

AUSBlick AUF 2024

Rosige Zeiten: Das Ende ist absehbar

Inhalt

INVESTMENT OUTLOOK	3
1. Einleitung	4
2. Drei Szenarien	5
3. Vier Faktoren	7
4. Finanzmarktausblick	13
5. Zusammenfassung	19
SUSTAINABLE INVESTING OUTLOOK	20
1. Einleitung	21
2. Die fünf wichtigsten Vorschriften zu SI	24
3. Prognose des Marktwachstums bei ESG-Anleihen im nächsten Jahr	27
4. Aktionärsaktivitäten: Was ist von der Hauptversammlungssaison 2024 zu erwarten?	29
5. Fazit	31

Marketingmaterial für professionelle Investoren, nicht zur Weitergabe an Dritte

November 2023

Investment Outlook

An den Finanzmärkten wird inzwischen überwiegend mit einer sanften Landung der Konjunktur gerechnet. Nach diesem Szenario haben die Zentralbanken in den USA und im Euroraum die seltene Chance, die Inflation zu bekämpfen, ohne die Wirtschaft in Form steigender Arbeitslosigkeit zu beeinträchtigen. Wir halten dies für eine unrealistische Vorstellung.

1. Einführung: Täuschung angesichts verzögerter Wirkungen

Die meisten Ökonomen sind fest überzeugt, dass das wirtschaftliche Geschehen in der Realität deterministisch ist. Jedoch weist der Risikoanalyst Nassim Taleb darauf hin, dass der Zufall uns am Ende alle täuschen kann.

Im Jahr 2022 prognostizierte der überwiegende Teil der Volkswirtschaftler (Robeco eingeschlossen) eine Rezession innerhalb der nächsten zwölf Monate im Euroraum und in den USA. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten schien extrem hoch. Zum einen gab es verlässliche Rezessionsindikatoren – wie eine invertierte US-Renditekurve. Zum anderen erinnerte eine Studie vom April 2022 daran, dass in der Vergangenheit eine US-Rezession in 100 % der Fälle innerhalb eines Jahres eintrat, wenn die Inflation über 5 % und die Arbeitslosigkeit unter 5 % auf vierteljährlicher Basis gelegen hatte.

Die Erfahrung hat auch gezeigt, dass eine aggressive Straffung der Geldpolitik, wie sie die US-Notenbank Anfang 2022 begonnen hat, oft mit einer Kombination aus wieder niedrigerer Inflation und steigender Arbeitslosigkeit einherging. Eine harte Landung der US-Konjunktur erschien nahezu unvermeidbar.

Doch entgegen der ökonomischen Logik hat sich die US-Wirtschaft im Jahr 2023 erstaunlich widerstandsfähig gezeigt. So kam es zu einer seltenen Kombination aus historischen Tiefstständen bei der US-Arbeitslosigkeit, sinkenden Inflationsraten und dem steilsten Zinsanhebungskurs der letzten vier Jahrzehnte. Diese von Bernanke und Blanchard so bezeichnete „makellose Desinflation“ blieb nicht auf die USA begrenzt.¹ Auch in der Eurozone sinken die Inflationsraten ohne negative Folgewirkungen, da die Arbeitslosigkeit im gemeinsamen Währungsraum ein Allzeittief von 6,4 % erreicht hat. Die Ausgabenfreude der Verbraucher erwies sich als weit widerstandsfähiger als erwartet.

An den Finanzmärkten wird inzwischen überwiegend mit einer sanften Landung der Konjunktur gerechnet. Nach diesem Szenario haben die Zentralbanken in den USA und im Euroraum die seltene Chance, die Inflation zu bekämpfen, ohne die Wirtschaft in Form steigender Arbeitslosigkeit zu beeinträchtigen. Die Projektionen der US-Notenbank gehen für 2024 von einer Median-Arbeitslosigkeit von 4,1 % und einem Anstieg der Konsumgüterpreise um 2,6 % aus. Wir halten dies für eine unrealistische Vorstellung.

¹ O. Blanchard und B. Bernanke, „What Caused the US Pandemic-Era Inflation?“ (Juni 2023). NBER Working Paper No. w31417, verfügbar unter SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4497998>

2. Drei Szenarien

Basisszenario

Unseres Erachtens wird man 2024 vom makellosen Rückgang der Inflationsraten Abschied nehmen müssen. Im nächsten Jahr werden die Volkswirtschaften in den G7-Staaten wahrscheinlich stagnieren. Denn die hohen Realzinsen beeinträchtigen die reale Wirtschaftstätigkeit, reduzieren die Kaufkraft der Verbraucher und drängen die Investitionstätigkeit der Unternehmen zurück. Allerdings verhindert das Ausbleiben einer breit angelegten Schwäche in den Finanzen von Unternehmen und Haushalten eine klassische Rezession. China sieht sich mit einem völlig anderen makroökonomischen Umfeld konfrontiert. Das Land wehrt sich dagegen, den Weg Japans einzuschlagen, während es seinen Ansatz häppchenweiser Konjunkturaneize fortsetzt. China gelingt es zwar, eine tiefgreifende Deflation zu vermeiden, doch der anhaltende Abwärtstrend bei den Hausverkäufen und -preisen verhindert einen nachhaltigen Aufschwung des Binnenkonsums.

Während das unter dem Trendniveau liegende Wachstum der realen Wirtschaftstätigkeit in den entwickelten Volkswirtschaften zunächst zu einem weiteren Rückgang der Gesamtinflation führen wird, bewegt sich die Kerninflation letztlich nicht dauerhaft deutlich unter 3 %. Die steile Phillips-Kurve, die die Haupttriebfeder für das Szenario einer makellosen Desinflation im Jahr 2023 war, dürfte sich jetzt angesichts niedrigerer Inflation wieder abflachen. Die Verringerung der Inflation von 3 % auf 2 % wird daher voraussichtlich mit höherer Arbeitslosigkeit verbunden sein und sich als weit schwieriger erweisen. Auch die Erzeugerpreise, die im Jahr 2023 zu einem Rückgang der Gesamtinflation geführt haben, dürften im Jahr 2024 aufgrund einer leichten Erholung des globalen Produktionszyklus, zunehmender Nachfrage aus China und höherer Energiepreise wieder steigen. Darüber hinaus kehrt sich das günstige Umfeld jahrzehntelang rückläufiger Preise infolge der Globalisierung in einen inflationären Gegenwind für die Produzenten um, da die Intensität des Welthandels nachlässt. Auch die zunehmenden Forderungen an die Unternehmen, die Kosten ihrer CO₂-Emissionen zu internalisieren, setzt dem Rückgang der Inflation Grenzen.

Zentralbanker in kleinen offenen Volkswirtschaften, die im globalen Vergleich im Konjunkturzyklus weit vorangeschritten sind, wie Klaas Knot aus den Niederlanden, haben den Übergang von einer makellosen Desinflation zu einer seltenen „Stagflation bei Vollbeschäftigung“ begrüßt. Dieses Szenario zeichnete sich ab, als die Niederlande im zweiten Quartal 2023 in eine formale Rezession eintraten. Dies könnte ein Vorbote für die Entwicklung im übrigen Europa Anfang 2024 sein. Auch wenn auf eine makellose Desinflation in den G7-Staaten zunächst eine harmlose Art von Stagflation folgen könnte, wird sich dies wahrscheinlich als äußerst instabiles makroökonomisches Gleichgewicht erweisen. Letztlich wird die Wirkung längerer, höherer Realzinsen gegen 2025 negative Folgen zu zeitigen beginnen. Dann dürften sich erste Schwierigkeiten am Arbeitsmarkt zu einem massiven Problem ausweiten und die Arbeitslosigkeit um 1 bis 2%-Punkte steigen – anstatt um nur 0,3%-Punkte, wie es die Fed und die EZB für 2024 erwarten.

“ Unseres Erachtens wird man 2024 vom makellosen Rückgang der Inflationsraten Abschied nehmen müssen

Alternative Szenarien

In unserem optimistischen Szenario rechnen wir für die G7-Staaten mit einer „sanften Landung bei solider Beschäftigungslage“. Die makellose Desinflation setzt sich fort und wird zunehmend dadurch unterstützt, dass die Lohnstückkosten durch Produktivitätsfortschritte infolge zunehmenden Einsatzes von Künstlicher Intelligenz (KI) in Schach gehalten werden. Die Kerninflation fällt dann auf ein Niveau von 2 - 2.5 %, was den Zentralbanken eine Senkung ihrer Leitzinsen ermöglicht. Die ausgeprägten diplomatischen Bemühungen der US-Regierung bereiten den Weg für verbesserte Beziehungen mit China. Die Unternehmensgewinne erholen sich ab dem ersten Quartal 2024, während das Umsatzwachstum wieder Fahrt aufnimmt und die Preissetzungsfähigkeit der Unternehmen zunimmt. Die Spreads an den Anleihenmärkten und die Bewertungen von Aktien gehen zurück und die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien wird wieder negativ.

In unserem pessimistischen Szenario kommt es zu einer „schmerzhaften Stagnation“. Dann steht die Weltwirtschaft vor einem erneuten negativen Angebotschock infolge geopolitischer Turbulenzen. Resultieren könnten diese am wahrscheinlichsten aus einer Eskalation des Konflikts zwischen Israel und den Palästinensern. Auch wenn sich ein dann stattfindender Ölpreisanstieg als kurzlebig erweist, stürzt er die Weltwirtschaft in eine echte Rezession, und die Inflation bleibt weit über den Zielen der Zentralbanken. Das würde es den Notenbankern erschweren, die Leitzinsen im in Rezessionen üblichen Ausmaß von 400 Basispunkten zu senken. Die Unternehmensgewinne würden um durchschnittlich 20 % sinken. Gleichzeitig würden die Spreads von Hochzinsanleihen nach oben schießen und an den Aktienbörsen würde ein neuer Bärenmarkt beginnen.

3. Vier relevante Faktoren

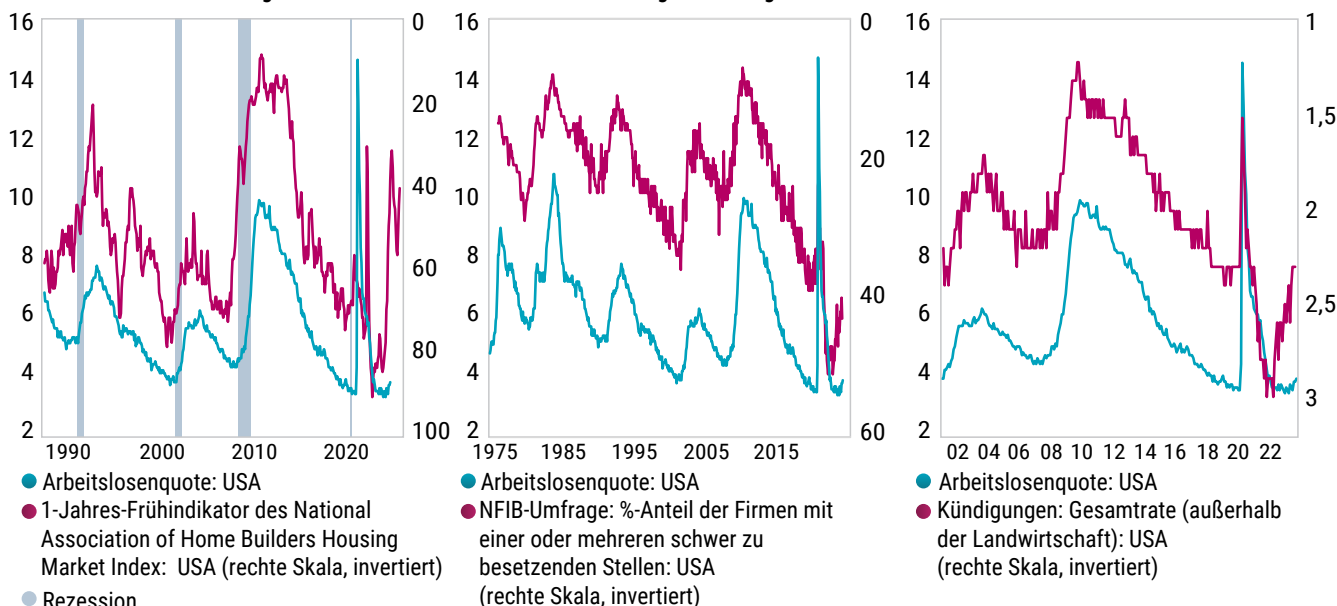
Was die Details unseres Basisszenarios betrifft, gehen wir davon aus, dass die allgemeine Erwartung einer sanften Landung der Konjunktur auf den Prüfstand gestellt wird. Denn vier Faktoren, die zur überraschend robusten Weltwirtschaft im Jahr 2023 beigetragen haben, werden in den nächsten sechs bis zwölf Monaten voraussichtlich in den Hintergrund treten.

1. Fortschreitende Desinflation geht mit zunehmenden Arbeitsplatzverlusten einher

Die Zentralbanken haben bisher den leichten Teil der Drosselung der Inflation bewältigt. Nun steht ihnen der schwierige Teil bevor. Wenn die Ausgangsinflation so hoch ist, wie es im vergangenen Jahr der Fall war, sind die Kosten der Desinflation in Form von Arbeitsplatzverlusten eher gering, da die Phillips-Kurve bei hoher Inflation recht steil verläuft. Höhere Zinsen lassen in einer überhitzten Wirtschaft zunächst den Überschuss an unbesetzten Arbeitsplätzen schwinden, ohne dass es bereits zu einem direkten Abbau von Arbeitsplätzen kommt. Darüber hinaus deutet die jüngste Forschungsliteratur daraufhin, dass Deglobalisierung und Digitalisierung auch steilere Phillipskurven nach sich ziehen. Sobald die Inflation aber auf ein niedrigeres Niveau sinkt, flacht die Phillips-Kurve ab. Infolgedessen hat die Desinflation im Vergleich zur Phase hoher Inflation einen im Verhältnis höheren Arbeitsplatzabbau zur Folge.

Für die USA zeigen unsere Berechnungen, dass eine Senkung der Inflation um 25 Basispunkte in der Regel einen Anstieg der Arbeitslosigkeit um 1 % auf Jahresbasis nach sich zieht. Dagegen bewirkte während den letzten 12 Monaten eine Senkung der Inflation um 25 Basispunkte nur einen Anstieg der Arbeitslosigkeit um <0,1%-Punkte, da die Phillips-Kurve sehr steil war. Daher wird in den entwickelten Ländern die letzte Etappe der Senkung der Inflation von derzeit 4 % auf 2 % durch die Notenbanken wahrscheinlich mit zunehmenden Arbeitsplatzverlusten einhergehen, da sich die Phillipskurve normalisiert.

Abbildung 1: Drei Frühindikatoren deuten auf eine baldige Abkühlung des US-Arbeitsmarkts hin



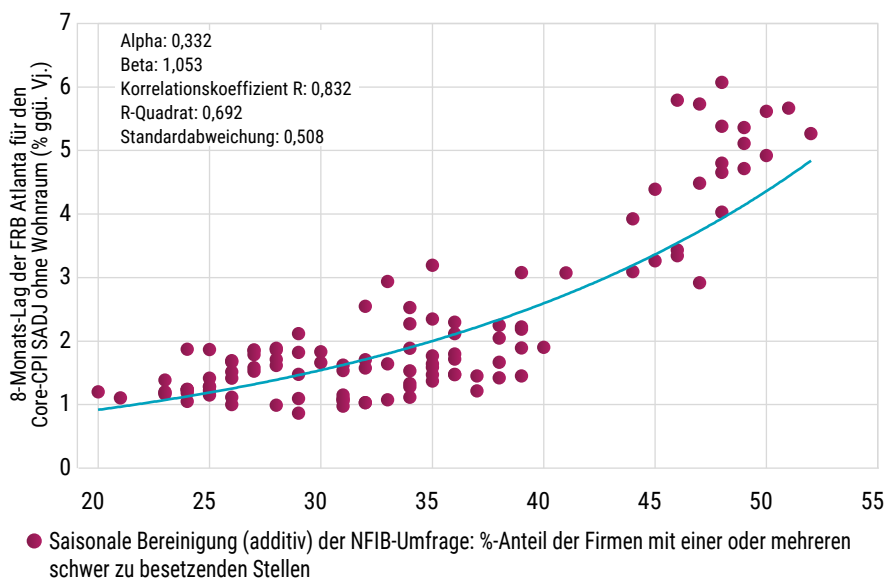
Quelle: LSEG Datastream, Robeco

In der Eurozone ist bereits ein stärkerer Rückgang der Zahl der offenen Stellen in Deutschland und Spanien zu beobachten. Unterdessen deuten drei vorauslaufende Arbeitsmarktindikatoren in den USA darauf hin, dass die Arbeitslosigkeit dort in unserem Basisszenario im Jahr 2024 durchaus bei 5-6 % liegen könnte. Ein Rückgang der Kündigungen, eine Verschlechterung der Stimmung auf dem Wohnungsmarkt und eine nachlassende Bereitschaft der Arbeitgeber, offene Stellen zu besetzen, deuten darauf hin, dass sich das Blatt auf dem US-Arbeitsmarkt bald wenden wird.

Wird sich die Lage am Arbeitsmarkt weit genug abkühlen? Die Zentralbanken dürften mit Zinssenkungen zögern, solange die Kerninflation hartnäckig hoch bleibt.

Deshalb erwarten wir im Jahr 2024 eine Stagnation der Volkswirtschaften in den entwickelten Ländern, während sich der heißgelaufene Arbeitsmarkt entspannt. Doch selbst ein Anstieg der Arbeitslosigkeit, der mit den aktuellen Frühindikatoren im Einklang steht, könnte dazu führen, dass die Kerninflation bis 2024 bei 3 % verharret. Mit einer solchen stagflationären Entwicklung wird die US-Notenbank nicht zufrieden sein und sie wird zögern, die Leitzinsen zu senken. So muss der NFIB-Frühindikator „Eine oder mehrere schwer zu besetzende Stellen“ weiter unter die 40 %-Marke fallen, damit die Kerninflation (ohne Berücksichtigung von Wohnraum) in Richtung 2 % fällt.

Abbildung 2: US-Arbeitsmarkt muss sich erheblich entspannen, damit die Kerninflation wieder auf 2 % sind



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

2) Steigende Zinssensibilität

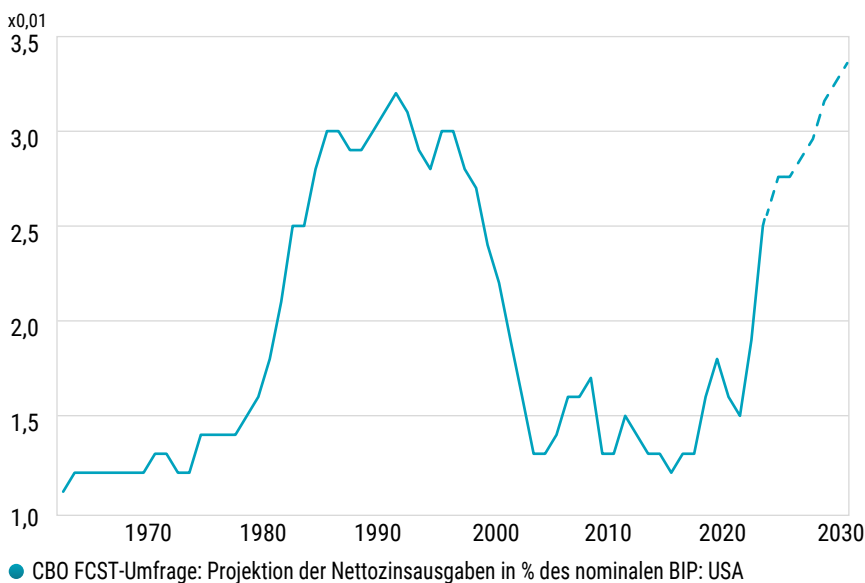
Staaten, Unternehmen und Haushalte haben es geschafft, in der Phase der lockeren Geldpolitik und in der Zeit nach der Corona-Pandemie sehr niedrige Zinsen aufrechtzuerhalten und gleichzeitig die Laufzeit ihrer Schulden zu verlängern. Dies hat sie immun gegen steigende Zinsen gemacht. Die Phase des Schuldenabbaus nach der globalen Finanzkrise ging auch mit einem Übergang zu vermehrten Festzinsfinanzierungen einher. Die Kapitalmärkte haben in den letzten Jahren bemerkenswert gut funktioniert. Sie haben Unternehmen und Haushalten umfangreiche Kreditmittel zur Verfügung gestellt und sogar nicht überlebensfähige Unternehmen über Wasser gehalten. Im Jahr 2021 gingen

die Zahlungsausfälle sowohl bei Verbrauchern als auch bei Unternehmen auf ein Rekordtief zurück. Allerdings haben sie wieder zugenommen, nachdem die Zentralbanken 2022 mit Zinserhöhungen begonnen haben. Die Effektivität der Immunisierung gegen ein Umfeld höherer Zinsen dürfte weiter nachlassen.

Staatsanleihen: Gestiegene Kosten bei Netto-Neuemissionen

Bei Staatsanleihen werden die Netto-Neuemissionen im Jahr 2024 wahrscheinlich stark ansteigen, und der Netto-Liquiditätsbedarf könnte 15 % betragen. Da die Renditen von Staatsanleihen inzwischen auf einem 15-Jahres-Hoch liegen, könnten diese Neuemissionen aus mehreren Gründen kostspielig werden. Erstens wird das Brutto-Emissionsvolumen zunehmen, was zum Teil auf die prozyklische Ausweitung der Staatsausgaben nach der Pandemie zurückzuführen ist. Eine fortgesetzte fiskalische Expansion bei einem realen BIP-Wachstum, das bereits über dem Trendniveau liegt, verhindert die Abkühlung der Konjunktur, die notwendig ist, um die Inflation in den USA unter Kontrolle zu bringen. Die Sorge um fiskalpolitische Fehlentwicklungen hat zum Teil dazu beigetragen, dass die US-Renditekurve in letzter Zeit steiler geworden ist. Eine etwaige Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA – aufgrund von ausufernder Neuverschuldung oder einer unerwartet hohen Kerninflation (angenommen wird ein Anstieg der Konsumgüterpreise um 2,6 % bis 2025) – könnte die Anleiheninvestoren in Atem halten. Zweitens werden die Zentralbanken, die bis 2024 eine weitere Reduzierung ihrer Wertpapierbestände planen, ebenfalls das Nettoangebot an Staatsanleihen erhöhen. Beispielsweise dürfte die EZB Anfang 2024 die anhaltende Reinvestition auslaufender Papiere im Rahmen ihres Anleihenkaufprogramms überdenken. Drittens erfordern auch höhere Zinsausgaben auf ausstehende Anleihen zusätzliche Emissionen. In den USA werden sich die Nettozinsausgaben des Finanzministeriums nach CBO-Schätzungen im Jahr 2024 auf 2,7 % des nominalen BIP belaufen. Das wäre der höchste Wert seit 1998. Solange die staatlichen Mehrausgaben in den USA zunehmend in Bereiche mit niedrigem oder sogar negativem Fiskalmultiplikator fließen (die Rüstungsausgaben fallen regelmäßig in die letztgenannte Kategorie), schadet sich eine prozyklische Fiskalpolitik letztlich selbst.

Abbildung 3: Das Erbe der staatlichen Verschwendung



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Unternehmen: Steigende Spreads haben Refinanzierungsrisiken zu reflektieren begonnen

Im Bereich Unternehmensanleihen stehen Emittenten von Investment Grade- und High Yield-Anleihen in den Jahren 2025 und 2026 vor einer Vielzahl von Fälligkeiten. Angesichts näher rückender Refinanzierungszeitpunkte müssen sie bereits im kommenden Jahr den Markt in Anspruch nehmen. Derzeit sieht die BIZ eine hohe Zahl an Fälligkeiten im Bereich Investment Grade im Jahr 2024 und warnt, dass „selbst Unternehmen mit soliden Bilanzen die Auswirkungen höherer Zinsen zu spüren bekommen werden“. Mehrere Indikatoren deuten darauf hin, dass etwas im Gange ist und die Straffung der Geldpolitik durch die Zentralbanken zu schmerzen beginnt. Die Konkursanmeldungen von US-Unternehmen sind seit dem dritten Quartal 2022 um 29 % gestiegen. Des Weiteren werden die steigenden Kapitalkosten in Großbritannien inzwischen am häufigsten als Hauptgrund für die Begrenzung der Investitionen von Unternehmen genannt. In Deutschland ist die Zahl der Insolvenzen seit letztem Jahr um 37 % gestiegen. Die Anleger am Markt für Hochzinsanleihen sind angesichts dieser Entwicklungen wachsamer geworden. So stiegen die Spreads im September an, allerdings liegen sie noch unterhalb des Niveaus, das für eine milde Rezession typisch ist. Eine weitere Einengung der Spreads von Unternehmensanleihen bis 2024 dürfte die nachlassende Bilanzqualität aufgrund sinkender Zinsdeckungsquoten widerspiegeln.

Haushalte: Kaum noch Kreditspielräume

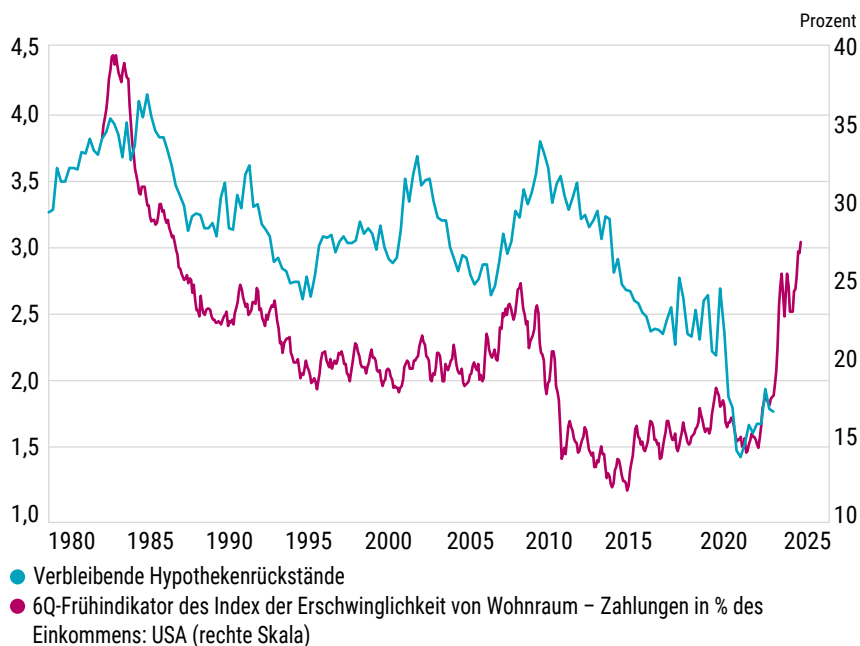
Ein ähnliches Phänomen lässt sich im Bereich der privaten Haushalte beobachten. Zwar sind die Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten gegenüber ihrem Allzeittief im Jahr 2021 gestiegen. Mit einer Quote von 1,75 % liegen sie aber noch niedrig. Betrachtet man jedoch die Hypothekenzahlungen als Prozentsatz des Einkommens der US-Haushalte, so werden die Zahlungsrückstände wahrscheinlich steigen, auch wenn der Höhepunkt der fälligen Hypothekenzahlungen möglicherweise erst 2025 statt 2024 erreicht wird. Eine weitere Verteuerung von Wohnraum in den USA (mit 26 % des Einkommens, die für Hypothekenzahlungen aufgewendet werden müssen, ist dies der höchste Stand seit 1985) könnte die Nachfrage nach Wohnimmobilien dämpfen und den Vermögenseffekt von Immobilienbesitz beeinträchtigen.

Es wird mit einer weiteren Erschöpfung der Ausgabenspielräume der US-Konsumenten gerechnet. Denn die überschüssigen Ersparnisse sind mittlerweile aufgebraucht, was allerdings noch durch einen Anstieg der revolvingierenden Verbraucherkredite ausgeglichen wird. Dieser Effekt wird jedoch zunehmend durch nicht mehr tragbare Zinsen für Konsumentenkredite in Frage gestellt. Der Wohlstandseffekt von Wohneigentum scheint seinen Höchststand erreicht zu haben, wodurch der Rückenwind für die Konsumausgaben wegfällt. Infolgedessen sind die Einzelhandelsumsätze in den USA in letzter Zeit zurückgegangen. Wir gehen davon aus, dass sich der Anstieg der US-Konsumausgaben bis 2024 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 1 % auf ein Tempo unterhalb des Trends abschwächen wird.

Im Euroraum ist die Konsumkonjunktur derjenigen in den USA vorausgelaufen, da die Einzelhandelsumsätze bereits zurückgegangen sind. Dies begrenzt auch das zusätzliche Abwärtsrisiko in Bezug auf die Konsumperspektiven im Vergleich zu den USA bis 2024. Eine gewisse Stabilisierung ist zwar infolge des Reallohnwachstums zu erwarten; allerdings werden erhöhte Energiekosten, steigenden Kosten der Hypothekenrefinanzierung und eine leicht gesunkene Arbeitsplatzsicherheit die Bereitschaft zur Verausgabung des realen Einkommenszuwachses wahrscheinlich

begrenzen. Dadurch könnte der jüngste Anstieg der Sparquote in der Eurozone intakt bleiben, und die Arbeitslosigkeit in der Region könnte bis 2025 um 0,5-1%-Punkte steigen.

Abbildung 4: Zahlungsausfälle bei US-Haushalten dürften steigen



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

3. Geopolitische Herausforderungen im Jahr 2024

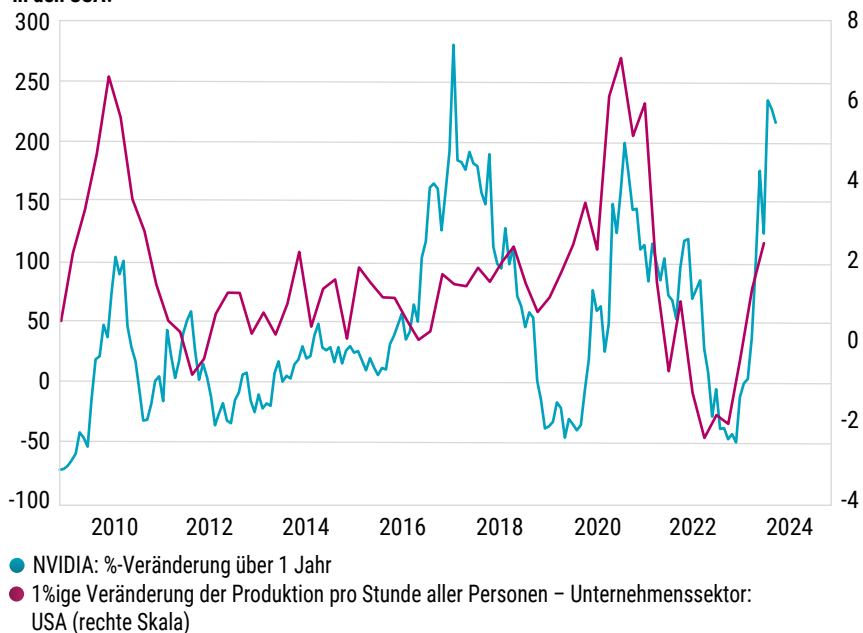
Im Jahr 2024 stehen wichtige Wahlen innerhalb der G7-Staaten an: Die US-Präsidentschaftswahlen finden am 5. November statt, und die Wahlen zum EU-Parlament sind vom 6. bis 9. Juni angesetzt. Beide Wahlen könnten angesichts der Folgen des Angriffs auf das US-Kapitol am 6. Januar 2021, des Aufstiegs rechts außen angesiedelte Parteien in Europa, der Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten sowie der angespannten Beziehungen zwischen dem Westen und China zu den umstrittensten in der Geschichte der Demokratie werden. Die Teilnehmer an den Finanzmärkten tun sich schwer mit der Prognose des Ausgangs geopolitischer Ereignisse. Anstatt jedoch zu versuchen, die Ergebnisse vorherzusagen, sollten sich die Anleger stattdessen darauf konzentrieren, ob sie die Risiken im Zusammenhang mit möglichen Ergebnissen richtig evaluieren. Bislang war eine unzureichende Reaktion auf die potenziellen wirtschaftlichen Risiken zu beobachten, die von einer zunehmend fragmentierten globalen Weltordnung ausgehen. Wir gehen davon aus, dass die stetig zunehmende globale wirtschaftspolitische Unsicherheit in naher Zukunft weiter anhält. Dies dürfte auch höhere Risikoprämien bei Finanzanlagen rechtfertigen.

“ Wenn Daten als das neue Gold angesehen werden, dann ist generative KI der Schlüssel zu seiner verbesserten Gewinnung

4. Wird KI den überschwänglichen Erwartungen gerecht?

Wenn Daten als das neue Gold angesehen werden, dann ist generative KI der Schlüssel zu seiner verbesserten Gewinnung. Der Aktienkurs von NVIDIA, einem führenden Chiphersteller, der faktisch die technische Grundlage für KI-Systeme liefert, hat sich seit Jahresbeginn fast verdreifacht. Dies deutet auf einen modernen Goldrausch hin, der den günstigen Desinflationstrend verlängern könnte, indem dadurch die Weltwirtschaft einen willkommenen angebotsseitigen Impuls erhält und die Lohnstückkosten sinken. Laut dem IBM Global AI Adoption Index plante nur eines von fünf Unternehmen weltweit keinen Einsatz von KI im Jahr 2022. Das positive angebotsseitige Potenzial der KI-Einführung muss sich jedoch noch in den Produktivitätszahlen für 2023 niederschlagen. Das Produktivitätswachstum in den USA bleibt mit 1,4 % (im Jahresvergleich) im zweiten Quartal gedämpft. Es liegt damit unter dem Durchschnitt von 1,9 % nach der Industriellen Revolution. Frei nach Robert Solow ist KI überall zu sehen, außer in den Produktivitätszahlen.

Abbildung 5: Ist die jüngste Kursexplosion von NVIDIA ein Indikator für die künftige Produktivität in den USA?



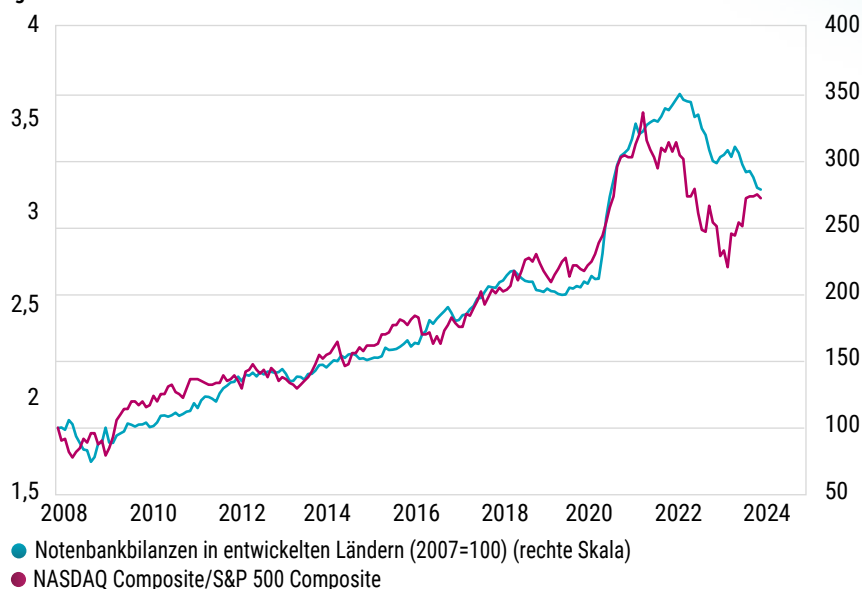
Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Höhere Kapitalkosten werden vor allem kleinere Unternehmen zunehmend daran hindern, die erforderlichen Investitionen zu tätigen, um im Jahr 2024 an die technologische Spitze vorzustoßen. Die Schwäche in den Cloud-Segmenten von NVIDIAs Kunden im dritten Quartal könnte darauf hindeuten, dass der KI-Hype nachlässt. Die Investitionsabsichten der US-Unternehmen sind insgesamt gesunken. Das deutet darauf hin, dass der Beitrag der Anlageinvestitionen zum BIP im Jahr 2024 wahrscheinlich zurückgehen wird. Daher wird eine breite Einführung von KI wahrscheinlich keine weitere vorteilhafte Desinflation sicherstellen. Allerdings hinkte die Produktivität in der Vergangenheit dem ersten Investitionsschub deutlich hinterher. Einige positive technologische Effekte aus früheren KI-Investitionen könnten sich in den Zahlen für das Produktivitätswachstum in den G7-Staaten für 2024 niederschlagen.

4. Finanzmarktausblick

Die Finanzierungsbedingungen sind trotz erheblicher gestraffter Geldpolitik während des gesamten Jahres 2023 günstig geblieben. Gemessen am Verhältnis aus der Geldmenge M2 und dem Bruttoinlandsprodukt hat die Liquidität abgenommen, liegt aber noch über dem Niveau vor der Corona-Krise. Darüber hinaus hat die „makellose Desinflation“ die Wertentwicklung riskante Assets nachhaltig beflügelt, da sich das Gewinnwachstum überraschend positiv entwickelte.

Abbildung 6: Technologieaktien sind bislang vom Rückgang der Überschussliquidität unberührt geblieben



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

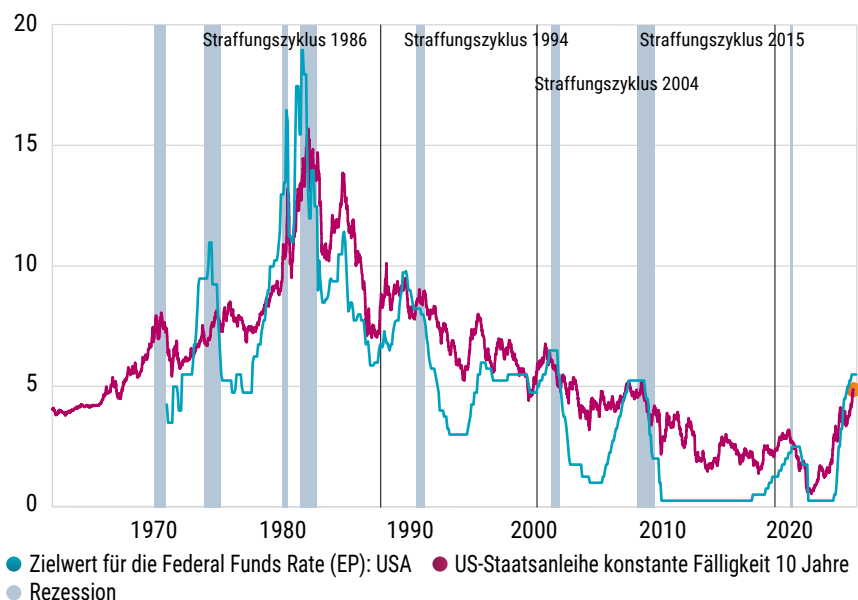
Anleihen- und Zinsausblick: Die Versteilerung der Zinskurve ist noch nicht am Ende

Die Zentralbanken haben die Geldpolitik ungewöhnlich aggressiv gestrafft. So senkt die US-Notenbank in der Regel ihren Leitzins, wenn der ISM-Indexstand unter 50 fällt, selbst wenn die Inflation noch über dem Zielwert liegt (eine Ausnahme war die Volcker-Ära Anfang der 1980er Jahre). Da jedoch unserer Ansicht nach die „makellose Desinflation“ zu Ende geht, nähern wir uns einer Phase im geldpolitischen Zyklus, in der es immer schwieriger wird, die Inflation einzudämmen und das Beschäftigungsniveau zu halten. Die Zentralbanken werden voraussichtlich feststellen, dass die Zinsen für einen längeren Zeitraum hoch bleiben werden, um zu sehen, wie sich die Dinge entwickeln. Ungeachtet dessen könnte die Zinspause noch länger dauern, als derzeit in der Kurve von Fed Funds-Futures-Kurve unterstellt wird. Eine Wende könnte dann abrupt erfolgen, wobei der US-Leitzins der Fed bis Ende 2024 wahrscheinlich unter der Marktprognose von 4,75 % liegen wird.

Es war ein weiteres schwieriges Jahr für globale Anleiheninvestoren, da der weithin erwartete Höhepunkt der Renditen von Staatsanleihen Anfang 2023 nicht erreicht wurde. Die sich abzeichnende Erwartung, dass die Leitzinsen längere Zeit hoch bleiben, sowie die Sorge um eine Verschlechterung der Haushaltslage in den Vereinigten Staaten ließen die Renditen 10-jährigen US-Staatsanleihen stattdessen auf 5 % ansteigen. Der Höhepunkt der Renditen könnte noch vor uns liegen, da die datenabhängig agierenden Zentralbanker die

Leitzinsen vorerst stabil lassen. Die Teilnehmer am Anleihenmarkt stehen daher vor der Frage, ob es mangels klarer Richtungsvorgaben zu weiteren geldpolitischen Schritten kommt. Selbst der japanische Anleihenmarkt wird sich den entsprechenden Entwicklungen nicht entziehen können. In der Vergangenheit lag der Höchststand der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen in den letzten Zyklen sehr nahe am Höchststand des Leitzinses. Daher könnte der Höchststand der 10-jährigen US-Rendite diesmal bei etwas über 5 % erreicht sein. Solange die Kerninflation in den USA nicht eindeutig unter 3 % sinkt, stellen langfristige US-Staatsanleihen keine gute Absicherung für Aktienrisiken dar.

Abbildung 7: 10-jährige US-Staatsanleihenrendite vor seinem Höchststand, aber unterhalb des Höchststands der Leitzinsen



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Da sich die US-Notenbank vorerst abwartend verhält, könnten weitere positive Konjunkturüberraschungen für die US-Wirtschaft zu einer weiteren Anstieg der Renditekurve führen. Dazu beitragen könnte möglicherweise die Sorge um das netto-Anleihenangebot im Jahr 2024, wobei auch fiskalpolitische Fehlentwicklungen eine höhere Laufzeitprämie erfordern. Unsere Analyse zeigt, dass die Renditekurven in der Regel vor Beginn einer Rezession steiler werden. Dabei war in den letzten vier Zyklen zu Beginn eine Rezession gemäß NBER-Definition ein durchschnittlicher positiver Abstand von 60 Basispunkten zwischen den Renditen 10-jähriger und 2-jähriger US-Staatsanleihen zu verzeichnen.

	10 J. vs. 2 J. zu Beginn der Rezession (in %)	10 J vs. 2 J. Niveau bei erster US-Zinssenkung (in %)
Juli 1990	0,4	0,4
Mrz 2001	0,7	0,5
Dez 2007	1,0	0,6
Feb 2020	0,2	0,0
Durchschnitt	0,6	0,4

Wenn sich die Geschichte wiederholt, könnte es bis 2024 zu einer weiteren Versteilerung der Kurve kommen. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass diese vollständig als Bärenmarkt-Versteilerung eingestuft werden kann (d. h. überwiegend am langen Ende der Kurve), insbesondere wenn eine Konjunkturabschwächung in den USA näher rückt. Da die Probleme auf dem US-Arbeitsmarkt bis zum zweiten Halbjahr 2024 immer offensichtlicher werden dürften, würde eine höhere Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung durch die Notenbank dazu führen, dass sich die bislang noch Skepsis widerspiegelnde Steilheit der Renditekurve ins Gegenteil verkehrt. Dabei würde vor allem der 2-jährige Bereich der Kurve anziehen. Normalerweise sinken die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen nach einem Höchststand des Leitzinses der Fed innerhalb der folgenden 12 Monate um 60 Basispunkte. Während das lange Ende der Renditekurve in Großbritannien und in den USA attraktiv genug bewertet erscheint, um eine Long-Duration-Position zu rechtfertigen, weisen unsere Bewertungsmodelle darauf hin, dass 10-jährige Bundesanleihen immer noch nicht billig sind.

“ Ein guter Einstiegszeitpunkt am Markt für Hochzinsanleihen könnte sich im Jahr 2024 ergeben, da diese Anlageklasse im Vergleich zu Aktien bereits relativ attraktiv bewertet ist

Bei riskanten verzinslichen Wertpapieren, Investment-Grade- und Hochzinsanleihen, haben wir festgestellt, dass eine Spread-Ausweitung begonnen hat, wenn auch von einem überzogenen Bewertungsniveau aus. Unser Modell für den fairen Wert von High-Yield-Anleihen deutet darauf hin, dass der durchschnittliche Spread im aktuellen Marktumfeld bei rund 560 Basispunkten liegen sollte, während er weniger als 500 Basispunkte beträgt. Selbst bei einer nur milden Rezession erreichen die High-Yield-Spreads typischerweise ein Niveau von 700-800 Basispunkten. Eine Ausweitung der Spreads um 200-300 Basispunkte im Jahr 2024 für globale High-Yield-Anleihen stünde im Einklang mit der Erkenntnis der Marktteilnehmer, dass das Refinanzierungsrisiko steigt, während sich die Zinsdeckungsquote aufgrund enttäuschender Gewinne verschlechtert (siehe Abschnitt zu Aktien). Anleihen von Unternehmen mit überdurchschnittlich hoher Liquidität dürften dennoch relativ gut abgeschirmt sein. Ein guter Einstiegszeitpunkt am Markt für Hochzinsanleihen könnte sich im Jahr 2024 ergeben, da diese Anlageklasse im Vergleich zu Aktien bereits relativ attraktiv bewertet ist. Auf 12-Monats-Sicht schneiden Hochzinsanleihen in der Regel besser ab als Aktien, sobald die Spreads über 700 liegen.

Ausblick zum Aktienmarkt: Gegenwind für Unternehmensgewinne

Wir teilen die Mehrheitsmeinung am Aktienmarkt, dass angesichts eines weiteren erwarteten Rückgangs der Überschussliquidität, turbulenter geopolitischer Entwicklungen, die höhere Risikoprämien erfordern, und der Belastung durch länger anhaltende hohe Realzinsen für 2024 eine Bewertungskorrektur zu erwarten ist. Allerdings überschätzt der Markt unseres Erachtens das Gewinnwachstum der Unternehmen. Während einer Konjunkturabschwächung gehen typischerweise sowohl die Bewertungen als auch die Gewinne zurück. Die derzeitige Konsensprognose für das Wachstum des Gewinns pro Aktie der Unternehmen im MSCI ACWI im Jahr 2024 von 11,4 % lässt sich kaum mit

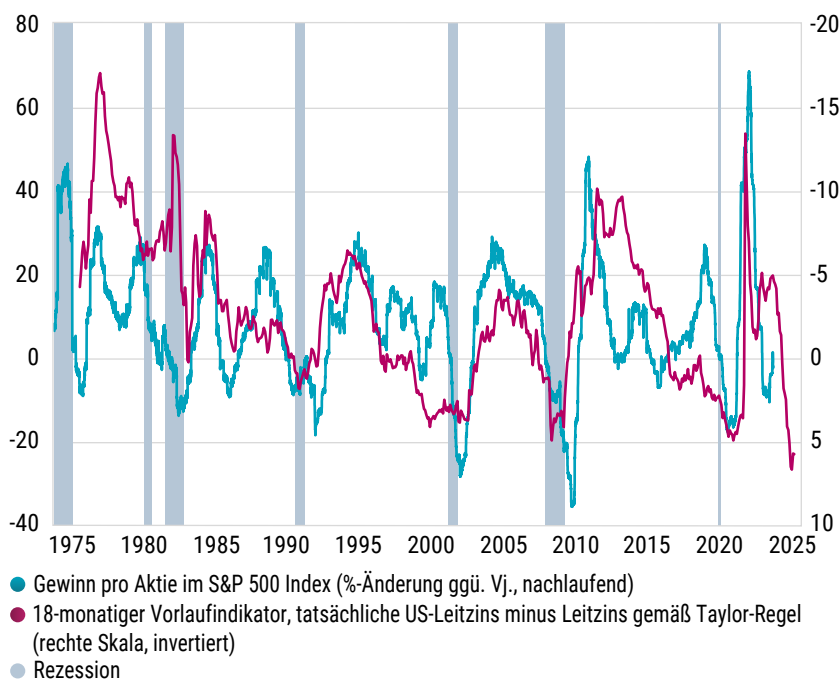
unserer Einschätzung vereinbaren, dass die G7-Volkswirtschaften im kommenden Jahr 2024 weitgehend stagnieren werden. Nach Erreichen eines Höchststandes bei den Leitzinsen in den G7-Staaten sinkt der Gewinn je Aktie im MSCI ACWI in den folgenden sechs Monaten in der Regel um 2 % und im darauf folgenden Jahr um fast 10 %.

Gewinn pro Aktie im MSCI AC World Index nach Höchststand der Leitzinsen in G7-Staaten

	6 Monate	12 Monate
Feb 1995	-5,3 %	-16,2 %
Dez 2000	-3,2 %	-21,3 %
Aug 2007	3,7 %	2,2 %
Dez 2018	-1,7 %	-4,0 %
Durchschnitt	-1,6 %	-9,8 %

Unsere Kennzahl für die voraussichtliche Straffung der US-Geldpolitik (tatsächlicher Leitzins minus Schätzung nach der Taylor-Regel) deutet ebenfalls auf eine weitere Schwäche der Gesamterträge hin, bevor eine nachhaltige Erholung einsetzen kann.

Abbildung 8: Straffung der US-Geldpolitik deutet auf Verfehlen der Konsensschätzung für den Gewinn pro Aktie 2024 hin



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

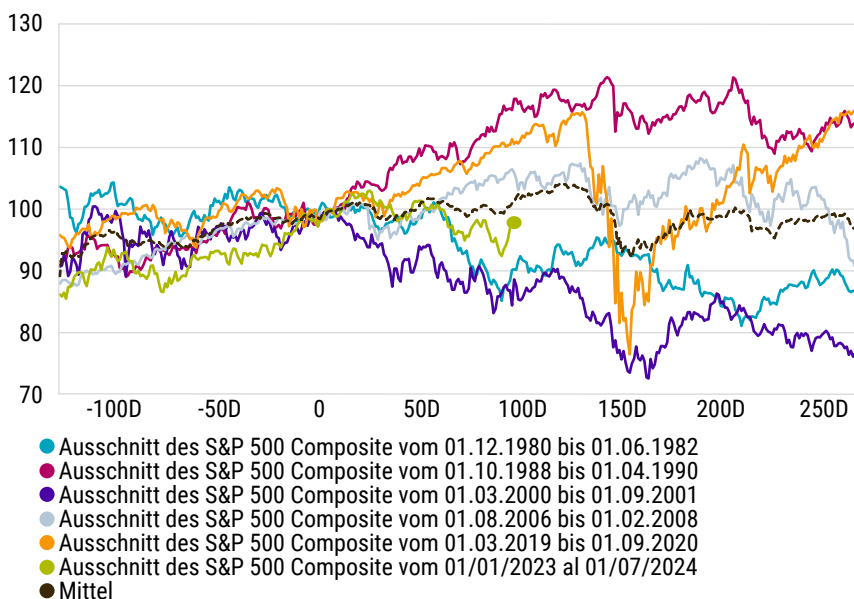
Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Risiken für die Konsens-Gewinnprognose für 2024 unserer Ansicht nach eher nach unten gerichtet sind. Eine Ausnahme bildet jedoch Europa. Dort erscheinen die Konsensschätzungen für das Wachstum des Gewinns pro Aktie mit 3 % zu pessimistisch, selbst wenn man davon ausgeht, dass sich nach einer leichten Rezession in der Eurozone Ende 2023/Anfang 2024 nur eine langsame Erholung

ergibt. Die Aktienrückkäufe liquiditätsstarker europäischer Unternehmen begrenzen das Abwärtspotenzial. Der japanische Aktienmarkt ist auf Basis der Kennzahl Forward-KGV nicht teuer. Die relative Entwicklung der Börse in Japan gegenüber dem MSCI AC World blieb hinter der Abwertung des JPY zurück. Dies spiegelt eine mögliche zukünftige Aufwertung des Yen wider. Wenn der Wechselkurs zwischen US-Dollar und Yen 2024 oberhalb von 130 verharrt, könnte dies japanischen Exportunternehmen zugutekommen.

Der Bewertungsabschlag von Aktien aus Schwellenländern gegenüber Aktien entwickelter Volkswirtschaften liegt über seinem historischen Durchschnitt (35%iger Abschlag beim KGV). Wir sehen einen guten Einstiegszeitpunkt für Anlagen in Schwellenländern (Emerging Markets), da der US-Dollar seinen Höchststand erreicht haben dürfte und die jüngsten Konjunkturimpulse in China beginnen, sich auszuzahlen und den Emerging Markets allgemein Auftrieb zu verleihen. Die Konsensprognose für das Wachstum des Gewinns pro Aktie von 15 % in den nächsten 12 Monaten bleibt jedoch eine sehr hohe Hürde, die es vor dem Hintergrund der erwarteten Rezession in den G7-Staaten im Jahr 2024 zu nehmen gilt. Ohne eine kräftige Erholung der globalen Industrieproduktion dürfte es kaum zu einem anhaltenden und breit angelegten Kursaufschwung in den Schwellenländern kommen.

Der US-Aktienmarkt ist hoch bewertet und wird derzeit mit einem Multiplikator von 30,8 auf Grundlage des Shiller-CAPE gehandelt. Er tendiert im Durchschnitt ein Jahr nach der maximalen Inversion der Renditekurve im Bereich zwischen zehn und zwei Jahren nach unten. Das untermauert unsere pessimistische Einschätzung sowohl für den Gewinn pro Aktie als auch für den Rückgang der Bewertungen in den nächsten sechs bis zwölf Monaten. Das größte Aufwärtsrisiko für unser Basisszenario ist die Möglichkeit eines starken Anstiegs der Bewertungen am breiten Aktienmarkt. Dies würde durch einen steilen Rückgang der Realrenditen ausgelöst, wenn die US-Notenbank die Zinsen senkt, weil die Inflation während einer weichen Landung der Konjunktur in Richtung des Zielwerts zurückgegangen ist.

Abbildung 9: S&P 500 Index nach der maximalen Inversion der Renditekurve zwischen 10 und 2 Jahren: Folgt die US-Notenbank der Vorlage der Volcker-Ära?



Quelle: LSEG Datastream

Ausblick für Währungen: Dollar lässt Höchststand hinter sich, Yen wertet auf

Unseres Erachtens ist der US-Dollar überbewertet. Er wird derzeit mit einem Aufschlag von 18 % in Bezug auf die relative Kaufkraftparität gehandelt. Auch mit Blick auf die Zinsdifferenz gegenüber dem Euroraum im 2-jährigen Laufzeitbereich sollte der Wechselkurs zwischen Euro und Dollar eher zwischen 1,15-1,20 liegen. Wir gehen davon aus, dass die Dollar-Rallye ihren Höhepunkt überschreitet, wenn die US-Notenbank sich der Zinssenkungsphase nähert und dabei der EZB zuvorkommt. Ein weiteres interessantes Währungspaar, das man 2024 im Auge behalten sollte, ist Dollar-Yen. Denn der Abschlag des Yen in Bezug auf die relative Kaufkraftparität hat mit 34 % inzwischen sogar den Rekordstand von 1982 überschritten. Auslöser für eine Yen-Aufwertung könnten externe Faktoren sein, beispielsweise wenn die US-Notenbank beginnt, ihren Leitzins zu senken, oder wenn es zu Zuflüssen in als sicher geltende Assets aufgrund geopolitischer Turbulenzen kommt. Interne Auslöser könnten der wahrscheinliche Ausstieg der Bank of Japan aus ihrer langjährigen Negativzinspolitik im Jahr 2024 sein.

5. Zusammenfassung

WEGWEISER FÜR 2024

	Checkliste	Aktuell	Erwartungen auf Sicht von 12 Monaten
Während die Unternehmenserträge stabil waren, haben Aktien zwar den höheren Zinsen im Jahr 2023 getrotzt, doch sind sie gesunken, da die Kurse auf die Herabstufung des erwarteten Gewinns pro Aktie reagieren.	Bewertungen	● ● ●	● ● ●
Die Unternehmensgewinne haben überrascht und es gab Hinweise auf eine Erholung der Margen. Allerdings müssen sich die Auswirkungen der gestiegenen Zinsen erst noch in vollem Umfang materialisieren. Die Konsensschätzungen sind viel zu optimistisch, was die globalen Gewinnaussichten für 2024 betrifft.	Unternehmensgewinne	● ● ●	● ● ●
Der fiskalpolitische Impuls wird wahrscheinlich bis 2024 nachlassen, auch wenn er im Umfeld der Wahlen in den USA und in der EU netto betrachtet expansiv bleiben dürfte.	Fiskalpolitik	● ● ●	● ● ●
Die Leitzinsen dürften für längere Zeit auf höherem Niveau verharren, da sich die Reduzierung der Kerninflation auf ein Niveau von 2-2,5 % als schwierig erweist.	Geldpolitik	● ● ●	● ● ●
Zu rechnen ist weiterhin mit einer von Skepsis getriebenen Versteilerung der Renditekurve – ein Rezessionssignal. Die Neubewertung der Rezessionsrisiken und die turbulente geopolitische Lage dürften dazu führen, dass die langfristigen Anleihenrenditen 2024 ihren Höhepunkt erreichen. Die Aussichten für das kurze Ende der Renditekurve im Jahr 2024 sind besser.	Steilheit der Renditekurve	● ● ●	● ● ●
Die Anleihen-Spreads werden sich wahrscheinlich ausweiten, wenn das Rezessionsrisiko in den Jahren 2024 und 2025 sowie die erschwerten Refinanzierungsbedingungen in die Bewertungen einfließen. Möglicherweise ergibt sich Ende 2024 ein guter Einstiegszeitpunkt für High-Yield-Anleihen. Allerdings sind Investment-Grade-Anleihen gegenüber Hochzinspapieren attraktiv bewertet, auch wenn sie zunächst weiterhin unter Gegenwind auf Durationsebene leiden könnten.	Spreads	● ● ●	● ● ●
Der US-Dollar erscheint gemessen an der Abweichung von der relativen Kaufkraftparität teuer. Er dürfte auf Grundlage der Zinsdifferenzen zum EUR auf einem Niveau von etwa 1,15 bis 1,20 herum gehandelt werden. Er bleibt jedoch der einzige „sichere Hafen“ in den USA, da mangelnde fiskalpolitische Disziplin die Anleihenurse über wieder zunehmende Laufzeitprämien beeinträchtigt. Der Yen wird wahrscheinlich gegenüber dem Dollar aufwerten.	US-Dollar	● ● ●	● ● ●
Bei einer leichten Rezession wird der Ölpreis wahrscheinlich sinken. Aufgrund geopolitischer Unsicherheiten besteht aber weiterhin ein erhebliches Aufwärtsrisiko.	Öl/Energiepreise	● ● ●	● ● ●
Die Refinanzierungsbedingungen dürften sich 2024 verschärfen. Probleme könnten sich vor allem bei Leveraged Loans und Immobilien ergeben.		● ● ●	● ● ●
Die Eigenheimmärkte werden sich wahrscheinlich abkühlen, weil die Erschwinglichkeit von Wohnraum abnehmen und die Zahl der Zahlungsausfälle zunehmen dürfte.	Eigenheimmarkt	● ● ●	● ● ●
Die Arbeitslosenquoten in den USA und im Euroraum dürften bis Ende 2024 um 1 bis 2%-Punkte steigen, da die straffere Geldpolitik negative Effekte zeigt.	Arbeitsmarkt	● ● ●	● ● ●

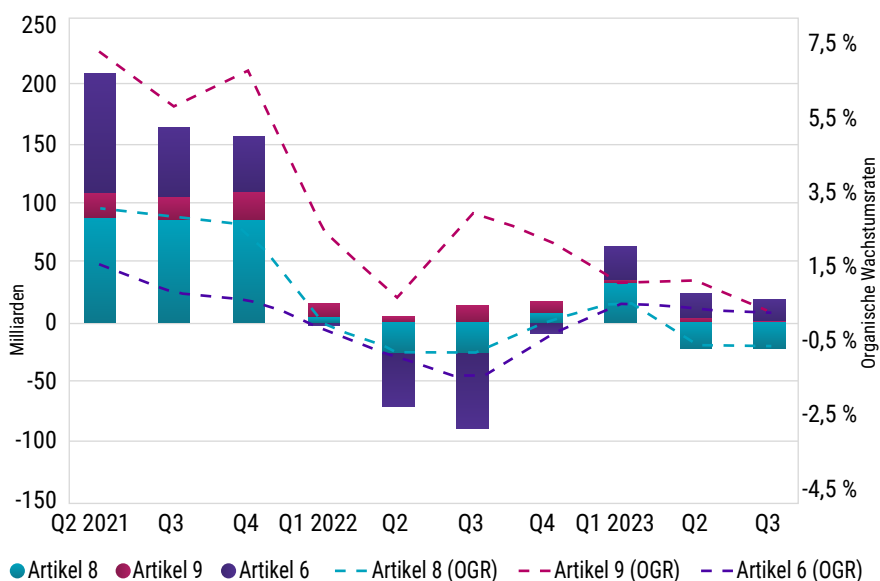
Sustainable Investing Outlook

Auch wenn nachhaltige Anlagen im Jahr 2023 erheblichem Gegenwind ausgesetzt waren, sehen wir langfristig eine feste Verankerung des Themas Nachhaltigkeit in anstehenden Vorschriften sowie bei Anleiheemissionen und auf Aktionärsversammlungen.

1. Einführung: Gewisse Hemmnisse, aber langfristig regulatorische Unterstützung für SI

Nachhaltige Investments waren 2023 einigem Gegenwind ausgesetzt. Erstens gab es in den USA einen durch die politische Stimmung ausgelösten Rückschlag in punkto ESG, der die Unternehmen und Anleger gemäß den Schlagzeilen erheblich beeinträchtigte. Zweitens waren nachhaltige Fonds, die in der Regel weniger in fossile Brennstoffe und mehr in Unternehmen im Bereich Erneuerbare Energien investieren, nach vielen Jahren guter Wertentwicklung von rückläufigen Ergebnissen betroffen. Die hohen Öl- und Gaspreise begünstigten Unternehmen aus dem Bereich fossiler Energieträger. Gleichzeitig machten die höheren Zinsen Projekte im Sektor Erneuerbare Energien in einer ohnehin schon hart umkämpften Branche unrentabel. Die schlechtere Entwicklung spiegelte sich in den Kapitalzuflüssen in nachhaltig ausgerichtete Fonds wider, die erstmals seit langem hinter denen bei traditionellen Anlagen zurückblieben (Abbildung 1).

Abbildung 1: Vierteljährliche Mittelflüsse in Fonds gemäß Artikel 8 und 9 (nachhaltig) bzw. gemäß Artikel 6 (nicht nachhaltig)



Quelle: Morningstar Direct. Datenstand: September 2023. Auf Grundlage von SFDR-Daten, die anhand von Prospekten für 97,6 % der in der EU zum Verkauf stehenden Fonds erhoben wurden, ohne Geldmarktfonds und Feeder-Fonds.

Flaut der Anti-ESG-Trend wieder ab?

Wir wissen, dass die meisten Finanzinstitute trotz der Schlagzeilen und Anti-ESG-Rhetorik weiterhin viel für die Nachhaltigkeit und insbesondere für das Klima tun. In den USA ist jedoch ein „Green Hushing“ im Gange. Dabei ersetzen ESG-Strategien den Begriff „ESG“ durch „Klima“ oder „Dekarbonisierung“ usw., ohne dass die Strategie geändert wird, um politischen Druck zu vermeiden. Monetäre Anreize wie im Rahmen des Inflation Reduction Act (IRA) und staatliche Subventionen schaffen neben positiven Klimaeffekten auch spürbare wirtschaftliche Vorteile, das gilt auch für viele republikanisch dominierte US-Bundesstaaten. Unterdessen arbeitet die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC an Leitlinien für Unternehmen, die künftig über Klimarisiken Bericht erstatten sollen.

“Die nächsten Generationen erwarten weiterhin, dass die Finanzinstitute ihren Einfluss nutzen, um die nachhaltige Entwicklung voranzubringen

Ob die Anti-ESG-Tendenzen nach den Wahlen an Einfluss verlieren wird, hängt auch von deren Ergebnis ab. Bei unveränderter US-Regierung sollten Steuergutschriften ein Mechanismus für Veränderungen bleiben. Bei einem anderen Wahlausgang erwarten wir jedoch nicht, dass laufende Projekte eingestellt oder eingeschränkt werden. Schon vor der Einführung des IRA wurde enorm viel im Bereich Erneuerbare Energien investiert, und das trotz einer republikanischen Regierung. Das wird wahrscheinlich auch jetzt der Fall sein. Was die Rhetorik angeht, ist diese schwer vorherzusagen. Wir erwarten jedoch, dass die Anti-ESG-Tendenzen zumindest in sozialer Hinsicht stark bleiben werden.

Was erwarten wir in Bezug auf Zuflüsse in nachhaltige Fonds und deren Wertentwicklung? Angesichts des beträchtlichen Risikos, dass der Ölpreis im Jahr 2024 trotz Wachstumsabschwächung länger hoch bleibt, wird die Wertentwicklung nachhaltiger Fonds 2024 möglicherweise noch nicht den Wendepunkt erreichen. Das könnte dazu führen, dass die Mittelzuflüsse (noch) nicht wieder das frühere Niveau erreichen. Unterdessen gibt es nach wie vor gute nachhaltige Anlagemöglichkeiten. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur werden bis 2023 rund 500 Gigawatt an erneuerbaren Erzeugungskapazitäten hinzukommen. Allein für den Zubau von Solaranlagen wird täglich mindestens 1 Milliarde US-Dollar ausgegeben. Auch wenn die Wind- und die Solarbranche von starkem Wettbewerb geprägt sind und derzeit weniger attraktiv erscheinen, gibt es in der Lieferkette dieser Unternehmen sehr attraktive Anlagechancen. Dies gilt z.B. im Bereich der Software für Stromnetzausrüstungen, wo die Nachfrage die Erwartungen übertreffen dürfte und die Eintrittsbarrieren viel höher sind.

Die langfristige Entwicklung hin zu mehr Nachhaltigkeit wird nach wie vor durch mehrere wichtige Trends unterstützt:

- **Regulatorisch getriebene Nachfrage:** Sowohl in den USA als auch weltweit drängt die Gesetzgebung nach wie vor auf mehr, nicht weniger Lösungen im Bereich Nachhaltigkeit. Wir gehen davon aus, dass bald Regelungen folgen werden, die dem Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (GBF)² entsprechen. Die schädlichen Folgen des Klimawandels werden immer deutlicher spürbar, und der Verlust an Biodiversität folgt dicht dahinter.³
- **Kundengetriebene Nachfrage:** Die Nachfrage der Endkunden nach nachhaltigen Anlagen ist nach wie vor hoch – die Emission „grüner“ Wertpapiere, z.B. Green Bonds, trägt zu diesem Trend bei.
- **Gesellschaftliche Nachfrage:** Die nächsten Generationen erwarten weiterhin, dass die Finanzinstitute ihren Einfluss nutzen, um die nachhaltige Entwicklung voranzubringen, beispielsweise indem sie mit Unternehmen zusammenarbeiten und auf Aktionärsversammlungen für Klimaschutzmaßnahmen stimmen.

² Das auf der Klimakonferenz COP15 im Dezember 2022 verabschiedete Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework legt einen ehrgeizigen Pfad zur Erreichung der globalen Vision einer im Einklang mit der Natur befindlichen Welt bis 2050 fest. Dieser beinhaltet auch kurzfristigere Ziele bis 2030.

³ Unser Global Climate Survey 2023 zeigt, dass Klimawandel und Biodiversität bei den Anlegern ganz oben auf der Agenda stehen.

2. Die fünf wichtigsten Vorschriften zu SI

Die Regulierung im Bereich der Nachhaltigkeit hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Dazu gehören nicht nur Vorschriften zur Offenlegung für Anleger und Unternehmen, wie die europäische SFDR,⁴ die CSRD⁵ und die US SEC Climate Disclosure Regulation,⁶ sondern auch branchenspezifische Vorschriften, die das Verhalten von Unternehmen ändern und den Wandel in der Realwirtschaft vorantreiben sollen. Bei der Durchsicht der Rechtsvorschriften im Bereich Nachhaltigkeit findet man über 40 verschiedene Gesetze in unterschiedlichen Entwicklungsstadien zu verschiedenen sozialen und ökologischen Themen. Dazu gehören CO2-Emissionen, Abholzung, Arbeitnehmerrechte, Schutz der Privatsphäre der Verbraucher, Gesundheitsfürsorge und finanzielle Allgemeinbildung. Diese Themen werden im Rahmen zahlreicher Mechanismen wie Berichterstattung, Steuern, Handelssysteme und Verhaltensnormen angegangen.

Ein Großteil der Vorschriften stammt von der EU. Doch auch in den USA gibt es eine Vielzahl von Vorschriften in Bezug auf Nachhaltigkeit (oft eher auf bundesstaatlicher als auf föderaler Ebene), und auch Länder in Asien und Lateinamerika sind hier vertreten. Zudem reichen die Auswirkungen der in Europa und den USA entwickelten Vorschriften über multinationale Unternehmen und globale Lieferketten oft über die Landesgrenzen hinaus.

Die Analysten von Robeco für den Bereich SI haben einige der wichtigsten und bemerkenswertesten Vorschriften in Bezug auf Nachhaltigkeit ermittelt. Typischerweise stehen Nachhaltigkeitsziele auf lange Sicht im Einklang mit angestrebten wirtschaftlichen Ergebnissen. Allerdings sind die Unternehmen kurzfristig häufig mit der Notwendigkeit höherer Investitionsausgaben und/oder höheren operativen Kosten konfrontiert.

2021

- China: Gesetz zur Datensicherheit
- Japan: Revision der Corporate Governance

2022

- IRA
- USA: Uyghur Forced Labor Prevention Act

2023

- Japanische ETS
- USA: Cybersecurity Healthcare-Gesetzgebung
- Japan: Vorgaben zur Green Transformation
- Japan: Erweiterte Vorschriften bzgl. Angaben zum Humankapital für Unternehmen

2024

- CSRD
- USA: SEC Climate Disclosure Rule
- EU: Circular Battery Legislation
- EU: Network & Information Security-Vorschriften
- USA: National Drinking Water Regulation
- EU: Digital Markets Act

2025

- Hongkong: Climate Disclosure
- Deforestation Law
- China: Plastic Producer Responsibility Scheme
- EU: Building Energy Efficiency Directive Amendment IV

2026

- EU: CBAM
- CSDDD
- USA: Drug Pricing Discounts (IRA)

2030

- EU: Circular Textile Vision

2035

- EU: De facto-Verbot von Neuwagen mit Verbrennungsmotor

Unklarer Zeitrahmen

- EU: Ecodesign for Sustainable Product Regulation
- EU: Green Claims Directive
- USA: Green Guides Update
- EU: Critical Minerals Act
- EU: Waste Directive
- KI-Regulierung

⁴Die Sustainable Finance Disclosure Regulation fördert die Transparenz der Finanzmarktteilnehmer gegenüber Investoren.

⁵Die Corporate Sustainability Reporting Directive verlangt von großen börsennotierten Unternehmen, über die sozialen und ökologischen Risiken, denen sie ausgesetzt sind, sowie über die Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit auf Mensch und Umwelt zu berichten. Sie ersetzt die frühere Non-financial Reporting Directive.

⁶Die SEC Climate Disclosure Rule beinhaltet neue Regeln für die Offenlegung klimabezogener finanzieller Risiken in der Berichterstattung an die SEC. Börsennotierte Unternehmen müssen Angaben zu ihrem Klimarisikomanagement und ihren Treibhausgasemissionen in ihren Registrierungs- und Jahresberichten machen.

1

Der IRA in den USA aus dem Jahr 2022 ist weiterhin die finanziell relevanteste Vorschrift im Energiesektor. CO₂-Abscheidung, -Nutzung und -Speicherung (CCUS) erhielten großen Schub in Form finanzieller Anreize. Angesichts weiterer Warnungen vor irreversiblen Klimaschäden im Jahr 2023 dürften die Investitionen in CCUS-Projekte 2024 nach wie vor steigen.

Unternehmen in den Bereichen Exploration, Produktion und Raffinerie verfügen über eine gute Ausgangsposition zur Nutzung dieser Chance, da sie über das Wissen, die Größenvorteile und die Ressourcen verfügen. Nachhaltige Kraftstoffe für den Flugverkehr sind derzeit ein heiß diskutiertes Thema. Derzeit basiert weniger als 1 % des Flugbenzins auf biologischen Grundlagen. Das Potenzial in diesem Bereich ist jedoch weit größer, da die Luftfahrtbranche ihre Emissionen bis 2030 um 65 % senken muss.⁷ Andere Regierungen werden wahrscheinlich mit Anreizen für nachhaltiges Flugbenzin nachziehen.

Der IRA hat auch Auswirkungen auf den US-Gesundheitssektor, obwohl das Ziel, Medikamente erschwinglicher zu machen, die Preissetzungsmacht der Pharmaunternehmen dämpfen wird. Die Auswirkungen werden zwar erst spürbar, wenn die Exklusivitätsrechte für Arzneimittel auslaufen. Im Jahr 2024 werden die Unternehmen jedoch mehr über die Preisnachlässe erfahren, die im Jahr 2026 gelten werden. Schon jetzt beeinflusst der IRA die Innovationsstrategien der biopharmazeutischen Unternehmen. Sie evaluieren ihre in Entwicklung befindlichen Medikamente neu, um angesichts der neuen Richtlinien für die Preisgestaltung größeren und schnelleren Erfolgen den Vorrang zu geben.

2

Die EU-Verordnung über Lieferketten ohne Entwaldung wird Ende 2024 für große Unternehmen in Kraft treten. Sie wird voraussichtlich erhebliche Auswirkungen auf die Lieferketten von Konsumgüterunternehmen haben, was in den nächsten ein bis zwei Jahren für allgemeinen Inflationsdruck sorgen könnte. Lebensmittelhersteller, Einzelhändler und Restaurantbetreiber müssen ihre produktbezogene Sorgfaltspflicht bei Rohstoffen (Holz, Palmöl, Rinder, Soja, Kakao, Kaffee) ausweiten, um nachzuweisen, dass sie ohne Entwaldung gewonnen wurden.

Das verwendete Ausgangsmaterial muss durch Satellitenüberwachung bis auf die einzelne Parzelle zurückverfolgt werden können. Alternativ muss nachgewiesen werden, dass kein Verstoß gegen abholzungsrelevante Gesetze der Lieferländer oder gegen UN-Menschenrechtsvorschriften vorliegt. Unternehmen mit fortschrittlicher Rückverfolgbarkeit der Lieferkette oder solche, die bereits mit nachhaltigeren Lieferanten zusammenarbeiten, werden wahrscheinlich einen Vorteil haben. Gleichzeitig könnten Marken mit starker Preissetzungsmacht in der Lage sein, die damit verbundenen Kosten (teilweise) an die Verbraucher weiterzugeben.

Andere werden alternative Lieferketten entwickeln müssen, was zeitaufwendig und teuer sein kann. Da nachhaltig erzeugte Materialien bereits hohe Preise haben, könnte dies die Kosten für Lebensmittel und andere Konsumgüter erhöhen. Nach 2024 wird die EU-Richtlinie über die Sorgfaltspflicht von Unternehmen im Bereich Nachhaltigkeit (Corporate Sustainability Due Diligence Directive, CSDDD) die Anforderungen auf Menschenrechte sowie weitere Umweltaspekte ausweiten.

⁷ IATA: <https://www.iata.org/en/pressroom/pressroom-archive/2021-releases/2021-10-04-03/>

3

Im Immobiliensektor steht die Version 4 der Energy Performance of Buildings Directive (EPBD) an. Das Gesetzesvorhaben soll 2025 in Kraft treten. Darin vorgesehen sind strengere Kriterien für neue und alte Gebäude, die Einführung von Anforderungen für Null-Emissions-Gebäude, Berechnungen des Lebenszyklus-Potenzials der globalen Erwärmung und Mindeststandards für die Energieeffizienz. Immobilieninvestoren werden im Jahr 2024 schnell handeln müssen, um ihre Portfolios zu überprüfen und gegebenenfalls Modernisierungen vorzunehmen, um Wertminderungen zu vermeiden.

4

Auch wenn dies in den nächsten 12 Monaten weniger wahrscheinlich ist, sollten langfristig orientierte Anleger auf das Inkrafttreten von Vorschriften im Zusammenhang mit Rohstoffen achten. Beispielsweise wird sich der EU Critical Raw Materials Act in mehreren Wirtschaftszweigen auswirken. Sein Ziel ist es, eine sichere und nachhaltige Versorgung mit wichtigen Metallen und sonstigen Rohstoffen in Europa zu gewährleisten, das Recycling zu fördern und zur Erreichung der EU-Klimaziele beizutragen.

Metallproduzenten, die bereits Recycling praktizieren, werden für den Übergang gut gerüstet sein. Andere werden lange vor dem Einführungsdatum 2030 nachziehen müssen, wenn sie wettbewerbsfähig sein wollen. Für Branchen, die auf die Versorgung mit kritischen Metallen angewiesen sind, z.B. die Bereiche Technologie-Hardware und Halbleiter, ist mittelfristig erhöhter Kostendruck zu erwarten, wenn die lokalen Angebotskapazitäten nicht schnell genug aufgebaut werden können, um die Nachfrage zu decken.

5

Der Carbon Border Adjustment Mechanism der EU – der „weltweit erste CO₂-Einfuhrzoll“ – trat im Oktober 2023 in Kraft. Ab sofort müssen Sektoren mit hohen Emissionen (Zement, Düngemittel, Eisen und Stahl, Aluminium, Wasserstoff und Strom) die Menge an CO₂-Emissionen angeben, die mit ihren in die EU importierten Produkten verbunden sind. Während ein CO₂-Preis erst ab 2026 erhoben wird, wenn alle Sektoren einbezogen sind, werden die Unternehmen (und ihre Investoren) in den nächsten ein bis zwei Jahren versuchen, die finanziellen Folgen zu quantifizieren. Recycler und Hersteller kritischer Rohstoffe sind ebenfalls in einer guten Position, während Verursacher hoher CO₂-Emissionen mit höheren Kosten rechnen müssen.

Diese fünf zentralen Vorschriften sind nur ein Ausschnitt der zahlreichen und komplexen bevorstehenden, auf Nachhaltigkeit ausgerichteten regulatorischen Änderungen, die das Verhalten und den Betrieb von Unternehmen im Jahr 2024 verändern werden. Regulierungen benötigen oft eine jahrelange Entwicklung. Doch Anleger müssen sich über die Auswirkungen neuer Vorschriften im Klaren sein, lange bevor sie in Kraft treten.

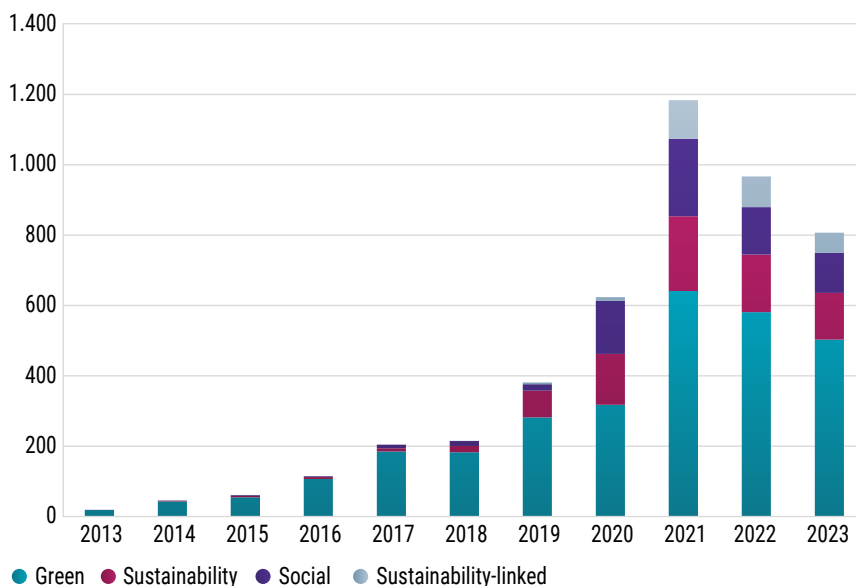
Viele dieser regulatorischen Entwicklungen werden die Unternehmen zwingen, die Kosten zu tragen, die sie bisher auf die Allgemeinheit abwälzen konnten. Und für sich wandelnde Geschäftsmodelle muss Kapital eingeplant werden, um in nachhaltige Lösungen investieren zu können. Dies ermöglicht der wachsende Markt für ESG-Anlagen.

3. Prognose des Marktwachstums bei ESG-Anleihen im nächsten Jahr

Das Emissionsvolumen bei ESG-Anleihen (auch als GSS+-Anleihen bezeichnet)⁸ wird im nächsten Jahr voraussichtlich zunehmen. Ob es jedoch ein Rekordniveau wie 2021 erreichen wird, hängt von Angebot und Nachfrage ab. Auf der Angebotsseite werden die Unternehmen angesichts der für 2024 erwarteten sinkenden Zinsen eher bereit sein, ihre Nachhaltigkeitspläne zu niedrigeren Kosten zu finanzieren. Dies könnte sich positiv auf das Wachstum des ESG-Anleihenmarktes auswirken. Darüber hinaus könnten die anhaltende Anti-ESG-Tendenzen in den USA ein langsames Emissionswachstum zur Folge haben. Wir gehen jedoch davon aus, dass das hohe Potenzial in der asiatisch-pazifischen Region und anderen Schwellenländer dies kompensieren wird. Zudem erwarten wir, dass die Emissionsaktivität in Europa stark bleibt.

Auf der Nachfrageseite dürften regulatorische Entwicklungen wie der EU Green Bond Standard (der im Oktober 2023 verabschiedet wurde und voraussichtlich Ende 2024 in Kraft tritt) und die große Zahl von Taxonomien, die in Schwellenländern wie Brasilien und Mexiko entstehen, die Transparenz erhöhen und das Anlegerinteresse beflügeln. Darüber hinaus wird ein schwindendes „Greenium“ (Kreditkostenunterschied zwischen ESG- und Nicht-ESG-Anleihen) ein relevantes Signal für einen reifenden Markt darstellen und Investoren zu verstärktem Engagement veranlassen. Dies steht im Einklang mit dem zunehmenden Interesse an Impact-Investing-Strategien und dem Wunsch, Einsatz im Bereich Nachhaltigkeit zu zeigen.

Abbildung 2: Emissionsvolumen von ESG Bonds nach Typ (in Mrd. US-Dollar)



Quelle: Bloomberg NEF. Stand der Information: September 2023 (Daten für 2023 betreffen das lfd. Jahr). Nur zur Veranschaulichung. Die Daten repräsentieren keine spezifische Anlagestrategie von Robeco.

⁸ Sogenannte Green, Social, Sustainability und Sustainability-linked Bonds werden auch als thematische Anleihen, GSS-, GSS+, ESG- oder nachhaltige Anleihen bezeichnet. (World Bank, 2022).

Wir gehen davon aus, dass das Wachstum des Emissionsvolumens in den verschiedenen Segmenten unterschiedlich ausfallen wird. Dabei dürfte der Bereich der Green Bonds am dynamischsten bleiben. Darüber hinaus rechnen wir mit einer zunehmenden Diversifikation bei den Verwendungszwecken der Erlöse von Green Bonds. Während die Abmilderung des Klimawandels nach wie vor die wichtigste Kategorie ist, fließen auch umfangreiche Mittel in Projekte, welche die biologische Vielfalt oder die Meereswirtschaft betreffen („Blue Bonds“). Dieser Trend dürfte sich fortsetzen. Die kürzlich von einer Gruppe von ICMA- und UN-Organen herausgegebenen Leitlinien für Blue Bonds sollten die Qualität und das Emissionsvolumen dieser Instrumente weiter fördern.

Beim Absatz von Social und Sustainability Bonds rechnen wir ebenfalls mit einem Anstieg, wenn auch langsamer. Darin spiegelt sich das Interesse von Emittenten aus dem asiatisch-pazifischen Raum (z. B. Südkorea, Japan) bzw. von supranationalen Institutionen wider. Schließlich könnte sich das Volumen neu begebener Sustainability-linked Bonds sogar noch stärker erholen als 2023, da mehr Emittenten die Empfehlungen von ESMA und ICMA umsetzen dürften. Dadurch wird die Struktur dieser Anleihen verbessert und das Vertrauen der Anleger gestärkt.

4. Aktionärsaktivitäten: Was ist von der Hauptversammlungssaison 2024 zu erwarten?

Mit der zunehmenden Bedeutung von Nachhaltigkeit sind die Aktionäre bei der Wahrnehmung ihrer Eigentumsrechte aktiver geworden. Zum einen hat die Teilnahmequote zugenommen, zum anderen ändern die Aktionäre auch ihre Einstellung zu den Themen, die sie ansprechen wollen. Anträge von Aktionären sind in der Regel eine zuverlässige Annäherung an das, was institutionelle Anleger beschäftigt.

Das Thema Klimawandel hat in den letzten Jahren viel Aufmerksamkeit auf sich gezogen und wird das auch weiterhin tun. Anträge zu Chancengleichheit, Diversitätspolitik, Finanzierungsfragen und Preispolitik bei Impfstoffen spiegeln jedoch dringende gesellschaftliche Fragen wider. Obwohl bisher keine Anträge eingereicht wurden, deuten erste Anzeichen darauf hin, dass Klimafragen auch 2024 ein Schwerpunktthema sein werden. Steuertransparenz und Künstliche Intelligenz – Themen, die seit langem Teil des Engagementprogramms von Robeco sind – haben in letzter Zeit das Interesse diverser Anleger geweckt. Wir rechnen damit, dass weitere Anträge dazu eingereicht werden.

Rückkehr zur Vernunft?

In dem Maß, in dem sich in den Diskussionen der Aktionäre breitere gesellschaftliche Anliegen widerspiegeln, haben diese Diskussionen auch an Polarisierung und Politisierung zugenommen. Dies hat zu einer sogenannten Anti-ESG-Bewegung geführt, die sich gegen die Idee wendet, dass ESG-Aspekte im Investmentsektor Platz finden sollten. Es wurden mehrere Aktionärsanträge eingereicht, um sich gegen CEOs zu wenden, die zu „woke“ geworden waren und die der Wahrnehmung nach eine umfassendere Perspektive anstrebten, als sich nur auf das finanzielle Ergebnis auszurichten.

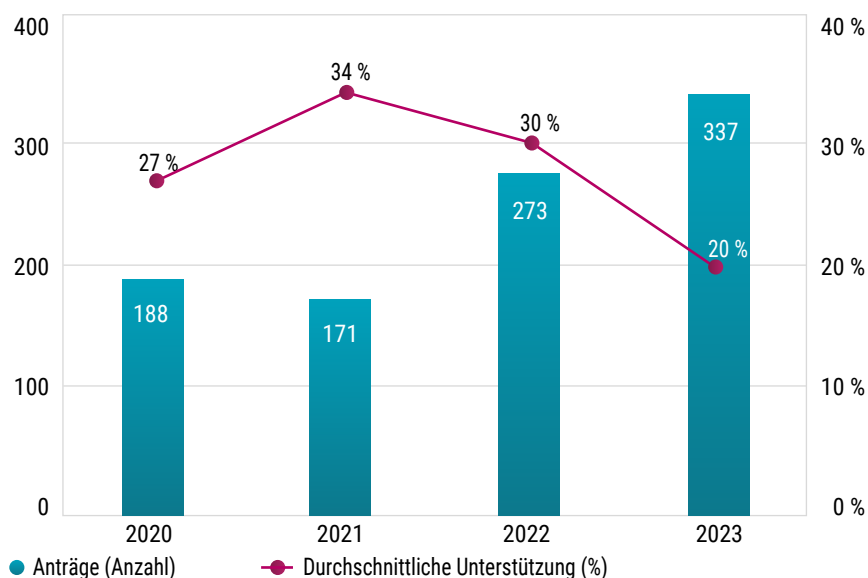
Andererseits sind einige ESG-affine Aktionäre frustriert über die langsamen Fortschritte bei Themen wie Klimawandel und Sustainable Development Goals. Dies veranlasst sie oft dazu, ihr Engagement zu verstärken und bei Abstimmungen stärkere Positionen einzunehmen. Ungeachtet dessen scheint der Aufwärtstrend bei der Unterstützung von Anträgen zu ökologischen und gesellschaftlichen Themen in den letzten zwei Jahren nachgelassen zu haben (siehe Abbildung 3). Dabei konzentriert sich die öffentliche Debatte auf das äußerste Ende des Spektrums und es besteht ein unzureichender Fokus auf praktische Fortschritte. Um das Bild zu verändern, sollte sich die Diskussion nicht auf Meinungsverschiedenheiten konzentrieren, sondern auf mittelfristig erreichbare Ergebnisse und eine längerfristige Planung. Wir gehen davon aus, dass der Ton auf den Hauptversammlungen im Jahr 2024 im Vorfeld mehrerer wichtiger Wahlen auf Eskalation ausgerichtet sein wird, bevor eine Rückkehr zum konstruktiven Dialog erfolgt.

SRD 2.0

Infolge der Umsetzung der ergänzten Shareholder Rights Directive (SRD) sind Unternehmen in der EU ab 2020 verpflichtet, alle vier Jahre die Zustimmung der Aktionäre zu ihrer Vergütungspolitik einzuholen. Unternehmen, die einen laufenden Dialog mit ihren Aktionären über Vergütungspläne führen, vermeiden im allgemeinen unliebsame Überraschungen.

Diejenigen Unternehmen jedoch, welche die Unzufriedenheit der Anleger ignorierten und nicht die erforderliche Zustimmung einholten, wurden aufgrund unzureichender Beschlüsse in Vergütungsfragen zu weiteren Gesprächen zwischen Vergütungsausschüssen und Aktionären gezwungen. Da die Unternehmen alle vier Jahre die Zustimmung der Aktionäre zu ihrer Vergütungspolitik einholen müssen, wird es im Jahr 2024 wahrscheinlich weitere diesbezügliche Diskussionen geben. Das eröffnet die Gelegenheit, sich für Anreizstrukturen einzusetzen, die das Management mit den Bedürfnissen der Anleger in Einklang bringen, sowohl aus finanzieller als auch aus nachhaltiger Sicht.

Abbildung 3: Aktionärsanträge zu ökologischen und sozialen Themen: Zahl und durchschnittliche Unterstützung



Quelle: Morningstar Proxyvoting-Datenbank. Datenstand: 28. August 2023. Hinweis: Die Grafik zeigt die Daten für US-Unternehmen mit Geschäftsjahresende am 30. Juni.

5. Fazit: Den Wandel meistern

Auch wenn nachhaltige Anlagen im Jahr 2023 erheblichem Gegenwind ausgesetzt waren (und es ist nicht garantiert, dass der Wind 2024 wieder dreht), sehen wir langfristig eine feste Verankerung des Themas Nachhaltigkeit in anstehenden Vorschriften sowie bei Anleihenemissionen und auf Aktionärsversammlungen. Die fünf wichtigsten ESG-Vorschriften, die in diesem Kapitel erörtert werden, repräsentieren nur einen Ausschnitt der zahlreichen und komplexen, auf Nachhaltigkeit ausgerichteten regulatorischen Änderungen, die das Verhalten von Unternehmen im Jahr 2024 verändern und ihre operative Tätigkeit auf Dauer beeinflussen werden. Anleger aufgepasst! Das Interesse an ESG- und Sustainability Bonds wird weiterhin zunehmen. Das Verschwinden des „Greenium“, des Kostenvorteils von ESG-Anleihen gegenüber Anleihen ohne ESG-Profil, deutet auf einen reifenden Markt hin und könnte für eine stärkere Beteiligung der Anleger sorgen.

Und schließlich werden Befürworter und Gegner auf den Hauptversammlungen der Unternehmen weiterhin ESG-Aspekte in Form von Aktionärsanträgen ansprechen. Während sich die öffentliche Debatte auf die äußersten Enden des Spektrums konzentriert, sind wir der Ansicht, dass die praktischen Fortschritte nicht genügend Beachtung finden. Die Diskussion sollte konstruktiver sein und sich auf realisierbare Ergebnisse sowie den Blick nach vorn richten. Wir gehen jedoch davon aus, dass der Ton auf den Hauptversammlungen im Jahr 2024 angesichts bevorstehender wichtiger Wahlen weiter zur Eskalation neigen wird, bevor es wieder zu einem konstruktiven Dialog kommt.

Wichtige Informationen

Robeco Institutional Asset Management B.V. verfügt über eine Zulassung als Manager von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und alternativen Investmentfonds (AIFs) ("Fonds") der niederländischen Finanzmarktbehörde in Amsterdam. Diese Marketingunterlagen sind nur für professionelle Investoren vorgesehen. Diese sind definiert als Anleger, die professionelle Kunden sind bzw. beantragt haben, als solche behandelt zu werden, oder die nach jeweils geltendem Recht autorisiert sind, diese Informationen zu erhalten. Robeco Institutional Asset Management B.V. und/oder ihre verbundenen Unternehmen und Tochtergesellschaften („Robeco“) haften nicht für Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments resultieren. Wer diese Informationen nutzt und in der Europäischen Union Wertpapierdienstleistungen erbringt, trägt selbst dafür Verantwortung zu prüfen, ob es ihm nach den MiFID II-Bestimmungen gestattet ist, diese Informationen zu erhalten. Soweit diese Informationen als ein annehmbarer und angemessener geringfügiger nicht-monetärer Vorteile gemäß MiFID II anzusehen sind, müssen Nutzer dieser Informationen, die in der Europäischen Union Wertpapierdienstleistungen erbringen, die anwendbaren Bestimmungen zu Aufzeichnungspflichten und zur Offenlegung beachten. Der Inhalt des vorliegenden Dokuments basiert auf von uns als zuverlässig erachteten Informationsquellen, und es wird für diesen Inhalt keinerlei Gewährleistung übernommen. Das vorliegende Dokument ist ohne weitere Erklärungen nicht als vollständig zu betrachten. Meinungen, Schätzungen und Prognosen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wenn Sie unsicher sind, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokument soll professionelle Anleger allgemein über die spezifischen Kompetenzen von Robeco informieren, ist aber von Robeco nicht als Investmentanalyse erstellt worden. Es handelt sich dabei weder um Empfehlungen oder Ratschläge, bestimmte Wertpapiere oder Anlageprodukte zu kaufen oder zu verkaufen und/oder bestimmte Anlagestrategien zu verfolgen, noch um Empfehlungen zu rechtlichen, die Buchhaltung oder Steuern betreffenden Fragen. Sämtliche Rechte an den in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind und bleiben Eigentum von Robeco. Das vorliegende Dokument darf nicht vervielfältigt oder mit der Öffentlichkeit geteilt werden. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne Robecos vorherige schriftliche Zustimmung in irgendeiner Form oder mit irgendwelchen Mitteln vervielfältigt oder veröffentlicht werden. Geldanlagen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie vor einer Geldanlage, dass das anfänglich investierte Kapital nicht garantiert ist. Anleger sollten sicherstellen, dass sie die mit in ihrem Sitzland angebotenen Produkten oder Dienstleistungen von Robeco verbundenen Risiken vollständig verstehen. Sie sollten zudem ihre eigenen Anlageziele und ihre Risikobereitschaft berücksichtigen. Historische Renditen werden nur zum Zweck der Veranschaulichung angegeben. Der Preis von Fondsanteilen kann fallen oder steigen und die Entwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Falls sich die Währung, in der die bisherige Wertentwicklung angegeben wird, von der Währung des Landes unterscheidet, in dem Sie Ihren Wohnsitz haben, sollte Ihnen bewusst sein, dass die gezeigte Wertentwicklung auf Grund von Wechselkursschwankungen bei Umrechnung in Ihre lokale Währung zu- oder abnehmen kann. In den Zahlen zur Wertentwicklung sind im Wertpapierhandel für Kundenportfolios entstehende oder bei der Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen anfallende Gebühren und Kosten nicht berücksichtigt. Wenn nicht anders angegeben, ist die Performance i) nach Abzug von Gebühren auf der Basis der Transaktionspreise und ii) unter Wiederanlage der Dividenden. Weitere Details finden Sie im Fondsprospekt. Die Performance ist nach Abzug von Verwaltungsgebühren angegeben. Die in diesem Dokument genannten laufenden Gebühren entsprechen denen, die im aktuellen Geschäftsbericht des Fonds zum Ende des letzten Kalenderjahres angegeben sind. Das vorliegende Dokument richtet sich nicht und ist nicht bestimmt zur Weitergabe an Personen oder Rechtsträger, die Bürger oder Gebietsansässige eines Gebiets, Staates, Landes oder sonstigen Hoheitsgebiets sind, in dem eine solche Weitergabe, Veröffentlichung, Zurverfügungstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder Regulierungsbestimmungen verstoßen oder zur Entstehung einer Registrierungs- oder Zulassungspflicht für den Fonds oder Robeco Institutional Asset Management B.V. in dem betreffenden Hoheitsgebiet führen würde. Jede Entscheidung, Anteile an einem Fonds zu zeichnen, der in einem bestimmten Hoheitsgebiet angeboten wird, muss allein auf der Grundlage der im Prospekt enthaltenen Informationen getroffen werden, die von den in vorliegendem Dokument enthaltenen Informationen abweichen können. An einer Zeichnung von Fondsanteilen interessierte Personen sollten sich auch über potenziell geltende gesetzliche Erfordernisse und Devisenkontrollbestimmungen sowie Steuern in den Ländern informieren, deren Bürger oder Gebietsansässige sie sind oder in denen sie ihren Wohn- bzw. Geschäftssitz haben. In vorliegendem Dokument etwa enthaltene Fondsinformationen werden in ihrer Gesamtheit durch Verweis auf den Prospekt eingeschränkt, und dieses Dokument sollte stets zusammen mit dem Prospekt gelesen werden. Detaillierte Informationen zu dem Fonds und zu den mit diesem verbundenen Risiken sind im Prospekt enthalten. Der Prospekt und das Basisinformationsblatt für die Fonds von Robeco können kostenlos von den Robeco-Websites heruntergeladen werden.

Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Österreich

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger oder geeignete Gegenparteien i. S. d. Österreichischen Aufsichtsgesetzes bestimmt.

Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Deutschland

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger oder geeignete Gegenparteien i. S. d. deutschen Wertpapierhandelsgesetzes bestimmt.

Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Liechtenstein

Dieses Dokument wird ausschließlich an in Liechtenstein ansässige, ordnungsgemäß zugelassene Finanzintermediäre (wie z. B. Banken, Vermögensverwalter, Versicherungsgesellschaften, Dachfonds usw.) verteilt, die nicht beabsichtigen, auf eigene Rechnung in den/die im Dokument aufgeführten Fonds zu investieren. Diese Unterlagen werden von Robeco Switzerland Ltd. herausgegeben, Postanschrift: Josefstrasse 218, 8005 Zürich, Schweiz. LGT Bank Ltd., Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz, Liechtenstein, handelt als Vertreter und Zahlstelle in Liechtenstein. Der Prospekt, die Basisinformationsblätter, die Satzung, die Jahres- und Halbjahresberichte des bzw. der Fonds können kostenfrei vom Vertreter oder über die Website bezogen werden.

Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in der Schweiz

Das Sitzland des bzw. der Fonds ist Luxemburg. Dieses Dokument wird nur in der Schweiz an entsprechend berechnete Anleger verteilt, wie diese in den Bestimmungen des Schweizer Kollektivanlagengesetzes (KAG) definiert sind. Diese Unterlagen werden von Robeco Switzerland Ltd. herausgegeben, Postanschrift: Josefstrasse 218, 8005 Zürich, ACOLIN Fund Services AG, Postanschrift: Leutschenbachstrasse 50, 8050 Zürich, handelt als schweizerischer Vertreter des/der Fonds. UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zürich, Postanschrift: Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agierend als Zahlstelle in der Schweiz. Der Prospekt, die Basisinformationsblätter, die Satzung, die Jahres- und Halbjahresberichte des Fonds sowie die Liste der An- und Verkäufe, die der(die) Fonds während des Finanzjahres getätigt hat(haben), sind auf einfache Anfrage und kostenfrei von der Niederlassung des Schweizer Vertreters, ACOLIN Fund Services AG erhältlich. Die Prospekte werden außerdem auf der Website zur Verfügung gestellt.

Zusätzliche Informationen in Bezug auf Fonds/Dienstleistungen unter der Marke RobecoSAM

Robeco Switzerland Ltd mit der Postanschrift Josefstrasse 218, 8005 Zürich, Schweiz, ist von der Schweizer Finanzmarktaufsicht FINMA als Anlageverwalter für gemeinsame Anlagen zugelassen. Die Marke RobecoSAM ist eine eingetragene Handelsmarke der Robeco Holding B.V. Die Marke RobecoSAM dient der Vermarktung von Dienstleistungen und Produkten, in welche die Expertise von Robeco im Bereich des nachhaltigen Investierens (SI) einfließt. Die Marke RobecoSAM ist nicht als separate rechtliche Einheit zu verstehen.

© Q2/2023 Robeco

Der Investment Outlook 2024 wurde von **Peter van der Welle** (Multi-Asset Strategist) und **Colin Graham** (Head of Sustainable Multi-Asset Strategies) aus dem Multi-Asset-Team von Robeco erstellt. Der Ausblick für nachhaltige Investments wurde um die Beiträge von **Masja Zandbergen** (Head of Sustainability Integration), **Michiel van Esch** (Head of Voting), **Rachel Whittaker** (Head of Sustainable Investing Research), **Gino Betata** (FI Analyst/Researcher) und **Malene Christensen** (FI Analyst/Researcher) ergänzt.

**Mehr Informationen finden Sie auf
der Website von Robeco**