

Die Rohstoffpreise sind trotz Nachfrageschwäche relativ hoch. Sie liegen im Gegensatz zu den letzten Rezessionen deutlich über ihren Jahresdurchschnitten.

Hohe Preise, trotz Nachfrageschwäche



Quelle: Refinitiv Datastream

Ursache sind das knappe Angebot und niedrige Lagerbestände: Anders als in den letzten Rezessionen reicht die Nachfrageschwäche nicht aus, um die Lagerbestände aufzufüllen. Dies liegt an Angebotsausfällen (Russland), einer höheren Risikovorsorge (Deglobalisierungstrend und Autarkiebestrebungen) sowie nicht zuletzt an nur geringen Investitionen und den strukturellen Nachfrageverschiebungen wegen des klimapolitischen Wandels.
Es braucht demnach nicht viel, um die Preise steigen zu lassen. Bereits eine moderate Nachfragebelebung bzw. die Hoffnung darauf dürfte genügen. Diese könnte durch eine Entspannung im Zinsanstiegstrend erfolgen.

Energie: Hohe Preise wohl nachhaltig

Die fossilen Energieträger Gas, Kohle und Öl sind wegen des klimapolitischen Wandels Auslaufmodelle. Deswegen gibt es nur geringe neue Investitionen. Da sich aber das Angebot wegen Russland zusätzlich verknappt, steht das Angebot stärker unter Druck als die Nachfrage. Daran dürfte sich zunächst nicht viel ändern. Der Ölpreis ist relativ zu Gas und Kohle noch niedrig. Wegen Substitutionseffekten ist die Nachfrage jedoch robust. Es besteht das Risiko eines deutlichen Preisanstiegs.

Basismetalle: Struktureller Auftrieb

Die hohen Preise für fossile Energieträger beschleunigen den Ausbau erneuerbarer Energien und damit die Metallnachfrage. Das Angebot hat wegen steigender Kosten und Risiken Schwierigkeiten mitzuhalten, wie die historisch niedrigen Lagerbestände zeigen. Dies, obwohl China (Nachfrageanteil ca. 50%) enorme Wachstumsprobleme hat. Besonders für Kupfer & Co. gilt deswegen, dass bereits geringe Nachfrageimpulse genügen, um die Preise deutlich steigen zu lassen.

Edelmetalle: Ende des Zinserhöhungszyklus könnte stimulieren

Der Goldpreis und die Preise für Silber und Platin könnten auf ein Ende des Renditeanstiegs reagieren. Die hohe Marktskepsis und eine vorsichtige Positionierung sprechen für Kaufpotential, falls der Zinsgegenwind in Rückenwind dreht.

Meine Empfehlung für Sie

Die Rohstoff- und Edelmetallpreise sind in einer günstigen Ausgangsposition, um auf eine Zinswende mit deutlichen Anstiegen zu reagieren.

Immobilien

Immobilienpreiswende in Deutschland?

Dr. Marco Wagner
Senior Volkswirt

Der Immobilienboom ist zu Ende, ...

Der Boom am Markt für Wohnimmobilien hat ein jähes Ende gefunden. Waren diese 2021 noch um mehr als 11% gestiegen, hat der Anstieg in der ersten Hälfte dieses Jahres deutlich an Fahrt verloren. Laut den Zahlen von Europace sind die Preise im Mai und Juni kaum noch gestiegen, seit Juli fallen diese gegenüber dem Vormonat sogar.

Ausschlaggebend hierfür sind niedrigere Preise für Bestandsimmobilien. Offensichtlich zwingen die massiv gestiegenen Energie- und Handwerkerkosten insbesondere die Verkäufer von Immobilien mit unterdurchschnittlichen Energieausweisen bzw. älterer Bausubstanz zu Zugeständnissen bei den Preisen.

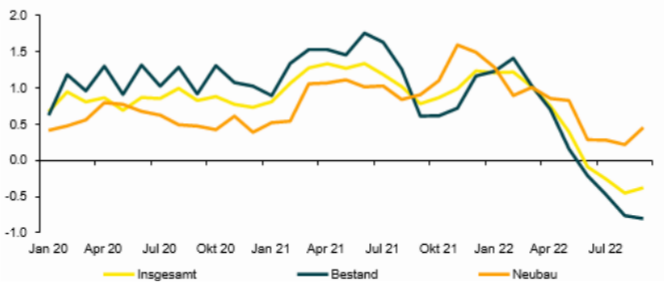
Die Preise für Neubauten sind hingegen bis zuletzt noch gestiegen.

... wegen höherer Finanzierungskosten, ...

Der wichtigste Grund für diese Vollbremsung dürften die deutlich gestiegenen Zinsen sein. Denn wegen der geldpolitischen Wende der EZB sind die effektiven Zinsen für Hypothekenkredite mit 10-jähriger Laufzeit von 1,3% zu Jahresbeginn auf rund 4% im Oktober geklettert. Dies hat den schuldenfinanzierten Kauf erheblich teurer gemacht, sodass Wohnimmobilien deutlich weniger erschwinglich sind.

Preisrückgänge vor allem bei Bestandsimmobilien

Transaktionspreise für Wohnimmobilien, in Prozent gegenüber Vormonat, zentrierter Dreimonatsdurchschnitt



Quelle: Europace, Commerzbank-Research

... die die Nachfrage bremsen

Etliche Kaufinteressenten dürften sich die Finanzierung bei den aktuellen Preisen nicht mehr leisten können, zumal auch die derzeit hohe Inflation das Budget vieler Haushalte belastet. Hierauf deuten auch Zahlen des Statistischen Bundesamts, nach denen die Zahl der neu abgeschlossenen Kreditverträge seit Juli (gegenüber dem Vorjahr) massiv gefallen ist.

Diese Faktoren drücken auf die Preise, was dafür spricht, dass diese in den kommenden Monaten weiter fallen werden.

Einbruch der Preise unwahrscheinlich, ...

In Deutschland sind die Preise nach früheren Boomphasen nicht eingebrochen, sondern allenfalls moderat gefallen. Zudem wurden in anderen Ländern Immobilienkrisen meist dadurch ausgelöst, dass zuvor zu viele Wohnungen gebaut worden waren und zudem durch die steigenden Zinsen Immobilienbesitzer ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten und sie (oder ihre Banken) deshalb ihre Immobilien verkaufen mussten, sodass das Angebot an Immobilien sprunghaft stieg. Beides ist für Deutschland unwahrscheinlich.

... da weniger gebaut wird, ...

Vielmehr ist die Zahl der neu gebauten Wohnungen zuletzt sogar gefallen, womit das Ziel der Bundesregierung, jedes Jahr 400 Tsd. neue Wohnungen zu errichten, in immer größere Ferne rückt. Die Bauaktivitäten haben nach der Umfrage des Münchner Ifo-Instituts zuletzt spürbar abgenommen. Wie viele andere Sektoren leidet die Baubranche seit Ausbruch der Pandemie unter Lieferschwierigkeiten und stark gestiegenen Kosten für Baumaterialien. Hinzu kommen auch hier die höheren Zinsen. Deshalb werden derzeit viele Bauvorhaben nicht umgesetzt, weil sich diese nicht rentieren. Folglich dürfte es gerade in den Ballungsräumen weiter an Wohnungen mangeln.

... der Bedarf eher zunimmt, ...

Dies gilt umso mehr, als die Nachfrage nach Wohnraum in den letzten Monaten noch einmal deutlich zugenommen hat. Schließlich sind im ersten Halbjahr dieses Jahres rund 750 Tsd. Personen aus der Ukraine nach Deutschland geflüchtet, die vorerst wohl auch in Deutschland bleiben und deshalb eine Wohnung benötigen werden. Insgesamt betrug die Nettozuwanderung seit Jahresbeginn sogar 1 Mio. Personen.

... und Angebotsschwemme durch Notverkäufe unwahrscheinlich, ...

Gleichzeitig könnten die zuletzt deutlich gestiegenen Zinsen Immobilienbesitzer bei einer nun anstehenden Refinanzierung in Probleme bringen. Eine durch einen massiven Anstieg der Zahl von Zwangsversteigerungen oder Notverkäufen ausgelöste Angebotsschwemme dürfte es aber kaum geben. So liegen die Belastungen bei einer Neufinanzierung von in diesem Jahr auslaufenden Hypothekenkrediten mit einer Zinsbindung von zehn Jahren aus dem Jahr 2012 nicht wesentlich anders, bei Finanzierungen aus dem Jahr 2017 mit 5-jähriger Zinsbindung dürfte es kritischer aussehen.

... zumal für Hypothekenzinsen die Luft nach oben dünn wird

Natürlich könnte ein weiterer massiver Anstieg der Zinsen gerade für die zweite Gruppe die Refinanzierungssituation spürbar verschärfen. Hiermit rechnen wir aber nicht. Vielmehr gehen wir auf Basis unserer Prognose für die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen, die einen ausgesprochen hohen Gleichlauf mit den Hypothekenzinsen aufweisen, davon aus, dass sich die Zinsen für zehnjährige Immobiliendarlehen auf absehbare Zeit bei rund 4,5% einpendeln dürften, also etwa einen halben Prozentpunkt über ihrem aktuellen Niveau.

Fazit: Preiseinbruch unwahrscheinlich

Angesichts der deutlich höheren und in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter steigenden Zinsen spricht also vieles dafür, dass die Preise von Wohnimmobilien vorerst weiter fallen werden, wobei sich die Preise für Bestandsimmobilien eher schlechter entwickeln dürften als die von Neubauten. Einen regelrechten Preiseinbruch erwarten wir indes nicht, zumal die Preisübertreibungen in Deutschland nicht so ausgeprägt sind wie in anderen Ländern wie den USA, von denen wir heute wissen, dass sie Immobilienpreisblasen hatten.

Meine Empfehlung für Sie

Nach einem langen Boom am Markt für Wohnimmobilien fallen in Deutschland seit Juli die Preise. Kurzfristig dürfte sich dieser Abwärtstrend insbesondere bei wenig energieeffizienten Immobilien fortsetzen. Ein Einbruch der Preise in der Breite ist allerdings unwahrscheinlich. Denn große Änderungen sind weder bei Angebot noch Nachfrage zu erwarten. Wir erwarten eine Preisstabilisierung.

Megatrends

Marathonläufer mit Sprinterqualitäten

Thomas Becker
Senior Experte Aktien

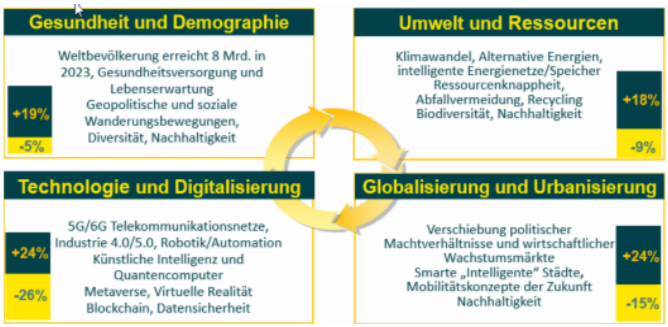
- Strukturelles Wachstum von Megatrends ist weiterhin voll intakt
- Krisen sind Katalysatoren, die Innovationen und das Wachstum von Megatrends beschleunigen
- Megatrends im Fokus: Gesundheit, Alternative Energien und Informationstechnologie

Defensive Megatrends dominieren 2022

Auch die aus Megatrends abgeleiteten Finanzprodukte konnten sich bis dato den vielfältigen makroökonomischen und geopolitischen Risikofaktoren und der daraus folgenden konservativeren Bewertung von Wachstumschancen nicht gänzlich entziehen. Dabei entwickelten sich Kapitalanlagen in defensiveren Megatrends wie bspw. Gesundheit/Demographie und Umwelt/Ressourcen deutlich besser als sehr stark wachsende, aber zyklische Themen aus den Bereichen Technologie/Digitalisierung.

Globale Megatrends entstehen aus irreversiblen und strukturellen Treibern

Säulen (petrol/gelb) Kursperformance von ausgewählten Aktien-Fonds und ETFs 2021 und 01.01.-31.10.2022



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

Megatrends sind die Marathonläufer unter den thematischen Investments

Die den Megatrends zugrundeliegenden irreversiblen und disruptiven Treiber, wie bspw. Klimawandel, steigende Lebenserwartung oder globaler politischer und wirtschaftlicher Wandel, sind mehr denn je intakt und versprechen ein langfristiges und strukturelles Wachstum für Sektoren und Unternehmensgewinne.

Krisen sind Wachstumskatalysatoren

In von Unsicherheit und damit Volatilität geprägten Marktphasen ändern sich Rahmenbedingungen und Zielsetzungen, was den Durchbruch von Innovationen und damit aus Megatrends abgeleitete Themen wie bspw. Elektromobilität oder Erneuerbare Energien tendenziell beschleunigt hat.

Megatrends Gesundheit, Alternative Energien und Informationstechnologie

Die Weltbevölkerung wird bis Ende 2023 acht Mrd. erreichen (UN-Schätzung), was maßgebliche Auswirkungen auf das Bestreben, die Erderwärmung auf max. 1,5 Grad bis 2030 zu begrenzen, haben wird. Attraktiv vor diesem Hintergrund halten wir speziell Anlagen in den Themengebieten Gesundheit und Alternative Energien, ergänzt um den alle Bereiche beeinflussenden, hochinnovativen und transformativen Megatrend Informationstechnologie.

Meine Empfehlung für Sie

Megatrends versprechen kontinuierliches, langfristiges und strukturelles Wachstum. Aufgrund des deutlichen Bewertungsrückgangs offerieren Megatrends attraktive Risiko-/Renditechancen für langfristig und wachstumsorientierte Anleger. Setzen Sie auf mehrere, sich gegenseitig positiv verstärkende Megatrends, wie bspw. Gesundheit, Alternative Energien oder Informationstechnologie.
Freuen Sie sich auf unsere kommenden Sektoranalysen, in denen wir die komplexen und multiplen Wirkungszusammenhänge dieser Megatrends transparent und investierbar machen.

Megatrend Gesundheit

“Hauptsache gesund!”

Uwe Treckmann
Senior Experte Aktien

- Medizinischer Fortschritt führt zu höherer Lebenserwartung
- Höhere Lebenserwartung hat Wachstum der Gesundheitsbranche zur Folge
- Massive Innovationsschübe sorgen für nachhaltiges und strukturelles Wachstum

“Gesundheit ist nicht alles, aber ohne Gesundheit ist alles nichts.” (Arthur Schopenhauer)

Gesundheit ist nicht nur aus individueller Sicht eines der höchsten Güter. Nach dem Soziologen Talcott Parsons ist Gesundheit sogar eine funktionale Voraussetzung für die Gesellschaft. Der Gesundheitssektor zeichnet sich durch ein recht stetiges Wachstum aus, welches für gewöhnlich über dem Wachstum des Bruttosozialprodukts liegt. Dementsprechend gehört der Sektor zu unseren Langfristfavoriten. Die Branche ist bekannt für ihre “defensiven” Qualitäten mit einer geringen Abhängigkeit der Erlöse von Konjunkturzyklen.

Megatrend Gesundheit beeinflusst maßgeblich den demografischen Wandel

Forschung und Entwicklung gelten als die größten Kostentreiber in der Branche, sie sind jedoch der Grundstein für den Fortschritt. Und dieser ist phänomenal. Er gilt als der Hauptgrund für die weltweit stark gestiegene Lebenserwartung, die wiederum einen Hauptbestandteil des Megatrends “demografischer Wandel” darstellt.

Die Weltbevölkerung hat sich seit 1950 nahezu verdreifacht. Bezogen auf Deutschland erhöhte sich in den letzten 70 Jahren die durchschnittliche Lebenserwartung um circa 10 Jahre. Die höhere Lebenserwartung führt jedoch gleichzeitig zu wachsender Nachfrage nach medizinischen Behandlungen. Manche Experten sehen darin ihre Theorie bestätigt, dass die Branche ihren eigenen Rückenwind erzeuge.

Durchschnittliche Lebenserwartung in Deutschland

Fortschritte in der Medizin und steigender Wohlstand der Bevölkerung als Einflussfaktoren

Quelle: Destatis

Die Medizin befindet sich inmitten einer Revolution

Die Erkenntnisse aus der Genomforschung und das neu erworbene Verständnis für grundlegende Mechanismen vieler Krankheiten haben massive Innovationsschübe ausgelöst. Ein ganzes Füllhorn an Innovationen (beispielhaft seien hier die mRNA-Technologie, Zell- und Gentherapien oder die Nachzüchtung von Organen genannt) dürfte einen neuen Wachstumsschub in der Branche auslösen.

Meine Empfehlung für Sie

Die solide und langfristige Wachstumsdynamik der Gesundheitsbranche wird auch weiterhin getragen von einer steigenden Lebenserwartung, sozialen und demographischen Veränderungen in Verbindung mit massiven medizinischen Innovationsschüben. Aus Risikogesichtspunkten empfehlen wir eine breite globale Diversifikation der Anlage, welche sich beispielsweise mit aktiv gemanagten Fonds oder ETFs darstellen lässt.

Megatrend Alternative Energien

Aufwind für Alternative Energien

Tanja Markloff
Senior Experte Aktien

- Die Energiekrise verleiht der Energiewende politischen und wirtschaftlichen Rückenwind
- Einzelne Staaten haben ihre Ziele für den Anteil Erneuerbarer Energien an der Stromerzeugung signifikant erhöht
- Energieversorger mit Fokus auf Erneuerbare Energien und Energienetze sollten profitieren

Energiewende erhält politischen und wirtschaftlichen Rückenwind

Stand bisher meist der Klimaschutz im Mittelpunkt der Energiewende, so sind zwangsläufig die beiden Eckpunkte Versorgungssicherheit und Wirtschaftlichkeit stärker in den politischen Fokus gerückt. Um die Abhängigkeit von Erdgasimporten aus Russland zu verringern, veröffentlichte die Europäische Kommission im Mai 2022 eine neue Initiative (REPowerEU), die zwei grundlegende Zielsetzungen verfolgt:

- Diversifizierung der Gasversorgung durch höhere LNG-Importe und Pipeline-Importe von nicht-russischen Lieferanten sowie dem Ausbau von Biomethan und Wasserstoff.
- Verringerung der Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen durch mehr Energieeffizienz, der Erhöhung des Anteils Erneuerbarer Energien und der Beseitigung von Infrastrukturengpässen.

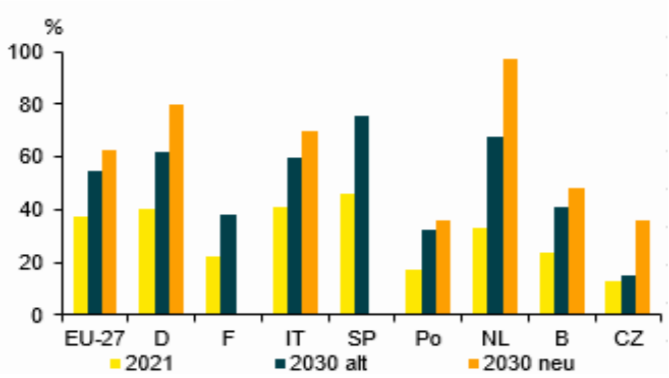
Damit soll der Bestand an erneuerbaren Energien bis zum Jahr 2030 um das 2,5-fache des aktuellen Bestands auf 1,24TW ausgebaut werden. Das entspricht rd. 16% mehr als in dem Vorgängerprogramm “Fit for 55” vorgesehen.

Beschleunigtes Wachstum im Jahr 2023

Viele Staaten haben im Zuge der Energiekrise ihre Ausbauziele für Erneuerbare Energien bereits signifikant erhöht. Neben diesen direkten Investitionen in Wind- und Solar- oder Wasserkraftanlagen, gibt es zusätzliche wachstumstreibende Investitionsfelder wie den Ausbau und das Lastenmanagement von Stromnetzen und Stromspeicher als Grundlage für die Elektrifizierung bspw. der Ladeinfrastruktur für Elektroautos.

EU-27: Erneuerbare Energien sollen über 60% am Strommix bis 2030 ausmachen

Einige, wenn auch wenige, Staaten streben bis zu 100% an



Quelle: ember-climate.org

Trotz temporärer regulatorischer Eingriffe gehen wir daher davon aus, dass die politischen Rahmenbedingungen für Investitionen in erneuerbare Energien und die damit zusammenhängende Infrastruktur über die nächste Dekade hinweg positiv bleiben.

Meine Empfehlung für Sie

Energieversorgungsunternehmen, deren Schwerpunkt auf dem Ausbau und dem Betrieb von Alternativer und spezieller Erneuerbarer Energien und Energienetzen liegt, sollten von der politisch erwünschten Beschleunigung der Energiewende profitieren, während die Produzenten von Komponenten bspw. für Wind- und Solaranlagen erst nachgelagert profitieren sollten.

Megatrend Informationstechnologie

Cloud & Co. revolutionieren die Zukunft

Marc C. Gemeinder
Senior Experte Aktien

- Spezialthemen sind Wachstumstreiber in einem übergeordneten Megatrend Informationstechnologie (IT)
- Monetarisierung neuer IT-getriebener Geschäftsmodelle steht erst am Anfang
- Die fortschreitende Digitalisierung führt zu einem stetig wachsenden Bedarf an Halbleitern

Der IT-Sektor ist auch weiterhin Garant für neue Geschäftsmodelle und Wachstumspotentiale

Die Bewertungen der Wachstumsaussichten des übergeordneten Megatrends Informationstechnologie (IT) sind 2022 deutlich unter Druck gekommen. Unserer Ansicht nach lohnt es sich, die Zukunftsthemen, die umfangreiche Geschäftspotentiale und gleichzeitig einen höheren Bewertungsspielraum im Sektor versprechen, genauer anzusehen.

Breite Auswahl aus einer Vielzahl an wachstumsstarken IT-Spezialthemen

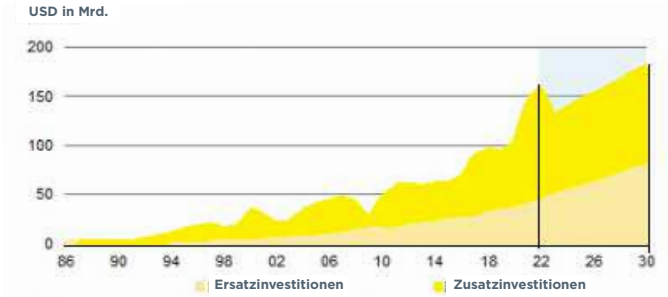
Mit fortschreitender Digitalisierung sind viele Zukunftstrends schon heute alltagstauglich und im Produktmix der Tech-Unternehmen vielfach längst sichtbar. Die Cloud speichert und verarbeitet hohe Datenvolumina und stellt gleichzeitig externe Hardware und Software zur Verfügung. Weitere Trends liegen z.B. im Bereich der Künstlichen Intelligenz oder bei Cybersecurity-Anwendungen. Und schließlich steht da noch das in Aussicht gestellte Metaverse, eine virtuelle Welt, die Mensch und Maschine mit weitreichenden Interaktionsmöglichkeiten verbinden soll. Die umfassende Monetarisierung hat gerade erst begonnen.

Halbleiter – Wachsende Nachfrage verlangt Investitionen in Produktionskapazitäten

IT als Megatrend basiert auf leistungsstarken Netzwerken, Data-Centern/Servern und mobilen/stationären Endgeräten, was sich in einen stetig wachsenden Bedarf an Halbleitern niederschlägt.

Wachstumspfad intakt - Gesamtinvestitionen im Halbleiterbereich (1986-2030)

Wachstum auch getragen von IT-verwandten Themen, bspw. Elektromobilität, Industrie 4.0 oder Urbanisierung



Quelle: Bloomberg, Deutsche Bank Research; Angaben in Mrd. USD; kumulierte Abbildung der Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen

Die prognostizierte Nachfrage nach Chips ist immens und soll von 556 Mrd. USD in 2021 auf ca. 1.000 Mrd. USD in 2030 ansteigen. Auch unter Berücksichtigung der Sanktionen bzgl. der Ausfuhr von Hochtechnologie nach China, sollten die Investitionen für den Ausbau der Kapazitäten nach dem Rekordniveau 2022 ab dem Jahr 2024 wieder auf den langfristigen starken Wachstumspfad zurückkehren.

Meine Empfehlung für Sie

Eine Reihe von wachstumsstarken Technologieunternehmen bewegen sich nach dem Rücksetzer 2022 auf vergleichsweise attraktiven Bewertungsniveaus. Anlagen in Softwareunternehmen versprechen ein defensiveres, während Hardware und speziell Halbleiterunternehmen ein zyklisches Wachstum aufweisen. Darüber hinaus finden sich die Gewinner des Megatrends IT nicht nur bei Unternehmen, die speziell von Themen wie Cloud, Cybersecurity oder virtueller Realität profitieren, sondern auch sektorübergreifend bei anderen Megatrends.

Interview

Interview mit dem CIO Thorsten Weinelt

***Frage**: Herr Weinelt, 2022 war ein historisch schlechtes Jahr für die Kapitalanleger, was waren die Gründe?*

Thorsten Weinelt: Es gab sehr viele Faktoren, die zu der negativen Performance bei Aktien und Anleihen beigetragen haben. Dabei kreisen alle um den Inflationsschock!

***Frage**: Könnten Sie das bitte erläutern, man hätte doch auch den schrecklichen Angriffskrieg Russlands in der Ukraine als Grund hier erwartet?*

Thorsten Weinelt: Das ist richtig. Der Krieg in der Ukraine hat zu einem massiven Abverkauf insbesondere an den europäischen Aktienmärkten geführt. Der Krieg hat aber wiederum stark auf die Inflation eingewirkt. Man denke nur an die Preisexplosionen in so verschiedenen Bereichen wie Speiseöl, Getreide, Industriemetalle wie Nickel und vor allem Energie, was im Grunde in alle Bereiche abstrahlt.

***Frage**: Die Inflationsrate war in Deutschland und der EU sogar zweistellig. Wann erwarten Sie eine Entspannung?*

Thorsten Weinelt: Schwer zu beantworten. Der Geist ist aus der Flasche, das ist das Problem. Positiv ist, dass wir in den USA den Höhepunkt der Inflation vermutlich hinter uns gelassen haben. Jedenfalls feiern das die Märkte nach dem jüngsten Rückgang der Inflationszahlen. Für Europa gilt das noch nicht. Grundsätzlich werden die Inflationsraten diesseits und jenseits des Atlantiks vom Trend her in 2023 sinken, aber die niedrigen Niveaus um die 2% oder sogar Deflationssorgen, das ist definitiv Vergangenheit.

***Frage**: Wie wirkt die höhere Inflation auf die Kapitalmärkte?*

Thorsten Weinelt: Das Bindeglied sind die Notenbanken. Die haben lange Zeit die Inflationsdynamik unterschätzt und durch eine zu expansive Geldpolitik das Inflationspotential geschaffen. Sie versuchen jetzt durch eine drastische Kehrtwende der Inflation wieder Herr zu werden. Dieser in der Geschichte sehr aggressive geldpolitische Straffungskurs hat die Anleiherenditen rasant steigen lassen und schlägt auch auf die Aktienmärkte durch.

***Frage**: Wie geschieht das?*

Thorsten Weinelt: Die Kanäle sind vielschichtig. Zum einen haben wir nach dem Renditeanstieg mit Anleihen wieder eine ernstzunehmende Alternative zur Aktie. Mittlerweile sind die Renditen von Anleihen bonitätsstarker Unternehmen mit über 4% höher als die Dividendenrendite vieler Bluechips. Dann ist da noch der Einfluss auf Bewertungsmodelle. Mit steigenden Zinsen sind zukünftige Erträge heute weniger wert. Da kommen vor allem stark wachsende Unternehmen wie die Tech-Branche unter Druck.

***Frage**: Das heißt also, wenn die Notenbanken mit ihren Zinserhöhungen durch sind, wird wieder alles gut?*

Thorsten Weinelt: Es für die Kapitalmärkte wichtig, dass das Ende des Zinserhöhungszyklus absehbar ist. Wir rechnen mit einer Zinspause im Frühjahr 2023.

***Frage**: Herr Weinelt, das hört sich jetzt nicht so an, als wäre das Schlimmste vorbei.*

Thorsten Weinelt: In der Tat ist in den nächsten Monaten noch mit Gegenwind zu rechnen. Die Notenbanken werden ihren Straffungszyklus erst stoppen, wenn sich die Inflationsraten spürbar zurückentwickeln. Gleichzeitig bedeutet die sich abzeichnende Rezession in Europa und den USA, dass die hohen Margen und Gewinnerwartungen der Unternehmen in diesem inflatorischen Umfeld nicht zu halten sein werden. Die gute Nachricht: Die Renditen werden bald ihren Höhepunkt erreichen, so dass Anleihen auch in längeren Laufzeiten wieder interessant sind.

***Frage**: Haben Sie da Präferenzen?*

Thorsten Weinelt: Aus unserer Sicht sind sowohl Bankanleihen wie auch Unternehmensanleihen attraktiv, es gibt jetzt schon wieder über 4% - und in den USA über 6% Rendite, so viel wie zuletzt 2011. Die Risikoaufschläge für diese Anleihen sind deutlich gestiegen, eine normale Rezession ist weitgehend eingepreist. Mit Ende des Zinszyklus und dem Auslaufen der USD-Stärke werden Hochzinsanleihen und EM-Anleihen attraktiv.

***Frage**: Bei Aktien bleiben Sie noch vorsichtig?*

Thorsten Weinelt: Aktuell sind wir defensiv positioniert, denn wir gehen davon aus, dass uns die aufziehende Rezession in Europa und den USA noch Gegenwind an den Aktienmärkten bescheren wird. Wir empfehlen kommende Stressphasen und Rückschläge zu nutzen, um die Aktienquote wieder merklich zu erhöhen, denn der Aktienmarkt wartet nicht auf das Ende der Rezession. Für gewöhnlich sieht man den Tiefpunkt etwa drei Monate vor Ende der Rezession. Und einige strukturelle Wachstumsthemen sind auch aktuell durchaus interessant.

***Frage**: Wie stehen Sie zu Rohstoffen und Gold?*

Thorsten Weinelt: Am aktuellen Rand aggressiver geldpolitischer Straffungen und wieder sinkender Inflationserwartungen ist das Aufwärtspotential begrenzt. Dieses könnte sich aber im Laufe von 2023 ändern, sollten die Notenbanken den Straffungszyklus zu früh abbrechen. Gold hat zudem Versicherungscharakter gegen politische Risiken.

***Frage**: Der Euro war 2022 geradezu eine Schwachwährung. Ist das ein Symbol für die Erosion unseres Wohlstands?*

Thorsten Weinelt: Ja, es ist richtig – der Euro war extrem schwach. Und das hat ja wiederum zum Inflationsanstieg beigetragen. Für die Schwäche ist neben dem Ukraine-Krieg auch die zögerliche Haltung der EZB in Sachen Leitzinsanhebungen anzuführen. Doch da ist jetzt ja immerhin umgesteuert. Wohlstandsverluste gibt es bei uns natürlich, durch die explodierende Energierechnung. Aber diese Niveauverschiebung bietet bei Normalisierung der Situation dann auch wieder Vorteile für Exporteure oder Dienstleister und unterstützt dann auch wieder beim Weg aus der Rezession. Die Energiefrage muss Europa allerdings lösen. Das dürfte einen Investitionsboom in Richtung alternativer Energiequellen bedeuten. Und das könnte der nächste Wachstumsmotor sein.

***Frage**: Multi-Asset-Portfolios haben in den letzten Jahren von der Diversifikation profitiert. Sprich fielen die Aktien, konnte das Rentenportfolio ausgleichen und umgekehrt. 2022 galt dies nicht. Versagt das Multi-Asset-Modell in Zeiten gestiegener Inflationsraten?*

Thorsten Weinelt: Das sehe ich nicht so. Langfristig bieten Aktien den besten Inflationsschutz. Denn die Inflation entsteht ja durch Preissteigerungen von Produkten, die von Unternehmen hergestellt werden. In den letzten 100 Jahren haben Aktien in den USA im Schnitt pro Jahr 9% nominale Rendite erwirtschaftet, 2% durch Dividende, 7% durch Kurssteigerungen. Bei einer durchschnittlichen Inflation von 3% sind die Anleger mit 6% realer Rendite entlohnt worden, das ist beträchtlich! Multi-Asset-Portfolios werden nach diesem historisch schlechten Jahr wieder besser performen und der Diversifikationseffekt wirkt wieder. Bei Anleihen dürfte 2023 in etwa der Kupon, also im Schnitt um die 4% zu verdienen sein. Auf der Aktienseite rechnen wir mit einer ansehnlichen Performance von 6-8%. Das heißt für breit diversifizierte Multi-Asset-Portfolios in einer 60/40 Gewichtung liegt die erwartete Rendite zwischen 6% und 7%. Das ist höher als die vom Markt erwartete Inflation.

***Frage**: Sehen Sie Vorteile im aktiven Management in diesem inflationären Umfeld?*

Thorsten Weinelt: Ein klares Ja, denn die hartnäckigere und nachhaltig höhere Inflation führt zu mehr Unsicherheit in Bezug auf die Notenbankpolitik, die Fiskalpolitik und die konjunkturellen Auswirkungen. Die höhere Makro-Volatilität wird sich auch auf die Finanzmärkte übertragen und somit wird ein aktives Management des Wertpapierportfolios mit Blick auf die kommenden 2-3 Jahre deutlich wichtiger.

Informationsangebot

Sichern Sie sich Ihren Informationsvorsprung

Märkte im Überblick

Unser börsentäglicher Blick auf Konjunktur, Anleihen, Währungen und Aktien sowie mit einem interessanten Schwerpunktthema. Dieser Newsletter erscheint Dienstag bis Freitag noch vor Börseneröffnung.

Wochenausblick

Wöchentlicher Blick über das Geschehen an den Kapitalmärkten mit Ausblick auf die kommenden Handelstage sowie einem Rückblick über die wichtigsten Geschehnisse der ablaufenden Woche... inklusive Einblick in die Transaktionen der Profi-Anleger. Erscheint immer Freitagmittag.

Investment-Perspektiven kompakt

Der "rote Faden" durch die Welt von Konjunktur, Notenbanken und Kapitalmärkten. Kurz und kompakt aufbereitet einmal im Quartal.

Investment-Perspektiven

Die quartalsweise Publikation dient als ausführlicher Leitfaden durch Konjunktur- und Kapitalmarktthemen, und mit fachlicher Tiefe für den wertpapierbegeisterten Kunden.

Insight

Dieser Newsletter greift aktuelle und wichtige Kapitalmarktthemen auf und beleuchtet diese im Detail bzw. zeigt Investmentmöglichkeiten auf. Dieser Newsletter erscheint unregelmäßig.

CIO Direkt

Ein monatliches Video fasst die wichtigsten Trends an den Kapitalmärkten zusammen und als Exklusivservice für PremiumDepot-Kunden bieten wir bei besonderen Situationen an den Märkten den direkten und interaktiven Austausch mit unserem Chief Investment Officer.

PremiumFondsDirekt

Aktuelle Informationen mit Handlungsempfehlungen zum PremiumFondsDepot, monatlichem Marktausblick als Video und ad hoc Telefonkonferenzen zu aktuellen Ereignissen. Exklusiv für PremiumFondsDepot-Kunden.

Anlageideen

Unser Service für alle Einzelwertinvestoren: spannende Ideen auf Aktien- oder Anleihenseite mit konkret umsetzbaren Impulsen.

Kostenlos bestellen bei
www.commerzbank.de/nl
– Ihrer Filiale im Internet

Unsere Empfehlung für Sie

Registrieren Sie sich noch heute und nutzen Sie den Informationsvorsprung für Ihre Geldanlage. Unsere Standardformate können Sie unter www.commerzbank.de/nl "bestellen", die Exklusiv-Services für Premium- und PremiumFondsDepot-Kunden abonniert auf Wunsch Ihr Berater für Sie.

Wichtige Hinweise & Impressum

Diese Information ist eine Marketingunterlage im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, d.h. sie genügt nicht allen Anforderungen für Finanzanalysen und für die Commerzbank AG oder ihre Mitarbeiter besteht kein gesetzliches Verbot, vor Veröffentlichung der Information in den darin genannten Wertpapierprodukten zu handeln.

Adressat
Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen ("Information") sind primär für Kunden der Commerzbank AG in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere dürfen diese Information nicht nach Großbritannien, den USA oder nach Kanada eingeführt oder dort verbreitet werden.

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.

Informationsquellen; Aktualisierungsbedingungen
Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen die die Commerzbank AG für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Interessenkonflikte im Vertrieb
Die Commerzbank AG erhält für den Vertrieb von Investmentfonds den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebs-/Vertriebsfolgeprovisionen von der Fondsgesellschaft oder Emittentin bzw. erzielt als Emittentin oder Verkäuferin eigene Erträge.

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.

Aufsichtsbehörden
Europäische Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt (Internet: www.bafin.de) BAK Nr. 100005

©2022; Herausgeber: Commerzbank Aktiengesellschaft, Kaiserplatz, 60261 Frankfurt am Main.
Verantwortlich: Privat- und Unternehmerkunden, Asset Management/CIO, Thorsten Weinelt, Chief Investment Officer.

Fotoquelle: Titelbild, Seite 4, 8, 10, 16, 18, 22 Adobe Stocks

Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der Commerzbank weder reproduziert, noch weitergegeben werden.

Abgeschlossen am 14. November 2022

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

Postanschrift
60261 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 136-20
ciodirekt@commerzbank.com

Privat- und Unternehmerkunden
Chief Investment Office