

# CIO:view

**2. Halbjahr** | 2024

Steigende Risiken –  
Auf die Selektion kommt  
es jetzt an



# CIO:view

## Unsere Thesen

### Multi-Asset: "Hohe Bewertungskennzahlen alleine sind schlechte Timing-Indikatoren für Rücksetzer"

Die restriktivere Geldpolitik, unterdurchschnittliches Wachstum und steigende Bewertungen sprechen für eine Konsolidierung an den Märkten. Aber wann ist damit zu rechnen? (S. 7)

### Volkswirtschaft: "Wachstumsverlangsamung im 2. Halbjahr voraus"

Wir liegen bei unseren Wachstumsprognosen unterhalb des Konsensus und bei unseren Inflationsprognosen oberhalb des Konsensus. Das ist ein schwieriges Umfeld für Zentralbanken. Wir erwarten daher für das kommende Jahr weniger Leitzinssenkungen als derzeit eingepreist sind. (S. 6 und 8)

### Aktien: "Euphorie – Selektion nun entscheidend"

Für Aktien sprechen die robust wachsenden Unternehmensgewinne. Nach den jüngsten Kurszuwächsen ist das weitere Aufwärtspotenzial jedoch begrenzt, und die Risikoprämie von Aktien ist im historischen Vergleich eher niedrig. Die Selektion sollte daher im Fokus stehen. (S. 9)

### Anleihen: "Bauch der Zinskurve unattraktiv"

Die niedrigsten Renditen finden Anleger aktuell im Bereich zwischen fünf und zehn Jahren. Szenarien, die für eine Positionierung in diesem Laufzeitensegment sprechen, erachten wir als unwahrscheinlich. (S. 10)

### ESG-Corner: "Bevorstehende ESG-Fondsnamensänderung ohne Kursrelevanz"

Wir rechnen mit keinen wesentlichen Kursreaktionen durch die bevorstehende Umsetzung der ESG-bezogenen Fondsnamensregulierung. (S. 11)

### Spotlight Nebenwerte: "Zinssenkungen als Katalysator für Small Caps"

Die Leitzinssenkungen der EZB machen eine Outperformance von Small Caps gegenüber Large Caps wahrscheinlicher. Auch die Bewertung von Small Caps ist vor dem Hintergrund des dynamischen Wachstums der Unternehmensgewinne bei Nebenwerten attraktiv. (S. 12)





# CIO:view

## Chart of the Quarter

Die Marktkapitalisierung der großen US-Tech-Konzerne Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla summiert sich inzwischen auf über 16 Bio. US-Dollar. Zum Vergleich: Das Bruttoinlandsprodukt der USA belief sich im Jahr 2023 auf 27,4 Bio. US-Dollar. Trotz einer uneinheitlichen Wertentwicklung seit Jahresbeginn dominieren die sog. Magnificent Seven (MAG7) die US-amerikanischen und globalen Leitindizes immer mehr und lassen die Konzentrationsrisiken steigen.

## Magnificent Seven mit signifikanter Outperformance

Kumulierte Wertentwicklung (indexiert, 28.06.2019 = 100)



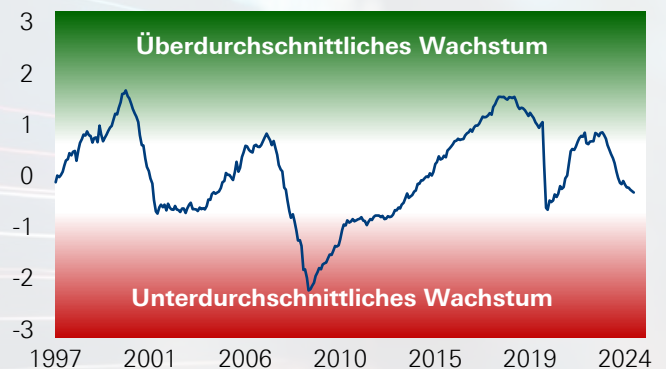
Quellen: FactSet, Metzler; Stand: 28.6.2024; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.

## Metzler Konjunkturindikator

Unser Konjunkturindikator signalisiert aktuell ein leicht unterdurchschnittliches Wirtschaftswachstum bei fallender Tendenz. Mit Blick auf die Subindikatoren zeigt sich die US-Konjunktur noch robust, für die Eurozone beobachten wir erste Tendenzen einer wirtschaftlichen Erholung. Die Kreditvergabe der Banken fällt weiterhin zurückhaltend aus. Die Baukonjunktur ist schwach und unsere Indikatoren für den Immobilienmarkt signalisieren noch keine Trendwende. In unseren selbstentwickelten Konjunkturindikator gehen Indikatoren ein, die langfristig in Beziehung zur Entwicklung der Aktienmarktrisikoprämie stehen.

## Unterdurchschnittliches Wachstum zu erwarten

Globale Konjunktorentwicklung in Standardabweichungen



Quelle: Metzler; Stand: 28.6.2024

## Investment Summary

### Steigende Risiken – auf die Selektion kommt es jetzt an

#### Resiliente Weltwirtschaft mit moderaten Wachstumsaussichten

Die Weltwirtschaft dürfte in diesem Jahr um moderate 2,8 % wachsen. Die treibende Kraft dahinter ist der Dienstleistungssektor, Schwierigkeiten zeigen sich nach wie vor im verarbeitenden Gewerbe. Mit unserer Wachstumsprognose liegen wir unter den Konsensuserwartungen. Dennoch werten wir die moderaten Wachstumsaussichten angesichts der hohen Zinsniveaus grundsätzlich als ein ermutigendes Signal für die Resilienz der Weltwirtschaft.

Sorgen über eine Stagflation haben sich bisher nicht bestätigt. Die Inflation bei den US-Konsumentenpreisen hat sich zuletzt überraschend deutlich abgeschwächt und auch der globale Trend einer mittelfristigen Abschwächung der positiven Preisdynamik ist unübersehbar. Erste Notenbanken haben daher die Leitzinsen gesenkt und den Anfang für eine weniger restriktive Geldpolitik gemacht. Nach dem ersten Zinsschritt der Europäischen Zentralbank (EZB) im Juni rechnen wir mit weiteren Zinskürzungen bis zum Ende des Jahres, wenn sich der Trend zu sinkenden Teuerungsraten verstetigt. In den USA deuten die jüngsten Konjunkturdaten darauf hin, dass die hohen Zinsen die Konjunktur verstärkt bremsen. Unsere US-BIP-Prognose für das laufende Jahr haben wir daher auf nur noch 2,0 % gesenkt. Aufgrund der reduzierten Wachstumsdynamik rechnen wir nun mit einem etwas schnelleren Zinssenkungszyklus der US-Notenbank, die auf die Wachstumsenttäuschungen reagieren dürfte. Insgesamt jedoch sollte die Rückkehr zu einer weniger restriktiven Geldpolitik langsamer verlaufen als noch zu Beginn des Jahres von vielen Marktteilnehmern prognostiziert wurde.

#### Viel Optimismus am Aktienmarkt eingepreist

Die Aktienmärkte haben das „higher-for-longer“-Szenario vordergründig erstaunlich gut verarbeitet. Gerade mit Blick auf die sehr positive Entwicklung des US-Aktienmarktes darf dabei aber nicht übersehen werden, dass wenige hochkapitalisierte Technologietitel die Leitindizes in den vergangenen Monaten getragen haben. In der Marktbreite fallen die Kursgewinne seit Jahresanfang deutlich bescheidener aus. Zwar hat die Gewinnodynamik der US-Mega-Tech-Unternehmen bisher überzeugt und die Gewinnmargen konnten gehalten bis ausgebaut werden. Allerdings erachten wir die Aktien inzwischen als sehr teuer und sehen wenig Potenzial für eine weitere Ausweitung der aktuellen Bewertungsmultiplikatoren. Auch dürfte auf den aktuellen Kursniveaus viel Optimismus eingepreist sein, entsprechend hoch ist das Potenzial für Enttäuschungen. Eine moderat defensive Positionierung in Aktien halten wir vor diesem Hintergrund für sinnvoll.

#### Weiter Chancen bei Aktien – Selektion nun entscheidend

In der gegenwärtigen Marktphase erachten wir es als zentral, den Fokus auf die Selektion zu legen und für eine ausreichende Diversifikation im Portfolio zu sorgen. Innerhalb des Aktiensegments sehen wir Chancen abseits von Technologiewerten aktuell vor allem im Kapitalgütersektor. Denn Megatrends wie Dekarbonisierung, Dezentralisierung, Digitalisierung oder eine alternde Bevölkerung erfordern massive Investitionen in den kommenden Jahren. Neben den Großprojekten in der Halbleiterindustrie und dem Ausbau der Rechenzentren profitieren auch zahlreiche weitere Vorhaben vom Umbau der Lieferketten und Anstrengungen für eine bessere lokale Versorgungssicherheit. In diesem Kontext bieten etwa klassische Industriewerte interessante Investitionsmöglichkeiten.

#### Zitat des Quartals:

"Euphorie ist der Feind des rationalen Investors."

Warren Buffett



Oliver Schmidt  
CIO, Geschäftsführer  
Metzler Asset Management GmbH

### Heterogene Entwicklung bei Unternehmensgewinnen

Für das kommende Jahr wird auch in Europa mit einer deutlichen Belebung der Gewinndynamik gerechnet und der Trend bei den Gewinnrevisionen ist positiv (vgl. Abbildung 1). Erwartet wird, dass die Gewinne im europäischen Technologiesektor besonders deutlich steigen. Der Konsensus rechnet hier aktuell mit einem Gewinnanstieg von 34 % gegenüber 2024, das wäre mehr als an Zuwachs für den US-Technologiesektor erwartet wird (+19 %). Im laufenden Jahr fällt das Gewinnwachstum europäischer Unternehmen im Vergleich zu ihren US-Pendants dagegen noch signifikant schwächer aus.

Europäische Aktien halten wir im internationalen Vergleich für unterbewertet. Innerhalb des europäischen Aktiensegments favorisieren wir derzeit insbesondere europäische Nebenwerte. Diese sind aktuell so attraktiv bewertet wie selten zuvor und die jüngste EZB-Zinssenkung könnte den Beginn einer Trendwende markieren für das von Anlegern über lange Zeit vernachlässigte Segment.

Der Rechtsruck bei den Europawahlen und das Ergebnis der französischen Parlamentswahlen dürfte die Marktteilnehmer nur kurzfristig beschäftigen. Strategisch betrachtet dürften fortgesetzte Wahlerfolge populistischer Parteien aber das Aufwertungspotenzial des Euro gegenüber dem US-Dollar begrenzen, das bei einer beschleunigten US-Zinswende zu erwarten wäre. Vor diesem Hintergrund rechnen wir aktuell mit einer neutralen Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses.

### Attraktiver Anleihemarkt – wir bevorzugen hohe Qualität

Durch die wieder positiven Realzinsen haben Investments in festverzinslichen Wertpapieren grundsätzlich an Attraktivität gewonnen. Da verwundert es nicht, dass europäische Anleihen- und Geldmarktfonds in den letzten zwölf Monaten stark nachgefragt waren (vgl. Abbildung 2). Inzwischen aber verzeichnen Aktienfonds wieder netto Kapitalzuflüsse und auch die ausgeprägten Abflüsse aus Multi-Asset-Fonds haben sich zuletzt verringert. Da die langfristigen Renditeerwartungen von Multi-Asset-Strategien durch die erhöhten Zinsniveaus tendenziell gestiegen sind, rechnen wir auch hier mittelfristig mit einer Rückkehr der Anleger.

In unseren aktiv-diskretionär verwalteten Multi-Asset-Portfolios haben wir die weniger restriktive Geldpolitik und die von uns

## Investment Summary

erwartete steilere Zinsstrukturkurve zum Anlass genommen, Staatsanleihen moderat über zu gewichten und die bisher kurze Duration leicht zu verlängern. Zwar spricht die hartnäckige US-Inflation noch nicht für eine nachhaltige Erholung am Rentenmarkt, nach dem deutlichen Anstieg der Renditen im bisherigen Jahresverlauf sehen wir allerdings nur noch begrenzten Spielraum für eine Fortsetzung dieses Trends.

Unternehmensanleihen bleiben aufgrund der hohen absoluten Renditeniveaus attraktiv, wir positionieren uns allerdings zurückhaltender als noch vor einigen Monaten und bevorzugen Anleihen hoher Qualität. Im historischen Vergleich wird die Übernahme erhöhter Kreditrisiken, etwa im BBB- oder High Yield-Segment, derzeit unzureichend entlohnt, so dass das Potenzial weiterer Spreadeinengungen nur begrenzt gegeben ist.

### ESG-bezogene Fondsnamenregulierung ohne Kursrelevanz

Am Markt für nachhaltige Geldanlagen zeigt sich ein uneinheitliches Bild. Während in Europa ESG-Fonds weiterhin Kapitalzuflüsse aufweisen, verzeichneten nachhaltige US-Fonds das sechste Quartal infolge Kapitalabflüsse, was unter anderem der politisch aufgeheizten Debatte in den USA um ESG-Investments geschuldet sein dürfte. Die Neuauflagen nachhaltiger Fonds markieren inzwischen auch in Europa, dem mit Abstand wichtigsten Markt für ESG-Investments, ein Mehrjahrestief. Ein Grund dafür dürfte die bevorstehende Umsetzung der ESG-bezogenen Fondsnamenregulierung sein, die für Zurückhaltung bei der Lancierung neuer Anlagekonzepte sorgt. Theoretisch könnte von den neuen Regeln Verkaufsdruck auf Aktien- und

Anleihekurse ausgehen, wenn Fonds gezwungen sind, Anteilsscheine von Unternehmen zu verkaufen, die gegen Ausschlusskriterien verstoßen. Wir rechnen allerdings nicht mit wesentlichen Kursimplikationen für die vom Ausschluss betroffenen Unternehmen.

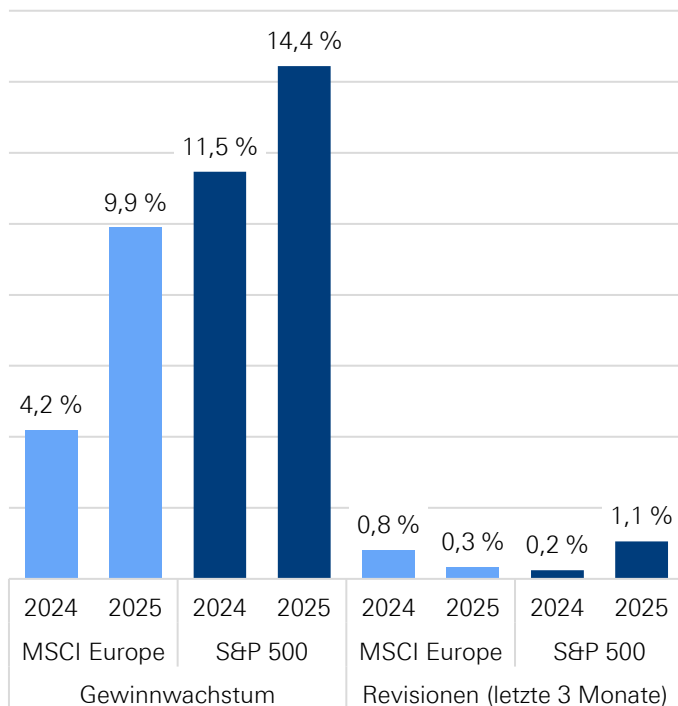
### Aktuelle Positionierung

In Summe haben wir unsere gemischten Portfolios aktuell leicht defensiv ausgerichtet und Risiken bei Aktien und Unternehmensanleihen reduziert. Die Staatsanleihenquote haben wir im Gegenzug ausgebaut und sind hier nun moderat übergewichtet, bei neutraler Duration. Innerhalb des Aktiensegments empfehlen wir Wachstumsunternehmen hoher Qualität – um unter anderem von zukünftigen Megatrends profitieren zu können. Angesichts sehr niedriger Bewertungsniveaus und einer weniger restriktiven Geldpolitik halten wir die selektive Beimischung von europäischen Nebenwerten für attraktiv. Als gering korrelierte Portfoliokomponente dient unsere geringe Goldquote der Absicherung in Marktstressphasen.

Ich wünsche Ihnen eine angenehme Lektüre

### (1) US-Unternehmen mit höherer Gewinndynamik

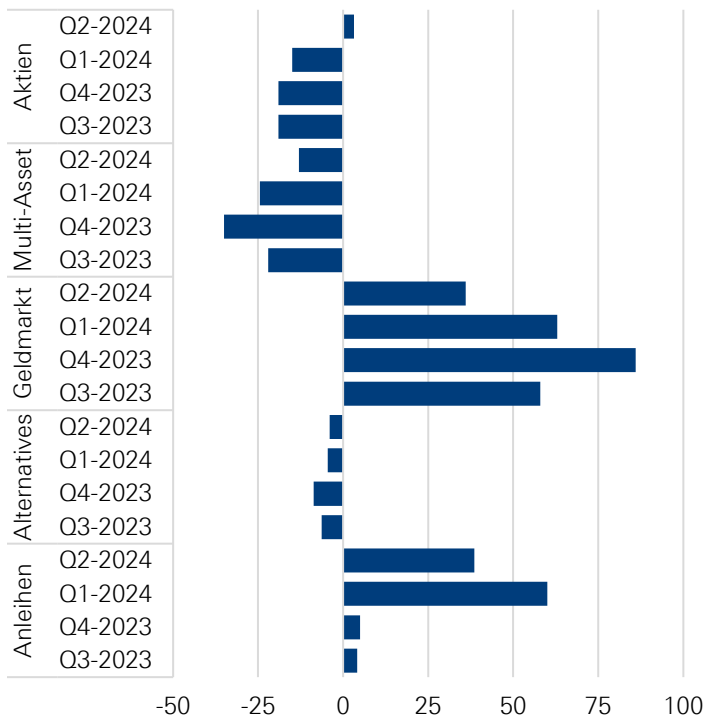
Konsens-Gewinnerwartungen und Gewinnrevisionen für 2024 und 2025



Quellen: FactSet, Metzler, Stand 28.6.2024

### (2) Anleger favorisieren festverzinsliche Anlagen

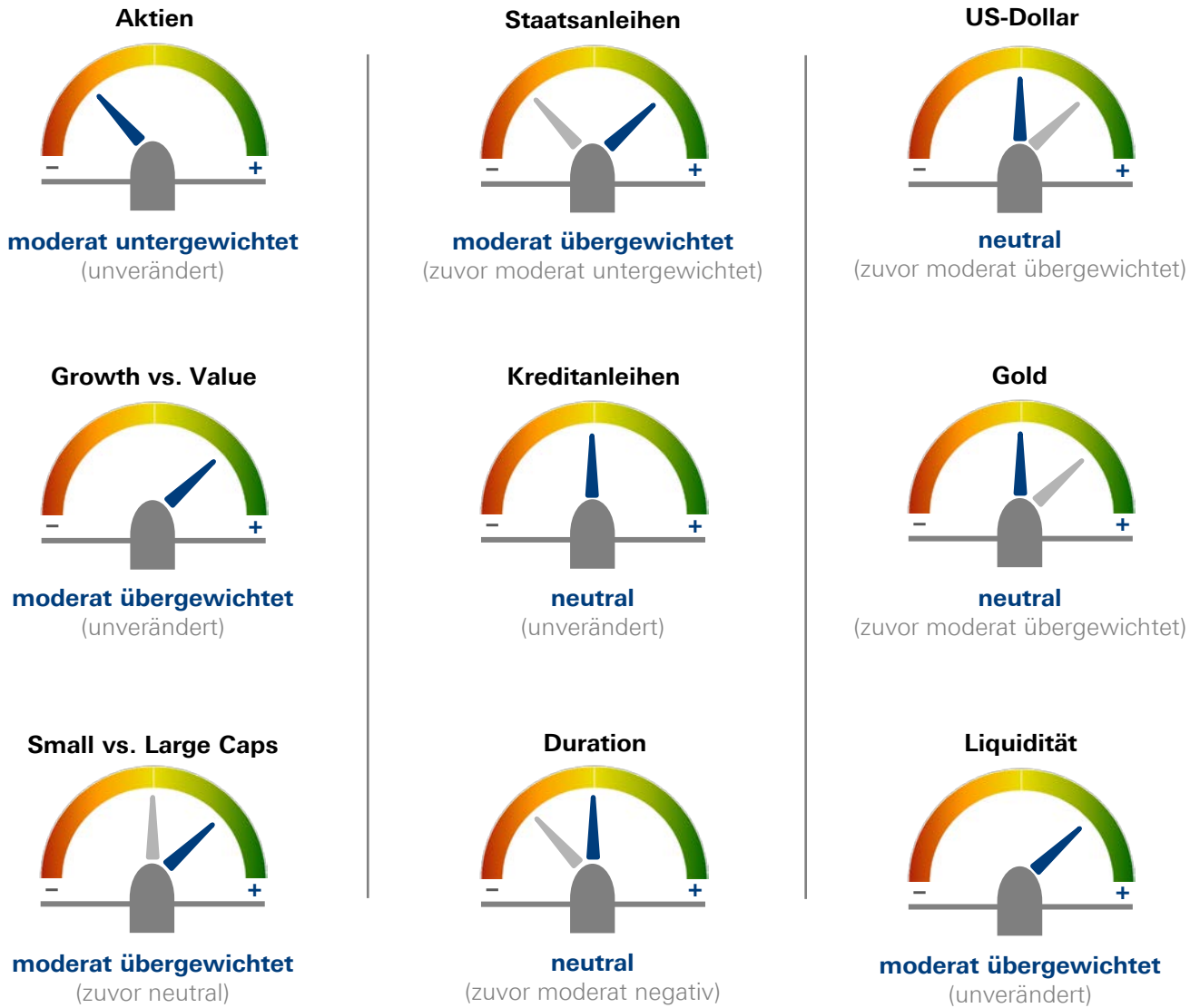
Kapitalflüsse in europäische Fonds nach Assetklassen in Mrd. US-Dollar



Quellen: Bank of America, EPFR, Metzler; Stand: 18.6.2024

## Marktmeinung

### Positionierung



### Wachstums-, Inflations- und Zinsprognosen

Region	BIP-Wachstum in %		Inflation in %		Leitzins* in %	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
<b>Eurozone</b>	0,7 (0,7)	2,0 (1,4)	2,3 (2,4)	2,2 (2,1)	3,75 (3,4)	3,0 (2,6)
<b>USA</b>	2,0 (2,3)	1,4 (1,8)	3,2 (3,1)	3,0 (2,4)	4,8 (5,05)	4,35 (3,75)
<b>China</b>	4,5 (5,0)	4,0 (4,5)	0,5 (0,6)	1,0 (1,5)	2,2 (2,2)	2,3 (2,3)
<b>Weltweit</b>	2,8 (3,0)	2,8 (3,0)	4,6 (4,6)	4,5 (3,5)	N/A	N/A

\* Refinanzierungsrate, zu der sich Banken bei der Zentralbank Geld leihen können.

Hinweis: Die Grafiken zur Positionierung beschreiben die relative Sichtweise im Kontext eines Multi-Asset-Portfolios. Die Grafik zu Duration beschreibt die favorisierte Laufzeit bei Staatsanleihen. Die Grafik für den US-Dollar beschreibt die Positionierung gegenüber dem Euro. Bei der Tabelle der Wachstums-, Inflations- und Zinsprognosen wird jeweils der Bloomberg-Konsensus in Klammern gezeigt; Quelle: Metzler, Bloomberg; Stand: 30.6.2024; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.



**Aktien (zu) teuer?! Renten attraktiv? – das Bild ist differenziert zu betrachten**

Hohe Zinsen, Konjunkturschwäche, geopolitische Risiken und hohe Bewertungsniveaus sprechen gemeinhin nicht für Aktien. Aber der Markt scheint die Belastungsfaktoren derzeit auszublenzen. Insbesondere die KI-Euphorie sorgt für eine positive Marktstimmung und lässt die Erwartungen an die Unternehmensgewinne immer weiter steigen.

Auf dem aktuellen Stand wird der globale Aktienmarkt auf hohen Bewertungsniveaus gehandelt. Mit Blick auf die Mikroindikatoren unseres Metzler FUMAS-Aktienmarktindikators weisen insbesondere die Bewertung sowie die Marktrisikoprämie (relative Attraktivität von Aktien ggü. Renten) teilweise extrem negative Werte auf (vgl. Abbildung 1). Für sich genommen reicht die deutliche Bewertungsexpansion der letzten sechs Monate unseres Erachtens aber nicht dafür aus, die nächste Korrektur auszurufen. Hohe Bewertungen können sehr lange anhalten und sind daher per se schlechte Timing-Indikatoren – insbesondere, wenn es um antizyklisches Handeln geht. So sollten Bewertungskennzahlen nie isoliert, sondern immer in Kombination mit anderen Indikatoren betrachtet werden. Denn solange die Gewinnerwartungen stabil oder steigend sind und auch die Markttechnik nicht überreizt ist, sind hohe Bewertungsniveaus für uns kein Alarmsignal. Aktuell spricht insbesondere die Gewinnentwicklung der Unternehmen weiter für Aktien. Nichtsdestotrotz zeichnen unsere Makroindikatoren (Wachstumsüberraschungen, Geldpolitik und die inversen Zinskurven) nicht das Bild eines vollumfänglich intakten fundamentalen Umfelds.

Darüber hinaus lohnt sich auch eine differenzierte Perspektive. Blicken wir auf den US-Aktienmarkt und vergleichen den kapitalgewichteten S&P 500 Index mit seiner gleichgewichteten Indexvariante, so fällt auf, dass die Wertentwicklung beider

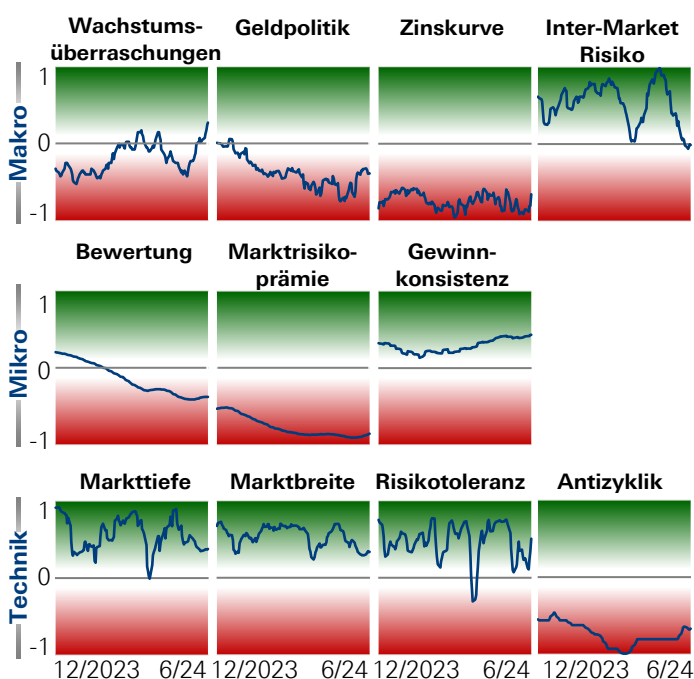
Indizes in den letzten Monaten stark divergiert (vgl. Abbildung 2). Das deutet darauf hin, dass vor allem die hochkapitalisierten Technologiewerte verantwortlich für die positive Gesamtpformance sind, während sich die übrigen Unternehmen mehrheitlich seitwärts oder negativ entwickelten. Nach der überdurchschnittlich positiven Wertentwicklung im ersten Halbjahr wäre eine Korrektur – insbesondere der stark gelaufenen Einzelwerte – keine Überraschung. Wir positionieren uns taktisch daher leicht defensiver, halten strukturell aber dennoch weiter an einer signifikanten Aktienquote fest.

An den Rentenmärkten wurde die Erwartung einer Vielzahl von erwarteten Leitzinssenkungen der globalen Notenbanken seit Jahresbeginn nach und nach ausgepreist. Dies hat zu wieder steigenden Zinsen geführt. Für wieder fallende Zinsen am langen Ende und eine nachhaltige Erholung der Rentenmärkte sprechen die Fundamentaldaten aktuell nicht. Das derzeit noch robuste Wachstum in den USA und die hartnäckige Inflation begrenzen den Handlungsspielraum der US-Notenbank für eine rasche Folge an Zinssenkungen. Auch längerfristig begrenzen unserer Meinung nach strukturell höheren Inflationsraten (aufgrund von z. B. Dekarbonisierung, Demografie und Deglobalisierung) und hohe Schuldenquoten das Potenzial für deutlich fallende Zinsen am langen Ende. Für Anleger bedeutet das: higher-for-longer!

Grundsätzlich dürften Staatsanleihen aufgrund ihres absoluten Renditeniveaus wieder eine diversifizierende Alternative im Multi-Asset-Kontext sein. Trotz der inversen Zinskurven lohnt dabei auch ein selektiver Blick bei den längeren Laufzeiten, insbesondere bei den Anleihen der bonitätsstarken Volkswirtschaften.

**(1) Aktienmarktanalyse zeigt uneinheitliches Bild**

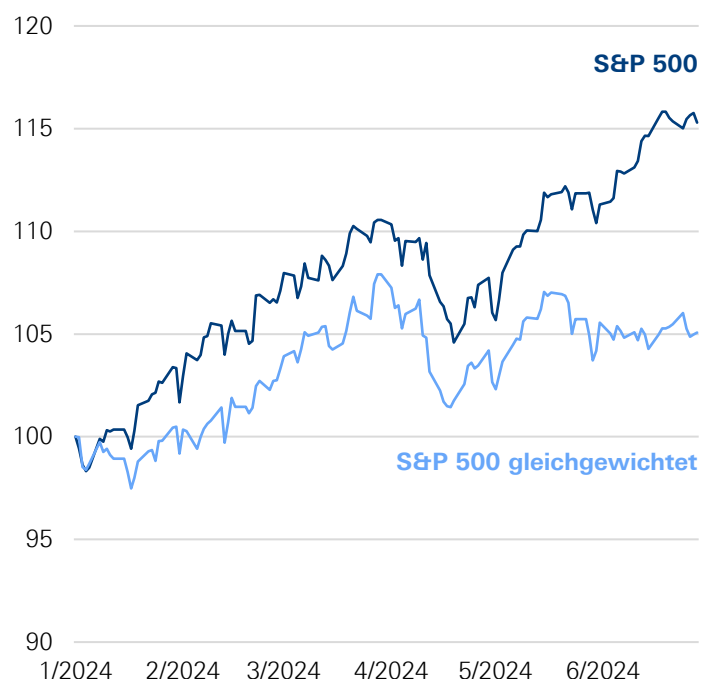
Einzelindikatoren des FUMAS-Aktienindikators



Quellen: Refinitiv Datastream; Metzler, Stand 30.6.2024

**(2) Hochkapitalisierte Werte treiben den S&P 500**

Kumulierte Wertentwicklung (indexiert, 31.12.2023 = 100)



Total Return Rendite (brutto) in USD; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand 30.6.2024

## Die hohen Zinsen belasten die US-Wirtschaft zunehmend – die FED dürfte im 2. Halbjahr reagieren

Das Jahr 2023 hat uns positiv überrascht. Denn wir hatten aufgrund der ungewöhnlich rapiden Straffung der Geldpolitik mit einer deutlichen globalen Konjunkturabschwächung gerechnet. Zwar verzeichnete das Kreditwachstum den erwartbaren Rückgang. Der negative Kreditimpuls dämpfte aber vor allem das Wirtschaftswachstum in Europa (vgl. Abbildung 1), denn die europäische Privatwirtschaft wird immer noch sehr stark von Banken finanziert. Die US-Wirtschaft konnte sich dagegen abkoppeln und eine Wachstumsbeschleunigung von 1,9 % im Jahr 2022 auf 2,5 % im Jahr 2023 verzeichnen. Dafür gab es unserer Einschätzung nach drei Gründe:

1. Eine ungewöhnlich expansive Fiskalpolitik: Der negative Kreditimpuls im privaten Sektor wurde durch einen positiven Kreditimpuls im öffentlichen Sektor überkompensiert.
2. Robuste Bilanzen der Unternehmen und die Euphorie im Hinblick auf die Chancen der Künstlichen Intelligenz, die eine Eigenfinanzierung der als sehr attraktiv erachteten Investitionen erlaubte.
3. Eine ungewöhnliche Abkopplung der Finanzmärkte vom negativen Kreditimpuls sorgte für günstige Finanzierungsbedingungen der kapitalmarktorientierten US-Unternehmen.

In diesem Jahr aber scheinen die hohen Leitzinsen die US-Konjunktur zu bremsen. So stagnierten die Einzelhandelsumsätze im bisherigen Jahresverlauf. Wir erwarten für die USA nur noch ein Wirtschaftswachstum von 2,0 % in diesem Jahr und von 1,4 % im kommenden Jahr. Damit liegen wir unter dem Konsensus. Neben den negativen Konjunkturüberraschungen sind auch die jüngsten Zahlen zur Preisentwicklung moderater ausgefallen als befürchtet worden war (vgl. Abbildung 2). Auf diese Situation dürfte die US-Notenbank FED reagieren und wir rechnen mit ersten Leitzinssenkungen ab September.

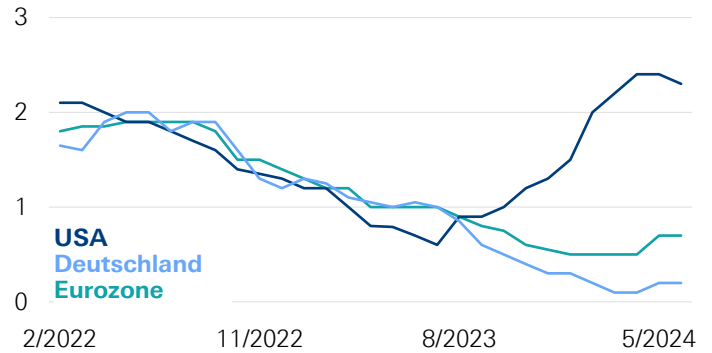
### Wachstumsbelebung in Europa dürfte sich fortsetzen

Die überraschend angesetzten Parlamentswahlen in Frankreich dürften der Grund für die zuletzt negativen Wachstumsüberraschungen in Europa gewesen sein (vgl. Abbildung 3). Wir sehen diesen Effekt aber als vorübergehend an und gehen davon aus, dass die Eurozone ihre Wachstumsbelebung in diesem Jahr fortsetzt. Aufgrund der hohen Leitzinsen ist die Belebung der Wirtschaft überraschend. Grund dafür könnte sein, dass der neutrale Gleichgewichtszins auf 3,0 % gestiegen ist und die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) daher weniger restriktiv wirkt als in der Vergangenheit. Stabilisierend wirken sich zusätzlich die soliden Bilanzen der Unternehmen und der privaten Haushalte aus. Gleichzeitig steigen die Reallöhne wieder und der Konsum ist zum Taktgeber des Aufschwungs geworden. Auch mehren sich die Signale für eine Trendwende des Kreditzyklus.

Die privaten Haushalte scheinen sich langsam an das höhere Zinsniveau gewöhnt zu haben. Gleichzeitig hat sich die Inflation zuletzt abgeschwächt – ein Trend, der sich in den kommenden Monaten fortsetzen dürfte. Das sollte der EZB-Spielraum für insgesamt drei Zinssenkungen bis auf 3,75 % zum Jahresende geben.

### (1) US-Wachstum entkoppelt sich von Europa

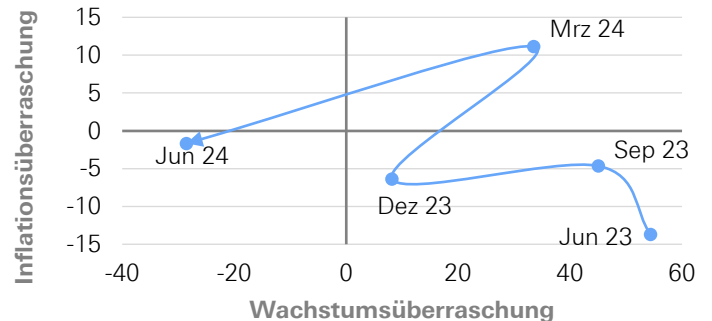
Erwartetes Wirtschaftswachstum 2024 (in %, Bloomberg-Konsensus)



Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 30.6.2024

### (2) Die US-Wirtschaft überrascht negativ

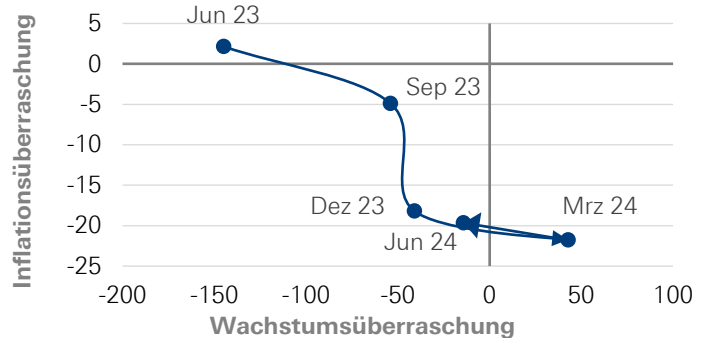
Inflations- und Wachstumsüberraschungen (Citigroup)



Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 30.6.2024

### (3) Europa: Frankreich-Wahl verunsichert

Inflations- und Wachstumsüberraschungen (Citigroup)



Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 30.6.2024



## Anspruchsvolle Bewertungsniveaus, aber weiterhin Chancen für zukunftsorientierte Investoren

Auch in einer moderat expandierenden Weltwirtschaft erwarten wir, dass der Unternehmenssektor in den nächsten Jahren seine Gewinne im höheren einstelligen Prozentbereich steigern dürfte. Neben dem nominalen Umsatzwachstum und anhaltend hohen Gewinnmargen wirken auch Aktienrückkäufe unterstützend. Zuletzt sind die Kurse jedoch dem Gewinnbild spürbar vorausgeeilt, wodurch die Aktienrisikoprämie deutlich unattraktiver geworden ist – dieses Phänomen war in den USA deutlich ausgeprägter als in Europa (vgl. Abbildung 1).

### KI & Technologie – weiterhin positive Gewinndynamik

Neben den steigenden Gewinnen und der Euphorie rund um das Investmentthema der künstlichen Intelligenz hat der Aktienmarkt auch Zinssenkungshoffnungen eingepreist. Innerhalb des Aktienmarktes bieten sich dem zukunftsorientierten Investor weiterhin Chancen in der Breite des Technologiesektors, allerdings werden gerade bei den strukturellen Gewinnern die Bewertungsniveaus zunehmend anspruchsvoll. Nachdem in der jüngsten Phase vor allem die Ausrüster für das Thema der künstlichen Intelligenz profitieren konnten, erwarten wir, dass die Anleger ihren Fokus wieder verbreitern werden. Sowohl der Hardware- als auch Software-Bereich bieten hier Chancen.

### Anstieg bei Kapitalgüterinvestitionen bietet Chancen

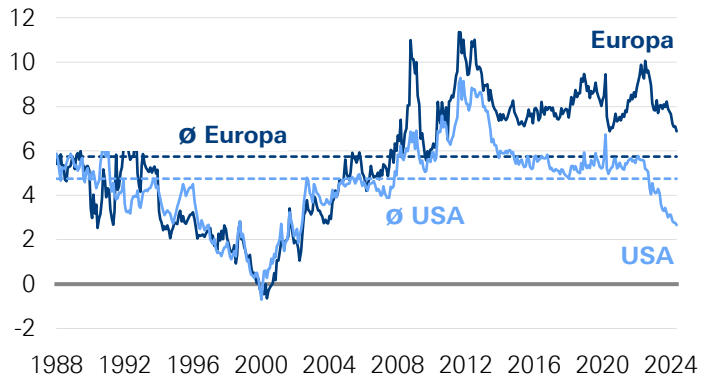
In diesem Kontext suchen wir auch in weiteren Branchen nach visiblen und mehrjährigen Wachstumstreibern. So sehen wir interessante Endmärkte, die von einem Anstieg der Kapitalinvestitionen profitieren – vor allem in den USA sind hier bereits deutliche Wachstumsraten zu verzeichnen (vgl. Abbildung 2). Flankiert durch staatliche Fördermaßnahmen findet bereits eine Ausweitung der Investitionstätigkeit statt, und wir sehen eine Vielzahl weiterer Projekte in den kommenden Jahren. Neben den Großprojekten in der Halbleiterindustrie und dem Ausbau der Rechenzentren profitieren auch zahlreiche weitere Vorhaben vom Umbau der Lieferketten und Anstrengungen für eine bessere lokale Versorgungssicherheit. Zusätzlich besteht erheblicher Investitionsbedarf im Infrastrukturbereich (u. a. Stromerzeugung und -netze, Wasserversorgung, Verkehrswege), der auch tatsächlich adressiert wird. In diesem Kontext bieten etwa klassische Industrietwerte interessante Investitionsmöglichkeiten.

### Attraktive Bewertungen bei europäischen Nebenwerten

Ein weiteres spannendes Segment stellen Nebenwerte dar, insbesondere aus Europa. Nach fast drei Jahren an Underperformance gegenüber Large Caps sind die Bewertungsrelationen im historischen Kontext absolut und relativ äußerst interessant (vgl. Abbildungen 3). Der derzeitige Bewertungsabschlag von Nebenwerten gegenüber Large Caps ist enorm und bewegt sich auf dem höchsten Niveau der letzten Jahre. Darüber hinaus erwarten wir weiterhin eine überdurchschnittliche Wachstumsdynamik der Unternehmensgewinne bei europäischen Nebenwerten in den nächsten Jahren. Dies unterstreicht eindeutig ihre Innovationskraft, Robustheit und langfristige Orientierung. Der im Juni 2024 von der EZB eingeleitete Zinssenkungszyklus könnte der Auslöser für eine Renaissance der Vermögensklasse sein (vgl. hierzu auch unser "Spotlight Nebenwerte" auf S. 12).

### (1) Europäische Aktienmarktrisikoprämie attraktiv

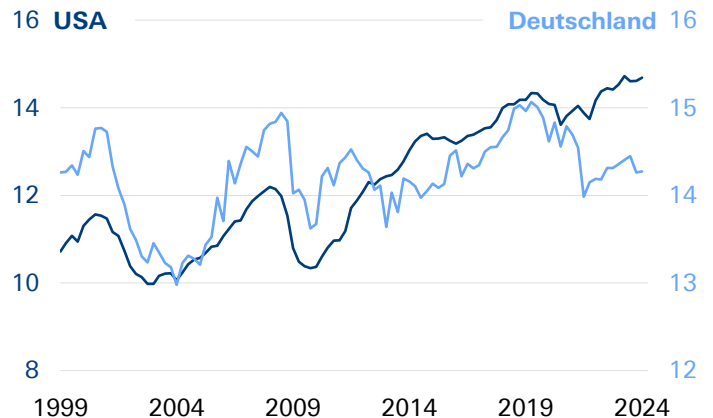
Ex-ante Aktienrisikoprämie in %



Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 31.5.2024

### (2) US-Investitionen steigen – folgt Deutschland?

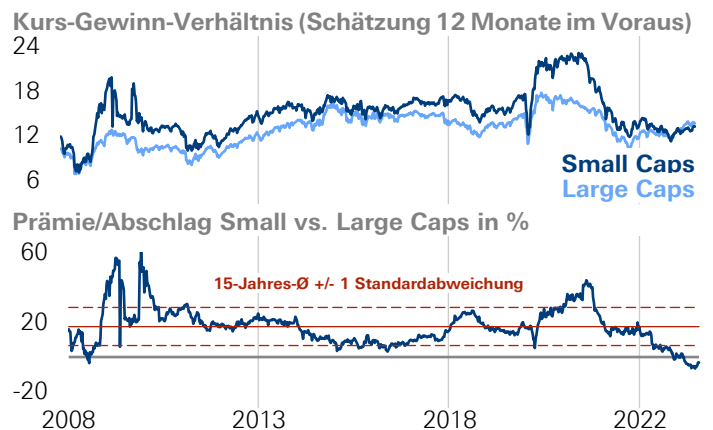
Reale Unternehmensinvestitionen in % des realen BIP



Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 31.3.2024

### (3) Europäische Nebenwerte mit Bewertungsvorteil

Kurs-Gewinn-Verhältnis STOXX Europe 200 Small Caps vs. Large Caps



Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 31.5.2024

## Die Übernahme erhöhter Kreditrisiken wird am breiten Markt nicht mehr attraktiv entlohnt

In einem Umfeld neuer Höchststände bei vielen risikobehafteten Asset-Klassen sieht die Kreditrisikoprämie, gemessen als der optionsadjustierte Aufschlag von Euro-denominierten Unternehmensanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen, weiterhin attraktiv aus – trotz der deutlichen Spreadeinengung in den letzten 12 bis 18 Monaten (vgl. Abbildung 1). Zwar bewegt sich die Kreditrisikoprämie mittlerweile im langfristigen Durchschnitt, allerdings hat sich die Bilanzqualität vieler Unternehmen in den letzten Jahren verbessert. Für uns ein zusätzlicher Grund, im jetzigen Umfeld die Kreditrisikoprämie als attraktiv einzustufen.

### Geringe Risikoprämie für BBB-Anleihen

Auffällig ist jedoch, wie wenig zusätzliche Risikoprämie im Schnitt für BBB-geratete Unternehmensanleihen gegenüber A-gerateten Anleihen zu erzielen ist (vgl. Abbildung 2). Während die Risikoprämie für alle Ratings aggregiert im historischen Durchschnitt liegt, bewegt sich die BBB-A-Risikoprämie für manche Laufzeitenbereiche in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Das ist ungewöhnlich, denn normalerweise sind BBB-gegenüber A-Anleihen nur derart teuer, wenn sich auch die Prämie für alle Ratings in der Nähe der Tiefstände bewegt.

Auch wenn es in diesem Umfeld weiterhin attraktive BBB-geratete Emittenten gibt, ist die BBB-A-Risikoprämie relativ gesehen so teuer, dass sich ein struktureller Aufbau zu Lasten der besser gerateten Anleihen oftmals nicht mehr lohnt. So würde eine Spreadausweitung und Rückkehr auf den historischen BBB-A-Durchschnitt zu Kursverlusten führen, der sich

durch den Renditevorteil der BBB-Anleihen nicht kompensieren ließe – das gilt insbesondere bei Laufzeiten über drei Jahren. Die Zinskurve für deutsche und viele andere Staatsanleihen ist mittlerweile schon länger invers und – genau genommen – U-förmig. Während diese Inversion als Rezessionsindikator in diesem Konjunkturzyklus bisher nicht funktioniert hat, ergeben sich hieraus andere interessante Implikationen für Investoren.

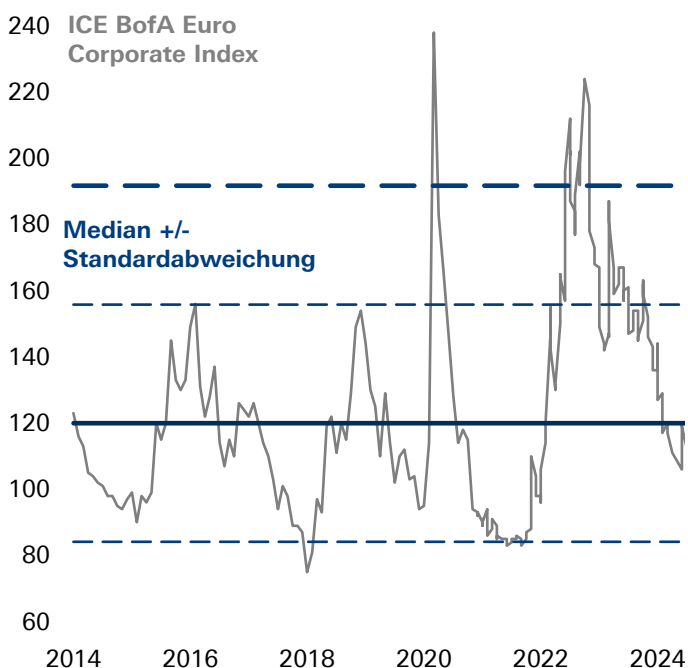
### Kurvenbauch nur bei Kreditanleihen attraktiv

So finden sich die niedrigsten Renditen im Bereich zwischen fünf und zehn Jahren, dem sogenannten „Bauch“ der Kurve. Sollten die Zinsen am kurzen Ende also wie erwartet oder stärker fallen und sich die Kurve infolge normalisieren, würde dieser Bereich mit hoher Wahrscheinlichkeit weniger stark profitieren als die etwas längeren Laufzeiten ab zehn Jahren, die bis dahin auch mehr Rendite abwerfen. Sollten umgekehrt die Zinsen weniger deutlich gesenkt werden als erwartet, dürften Anleger am kürzeren Ende der Zinskurve grundsätzlich besser aufgehoben sein, da es dort höhere Einstiegsrenditen bei weniger Durationsrisiken zu verdienen gibt.

Da der Bauch der Kurve ohnehin die niedrigsten Renditen aufweist, bräuchte es schon ein Szenario, in dem sich diese U-Form noch weiter vertieft, sodass sich eine noch stärkere Inversion von 2-5-10 Jahren ergibt. Das halten wir für wenig wahrscheinlich. Investoren, die in diesem Laufzeitenbereich Anlagebedarf haben, raten wir daher zu Kreditanleihen, deren Prämie die dortige Inversion der Kurve zumindest kompensieren kann.

### (1) Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen

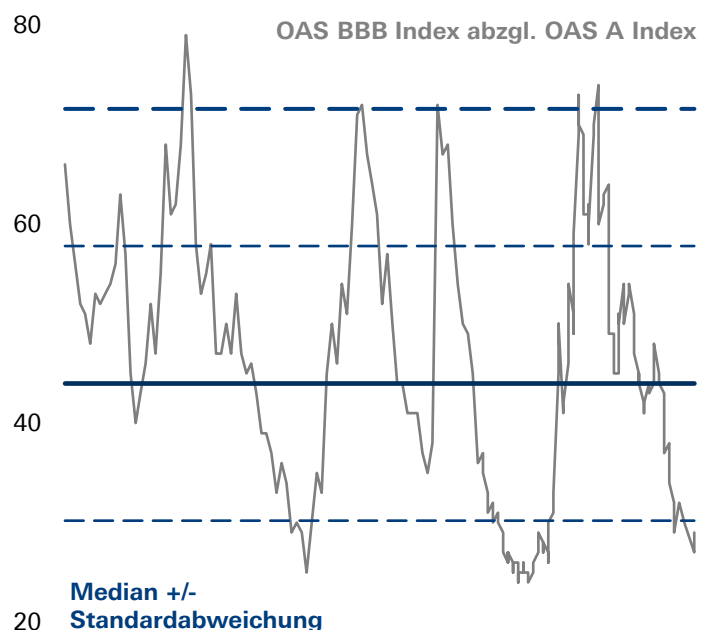
Spread (OAS) in Basispunkten pro Jahr



Quellen: ICE, Metzler; Stand: 30.6.2024

### (2) Aktuelle Bewertung von Bonitätsrisiken

Spread (OAS) in Basispunkten pro Jahr



Quellen: ICE, Metzler; Stand: 30.6.2024

## Keine größeren Kursreaktionen durch ESMA-Leitlinie zu ESG-Fondsamen zu erwarten

Der Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat Leitlinien vorgelegt für die Verwendung von ESG- oder nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen in Fondsamen. Die ESMA schätzt, dass 6.490 Fonds direkt betroffen sind – darunter 16 % aller UCITS-Fonds (vgl. Abbildung 1). Insbesondere von den neuen Regeln für Ausschlusskriterien könnte Einfluss auf Aktien- und Anleihekurse ausgehen, wenn Fonds gezwungen sind, Anteilscheine von Unternehmen zu verkaufen, die gegen die Kriterien verstoßen. So müssen Fonds mit „Social“- , „Governance“- oder „Transition“-Bezug im Fondsamen künftig die Ausschlusskriterien der Climate Transition Benchmarks (CTBs) berücksichtigen. Ausgeschlossen sind damit Unternehmen mit Verbindungen zu kontroversen Waffen, Tabakproduzenten und Unternehmen, die gegen globale Normen verstoßen (UNGC und OECD). Für Fonds mit „Sustainable“- , „ESG“- , „SRI“- oder „Impact“-Bezug im Fondsamen gelten darüber hinaus die Ausschlussregeln der Paris-Aligned Benchmarks (PABs). Diese sehen einen weitgehenden Ausschluss von Unternehmen des fossilen Brennstoffsektors vor.

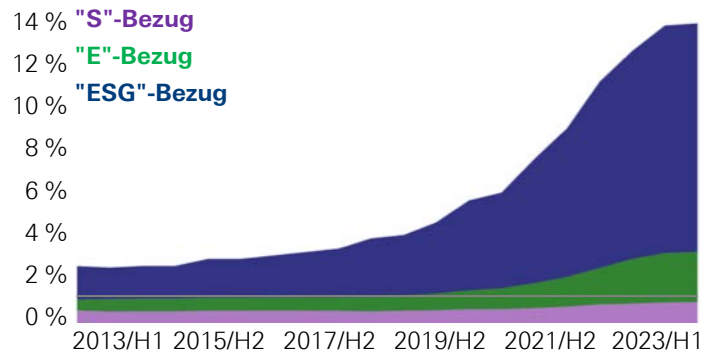
Wir gehen nicht davon aus, dass es infolge der ESMA-Leitlinie zu wesentlichen Kursreaktionen bei Aktien und Anleihen aus den genannten Sektoren kommen wird. So sind ESG-Fonds in Summe nur im niedrigen Prozentbereich an den betroffenen Unternehmen beteiligt. Außerdem stellen die CTB-Ausschlüsse nur für eine kleine Minderheit der nachhaltigen Fonds eine zusätzliche Restriktion dar und auch die PAB-Ausschlüsse werden von der Mehrheit der Fonds bereits berücksichtigt. Insbesondere aber rechnen wir damit, dass sich viele Fonds den PAB-Kriterien durch eine Fondsumbenennung entziehen werden. Alternative Szenarien mit signifikanten Kursreaktionen erachten wir als wenig wahrscheinlich. Denn diese Szenarien gehen von der unrealistischen Annahme sehr weniger Fondsamenänderungen aus bei gleichzeitig sehr strenger Auslegung der Ausschlusskriterien, wie sie nur wenige ESG-Datenanbieter praktizieren.

### ESMA-Leitlinie bremst Auflage neuer ESG-Fonds

Die ESMA-Leitlinie sorgt aufgrund ihres Interpretationsspielraumes für Zurückhaltung unter Vermögensverwaltern bei der Auflage neuer ESG-Fonds. Im ersten Quartal wurden in Europa, dem mit Abstand wichtigsten Markt für ESG-Investments, nach Berechnung von Morningstar so wenige nachhaltige Fonds aufgelegt wie seit Jahren nicht (vgl. Abbildung 2). Zwar weisen europäische ESG-Fonds im Unterschied zu konventionellen Fonds seit Jahren netto Kapitalzuflüsse auf, doch das positive Momentum hat sich zuletzt abgeschwächt. Die Zurückhaltung der Investoren dürfte auch darauf zurückzuführen sein, dass viele ESG-Themen-Investments in den letzten Jahren eine unterdurchschnittliche Performance aufwiesen (vgl. Abbildung 3). Besser als ihre Vergleichsindizes entwickelten sich dagegen Rüstungs- oder Energieaktien, die üblicherweise nicht zu den Favoriten von ESG-Fonds zählen. Die Unternehmen des Energie- und Rüstungssektors profitierten vom russischen Angriffskrieg auf die Ukraine und der signifikanten Inflation bei Energiepreisen. Auf den resultierenden Anstieg der Konsumenten- und Produzentenpreise reagierten die Zentralbanken weltweit mit deutlichen Zinserhöhungen. Für viele Unternehmen mit dezidiert nachhaltigen Produkten wirkten sich diese Faktoren belastend aus.

### (1) Signifikanter Anstieg von Nachhaltigkeitsfonds

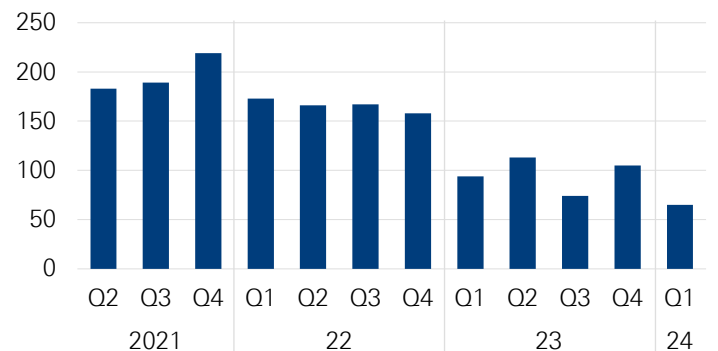
Anteil an allen UCITS-Fonds in %



Quellen: ESMA, Metzler; Stand 1. Halbjahr 2023

### (2) Deutlicher Rückgang bei neuen ESG-Fonds

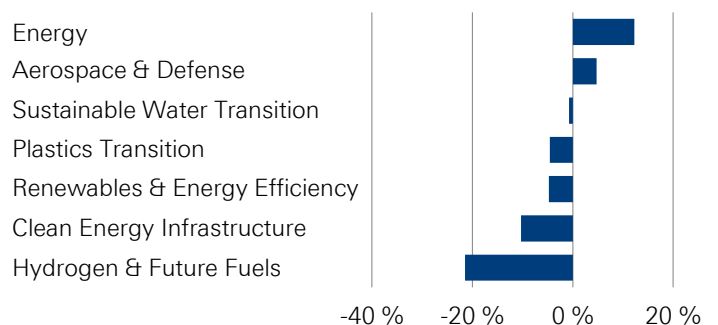
Anzahl Auflage europäischer Nachhaltigkeitsfonds



Quellen: Morningstar, Metzler; Stand 31.3.2024

### (3) ESG-Themen-Investments sind relative Verlierer

Annualisierte Über-/Unterrenditen (3 Jahre)



Gezeigt werden die Über-/Unterrenditen gegenüber den jeweiligen Vergleichsindizes. Energy = MSCI ACWI Energy Index, Aerospace & Defense = MSCI World Aerospace and Defense Index, Sustainable Water Transition = MSCI ACWI IMI Sustainable Water Transition Index, Plastics Transition = MSCI ACWI IMI Plastics Transition Index, Renewables & Energy Efficiency = MSCI ACWI IMI Renewables and Energy Efficiency, Clean Energy Infrastructure = MSCI ACWI IMI Clean Energy Infrastructure Index, Hydrogen & Future Fuels = MSCI ACWI IMI Hydrogen and Future Fuels Index; Überrendite = Net-Return-Rendite (brutto) in EuroWertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.  
Quellen: Metzler, Factset, MSCI; Zeitraum: 30.6.2021 bis 28.6.2024.



**Spotlight Nebenwerte** | Autor: Philipp Struwe

**Weniger restriktive Geldpolitik als Katalysator für Small-Cap-Investments**

Investoren von europäischen Nebenwerten hatten in den vergangenen Jahren wenig Anlass zur Freude: Die Wertentwicklung von Small & Mid Caps in Europa blieb seit dem September 2021 deutlich hinter der von Large Caps zurück (vgl. Abbildung 1).

Wer jedoch glaubt, dass die relative Wertentwicklung von Nebenwerten gegenüber Large Caps in jüngster Zeit in einer fundamental schlechteren Geschäftsentwicklung aufgrund von zunehmenden Rezessionsorgen begründet liegt, sieht sich getäuscht: Denn die Gewinnentwicklung kleinerer europäischer Unternehmen ist nicht nur der von größeren Unternehmen langfristig überlegen (vgl. Abbildung 2), sondern auch derzeit entwickeln sich die Gewinne wesentlich dynamischer bei Nebenwerten, was ihre Robustheit, Innovationsfähigkeit und langfristige Orientierung auch in konjunkturell herausfordernden Zeiten unterstreicht. Diese überlegene Gewinnentwicklung ist die Basis für das langfristige Outperformance-Potenzial der Asset-Klasse.

Zusätzlich zur dynamischeren Entwicklung der Unternehmensgewinne spricht auch die Unternehmensbewertung eindeutig für Nebenwerte: Zurzeit handeln europäische Nebenwerte durchschnittlich mit einem deutlichen Bewertungsabschlag zu ihren größeren Pendanten. Das ist zum einen äußerst ungewöhnlich, denn normalerweise handeln sie aufgrund der überproportionalen Gewinnwachstumsdynamik mit einer Bewertungsprämie. Im langfristigen Betrachtungszeitraum kam es meist nur in Zeiten größter Krisen oder vor starken Rezessionen zu einem mit heute vergleichbarem Zustand. Zum anderen ist das Ausmaß des gegenwärtigen Bewertungsabschlags im historischen Kontext äußerst auffallend. Aktuell handelt es sich um den größten Abschlag der letzten Jahre.

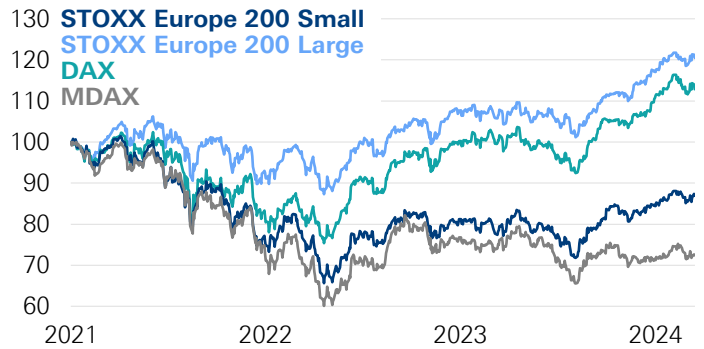
Jedoch ist die beschriebene Ausgangssituation mit historisch günstiger Bewertung und attraktivem Gewinnwachstum nicht vollkommen neu. Investoren von europäischen Nebenwerten müssen sich daher die Frage stellen: Was ist nötig, damit die Asset-Klasse wieder zurück in die Erfolgsspur findet und eine Outperformance gegenüber Large Caps erzielen kann?

**Zinssenkungen sind positiv für Small-Caps**

Unsere Analyse deutet auf einen Zusammenhang von Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) und einer nachhaltigen Outperformance von europäischen Nebenwerten hin. Ausgehend vom Jahr 2000 wurde die relative Wertentwicklung ab Beginn eines neuen Zinssenkungszyklus untersucht. Das Resultat ist eindeutig: Nebenwerte performen nach Zinssenkungen erheblich besser als Large Caps. Im Juni 2024 hat die Europäische Zentralbank die Zinsen auf 4,25 % gesenkt. Die Vorzeichen stehen sehr positiv, dass sinkende Zinsen die langersehnte Trendwende für europäische Nebenwerte markieren. Erwähnenswert ist hierbei, dass Zinssenkungen der EZB für die relative Wertentwicklung der europäischen Nebenwerte relevanter sind als etwaige Zinssenkungen der US-Notenbank FED. Vor dem Hintergrund, dass die EZB vor der FED die Zinswende einläutete, ist dies ein nicht zu vernachlässigender Aspekt. Insofern könnten in absehbarer Zeit wieder gute Voraussetzungen für Nebenwerte herrschen und Investoren sich an einer Outperformance der Asset-Klasse erfreuen.

**(1) Nebenwerte mit signifikanter Underperformance**

Kumulative Wertentwicklung (indiziert, 31.12.2020 = 100)



Total Return Renditen (brutto) in Euro; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 30.6.2024.

**(2) Überlegenes Gewinnwachstum bei Small Caps**

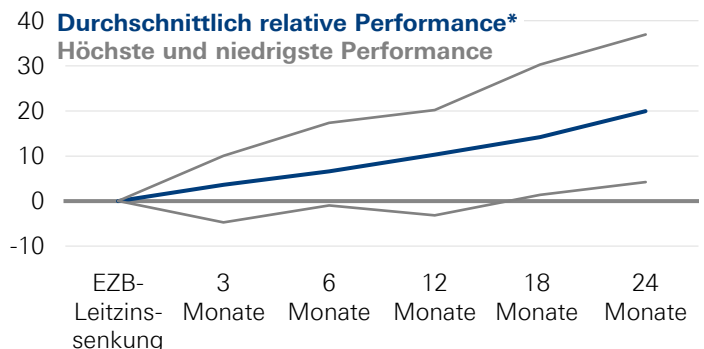
Relative Unternehmensgewinne europäischer Small vs. Large Caps in %



indiziert, 31.12.2005 = 100; geschätzte Unternehmensgewinne 12 Monate im Voraus (IBES) Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 31.5.2024

**(3) EZB-Leitzinssenkungen sind gut für Small Caps**

Outperformance STOXX 200 Small Caps vs. STOXX 200 Large Caps



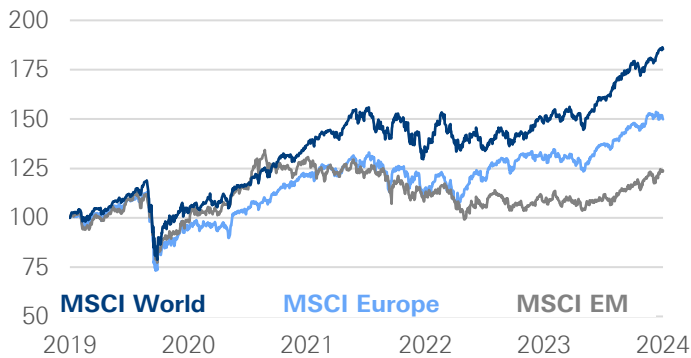
\* Durchschnittliche relative Performance des STOXX 200 Small Caps vs. STOXX 200 Large Caps nach EZB-Leitzinssenkungen in % seit 2000 Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 1.4.2024

## Rückblick auf wichtige Asset-Klassen

### Wertentwicklung für unterschiedliche Zeiträume

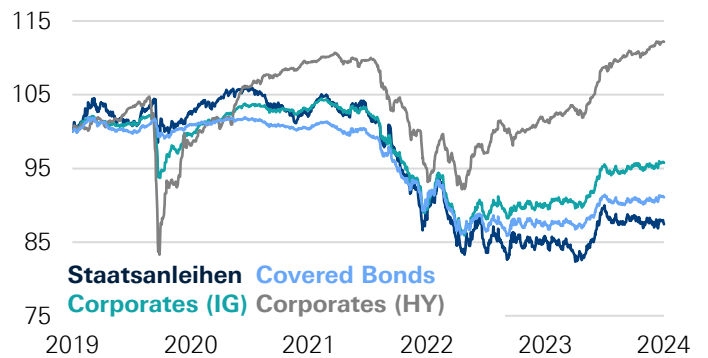
#### Aktien Regionen

Kumulative Wertentwicklung (indexiert, 28.6.2019 = 100)



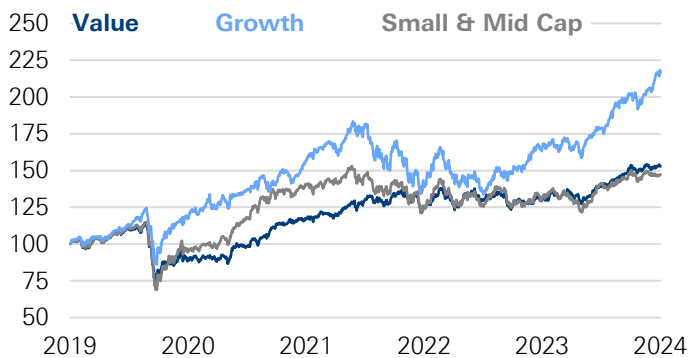
#### Euro-Anleihen

Kumulative Wertentwicklung (indexiert, 28.6.2019 = 100)



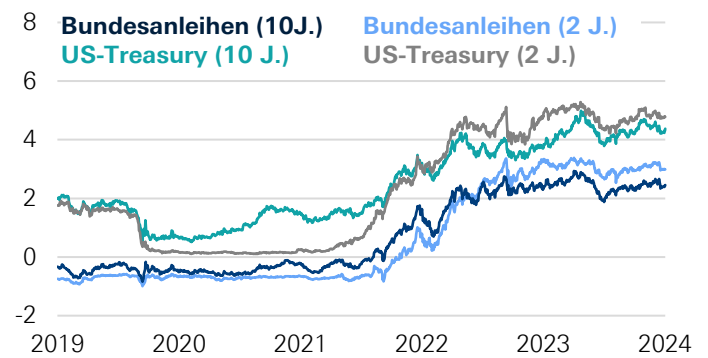
#### Aktien Faktoren Global

Kumulative Wertentwicklung (indexiert, 28.6.2019 = 100)



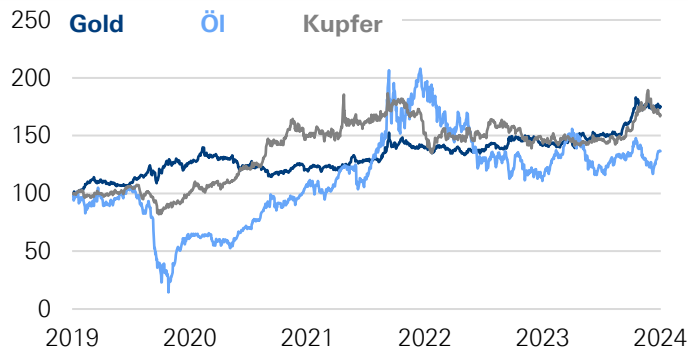
#### Rendite Staatsanleihen

Rendite 2- und 10-jähriger Staatsanleihen



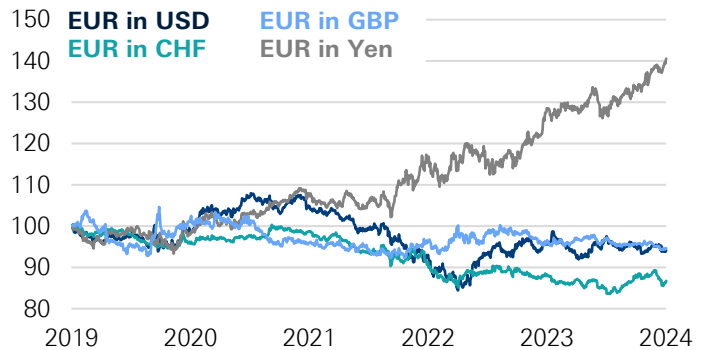
#### Rohstoffe

Kumulative Preisentwicklung (indexiert, 28.6.2019 = 100)



#### Währungen

Wechselkursentwicklung (indexiert, 28.6.2019 = 100)



Hinweise zur Wertentwicklung: Aktien: Net Return Renditen in Euro für MSCI Europe Index, MSCI World Index und MSCI Emerging Market (EM) Index; Aktien Faktoren: Net Return Renditen für MSCI World Stilindizes in Euro; Anleihen: Total Return Renditen in lokaler Währung; Bundesanleihen (2J), Bundesanleihen (10J), US-Treasuries (2J), US-Treasuries (10J) = generische Laufzeitindizes von Refinitiv Datastream; EUR-Covered Bonds = ICE BofA Euro Covered Bond Index; EUR-Corporates (IG) = ICE BofA Euro Corporate Index; EUR-Corporates (HY) = ICE BofA Euro High Yield Index; EUR-Staatsanleihen = ICE BofA Euro Government Index; Rohstoffe: Spotpreisveränderungen in Euro für eine metrische Tonne Kupfer, eine Feinunze Gold und ein Barrel Rohöl der Sorte Brent; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Quellen: Metzler, Refinitiv Datastream; Zeitraum 28.6.2019 bis 28.6.2024

## Rückblick auf wichtige Asset-Klassen

### Wertentwicklung für unterschiedliche Zeiträume

	YtD in % 29.12.2023 28.6.2024	QtD in % 29.3.2024 28.6.2024	52-Wochen-Spanne 30.6.2023 28.6.2024	12 Monate in % 30.6.2023 28.6.2024	CAGR (5 J.) in % 28.6.2019 28.6.2024
<b>Aktien</b>					
ATX	10,2	6,6		20,8	8,0
DAX	8,9	-1,4		12,9	8,0
EURO STOXX 50	11,1	-1,6		14,9	10,4
FTSE 100	10,3	4,6		14,2	6,9
MSCI EM	10,8	5,8		14,6	4,4
MSCI EMU	8,3	-1,7		11,6	8,0
MSCI Europe	9,1	1,3		13,7	8,4
MSCI World	15,2	3,4		22,4	13,1
Nikkei 225	7,8	-6,9		11,1	7,9
SMI	7,2	5,0		11,3	10,3
S&P 500	18,8	5,1		26,8	16,5
<b>Aktien Faktoren</b>					
Dividend Yield	7,1	-0,7		11,3	7,6
Growth	20,8	7,2		28,6	16,7
Minimum Volatility	8,0	0,2		10,6	6,1
Momentum	30,0	5,8		39,6	14,1
Quality	21,5	6,5		31,0	17,5
Small & Mid Cap	4,5	-2,0		10,8	8,0
Value	9,5	-0,4		15,9	8,9
<b>Anleihen</b>					
Bundesanleihen (2J)	0,4	0,7		2,7	-0,6
Bundesanleihen (10J)	-2,4	-0,9		1,9	-3,7
EUR-Staatsanleihen	-2,0	-1,3		2,5	-2,7
EUR-Covered Bonds	-0,1	0,0		4,2	-1,9
EUR-Corporates (IG)	0,5	0,1		6,4	-0,9
EUR-Corporates (HY)	3,1	1,5		10,7	2,3
Italien (10J)	-0,7	-1,8		4,6	-0,4
US-Treasuries (2J)	1,3	1,0		4,6	1,0
US-Treasuries (10J)	-2,0	-0,3		-0,7	-1,2
<b>Rohstoffe</b>					
Gold	16,1	5,9		23,6	11,8
Kupfer	15,2	8,7		15,7	10,9
Öl (Brent)	15,1	1,4		18,5	6,4
<b>Wechselkurse</b>					
EUR in CHF	3,6	-1,0		-1,3	-2,8
EUR in GBP	-2,3	-1,0		-1,3	-1,1
EUR in USD	-3,0	-0,8		-1,8	-1,2
EUR in Yen	10,7	5,5		9,3	7,0

Hinweise: CAGR = Abkürzung für "Compound Annual Growth Rate", d.h. jährliche Wachstumsrate; Aktien: Total Return Renditen in Euro für DAX, SMI, ATX, FTSE 100, S&P 500, Nikkei 225, EURO STOXX 50, Net Return Renditen in Euro für MSCI Europe Index, MSCI EMU Index, MSCI World Index und MSCI Emerging Market (EM) Index; Aktien Faktoren: Net Return Renditen für MSCI World Stilindizes in Euro; Anleihen: Total Return Renditen in lokaler Währung; Bundesanleihen (2J), Bundesanleihen (10J), US-Treasuries (2J), US-Treasuries (10J), Italien (10J) = generische Laufzeitindizes von Refinitiv Datastream; EUR-Covered Bonds = ICE BofA Euro Covered Bond Index; EUR-Corporates (IG) = ICE BofA Euro Corporate Index; EUR-Corporates (HY) = ICE BofA Euro High Yield Index; EUR-Staatsanleihen = ICE BofA Euro Government Index; Rohstoffe: Spotpreisveränderungen in Euro für eine metrische Tonne Kupfer, eine Feinunze Gold und ein Barrel Rohöl der Sorte Brent; Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Quellen: Metzler, Refinitiv Datastream; Stand: 28.6.2024



## Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH

### Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter [www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit](http://www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit). Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter [www.metzler.com/esg](http://www.metzler.com/esg).

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des geltenden Basisinformationsblatts (PRIIPs) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Diese und alle anderen relevanten Pflichtunterlagen, einschließlich des Prozesses zur Beilegung von Beschwerden über den Fonds sind auf [www.metzler.com/fonds](http://www.metzler.com/fonds) und [www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/](http://www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/) verfügbar.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG).

Es kann jederzeit beschlossen werden, die Vereinbarungen über den grenzüberschreitenden Vertrieb zu beenden. In einem solchen Fall werden die Anleger über diese Entscheidung informiert und erhalten die Möglichkeit, ihre Anteile zurückzugeben.

Die Verwaltung der irischen OGAW-Sondervermögen obliegt der Universal-Investment Ireland Fund Management Limited in Dublin. Die Verwaltungsgesellschaft hat bei der Erstellung der Werbeunterlage nicht mitgewirkt und ist für deren Inhalte auch nicht verantwortlich, vorbehaltlich aller anwendbaren Gesetze und aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

### Sonstige Hinweise zu verwendeten Indizes, Ratings und sonstigen Kennzeichnungen

Die Fondskennzahlen und -ratings („die Informationen“) von MSCI ESG Research LLC („MSCI ESG“) liefern Umwelt-, Sozial- und Governance-Daten in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere in mehr als 31.000 Multi-Asset-Klassen-Publikumsfonds und ETFs weltweit. MSCI ESG ist ein eingetragener Anlageberater gemäß dem US Investment Advisers Act von 1940. Die Materialien von MSCI ESG wurden weder bei der US-amerikanischen SEC noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht oder von diesen genehmigt. Keine der Informationen stellt ein Angebot dar zum Kauf oder Verkauf oder eine Werbung oder Empfehlung eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder eines Produkts oder einer Handelsstrategie, noch sollten sie als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung, Analyse, Prognose oder Vorhersage angesehen werden. Keine der Informationen kann dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen sind oder wann sie zu kaufen oder zu verkaufen sind. Die Informationen werden in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt, und der Nutzer der Informationen übernimmt das volle Risiko, das mit der Nutzung der Informationen oder der Erlaubnis hierzu verbunden ist.

Metzler Asset Management GmbH, Untermainanlage 1, 60329 Frankfurt am Main,

Telefon +49 69 2104-1111 | [asset\\_management@metzler.com](mailto:asset_management@metzler.com)

[www.metzler.com/asset-management](http://www.metzler.com/asset-management)