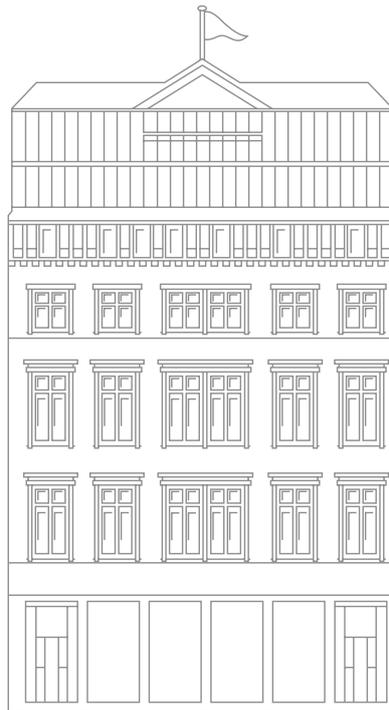

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2021

Klimawandel und Klimapolitik

VORWORT

Die Hoffnungen auf einen positiven Verlauf des Jahres 2021 haben sich bislang bestätigt. Das gilt sowohl hinsichtlich der Erfolge bei der Bekämpfung der Corona-Pandemie als auch mit Blick auf die globale Konjunktur und die Entwicklung der Aktienmärkte.

Nach großen Startschwierigkeiten haben die Länder des Euroraums bei den Corona-Impfungen deutlich aufholen können. In Deutschland sind inzwischen mehr als 50 Prozent der Bevölkerung mindestens einmal geimpft. Das ist zwar immer noch weniger als in den USA, aber der Abstand zwischen beiden Ländern hat sich deutlich verringert. Die Herdenimmunität ist noch nicht erreicht, aber der Impfschutz sollte zumindest ausreichen, um einer möglichen vierten Infektionswelle die Kraft zu nehmen.

Neben der positiven Entwicklung bei der Eindämmung des Virus profitiert die globale Konjunktur vor allem von den massiven fiskalischen Programmen in den USA. Die noch Ende letzten Jahres beschlossenen Corona-Hilfen und der Stimulus durch den „American Rescue Plan“ summieren sich auf gewaltige 2,8 Billionen US-Dollar. Dazu kommt ein weiterer Nachfrageschub, der sich aus dem Abbau der im vergangenen Jahr übermäßig hohen privaten Ersparnis in vielen Ländern ergeben könnte. Wir heben daher unsere Wachstumsprognosen für die USA und die Weltwirtschaft für das laufende Jahr an.

Der Übergang vom tiefen wirtschaftlichen Einbruch im vergangenen Jahr zum extrem starken Wachstum im laufenden Jahr verläuft allerdings nicht immer reibungslos. Bei Halbleitern, Stahl oder Holz gibt es Lieferengpässe. Verschiedene Rohstoffe wie Rohöl, Kupfer oder Eisenerz sind heißbegehrt, was die Preise steigen lässt. Insbesondere in den USA ist bereits ein deutlicher Preisdruck spürbar, der sich in einem kräftigen Anstieg der Inflationserwartungen niederschlägt. Die US-amerikanische Zentralbank spielt den Preisanstieg einerseits als temporär herunter, heizt aber die Inflationserwartungen gleichzeitig durch Äußerungen selbst an. Diese widersprüchliche Botschaft hat die Kapitalmärkte in den vergangenen Wochen durchaus irritiert.

Es gibt viele Gründe, warum der Inflationsdruck im zweiten Halbjahr tatsächlich abnehmen sollte. Und es mehren sich die Hinweise, dass die US-Notenbank schon sehr bald andeuten könnte, dass sie den

extrem expansiven Impuls langsam auslaufen lassen wird. Doch bevor es zu Leitzinserhöhungen kommt, werden zunächst die Anleihekäufe reduziert. Das dürfte zu weiter steigenden langfristigen Zinsen führen, aber noch nicht die Rallye an den Aktienmärkten beenden.

Mit Sorge betrachten manche Anleger auch die politischen Entwicklungen. In den USA bahnen sich höhere Steuern für Unternehmen und Privatpersonen mit hohem Einkommen an. Die Bundestagswahl im September dürfte ebenfalls neue politische Impulse bringen. Auch wenn der Ausgang momentan noch völlig offen ist, spricht vieles für eine Regierungsbeteiligung der Grünen. Mit Ausnahme der FDP zeigen sich alle Parteien offen für Steuererhöhungen.

Die Kapitalmärkte müssen ab dem zweiten Halbjahr also mit mehr Gegenwind durch eine langsam restriktivere Geldpolitik und steigende Steuern rechnen. Diese Aussichten dürften die Schwankungen an den Aktienmärkten erhöhen, aber noch kein Ende der positiven Marktentwicklung bedeuten. Nicht nur mangelnde Alternativen, sondern vor allem auch das extrem günstige weltwirtschaftliche Umfeld sprechen weiterhin für Aktien.

Ein weiteres Thema wird ab dem zweiten Halbjahr an Bedeutung gewinnen. Die Biden-Administration hat im Vergleich zur Trump-Präsidentschaft eine fulminante Kehrtwende beim Klimawandel vollzogen. Auch in Deutschland wird die Klimapolitik nach den Wahlen aller Voraussicht nach an Bedeutung gewinnen. Wir analysieren im Schwerpunktthema dieses Marktausblicks die Grundlagen der Klimapolitik und marktgerechte Lösungen. Auch für die Vermögensanlage ergeben sich Konsequenzen aus der wachsenden Bedeutung der Klimapolitik. Dabei geht es um wesentlich mehr als nur um Spekulationen, welche Unternehmen und Technologien sich angesichts der klimatischen Herausforderungen langfristig durchsetzen werden.



Thomas Fischer

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Juni 2021

Vorwort	1
Klimawandel und Klimapolitik	4
Klimapolitik: Eine Herkulesaufgabe	4
Emissionsrechtehandel	5
Perspektiven für Deutschland	7
Der Klimawandel am Kapitalmarkt	8
Konsequenzen für die Anlagestrategie	9
Fragen und Antworten zum Klimawandel	12
Konjunktur	15
Verbesserte Wachstumsaussichten	15
Inflationssorgen	16
Bundestagswahlen im September	17
Aktienmarkt	20
Neue Höchststände am Aktienmarkt	20
Der Aufschwung stützt die Gewinne	20
Leichter Gegenwind seitens der Bewertungen	21
Rentenmarkt	23
Die Fed auf schmale Grat	23
Fed vs. EZB	24
Rohstoffmarkt	25
Gold gerät unter Druck	25
Rohöl: Die Phase der Unterversorgung endet	25
Devisenmarkt	27
Der Euro hat noch etwas Luft nach oben	27
Immobilienmarkt	28
Gebäude und Bauwirtschaft tragen stark zu den globalen CO ₂ -Emissionen bei	28
Ökologische Nachhaltigkeit wird wertrelevant	29
Nachholbedarf in der Umsetzung	30
Beteiligungen	31
Rekordjahr bei Exits erwartet	31
Der SPAC-Hype als zusätzliche Chance	31
Die Suche nach langfristigem Kapital	32
Zunehmende Spezialisierung von Fonds	32
Buy & Build wird immer wichtiger	33
Asiens Anteil an Private Equity weiter steigend	33
Taktische Allokationsempfehlung	35
Impressum	36

KLIMAWANDEL UND KLIMAPOLITIK

Anfang November 2021 wird in Glasgow die 26. UN-Klimakonferenz stattfinden. Das erste Mal fand diese Veranstaltung 1995 in Berlin statt. Der damalige Bundeskanzler Helmut Kohl und die damalige Umweltministerin Angela Merkel plädierten für ein Klimaschutzprotokoll, was sich jedoch mit den USA, die zu diesem Zeitpunkt global die meisten Treibhausgase emittierten, nicht umsetzen ließ. „Dieses Thema ist in den Vereinigten Staaten einfach nicht auf dem Radarschirm. Das ist für uns eine sehr frustrierende Position“, klagte damals ein US-Vertreter.

Ende 1997 wurde in Kyoto dann tatsächlich ein Klimaschutzprotokoll mit verbindlichen Zielwerten für den Ausstoß von Treibhausgasen vereinbart. In der Nachfolge zu diesem Abkommen beschlossen 195 Staaten und die EU 2015 in Paris, die menschengemachte globale Erwärmung auf deutlich unter zwei Grad Celsius gegenüber vorindustriellen Werten zu begrenzen. Zur Erreichung dieses Ziels legen die Länder beabsichtigte Emissionswerte vor, um die Treibhausgase in der Atmosphäre zu reduzieren. Im Rahmen des Pariser Abkommens wird von jedem Land erwartet, alle fünf Jahre ambitioniertere nationale Ziele einzureichen.

Der Wiedereintritt der USA in das Pariser Klimaabkommen, aus dem das Land unter Präsident Trump Mitte 2017 ausgeschieden war, war eine der ersten Amtshandlungen des neuen Präsidenten Biden. Das Thema Klimawandel ist nicht nur in den USA auf dem Radarschirm der Menschen angekommen (auch wenn dies dort in erster Linie für die Wähler der Demokraten gilt). Eine breite Mehrheit der Menschen sieht sich laut einer aktuellen Umfrage, dem „Peoples‘ Climate Vote“, durch den Klimawandel bedroht. Fast zwei Drittel der weltweit 1,2 Millionen Befragten sagen, die Welt stehe vor einem „globalen Notfall“. Bei dieser bislang größten Umfrage der Vereinten Nationen wurden Menschen verschiedener Altersklassen aus 50 Ländern befragt, in denen mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung lebt.

Der Klimawandel hat sich auch in Deutschland zu einem Thema entwickelt, das die politische und wirtschaftliche Agenda der nächsten Jahre prägen dürfte. Die Grünen, die sich für eine engagiertere Klimapolitik stark machen, werden bei den Bundestagswahlen im September voraussichtlich die einzige Partei sein, die gegenüber der letzten

Bundestagswahl deutliche Stimmenzuwächse verzeichnen kann. Mit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Klimaschutzgesetz ist zudem der rechtliche Druck gestiegen, konkretere Handlungsschritte in der langfristigen Klimapolitik zu beschließen.

Die Auswirkungen der Klimapolitik werden so weitreichend sein, dass sie auch bei der Vermögensanlage und -planung beachtet werden müssen. Dazu gehen wir in drei Schritten vor. Im ersten Schritt diskutieren wir die Herausforderungen, vor denen die Klimapolitik aktuell steht. Im zweiten Schritt analysieren wir mit dem Zertifikatehandel einen marktgerechten Weg, wie Klimapolitik betrieben werden kann. Im dritten Schritt diskutieren wir, welche Kapitalmarktstrategie geeignet ist, um richtig auf die klimapolitisch ausgelösten Veränderungen zu reagieren.

Klimapolitik: Eine Herkulesaufgabe

Der Klimawandel ist nicht das Ergebnis einer bewussten und intendierten Zerstörung der Umwelt durch den Menschen. Er ist vielmehr das Nebenprodukt einer industriellen Wirtschaftsweise, die die materiellen Lebensbedingungen der meisten Menschen erheblich verbessert hat. Aus ökonomischer Sicht handelt es sich beim Klimawandel um einen **negativen externen Effekt**. Er ist das Ergebnis ökonomischer Entscheidungen auf die Umwelt, für die niemand bezahlt oder einen Ausgleich erhält. Externe Effekte werden nicht in das Entscheidungskalkül des Verursachers einbezogen. Um dieses Problem marktgerecht zu lösen, müssen Mechanismen wie Umweltsteuern oder handelbare Emissionsrechte geschaffen werden, die zu einer effektiven Kostenbelastung der Verursacher führen. Diese Mechanismen müssen so ausgestaltet werden, dass sie zur Erreichung der Klimaziele geeignet sind.

Gefordert ist also die Politik, und zwar eine global koordinierte. Wie schwierig dies in der Praxis ist, zeigen die Erfahrungen mit dem Kyoto-Ansatz. Dieser war von der Vision eines weltweiten Top-Down-Abkommens inspiriert, das den Ausstoß von Kohlendioxid-Emissionen jeder Nation begrenzt. Ein solches System existiert jedoch bis heute nicht. Stattdessen dominieren unverbindliche, uneinheitliche und regionale Vorgaben. Anreize für „Carbon Leakage“, also die Verlagerung von CO₂-Emissionen, um dadurch Kosten zu sparen, gibt es immer noch. Den Grund

für dieses Versagen hat der Ökonom Mancur Olson schon 1965 in seiner **Theorie des kollektiven Handelns** beschrieben. Ein global koordiniertes Handeln zur Bekämpfung der Erderwärmung würde zwar für alle Vorteile bringen, aber jede einzelne Nation hat starke Anreize, sich nicht an diese Abmachungen zu halten. Wenn einzelne Länder die Mindeststandards unterbieten, um Wettbewerbs- und Standortvorteile zu erreichen, wird die Quotendisziplin der anderen Länder dadurch bestraft.

Die Komplexität der Klimakrise wird noch dadurch gesteigert, dass sie nicht nur eine globale, sondern auch eine **intertemporale Dimension** hat. Durch das heutige Handeln werden die Voraussetzungen und die Rahmenbedingungen für das Handeln künftiger Generationen geschaffen. Die Kosten für das verantwortungslose Verhalten in der Gegenwart fallen nicht nur, aber vor allem in der Zukunft an. Zukünftig Geborene sollten aber die gleichen Rechte zustehen wie den heute Lebenden. Das schließt ihr Recht auf eine intakte Umwelt mit ein. In Deutschland ist dieser Gedanke seit 1994 im Artikel 20a sogar im Grundgesetz verankert: „Der Staat schützt auch in Verantwortung für die künftigen Generationen die natürlichen Lebensgrundlagen“.

„Die Freiheit des Einzelnen endet dort, wo die Freiheit des Anderen beginnt“, heißt es bei Immanuel Kant. Im Grundgesetz wird dieser Gedanke im Artikel 2 aufgenommen, demnach jeder das Recht auf die freie Entfaltung seiner Persönlichkeit hat, „soweit er nicht die Rechte anderer verletzt und nicht gegen die verfassungsmäßige Ordnung oder das Sittengesetz verstößt“. Mit seinem wegweisenden Urteil zum Klimaschutzgesetz hat das Bundesverfassungsgericht Anfang Mai deutlich gemacht, dass die Freiheit der jetzt Lebenden auch durch die Freiheitsrechte künftiger Generationen eingeschränkt wird. Ein Primat der Ökologie leiten die Verfassungsrichter daraus aber nicht ab. Für das Gericht genießt Klimaschutz „keinen unbedingten Vorrang“, sondern muss mit anderen Verfassungsgütern in Ausgleich gebracht werden. Allerdings sind die absehbaren Folgen des Klimawandels so einschneidend, dass „das Gewicht des Klimaschutzgebots bei fortschreitendem Klimawandel weiter zunimmt“.

Der Druck auf die Politik, beim Klimawandel schnell aktiv zu werden, kommt nicht nur vom Verfassungsgericht. Klimawandel ist auch ein **intergenerationaler Konflikt**. Die von Jugendlichen initiierte „Fridays for Future“-Bewegung

macht deutlich, dass die langfristigen Folgen des Klimawandels die jüngere Generation überproportional betreffen. Wird heute nicht gehandelt, werden die Spätfolgen für jede neue heranwachsende Generation immer negativer sein. Der Klimawandel hat also das Potenzial, über den durch ihn ausgelösten Generationenkonflikt politische Systeme und Gesellschaftsordnungen zu bedrohen.

Vor diesem Hintergrund sollte deutlich werden, dass Klimaschutz nicht nur auf dem öffentlichen Radarschirm angekommen ist, sondern auch die Richtung der wirtschaftlichen und politischen Entwicklung in den kommenden Jahren maßgeblich prägen wird. Das gilt inzwischen sogar für China, das für 28 Prozent der globalen CO₂-Emissionen verantwortlich ist. Im September vergangenen Jahres überraschte der chinesische Präsident Xi Jinping die Welt mit der Ankündigung, dass das Land bis 2060 Netto-Null-Emissionen anstrebt und den Höhepunkt seines Kohlenstoffverbrauchs vor 2030 erreichen würde.

Der Einwand, dass Deutschland mit zwei Prozent nur einen geringen Anteil an den globalen CO₂-Emissionen hat und die klimapolitischen Ziele daher überzogen seien, greift zu kurz. Beim Thema Klimawandel kann es keine Trittbrettfahrer geben, die im Schatten anderer an ihrem Emissionsverhalten festhalten. Als größtes Land der Europäischen Union, die immerhin für zehn Prozent der globalen Emissionen verantwortlich ist, fällt Deutschland eine Vorreiterrolle bei der Bekämpfung der globalen Erwärmung zu.

Emissionsrechtehandel

Um die negativen externen Effekte, die der Ausstoß von Treibhausgasen verursacht, mit marktwirtschaftlichen Instrumenten einzudämmen, bietet sich der Handel mit Emissionsrechten an. Zunächst muss eine **Obergrenze für Emissionen** festgelegt werden, die sich in der Regel auf ein bestimmtes Gebiet und einen Zeitraum bezieht. Die Obergrenze muss dabei so festgelegt werden, dass einerseits eine messbare Reduktion der Verschmutzung erreicht werden kann und andererseits die Verursacher der negativen externen Effekte nicht übermäßig belastet werden. Im Fall von CO₂ würde die Obergrenze immer weiter abgesenkt werden, bis schließlich netto kein CO₂ mehr freigesetzt wird.

Für die festgelegte Obergrenze werden nun von staatlicher Seite **Emissionsrechte** ausgegeben. Der Ausstoß von

Emissionen ist nur noch zulässig, wenn der Emittent im Besitz von Emissionsrechten ist. Die Emissionsrechte sind frei an einer Börse handelbar. Spekulation ist möglich und kann wie am Kapitalmarkt Fehlbewertungen ausgleichen. Stößt ein Emittent Emissionen aus, ohne über die notwendigen Rechte zu verfügen, erfolgt eine Strafzahlung, die hoch genug sein muss, um eine abschreckende Wirkung zu entfalten. Die Obergrenze wird abgesenkt, indem Emissionsrechte entzogen werden.

Ein Emissionsrechtehandel setzt Anreize, weniger CO₂ zu emittieren.

Bei der Ausgabe der Emissionsrechte gibt es zwei Möglichkeiten, die auch in Kombination angewendet werden können. Zum einen können die Rechte **vom Staat zugeteilt werden** und sich an den Emissionen orientieren. Das Problem bei diesem Vorgehen ist, dass es einen Anreiz gibt, vor der Ausgabe der Rechte möglichst viel CO₂ zu emittieren. Der Vorteil ist aber, dass es eine Art Bestandsschutz gibt und die Zuteilung so erfolgen kann, dass ein Preisschock vermieden wird. Zum anderen kann es wie bei den Nutzungsrechten für Mobilfunkfrequenzen eine **Auktion** geben. Dies wäre für die Unternehmen zwar kostspielig, aber der Staat würde Einnahmen generieren, mit denen Klimaschutzprojekte finanziert werden können, und die Unternehmen hätten bereits bei Erstzuteilung einen starken Anreiz, CO₂ einzusparen.

Durch den Handel von Emissionsrechten an einer Börse besteht bei gegebener Knappheit an Rechten ein starker Anreiz für die Unternehmen, weniger CO₂ zu emittieren. Der entscheidende Vorteil dieser marktwirtschaftlichen Lösung besteht darin, dass nicht alle Emittenten dieselbe Menge an CO₂ einzusparen brauchen. Stattdessen haben diejenigen Emittenten, die relativ leicht Einsparungen vornehmen können, den größten Anreiz, weniger zu emittieren. Im Endeffekt werden im Sinne einer optimalen Lösung **die meisten Einsparungen zu den geringsten volkswirtschaftlichen**

Kosten erreicht. Dies gilt auch für die Konsumprodukte, die die Unternehmen produzieren, da der Preis an die Konsumenten weitergereicht wird und es ein Signal gibt, Einsparungen vorzunehmen. Produkte mit hohem CO₂-Fußabdruck, die über ein Substitut mit sehr geringem Abdruck verfügen, werden mit dem Absenken der Obergrenze mehr und mehr vom Markt verdrängt. Das Fahrrad substituiert beim Brötchenholen den 2,5 Tonnen schweren Geländewagen.

Der marktwirtschaftliche Ansatz über den Emissionsrechtehandel hat gegenüber einem Ansatz, der auf Verboten basiert, den Vorteil, **technologieoffen** zu sein. Nur das Ziel wird vorgegeben, nicht der Weg dorthin. Der technologische Fortschritt wird dadurch gefördert und die beste Lösung zur Einsparung von Emissionen sollte sich schließlich durchsetzen, weil sich diese am meisten lohnt.

In Europa gibt es bereits seit dem Jahr 2005 einen Emissionsrechtehandel. Dieses System mit dem Namen **European Union Emissions Trading System** (EU ETS) ist der erste grenzüberschreitende Handelsmechanismus und wurde zur Umsetzung des Kyoto-Protokolls von 1997 eingeführt. Neben den EU-Staaten nehmen Norwegen, Island und Liechtenstein teil. Großbritannien hat nach dem Brexit sein eigenes System etabliert. Die Schweiz hat ebenfalls ein eigenes System, das aber seit 2020 mit dem EU ETS verknüpft ist. Ähnliches ist auch für das britische System zu erwarten. Zunächst wurden vor allem die Energieerzeuger erfasst, später kamen weitere Industriezweige hinzu, geplant ist eine Ausweitung auf den Transportsektor und den Immobilienbereich. Etwa 40 Prozent aller in der Europäischen Union anfallenden Treibhausgase werden aktuell abgedeckt.

Das System funktioniert nach dem Prinzip des „**Cap and Trade**“. Eine Obergrenze (Cap) legt fest, welche Menge an Treibhausgasen

ausgestoßen werden darf. Diese Menge wird dann nach bestimmten Regeln von den Mitgliedsstaaten auf die Emittenten verteilt. In dem System werden für bestimmte Perioden Emissionszertifikate ausgegeben. In der ersten Emissionsperiode von 2005 bis 2007 wurden die meisten Zertifikate noch frei vergeben, während in der dritten Periode (2013 bis 2020) verstärkt das Instrument der Versteigerung genutzt wurde. Ab dem Jahr 2027 sollen alle Zertifikate per Auktion vergeben werden. Ein Zertifikat berechtigt zur Emission von einer Tonne Kohlendioxid oder einer vergleichbaren Menge Treibhausgas mit demselben Treibhauspotenzial.

Das **Absenken der Obergrenze** erfolgt graduell, aber mit zunehmender Geschwindigkeit. Wurden im Jahr 2005 noch mehr als zwei Milliarden Zertifikate ausgegeben, ist dieser Wert Ende 2020 auf 1,8 Milliarden gesenkt worden. In der nun laufenden vierten Periode beträgt die jährliche Reduktion 2,2 Prozent. Die Verknappung der Verschmutzungsrechte und der kräftige Konjunkturaufschwung, der die Fabriken stärker auslastet, haben dazu geführt, dass der Preis pro Zertifikat stark gestiegen ist. Die Phase der Überversorgung des Marktes mit Emissionsrechten, in der der CO₂-Preis zwischenzeitlich auf null sank, ist beendet. Für viele Unternehmen sind Verschmutzungsrechte ein wichtiger Produktionsfaktor geworden. Vor allem alte Kohlekraftwerke können bei dem aktuellen CO₂-Preis kaum noch kostendeckend betrieben werden und scheiden nach und nach aus dem Markt aus.

Auch in anderen Teilen der Welt wird am Aufbau von Plattformen für den Handel mit Emissionsrechten gearbeitet. China hat in diesem Jahr nach regionalen Pilotphasen ein nationales Handelssystem nach europäischem Vorbild aufgebaut. Auch in den USA gibt es in einigen Staaten bereits derartige Systeme, zum Beispiel in Kalifornien.

Preis eines CO₂-Zertifikats in Europa
(in Euro)



Wie sie in der Praxis funktionieren, kann am Beispiel von Tesla beobachtet werden. Der US-amerikanische Hersteller von Elektroautos hat in verschiedenen Regionen CO₂-Zertifikate oder -Gutschriften zugeteilt bekommen, diese aber größtenteils an die traditionellen Wettbewerber verkauft, da er sie nicht benötigt. Dank steigender CO₂-Preise konnte Tesla damit im letzten Jahr 1,7 Milliarden US-Dollar verdienen, während das Unternehmensergebnis der Konkurrenz belastet wurde. Steigen die Preise weiter, womit zu rechnen ist, wird es immer unattraktiver, große spritfressende Autos zu produzieren. Entsprechend haben auch die deutschen Hersteller mittlerweile eine ganze Palette an Autos mit E-Antrieb auf den Markt gebracht.

Perspektiven für Deutschland

In Europa ist ein Großteil der Emittenten von Treibhausgasen bisher **vom Emissionshandel nicht erfasst**, zum Beispiel die Bereiche Verkehr und Gebäudewärme. Der Grund ist, dass Privatpersonen ansonsten deutlich stärker belastet würden und es zu Ungleichgewichten käme, solange es keinen sozialpolitischen Ausgleich gibt. Reiche Privatpersonen vorwiegend aus Nordeuropa würden ihren Konsum kaum einschränken, da Energie nur einen klei-

Das Absenken der Obergrenze erfolgt graduell, aber mit zunehmender Geschwindigkeit.

nen Teil ihres verfügbaren Einkommens ausmacht. Bei einer Verknappung und Bepreisung von Verschmutzungsrechten würden dagegen vor allem ärmere Menschen aus weniger entwickelten Staaten in die Bredouille geraten, da ihre Lebenshaltungskosten stark steigen würden. Zudem wird befürchtet, dass der Industriebereich durch zu schnell steigende CO₂-Preise übermäßig belastet werden könnte. Daher arbeiten die Mitgliedsstaaten an separaten Systemen für die Bereiche Verkehr und Gebäude.

Der Klimawandel verändert das Chance-Risikoprofil von Aktien und anderen Anlageformen.

In Deutschland ist hierzu ein nationales **Klimaschutzgesetz** verabschiedet worden, um bis 2045 die Klimaneutralität zu erreichen. Das Herzstück dieses Gesetzes ist ebenfalls ein Emissionshandelssystem, das aber nicht wie beim EU ETS bei den Energieverbrauchern ansetzt, sondern bei den „Inverkehrbringern“ von Brennstoffen. Das sind Unternehmen, die beispielsweise Benzin und Öl in Deutschland verkaufen. In der ersten Phase werden die Zertifikate durch ein Festpreissystem zugeteilt. In diesem Jahr kostet ein Zertifikat, das zur Emission einer Tonne CO₂-Äquivalent berechtigt, 25 Euro. Der Preis steigt bis 2025 auf 55 Euro. Ab 2026 erfolgt die Emission dann im Rahmen einer Versteigerung innerhalb einer Preisspanne. Für Konsumenten in Deutschland ergibt sich durch die Einführung des Systems eine Mehrbelastung von sechs Milliarden Euro. Ein Liter Benzin verteuert sich beispielsweise um sieben Cent. Die Grünen verlangen noch weitergehende Preisanstiege und fordern einen CO₂-Preis von 60 Euro bereits ab dem Jahr 2023, der aber von einem Energiegeld für einkommensschwache Haushalte flankiert werden soll. Auch danach soll der CO₂-Preis weiter steigen.

Spätestens wenn CO₂-Zertifikate in Deutschland ab dem Jahr 2026 versteigert werden, ist eine Verknüpfung des deutschen mit dem europäischen Handelssystem möglich.

Im Idealfall etabliert sich in den 2020er-Jahren ein globales System. Dies würde die größten Effizienzgewinne versprechen und einen deutlichen Liquiditätsvorteil bieten.

Der Klimawandel am Kapitalmarkt

Die Veränderungen durch den Klimawandel machen auch vor den Kapitalmärkten keinen Halt. Klimatische Veränderungen erhöhen die Kosten für Unternehmen und zudem wächst der politische und regulatorische Druck. Der Klimawandel verändert damit das **Chancen- und Risikoprofil** von Aktien und anderen Anlageformen.

Mittel- bis langfristig wird die globale Erwärmung sowie die Umstellung hin zu einer kohlenstofffreien Wirtschaft alle Unternehmen beeinflussen. Als globales Phänomen verändert es die Energienutzung und die Lieferketten. Mit Blick auf die **Risiken dieser Entwicklung für Unternehmen** kann man zwei Kategorien unterscheiden. Zum einen werden sich Unternehmen und Volkswirtschaften mit den unmittelbaren Kosten der Klimapolitik auseinandersetzen müssen. Hierbei spricht man von **Transformationsrisiken**, zu denen etwa die Kosten für den Erwerb von CO₂-Zertifikaten gehören. Zum anderen führen die veränderten Wetterbedingungen zu direkten Schäden zum Beispiel an der Infrastruktur oder in der Landwirtschaft. In diesem Fall spricht man von **physischen Risiken**.

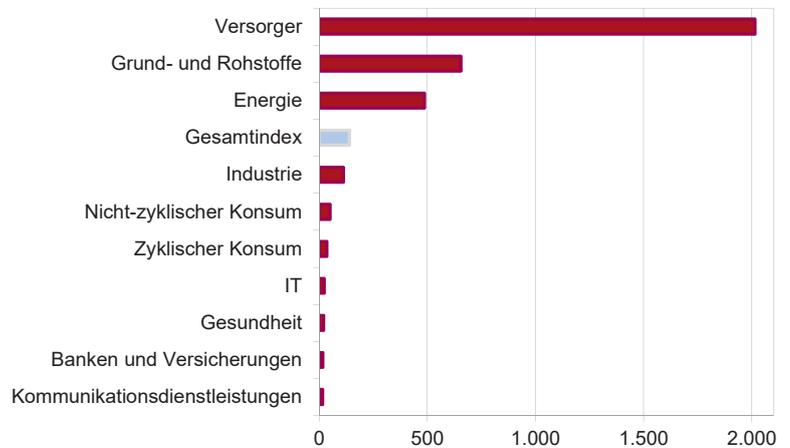
Transformationsrisiken nehmen bereits heute eine wichtige Rolle ein. Mehr und mehr Länder nehmen die Klimapolitik auf ihre Agenda und steuern mit dem Emissionsrecht den Ausstoß von Treibhausgasen. Folglich werden in erster Linie die Unternehmen in Schwierigkeiten geraten, die hohe Kohlenstoffmengen freisetzen. Dazu gehören im Wesentlichen die Energieverbraucher und -erzeuger sowie der Grundstoffsektor. So gaben die Organisation Climate Watch und das World

Resources Institut an, dass von den rund 50 Milliarden ausgestoßenen CO₂-Äquivalenten in 2016 rund 73 Prozent durch den Energieverbrauch entstanden. Mit 24 Prozent setzte dabei die Industrie, insbesondere die Eisen- und Stahlherstellung (7,2 Prozent), die meisten Emissionen durch den Energieverbrauch frei, gefolgt vom Energieverbrauch in Wohn- und Gewerbeimmobilien (17,5 Prozent) und dem Transport (16 Prozent). Rund 18 Prozent der Emissionen werden durch die Tätigkeit in der Land- und Forstwirtschaft freigesetzt.

Bereiche, die besonders von **physischen Risiken** betroffen sein dürften, sind dagegen solche, deren Produktion oder Infrastruktur durch Temperaturanstiege, die Veränderung von Wasserressourcen oder einen Anstieg des Meeresspiegels negativ beeinflusst werden. So wird vor allem die Nahrungsmittelindustrie von Dürren oder starken Regenfällen betroffen sein. Ferner werden Branchen Schwierigkeiten bekommen, deren Geschäftstätigkeit auf Wasser angewiesen ist. Das ist nicht nur die Landwirtschaft, sondern auch der Energiesektor, Datenzentren und die Halbleiter-Industrie, die Wasser zur Kühlung benötigen, sowie Zementhersteller und Wasserversorger. Wenn Wetterrisiken nicht adäquat bepreist sind, können auch Versicherer unter dem Klimawandel leiden.

Der Klimawandel birgt aber nicht nur Risiken für den Kapitalmarkt, sondern auch **Chancen** für neue Geschäftsmodelle und Technologien. Alternative Werkstoffe und Energieformen werden mehr denn je benötigt. Die Internationale Energieagentur (IEA) deutet mit ihrem im Mai veröffentlichten Stufenplan bereits an, welches Wachstum von Nöten sein wird, um die CO₂-Neutralität bis 2050 zu erreichen. Der Bericht hebt hervor, dass der Anteil von erneuerbaren Energien von derzeit 30 Prozent auf 90 Prozent ansteigen müsse.

Gewichtete Kohlenstoffintensität im MSCI World
(in CO₂-Äquivalenten/USD Umsatz)



Die IEA schätzt darüber hinaus, dass die Investitionen in saubere Energien von derzeit einer Billion auf fünf Billionen US-Dollar pro Jahr steigen könnten. In 2030 sollte zudem der Automobilverkauf zu 60 Prozent aus Elektroautos bestehen.

Konsequenzen für die Anlagestrategie

Angesichts steigender Preise für CO₂-Zertifikate könnte man auf die Idee kommen, dass dieser Markt auch für **Privatinvestoren** interessant sei. Einen direkten Zugang zu Emissionsrechtebörsen gibt es für Private allerdings nicht. Manche Banken bieten aber Zertifikate an, die den CO₂-Preis nachbilden. Neben dem Gegenparteirisiko, das mit dieser Konstruktion verbunden ist, gibt es allerdings weitere Probleme. Ähnlich wie bei Rohstoffzertifikaten führen Verluste beim Rollen von Terminkontrakten zu erheblichen Abschlägen auf die Wertentwicklung. Da der CO₂-Preis zudem sehr volatil und stark politisch beeinflusst ist, machen solche Investments für Private wenig Sinn.

Es gibt aber mittlerweile unzählige andere Anlageformen, um in den Klimawandel zu investieren. Im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit vieler Anleger stehen dabei Un-

Die Produktion und die Infrastruktur können durch Temperaturanstiege, die Veränderung von Wasserressourcen oder einen Anstieg des Meeresspiegels negativ beeinflusst werden.

Ziel der Anlagestrategie muss es sein, das Portfolio klimaresilient zu gestalten, ohne dabei andere Risiken auszublenken.

Unternehmen, die von den klimapolitisch ausgelösten Veränderungen profitieren könnten. Elektroauto-Hersteller wie Tesla sind bereits in aller Munde und Fonds, die auf voraussichtliche Klimawandel-Gewinner setzen, stehen zahlreich zur Verfügung. Im Dezember 2020 gab es weltweit 400 Fonds mit einem Klimabezug, die rund 177 Milliarden US-Dollar verwalteten. Allein im vergangenen Jahr hat sich das Anlagevermögen verdreifacht.

Vielfach handelt es sich dabei um passive **Themenfonds**, die auf spezielle Umweltlösungen wie Wasserstoff oder saubere Energien abzielen. Solche Themenfonds sind vor allem bei Kleinanlegern beliebt. Es gibt jedoch gute Gründe, warum diese Produkte oft nicht die beste Wahl sind. Per Definition sind Themenfonds schlecht diversifiziert, weil sie sich in der Regel auf nur wenige Unternehmen aus einer einzelnen Branche konzentrieren. Auch die geographische Diversifikation ist meist gering. Bewertungen werden bei der Begeisterung für ein Investmentthema meistens ausgeblendet. Das ist jedoch gerade bei Themenfonds ein Fehler, da die übertriebene Nachfrage nach einzelnen besonders bekannten und beliebten Unternehmen zu einer Überbewertung führen kann.

Das heißt aber nicht, dass thematische ETFs keine Renditen erzielen können. So haben beispielsweise einzelne Solar-Fonds in 2020 den Markt um Längen geschlagen. Das Problem ist vielmehr, dass viele dieser Fonds ihre **hohen Kosten** nicht durch eine langfristige Outperformance rechtfertigen und zudem deutlich volatil sind. So hat etwa der iShares Global Clean Energy ETF dieses Jahr an einem Tag über neun Prozent verloren. Eine Studie des Swiss Finance Instituts zeigt, dass spezialisierte Themenfonds mit durchschnittlich 58 Basispunkten deutlich höhere Gebühren haben als breite ETFs. Gleichzeitig weisen Themenfonds fünf Jahre nach Auflage eine

Performance auf, die deutlich geringer als die von breit angelegten Portfolios ist.

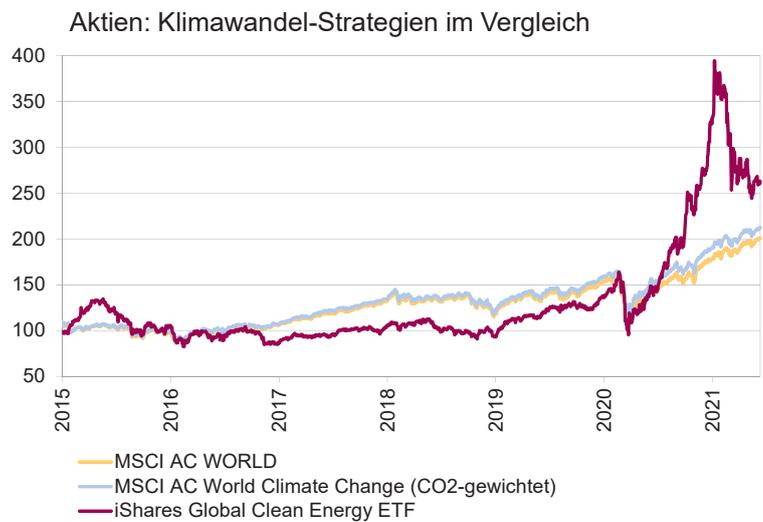
Beachten muss man bei der Anlage in neue Lösungen gegen den Klimawandel auch, inwieweit die **Innovation** zukunftsfähig ist. Wasserstoff als nachhaltige Alternative zu fossilen Brennstoffen ist hierbei ein Paradebeispiel. Wasserstoff ist ein kohlenstofffreies Gas mit hoher Energiedichte, das Wärme oder Elektrizität erzeugt. Doch es gibt auch Nachteile. So sind die Kapitalkosten für die Infrastruktur hoch und auch die Produktion selbst ist noch ineffizient. Die Umstellung auf Wasserstoff ist mit weiteren CO₂-Emissionen verbunden und es ist sehr viel Raum nötig, um das Gas zu speichern. Ob sich solche Technologien überhaupt durchsetzen werden, ist oft auch eine politische Entscheidung.

Einzig auf die vermutlichen Profiteure des Klimawandels zu setzen, ist daher eine riskante Strategie. Statt in hoch konzentrierte und teure Themenfonds zu investieren, sind breit diversifizierte Produkte, die **Klimafreundlichkeit auf einfache und günstige Weise** berücksichtigen, oft die bessere Wahl. Ein Beispiel wäre hier der MSCI World Climate Change Index, der Klimarisiken bei der Indexgewichtung berücksichtigt und den rein kapitalisierungsgewichteten MSCI World Index über die letzten Jahre hinweg schlagen konnte.

Anleger sollten sich aber nicht nur auf die Chancen des Klimawandels fokussieren, sondern auch die **Risiken für das Portfolio** im Blick behalten. Die Selektion auf Unternehmen zu begrenzen, die beispielsweise kaum CO₂-Emissionen generieren, kann zu einem Überhang an Technologie-Werten führen, was in Zeiten steigender Zinsen nachteilig ist. Unternehmen gänzlich zu vermeiden, die zurzeit sehr viel CO₂ emittieren, dürfte zudem mögliche Einsparpotenziale außer Acht lassen. Viele Energieversorger widmen sich grünen Alternativen

und könnten damit in Zukunft ökologische Vorreiter werden.

Eine kontinuierliche Überwachung der Risiken ist daher entscheidend. Kennzahlen über Transformationsrisiken und physische Risiken stehen mit speziellen Tools zu Verfügung. Ziel der Anlagestrategie muss es sein, das Portfolio **klimagesilient** zu gestalten, ohne dabei andere Risiken auszublenden. Das erfordert eine permanente Überwachung des Gesamtportfolios mit geeigneten Kennziffern. Dieser Aufwand ist nicht unerheblich, aber er lohnt sich. Auf Dauer werden nur die Untätigen beim Klimawandel verlieren – und das gilt sowohl für die Unternehmen als auch für die Investoren.



FRAGEN UND ANTWORTEN ZUM KLIMAWANDEL

**Was ist der Unterschied zwischen Wetter und Klima?**

Wetter ist der physikalische Zustand der Atmosphäre an einem bestimmten Ort zu einem bestimmten Zeitpunkt oder in einem kurzen Zeitraum von Stunden bis hin zu wenigen Tagen. Dieser Zustand wird durch meteorologische Größen beschrieben, die an den meteorologischen Beobachtungsstationen regelmäßig gemessen und aufgezeichnet werden. Dazu zählen unter anderem Lufttemperatur, Luftdruck, Windgeschwindigkeit und Windrichtung, Luftfeuchte, Bewölkung und Niederschlag.

Klima ist der mittlere Zustand der Atmosphäre an einem bestimmten Ort oder in einem bestimmten Gebiet über einen längeren Zeitraum. Als Zeitspanne für Untersuchungen des Klimas empfiehlt die Weltorganisation für Meteorologie mindestens 30 Jahre, aber auch Betrachtungen über längere Zeiträume wie Jahrhunderte und Jahrtausende sind bei der Erforschung des Klimas gebräuchlich.

Wie hoch ist der menschliche Beitrag zur aktuellen globalen Erwärmung?

Unterschiedliche Simulationsrechnungen ergeben übereinstimmend, dass der größte Teil der globalen Erwärmung seit Mitte des 20. Jahrhunderts durch den **Anstieg der anthropogenen Treibhausgaskonzentrationen** verursacht wurde. Mit Beginn der Industrialisierung haben die Menschen begonnen, das Klima auf der Erde spürbar zu beeinflussen.

Was sind die Ursachen des Klimawandels?

Klimaänderungen haben verschiedene Ursachen. Sie werden beeinflusst von der auf der Erde ankommenden Sonnenstrahlung, von der an der Erdoberfläche und in der Atmosphäre reflektierten Sonnenstrahlung, von der in den Weltraum abgegebenen Wärmestrahlung sowie der interne Klimavariabilität.

Die Erdatmosphäre enthält einen natürlichen Anteil an Gasen, die die Wärmestrahlung absorbieren: die **Treibhausgase**. Diese lassen die Sonnenstrahlung passieren, absorbieren aber auch Teile der Wärmestrahlung, die von der Erdoberfläche kommt. Dadurch verringern die Gase den Anteil der in den Weltraum abgegebenen Wärmestrahlung. Seit der Industrialisierung hat der Mensch die Zusammensetzung der Atmosphäre verändert und den Anteil an Treibhausgasen, besonders an **Kohlendioxid**, erhöht. Dadurch hat sich das Klima erwärmt.

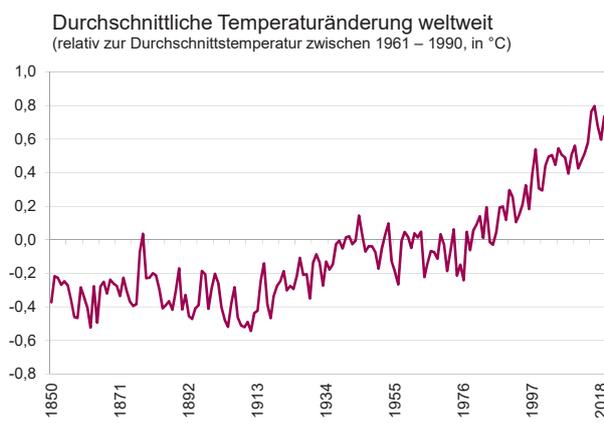
Ist Wasserdampf nicht ein viel wichtigeres Treibhausgas als Kohlendioxid?

Die Erdatmosphäre enthält einen natürlichen Anteil an Treibhausgasen. Dazu gehören – in der Reihenfolge ihrer Bedeutung – Wasserdampf, Kohlendioxid, Methan, Lachgas und Ozon. Ohne diese Gase wäre die Erde völlig vereist. Diese Wirkung der in der Atmosphäre natürlich vorhandenen Treibhausgase ist der natürliche Treibhauseffekt. Durch die massive Verbrennung fossiler Energieträger, durch großflächige Entwaldung sowie Land- und Viehwirtschaft verursacht der Mensch zusätzliche Treibhausgase in der Atmosphäre. Den dadurch hervorgerufenen zusätzlichen Effekt nennt man **anthropogenen Treibhauseffekt**. Beim natürlichen Treibhauseffekt ist dagegen der Wasserdampf ausschlaggebend.

Was sind die Folgen des Klimawandels?

Die fortschreitende Klimaerwärmung verändert die Stärke, die Häufigkeit, die räumliche Ausdehnung und die Dauer von **Extremwetterereignissen**. Bis zum Ende des 21. Jahrhunderts werden Temperaturextreme global mit hoher Wahrscheinlichkeit zunehmen. Sehr wahrscheinlich werden auch Hitzeperioden über den Landflächen häufiger auftreten und länger andauern. In vielen Regionen kann sich die Anzahl der heißen Tage (an denen die Tageshöchsttemperatur mindestens 30°C erreicht) unter bestimmten Emissionsszenarien verzehnfachen. Es droht ein Teufelskreis, wenn der Energiebedarf für die Kühlung von Wohn- und Betriebsstätten ansteigt und dies wiederum den Treibhauseffekt verstärkt.

Sehr wahrscheinlich werden auch über den meisten Landflächen der mittleren Breiten und der feucht-tropischen Regionen Starkregenereignisse häufiger auftreten und in ihrer Intensität zunehmen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass der ansteigende mittlere Meeresspiegel auch zu einer Zunahme von Extremwasserständen beiträgt und damit an bestimmten Küsten mit einer zunehmenden Erosion (durch Wasser und Wind verursachte Abtragung von Boden und verwittertem Gestein) verbunden sein wird.



Welche Folgen hat der Klimawandel für Deutschland?

Die Klimafolgen sind vielfältig und haben Einfluss auf unser tägliches Leben. Dabei sind ganz unterschiedliche Bereiche betroffen. Beispiele hierfür sind:

Gesundheit

Hitzewellen belasten Menschen, Tiere und Pflanzen. Sie können vor allem bei älteren und kranken Menschen schwerwiegende gesundheitliche Folgen haben.

Landwirtschaft

Eine Verschiebung der Vegetationsperioden hat Einfluss auf die landwirtschaftliche Produktion. Extreme Hitze und Trockenheit können zu Ernteausfällen führen.

Verkehr

Straßen und Schienen werden in Folge von Starkregen überflutet oder unterspült, Binnenwasserstraßen leiden unter Hoch- oder Niedrigwasser und hohe Temperaturen können zu Schäden an Straßenbelägen und Schienen führen.

Energieproduktion

Viele Kraftwerke entnehmen Kühlwasser aus nahen Flüssen und speisen es erwärmt wieder ein. Durch Flusswasser, das bei der Entnahme bereits zu warm ist, oder durch sommerliches Niedrigwasser kann es künftig an ausreichendem Kühlwasser mangeln. Das kann im Extremfall dazu führen, dass Kraftwerke abgeschaltet werden müssen. Außerdem gefährdet zu warmes Wasser die Tier- und Pflanzenwelt der Flüsse.

Weitere Informationen finden sich hier:
<https://www.umweltbundesamt.de/themen/klima-energie/klimawandel/haeufige-fragen-klimawandel>



KONJUNKTUR

Verbesserte Wachstumsaussichten

Die **Wachstumsaussichten für die US-Wirtschaft** haben sich seit Jahresbeginn deutlich verbessert. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) könnte im laufenden Jahr um 6,5 Prozent zunehmen. Dass solche Wachstumsraten, die man sonst eigentlich nur aus Schwellenländern kennt, möglich sind, liegt unter anderem an einem gewaltigen Fiskalpaket in Höhe von 1,9 Billionen US-Dollar. Dieser sogenannte „American Rescue Plan“ trat Anfang März in Kraft. Bereits Ende letzten Jahres waren kurzfristige Corona-Hilfen in Höhe von 900 Milliarden US-Dollar genehmigt worden (CARES Act). Die Biden-Administration plant weitere Fiskalpakete, die auf zehn Jahre ausgelegt sind und die Infrastruktur in den USA sowie die Situation der Familien verbessern sollen. Der „American Jobs Plan“ soll ein Volumen von zwei Billionen US-Dollar haben, der „American Families Plan“ wird 1,8 Billionen US-Dollar umfassen.

Ein weiterer Nachfrageschub könnte sich aus dem Abbau der **Zwangssparnis** ergeben, die auf Grund der eingeschränkten Konsummöglichkeiten während der Pandemie aufgebaut wurde. Im Durchschnitt lag die private Ersparnis im vergangenen Jahr um mehr als 1,6 Billionen US-Dollar über ihrem Vorjahreswert.

Angesichts solcher Zahlen wird manchem Volkswirt bereits angst und bange. Der frühere IWF-Chefökonom Olivier Blanchard rechnete Anfang Februar in einem Tweet den aggregierten Impuls zusammen, wobei er annahm, dass im

laufenden Jahr die Hälfte der Zwangssparnis abgebaut und somit nachfragewirksam wird. Der Gesamtimpuls im Jahr 2021 beträgt dann 3,6 Billionen US-Dollar, was knapp 17 Prozent des annualisierten Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal 2020 entspricht. Das potenzielle nominale BIP, das bei Normalauslastung der Kapazitäten in den USA erreicht werden kann, liegt nach den Schätzungen des Congressional Budget Office derzeit bei rund 22 Billionen US-Dollar. Durch die Impulse könnte das nominale BIP im laufenden Jahr auf 25 Billionen US-Dollar ansteigen und damit 14 Prozent über Potenzial liegen. Gemäß Blanchard müsste dann die Arbeitslosenquote praktisch auf null sinken, was stark steigende Preise und Leitzinsanhebungen der Fed zur Folge hätte.

Unklar ist allerdings, in welcher Höhe und in welchem Zeitraum die zusätzlichen Ausgaben die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhen werden. Eine Indikation kann hierbei der **Fiskalmultiplikator** geben, der dem Verhältnis der zusätzlichen Nachfrage zum fiskalischen Impuls entspricht. Der Multiplikator liegt bei null, wenn staatliche Transferzahlungen vollständig gespart werden oder die zusätzliche staatliche Nachfrage im gleichen Ausmaß die private Nachfrage verdrängt. Ist dies nicht der Fall, kann der Fiskalmultiplikator dagegen sogar größer als eins sein. Die Höhe des Multiplikators hängt auch von der Struktur des Impulses ab. Das Maßnahmenpaket des „American Rescue Plan“ lässt sich in vier Bereiche aufteilen. Der erste Bereich in Höhe von 750 Milliarden US-Dollar umfasst Ausgaben für die Virus-Eindämmung und Impfungen, staatliche Transfers und höhere Ausgaben des Bundes. Direkte

Revision der Wachstumsprognosen für 2021

Marcard, Stein & Co	Dezember 2020	Juni 2021	Differenz zur alten Prognose	Aktueller Konsens	Differenz zum Konsens
Welt	5,5	5,9	0,4	5,8	0,1
USA	4,0	6,5	2,5	6,3	0,2
Japan	3,0	3,0	0,0	2,9	0,1
Euroraum	5,5	4,7	-0,8	4,1	0,6
Deutschland	4,5	3,3	-1,2	3,3	0,0
Großbritannien	6,5	6,0	-0,5	5,7	0,3
Russland	3,5	3,5	0,0	3,2	0,3
China	8,6	8,6	0,0	8,5	0,1
Indien	8,0	8,0	0,0	10,5	-2,5
Brasilien	3,5	3,5	0,0	3,1	0,4

Hilfen für Familien, die den zweiten Bereich ausmachen, sind in Höhe von insgesamt 600 Milliarden US-Dollar geplant. Der dritte Bereich sind Hilfen für Arbeitslose in Höhe von 400 Milliarden US-Dollar. Unterstützungszahlungen für kleiner Unternehmen stellen den vierten Bereich dar und sollen insgesamt 150 Milliarden US-Dollar betragen.

Die Experten des Brookings Instituts gehen davon aus, dass lediglich für den dritten Bereich der Multiplikator über eins liegt. Für das Gesamtpaket nehmen sie einen Multiplikator von 0,8 an und erwarten zudem, dass deutlich weniger als die Hälfte des Impulses bereits im laufenden Jahr nachfragewirksam wird. Von den 1,9 Billionen US-Dollar würden dann nur etwas mehr als 700 Milliarden das nominale BIP im Jahr 2021 erhöhen. Doch auch diese Zahlen könnten noch zu hoch gegriffen sein. Der Wirtschafts-Nobelpreisträger Paul Krugman sieht viele der geplanten Maßnahmen nicht als zusätzlichen Impuls, sondern als **Kompensation von pandemiebedingten Einkommensausfällen**. In diesem Sinne würden der Nettoimpuls und damit auch der Multiplikator noch deutlich niedriger ausfallen.

Die Gefahr einer Überhitzung und damit auch die Möglichkeit eines inflationären Schubs, den wir im nächsten Abschnitt diskutieren, ist zwar durchaus gegeben, aber nicht unser Hauptszenario. Dominierend dürfte der positive Effekt des fiskalischen Impulses auf das Wirtschaftswachstum sein. Wir **heben daher die Wachstumsprognose für die USA deutlich auf 6,5 Prozent für das laufende Jahr an**. Abwärtsrevisionen ergeben sich dagegen bei den europäischen Volkswirtschaften, die unter den langen Lock-downs leiden. Unverändert bleiben die Prognosen für die Schwellenländer, sodass sich insgesamt ein höheres Wachstum der Weltwirtschaft von knapp sechs Prozent im laufenden Jahr ergibt.

Inflationssorgen

Als die Mitte Mai veröffentlichte **Veränderungsrate der US-Verbraucherpreise** für den Monat April 4,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr erreichte, reagierten die Kapitalmärkte nervös. Und auch den Preisanstieg für den Monat Mai in Höhe von fünf Prozent hatten die Analysten unterschätzt. Die saisonbereinigte Monatsveränderungsrate lag bei 0,6 Prozent und machte deutlich, dass nicht nur Basiseffekte die Inflation treiben. Die massiven Anstiege bei den Commodity-Preisen, neben Öl vor allem Kupfer, Stahl, Eisenerz und Palladium, schlagen sich bereits in den Verbraucher-

preisen nieder. Diese Entwicklung kann den Inflationsschub im April und Mai aber nicht vollständig erklären. Die um schwankungsanfällige Komponenten bereinigte Kerninflationrate der Verbraucherpreise legte im April und Mai sogar jeweils um 0,9 und 0,7 Prozent zu und erreichte die höchsten Werte seit den frühen 1980er Jahren.

Es gibt einen weiteren Grund, die Preisentwicklung sehr genau zu beobachten. In den letzten Wochen und Monaten zeigten eine Reihe von Indikatoren, dass sich der **US-Arbeitsmarkt** stark verbessert hat. Die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung sind deutlich gesunken und die Beschäftigungskomponenten innerhalb der Einkaufsmanager-Umfragen angestiegen. Man hätte also denken können, dass sich das monatliche Tempo der neu geschaffenen Stellen beschleunigt und vielleicht die symbolische Marke von einer Million Arbeitsplätzen überschreitet. Doch der Netto-Beschäftigungszuwachs im April 2021 betrug nur 278.000, viel weniger als im Februar und März, und auch im Mai ist die Beschäftigung nur um 559.000 gestiegen. Das Beschäftigungsniveau in den USA bleibt extrem niedrig, es fehlen mehr als acht Millionen Jobs gegenüber dem Vorkrisenniveau.

Die Ursachen für die Schwäche des Arbeitsmarkts dürfte nicht auf der Nachfrage-, sondern auf der Angebotsseite liegen. Die **Arbeitslosenunterstützung** in den USA ist seit Ausbruch der Pandemie so großzügig, dass viele Arbeitslose mehr Geld als vor dem Verlust ihres Jobs zur Verfügung haben. Wenn angebotene neue Stellen schlecht bezahlt sind, hält eine generöse Unterstützung Arbeitslose von der Arbeitssuche ab. Der Arbeitsmarkt wird aber nicht nur von der großzügigen Arbeitslosenunterstützung belastet. So ist beispielsweise das Schulsystem immer noch zu zwei Dritteln im Fernunterrichtsmodus, was für Alleinerziehende eine große Einschränkung darstellt.

Im Laufe der weiteren Erholung sollten sich all diese Faktoren normalisieren. Doch in der Übergangsphase können Engpässe am Arbeitsmarkt die Preisentwicklung zusätzlich belasten. Der für Mai gemeldete saisonbereinigte Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne außerhalb der Landwirtschaft um 0,5 Prozent gegenüber dem Vormonat könnte darauf hindeuten, dass der Preisdruck inzwischen auch von den **Arbeitslöhnen** kommt und damit sehr viel breiter ist als befürchtet.

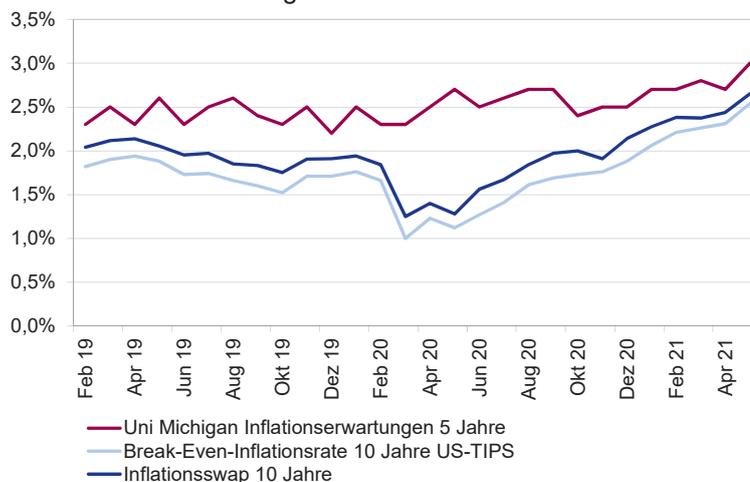
Phasen mit höheren Inflationsraten sind nichts Ungewöhnliches und wurden in der Vergangenheit von den Zentralbanken meist so kommentiert, dass sie keinen Anlass für eine Anpassung der Inflationserwartungen nach oben darstellen sollten. Auf der Pressekonferenz der Fed nach ihrem letzten Meeting im April waren jedoch ganz andere Töne zu vernehmen. Auf den **Anstieg der Inflationserwartungen** angesprochen, antwortet Fed-Chef Powell: „Wir wollen, dass sie höher sind, und zwar dauerhaft“. Diese Aussage irritiert auch deshalb, weil die Inflationserwartungen in den USA bereits deutlich angestiegen sind und, je nach Messart, schon merklich über zwei Prozent liegen.

Die Fed macht also Ernst mit ihrer neuen Strategie des durchschnittlichen Inflationsziels und strebt Inflationsraten an, die, so Fed-Chef Powell, „etwas höher als im letzten Vierteljahrhundert“ sein sollen. Das ist ein **Spiel mit dem Feuer**. Weder Inflationsraten noch Inflationserwartungen lassen sich von der Geldpolitik punktgenau steuern. Und sie werden von der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik selbst beeinflusst. Vermittelt die Zentralbank den Eindruck, dass sie die Kontrolle über die Inflationsentwicklung verloren hat, dürfte dies zu einer erheblichen Verunsicherung der Kapitalmärkte führen.

Bundestagswahlen im September

Während die Inflationssorgen im Euroraum deutlich geringer als in den USA sind, nehmen die Diskussionen über die politische Entwicklung in Deutschland zu. Knapp drei Monate vor den **Bundestagswahlen am 26. September** ist der Ausgang völlig offen. In den Umfragen liegen CDU und CSU knapp vor den Grünen. Eine Koalition beider Parteien hätte nach derzeitigen Umfragen eine knappe Mehrheit im Bundestag, doch es gäbe auch Alternativen. Mehrheitsfähig wären aktuell die „Kenia-

Inflationserwartungen in den USA



Koalition“ aus CDU, Grünen und SPD, die „Jamaika-Koalition“ aus CDU, Grünen und FDP, die „Ampel“ aus Grünen, SPD und FDP, die „Deutschland“-Koalition aus CDU, SPD und FDP, sowie, wenn auch nur knapp, eine Grün-Rot-Rot-Koalition aus Grünen, SPD und der Linken. Bis auf die „Deutschland“-Koalition gibt es für jedes dieser Bündnisse Prototypen auf der Ebene der Bundesländer.

Im Vergleich zu den Ergebnissen der letzten Bundestagswahl im Jahr 2017 wird es vermutlich nur eine einzige Partei geben, die ihren Stimmenanteil deutlich steigern kann: **Die Grünen**. Eine der wenigen belastbaren Prognosen für die Bundestagswahl ist daher, dass die Bedeutung grüner Politikpositionen auf Bundesebene zunehmen wird und die Grünen Teil der nächsten Regierungskoalition sein werden. Es lohnt sich daher ein genauerer Blick auf die programmatische Ausrichtung der Partei zu werfen, wobei sich jeweils Nähe und Distanz zu möglichen Koalitionspartnern diskutieren lässt.

Oberste Priorität im Programm der Grünen hat der **Klimaschutz**. Der Ausstoß von Treibhausgasen soll im Vergleich zu 1990 um 70 Prozent bis 2030 gesenkt werden, was eine Verschärfung gegenüber dem gerade von

Inflationsraten und Inflationserwartungen werden von der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik selbst beeinflusst.

Die Bedeutung grüner Politikpositionen auf Bundesebene wird zunehmen.

der Bundesregierung beschlossenen Ziel von 65 Prozent ist. Für die Sektoren, die nicht unter das europäische Emissionshandelssystem EU ETS fallen, soll sich der CO₂-Preis auf 60 Euro bis 2023 erhöhen. Derzeit von der Bundesregierung geplant ist nur ein Anstieg auf 55 Euro bis 2025. Der Kohleausstieg soll bis 2030 erreicht werden (derzeit 2038). Ab 2030 dürfen auch nur noch emissionsfreie Fahrzeuge zugelassen werden. Einkommensschwache Haushalte sollen mit einem Energiegeld-Transfer unterstützt werden.

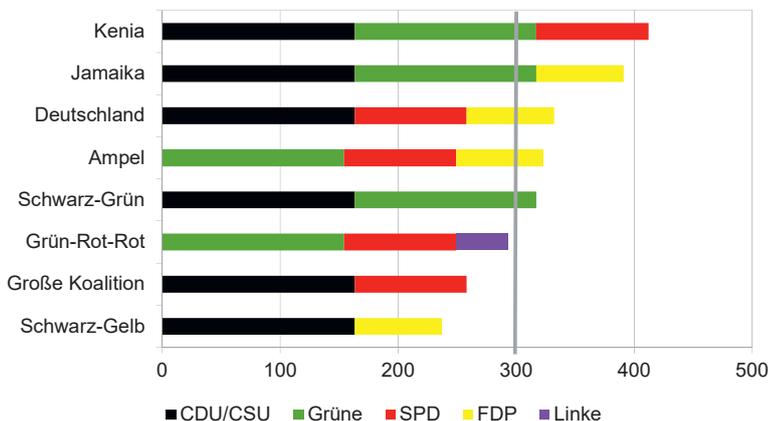
Sehr ähnliche Positionen in der Klimapolitik vertritt die Linke. Mit anderen Parteien gibt es partielle Übereinstimmungen. So will beispielsweise auch die CDU die CO₂-Preise erhöhen, während die SPD einen Ausgleich für einkommensschwache Haushalte fordert und ab 2030 nur noch E-Fahrzeuge zulassen will. Die größten Divergenzen gibt es zur FDP, die eine rein marktbasierende Lösung in der Klimapolitik vertritt und sich gegen ein Verbot von Verbrennungsmotoren ausspricht.

Beim Thema **öffentliche Investitionen** sind sich die meisten Parteien über eine Ausweitung einig. Die Grünen schlagen die größte Erhöhung um jährlich 50 Milliarden Euro (1,5 Prozent des BIP) vor, die über

zehn Jahre beibehalten werden soll, während die FDP die Gesamtinvestitionsrate aus privaten und öffentlichen Quellen auf 25 Prozent des BIP (von derzeit 22 Prozent) erhöhen will, allerdings angeführt von privaten Investitionen. Die SPD schlägt vor, das Niveau der öffentlichen Investitionen des Bundes beizubehalten. Die CDU hat noch kein Programm veröffentlicht, aber CDU-Chef Laschet hat die Einrichtung eines Investitionsfonds mit öffentlicher und privater Beteiligung angedeutet, um höhere Investitionen zu ermöglichen. Ausgaben für grüne Projekte (z.B. Ladestationen für Elektroautos), den öffentlichen Verkehr und die digitale Infrastruktur (und sozialer Wohnungsbau in einigen Programmen) sind parteiübergreifend wichtige Investitionsbereiche.

Die fiskalischen Vorschläge unterscheiden sich, wenn es um die **Besteuerung** geht. Die Grünen, die SPD und die Linkspartei planen die Einführung einer Vermögensteuer und wollen die Einkommensteuersätze für Haushalte mit höherem Einkommen anheben sowie den Grundfreibetrag erhöhen, um Haushalte mit geringem Einkommen zu entlasten. Die CDU/CSU hat sich gegen eine Vermögensteuer ausgesprochen, und die FDP will die Einkommensteuerbelastung insgesamt senken (einschließlich der Körperschaftsteuer).

Mögliche Koalitionen nach der Bundestagswahl
(Bundestagssitze nach aktuellen Umfragen ohne Überhang- und Ausgleichsmandate, Mehrheit ab 300 Sitzen)



Die **Pläne der Grünen für eine Vermögensteuer** ähneln denen der SPD. Die Sozialdemokraten fordern eine Steuer ab einem Nettovermögen von zwei Millionen Euro. Der Satz soll ein Prozent betragen und für sogenannte „Superreiche“ auf 1,5 Prozent bzw. zwei Prozent steigen. Für Alleinstehende ist ein Freibetrag von zwei Millionen Euro vorgesehen, für Verheiratete vier Millionen. Ein Ehepaar mit einem Nettovermögen von 4,1 Millionen Euro müsste also 1.000 Euro pro Jahr zahlen. Die Linkspartei hat weitergehende Pläne. Sie wirbt für eine Vermögensteuer, die Vermögen

ohne Schulden ab einer Million Euro mit fünf Prozent belasten würde. Für Unternehmen und betriebsnotwendiges Vermögen gäbe es einen Freibetrag von mindestens fünf Millionen Euro.

Die Vermögensteuerpläne sind innerhalb der Grünen umstritten und könnten bei einer Koalition mit der CDU oder der FDP geopfert werden. Eine Vermögensteuer ist wohl nur in einer Grün-Rot-Rot-Koalition denkbar, die derzeit aber nur eine hauchdünne Mehrheit hat. Angesichts der massiven Differenzen zwischen Grünen und Linken in der Außenpolitik ist eine Koalition zudem nicht sehr wahrscheinlich. **Von daher rechnen wir nicht mit der Einführung einer Vermögensteuer** in der nächsten Legislaturperiode.

Der zukünftige **finanzpolitische Kurs** wird nicht zuletzt durch mögliche Änderungen der deutschen **Schuldenbremse** beeinflusst, bei der die Meinungen in den Parteien auseinandergehen. Allgemeine Einigkeit scheint zu herrschen über die Notwendigkeit einer weiteren Aussetzung der Regel im Jahr 2022. Während die Linkspartei die Regel letztendlich abschaffen will, wollen die Grünen sie reformieren, indem öffentliche Investitionen schuldenfinanziert werden dürfen. Die SPD will die Schuldenbremse beibehalten, ebenso die FDP, die zudem für eine schnelle Rückkehr der Staatsverschuldung auf unter 60 Prozent des BIP plädiert.

Auch die CDU/CSU hat sich gegen eine Änderung der Regel ausgesprochen. Allerdings könnte ihr jüngster Vorschlag für einen **Investitionsfonds** eine Möglichkeit sein, höhere öffentliche Investitionen mit dem Ziel zu verbinden, an der aktuellen Regel festzuhalten. Der Grund dafür ist, dass der Aufbau eines Investitionsfonds im haushaltspolitischen Sinne eine „finanzielle Transaktion“ darstellt. Finanzielle Transaktionen sind von der Schuldenbremse ausgenommen. Eine grundlegende Überarbeitung der Regel (befürwortet von den Grünen und der Linken) würde wahrscheinlich eine Verfassungsänderung und damit eine Zweidrittelmehrheit im Parlament erfordern – eine hohe Hürde. Wir rechnen nicht mit einer Abschaffung der Schuldenbremse.

In der **Europapolitik** fordern die Grünen unter anderem einen „Europäischen Green Deal“, eine Erweiterung des EU-Haushalts mit mehr Eigenmitteln und einen dauerhaften EU-Konjunkturfonds. Dieser Kurs wird von SPD und Linken tendenziell unterstützt, während CDU und FDP eine

Rückkehr zur fiskalischen Konsolidierung der EU fordern. In der **Wohnungspolitik** wollen die Grünen die Einführung einer Obergrenze für Mieten und die Begrenzung von Mieterhöhungen auf 2,5 Prozent pro Jahr. Unterstützung kommt auch hier eher von SPD und Linken, während CDU und FDP Mietbremsen ablehnen.

Welche der rechnerisch möglichen Koalitionen nach der Wahl die **Bundesregierung** stellen wird, bleibt abzuwarten. Sollte Schwarz-Grün eine Mehrheit erhalten, wäre eine Kenia-Koalition, bei der auch die SPD im Boot ist, unwahrscheinlich. Schwer vorherzusagen ist das Verhalten der FDP, die an den Konstellationen „Jamaika“, „Ampel“ und „Deutschland“ beteiligt wäre. Die programmatischen Differenzen zu SPD und Grünen sind groß, sodass ein Scheitern von Koalitionsverhandlungen nicht überraschend käme. Aber selbst eine schwarz-grüne Koalition, die noch Anfang des Jahres am wahrscheinlichsten erschien, hat ihre Tücken. Eine Mehrheit für dieses Zweierbündnis ist keineswegs sicher. Zu den programmatischen Divergenzen könnte sich für den Fall, dass beide Parteien eine ähnliche Zahl von Sitzen gewinnen, die Frage gesellen, wer in einer solchen Koalition eigentlich federführend ist. Für die Grünen ist zudem der Anreiz groß, eine Koalition ohne die CDU zu bilden, da dies ein starkes Signal für einen Neuanfang wäre. Die Koalitionsverhandlungen dürften daher nach der Bundestagswahl im September mindestens so schwierig wie nach der letzten werden.

AKTIENMARKT

Neue Höchststände am Aktienmarkt

Die globalen Aktienmärkte zeigten sich im ersten Halbjahr weitgehend unbeeindruckt von der andauernden Pandemie. Die Marktindizes in den USA und auch in Europa erreichten neue **Rekordstände**. Der Optimismus der Märkte wurde gespeist durch die gewaltigen fiskalischen Pakete in den USA sowie die Fortschritte bei den Impfungen. Getrieben wurde der Markt zudem von sehr guten Unternehmensergebnissen, aber auch von günstigen Bewertungen in Sektoren, die noch im letzten Jahr unter der zyklischen Flaute (wie etwa die Automobilbranche) oder den niedrigen Zinsen (wie der Finanzsektor) litten.

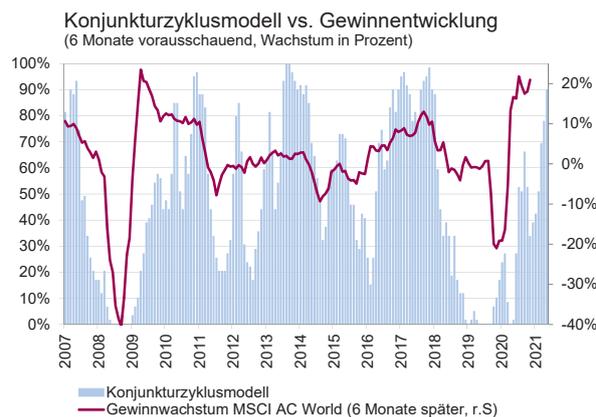
Steigende Kapitalmarktzinsen im ersten Halbjahr begünstigten Finanzwerte. Value-Aktien konnten sich in diesem Umfeld besser als Tech-Werte entwickeln. Schwach war im ersten Halbjahr der chinesische Aktienmarkt, der sowohl unter den Problemen des Technologiesektors litt als auch wegen zeitweilig enttäuschender Makro-Daten unter Druck geriet. Im zweiten Quartal führten stark steigende Rohstoffpreise zu einer Kursrallye im Grundstoffsektor. Defensive Sektoren wie Versorger und Gesundheit konnten dagegen sowohl in den USA als auch in Europa nicht mit der allgemeinen Marktentwicklung mithalten.

Der Aufschwung stützt die Gewinne

Die **Aktienmarktrendite** wird vom Wachstum der Unternehmensgewinne, den Bewertungsänderungen und der Höhe der Ausschüttungen bestimmt. Im vergangenen Jahr konnte der Aktienmarkt den starken Einbruch der Gewinne aufgrund der Pandemie durch einen Anstieg der Bewertungen kompensieren. Im laufenden Jahr sind dagegen vor allem die Gewinne der Treiber der Aktienkurse. Dies ist die direkte Folge der starken konjunkturellen Belebung. Wie die Grafik zeigt, ist die Konjunkturentwicklung ein guter Frühindikator für die Gewinnentwicklung. Der Marcard-Konjunkturindikator zeigt mit rund 90 Prozent ein sehr positives wirtschaftliches Umfeld an, das im laufenden Jahr zu einer erfreulichen Gewinnentwicklung bei den Unternehmen führt.

Im ersten Quartal sind die **Gewinne der Unternehmen** im S&P 500 im Jahresvergleich um rund 50 Prozent gestiegen und übertrafen die bereits nach oben revidierten Gewinn-

schätzungen der Analysten deutlich. Auch die europäische Berichtssaison verlief sehr positiv. Mehr als die Hälfte der Unternehmen konnte die Umsatzerwartungen übertreffen, bei den Gewinnen waren es sogar zwei Drittel.



Da die konjunkturelle Erholung in den USA in vollem Gange ist und in Europa gerade erst begonnen hat, werden die Gewinne auch in den nächsten Quartalen erfreulich ausfallen. Die **Engpässe bei Vorprodukten** wie Halbleitern, Stahl oder Holz sind eher ein Symptom des kräftigen Wachstums als die Vorboten einer konjunkturellen Abkühlung. Allerdings kann es dadurch in einzelnen Sektoren zu Produktionseinschränkungen kommen, die auch die Gewinne belasten. Dem stehen aber andere Sektoren wie derzeit etwa die Grundstoffindustrie gegenüber, die von knappheitsbedingt steigenden Preisen sogar profitieren.

Das starke Wirtschaftswachstum sollte die Gewinne selbst dann beflügeln, wenn es zu einer **Anhebung der Unternehmensteuern** kommen sollte. Bei diesem Thema zeichnet sich eine Trendwende ab. Viele Jahrzehnte gab es für die Sätze von Unternehmensteuern nur eine Richtung, und zwar nach unten. Der durchschnittliche Unternehmensteuersatz ist in den OECD-Staaten seit 1980 von 38,8 auf 26,5 Prozent gesunken. Zahlreiche Staaten nutzen die Steuersätze im Standortwettbewerb, um ausländische Konzerne anzulocken. Hinzu kommt, dass inzwischen viele multinationale Konzerne (und nicht nur solche aus der Technologiebranche) in Ländern Gewinne ausweisen, in denen sie keine physische Niederlassung und auch keine Mitarbeiter haben. Dadurch werden Steuern vermieden, denn momentan gilt das sogenannte Nexus-Prinzip: Besteue-

rungsrechte bestehen nur dort, wo eine physische Präsenz des Unternehmens vorhanden ist.

Beide Themen werden schon seit einigen Jahren innerhalb der OECD von mehr als 135 Ländern diskutiert, die im sogenannten „Inclusive Framework on Base Erosion and Profit Shift“ (BEPS) gleichberechtigt an der Aktualisierung der internationalen Steuerregeln für multinationale Unternehmen arbeiten. Nach Berechnungen der OECD aus dem Jahr 2015 werden durch Steueroptimierungsstrategien jährlich 100 bis 240 Milliarden US-Dollar an Steuern vermieden, was etwa vier bis zehn Prozent des gesamten weltweiten Unternehmensteueraufkommens entspricht. Die im Rahmen der OECD derzeit diskutierte Reform der internationalen Besteuerungsregeln besteht aus zwei Säulen. Die **internationale Neuverteilung von Besteuerungsrechten** ist Gegenstand der ersten Säule. Die zweite Säule ist die **globale effektive Mindestbesteuerung**.

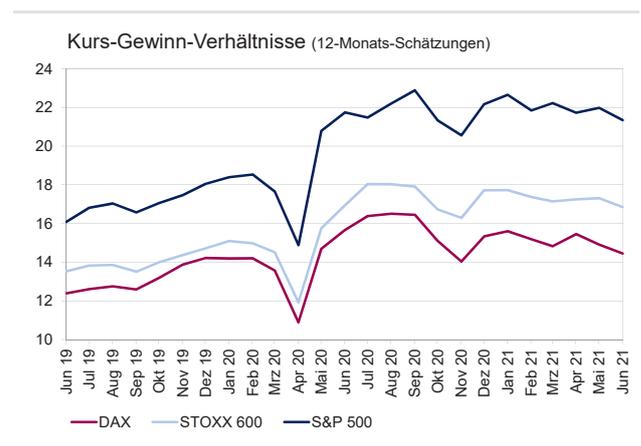
Die lange Zeit festgefahrenen OECD-Verhandlungen haben nun wieder Fahrt aufgenommen, da die Biden-Administration mit einem eigenen Vorschlag vorgeprescht ist. Zur Finanzierung des geplanten Infrastrukturprogramms ist unter anderem eine **Anhebung des Körperschaftsteuersatzes** auf inländische Einkommen von 21 auf 28 Prozent vorgesehen, womit die Hälfte der Senkung, die 2017 Teil des Tax Cuts and Jobs Act war, wieder rückgängig gemacht würde. Geplant ist zusätzlich ein **höherer Steuersatz auf ausländische Einkommen** (auch „GILTI“-Steuer genannt). Mit dem Beschluss der G7-Staaten, Anfang Juni die Mindeststeuer auf 15 Prozent zu setzen, ist dafür bereits ein wichtiger Meilenstein gelegt worden. Offen für eine globale Mindeststeuer zeigen sich nicht nur Finanzministerin Yellen, sondern auch der scheidende Amazon-Chef Jeff Bezos.

Steigende Unternehmensteuern reduzieren die Gewinne und haben daher **negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte**. Sollten die Steuerpläne der Biden-Administration in ihrer jetzigen Form vom Kongress beschlossen werden, würde dies nach Schätzungen von Goldman Sachs bei den S&P 500-Unternehmen die Gewinne pro Aktie im kommenden Jahr um neun Prozent reduzieren. Zwischen einzelnen Aktien und Sektoren differieren allerdings die Belastungen. Besonders leiden werden US-Unternehmen, die einen hohen Anteil ihrer Gewinne im Ausland erwirtschaften und dort derzeit sehr wenig Steuern zahlen. Innerhalb der Indexschergewichte wären dies vor allem

Apple, Visa, NVIDIA, Adobe, Broadcom, Oracle und Amgen. Gewinner sind dagegen inländische Bau- und Infrastrukturwerte sowie die Anbieter Erneuerbarer Energien, die von den steigenden staatlichen Ausgaben profitieren. Der Gesamteffekt auf die Aktienmärkte hängt letztlich vom finalen Ausmaß der Steuererhöhungen ab und der Frage, ob die Profiteure des Infrastrukturprogramms die Gewinneinbußen durch höhere Steuern in der Breite kompensieren können.

Leichter Gegenwind seitens der Bewertungen

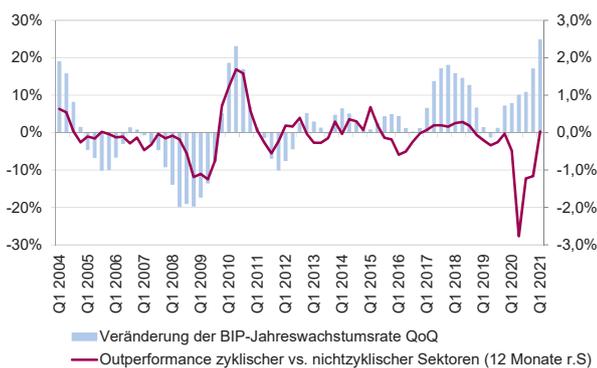
Neben den Gewinnerwartungen sind die **Bewertungsmultiplikatoren** für die Aktienmarktentwicklung entscheidend. Sie hängen vom Zinsniveau, der Aktienrisikoprämie sowie den langfristigen Wachstumsaussichten der Unternehmen ab. Im vergangenen Jahr führten sinkende Zinsen zu einem kräftigen Anstieg der Bewertungen am Aktienmarkt. Das auf den Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate basierende Kurs-Gewinn-Verhältnis ist seit Jahresbeginn bei den meisten Indizes leicht gesunken, hat aber noch nicht den Vorkrisenwert erreicht. Der leichte Rückgang der Bewertungen spiegelt vor allem den Anstieg der Kapitalmarktzinsen wider, der allerdings zum Teil von rückläufigen Risikoprämien kompensiert wurde. Da wir mit weiter steigenden Zinsen rechnen, ist der Spielraum für höhere Bewertungen gering.



Für die Anleger sind jedoch nicht nur die absoluten, sondern auch die **relativen Bewertungen** relevant. Während der S&P 500 bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 21 gehandelt wird, liegt der Wert vom STOXX 600 bei 16,8 und beim DAX bei 14,4. Die Bewertungsunterschiede, die in den vergangenen Jahren stetig zugenommen haben, spiegeln die höhere Bewertung des Tech-lastigen US-Markts

wider. In einem Umfeld steigender Zinsen erscheinen jedoch gerade die Value-lastigen europäischen Aktienmärkte zunehmend attraktiv. Das gilt insbesondere für günstig bewertete zyklische Aktien, die von der Wachstumsdynamik profitieren und gegenüber Zinsanstiegen weitgehend immun sind.

USA: Wachstumsdynamik vs. Sektorenperformance



Revision der Prognosen für DAX und S&P 500

Das positive Bild für die Konjunktur und den Aktienmarkt, welches wir im Jahresausblick gezeichnet haben, hat sich bislang bestätigt. Die wirtschaftliche Erholung hat die Gewinne beflügelt und so zu neuen Rekorden an den Aktienmärkten geführt. Die Bewertungen sind dagegen, wie von uns erwartet, nicht weiter angestiegen.

Wir haben die Wachstumsprognosen für die USA deutlich angehoben und sind auch für das Wachstum der Weltwirtschaft optimistischer. Das wirkt sich nicht nur in den USA positiv auf die Gewinnerwartungen aus. Wir revidieren daher unser jährliches Gewinnwachstum für die DAX-Unternehmen in diesem Jahr von 30 auf 40 Prozent. In einigen sehr günstig bewerteten Sektoren könnten die Kurse noch zusätzlich durch steigende Bewertungen beflügelt werden, doch auf Ebene des Gesamtmarkts ist angesichts höherer Zinsen kaum mit einem Bewertungsanstieg zu rechnen. Die Dividendenrendite, die bei der Berechnung des **DAX-Ziels** berücksichtigt wird, dürfte sich stabil bei drei Prozent halten. Im Ergebnis ergibt sich damit eine revidierte Jahresendprognose von **16.350 Punkten** für den deutschen Leitindex.

Im Vergleich zu Europa wird die Wirtschaft in den USA im laufenden Jahr deutlich stärker wachsen. Davon dürften auch die Unternehmensgewinne in den folgenden Quarta-

len profitieren. Im ersten Quartal konnten die Gewinne im S&P 500 im Jahresvergleich um über 50 Prozent zulegen. Durch auslaufende Basiseffekte werden dies Zuwachsraten im Laufe des Jahres abnehmen, doch das Gewinnwachstum sollte für weitere Kursgewinne ausreichen. Insgesamt heben wir das Jahresendziel für den S&P 500 auf **4.400 Punkte** an.

Im **relativen Vergleich von USA zu Europa** empfehlen wir eine neutrale Positionierung. Auf den ersten Blick scheinen die Bewertungen, die geringere Zinssensitivität und die stärkere Zyklik für ein Übergewicht von europäischen Aktien zu sprechen. Die wesentlich stärkere konjunkturelle Dynamik in den USA und die Aussicht auf weitere mittelfristige Ausgabenprogramme der Biden-Administration sollten allerdings auch dem US-Aktienmarkt zugutekommen. Die Gleichgewichtung von USA und Europa entspricht unserer Empfehlung, einen „Blend-Stil“, der Value- und Growth-Aktien mischt, zu präferieren. Weiter steigende Zinsen stellen für die Bewertung der Unternehmen im Tech-Sektor zwar ein Problem dar, doch die hohe Profitabilität und Zukunftsfähigkeit vieler Tech-Firmen bleibt ein Pluspunkt.

Innerhalb Europas empfehlen wir ein **leichtes Übergewicht deutscher Aktien**. Deutschland profitiert zum einen von der nun einsetzenden Erholung der europäischen Konjunktur, gleichzeitig aber über den Exportsektor auch von den hohen Wachstumsraten in China und den USA. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt die Bewertung nach dem Anstieg im vergangenen Jahr nun schon fast wieder auf dem Vorkrisenniveau, während viele andere Aktienmärkte weiterhin höher bewertet sind.

Revision der Jahresprognosen:

Wir heben unser DAX-Kursziel von 14.250 auf 16.350 Punkte an. Zugleich wird das Kursziel für den S&P 500 von 3.950 auf 4.400 Punkte revidiert.

Maßnahmen:

Aktien sollten in diesem Umfeld stark übergewichtet werden. Innerhalb der Länderallokation sollten Europa und die USA neutral gewichtet werden.

RENTENMARKT

Seit Jahresbeginn sind vor allem die **langfristigen Zinsen** gestiegen. Die hohe Risikofreude und die steigende Inflation haben Anleger dazu bewogen, aus Anleihen in den Aktienmarkt umzuschichten. Trotz der sich sehr schnell und sehr stark aufhellenden Konjunkturaussichten sind die Notenbanken, allen voran die Fed, bisher bei ihrer sehr expansiven, an die Pandemie angepassten Geldpolitik geblieben. Dies dürfte sich nun graduell ändern. Die US-Notenbank wird damit beginnen, den Einstieg in den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik kommunikativ einzuleiten und die EZB hat in diesem Zyklus wenige Argumente, der Fed nicht zu folgen.

Die Fed auf schmalem Grat

In der Corona-Krise hat die US-amerikanische Notenbank die Zinsen auf null Prozent abgesenkt und mit umfangreichen Programmen zum Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen für eine üppige Liquiditätsversorgung gesorgt. Da auch die Fiskalpolitik sehr expansiv ausgerichtet ist, kam es zu einer kräftigen Erholung der Konjunktur, die stärker ausfällt als noch vor wenigen Monaten erwartet. Das starke Wachstum führt zusammen mit einem Basiseffekt zu einem **deutlichen Anstieg der Inflation** in den USA. Momentan legen die Preise mit einer Rate von 5 Prozent gegenüber dem Vorjahr zu. Auch die längerfristigen Inflationserwartungen, die sich aus den Preisen inflationsindexierter Anleihen berechnen lassen, sind stark angestiegen. Im Ergebnis sind die realen Renditen trotz der sehr positiven konjunkturellen Entwicklung weiter negativ. Nach Abzug der erwarteten Inflation liegt die Rendite einer zehnjährigen inflationsindexierten US-Staatsanleihe bei nur noch minus 0,9 Prozent, zu wenig angesichts des kräftigen zu erwartenden Wachstums von 6,5 Prozent. Zwar wird das starke Wachstum kaum von Dauer sein, aber es deutet sich **ein konjunktureller Aufschwung** an, der einige Jahre anhalten könnte. In diesem Umfeld dürfte insbesondere bei längeren Laufzeiten ein **Anstieg der Renditen** erfolgen und die Realzinsen sollten wieder in den positiven Bereich zurückkehren. Dafür müssten die Renditen etwas ansteigen und die Inflationserwartungen etwas sinken.

Angesichts der höheren Inflation steht die US-amerikanische Notenbank nun vor der schwierigen Aufgabe, den geldpolitischen Übergang in die Post-Corona-Ära zu managen. Dies ist keine triviale Aufgabe. Zunächst wird es

darum gehen, die **Anleihekäufe zu reduzieren und schließlich zu beenden** (Tapering). Dass dies einer sehr umsichtigen Kommunikation bedarf, hat das Taper Tantrum im Jahr 2013 bewiesen, als eine angekündigte Straffung der Geldpolitik die Kurse von Aktien und Anleihen gleichermaßen unter Druck setzte. Die Fed ist also gewarnt und wird sehr behutsam zu Werke gehen, um ähnliches zu verhindern. Zu behutsam zu sein ist aber ebenfalls nicht ohne Risiko, da die **Inflationserwartungen aus dem Ruder laufen könnten** und sich nur unter Inkaufnahme hoher Kosten wieder einfangen lassen.

Reale Renditen inflationsindexierter US-Staatsanleihen verschiedener Laufzeiten (in Prozent)



Anleger müssen sich darauf einstellen, dass die Fed noch **vor der Sommerpause** skizzieren wird, wie sie die Geldpolitik normalisieren will. Vor allem die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt wird die Richtung weisen. Momentan liegt das Beschäftigungsniveau noch deutlich unter dem Vorkrisenwert. Acht Millionen Stellen hat die US-Volkswirtschaft verloren. Etwa 500 Tausend neue Jobs entstehen aktuell pro Monat. Es würde also noch bis weit in das nächste Jahr dauern, um das Vorkrisenniveau zu erreichen. Der Stellenaufbau könnte sich aber beschleunigen, da staatliche Programme zur Unterstützung Arbeitsloser im September auslaufen und viele Menschen sich dann einen neuen Job suchen müssen. Auch die Schulen öffnen wieder, sodass viele Frauen, die auch in den USA oftmals stärker in die Kinderbetreuung eingebunden sind, auf Jobsuche gehen werden. Möglich ist also, dass bei anhaltend hohen Inflationsraten der Jobaufbau schneller als bisher voranschreitet, was die Inflations Sorgen verstärken könnte. Vor diesem Hintergrund hat die Fed Ende Mai damit begonnen, **ihre Kommunikation an das verbesserte Umfeld anzupassen**, um nicht unter Druck zu geraten. Der Fed-Vize

Richard Clarida, der im geldpolitischen Entscheidungsgremium der Fed sitzt und dessen Wort Gewicht hat, betonte im Mai, dass auf einer der nächsten Sitzungen über eine Anpassung der Geldpolitik diskutiert werden sollte.

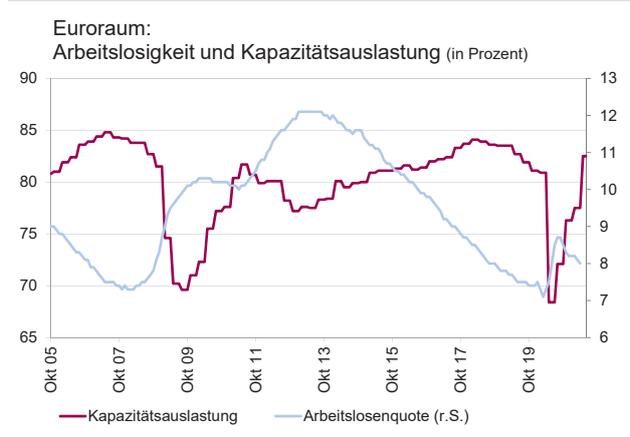
Die meisten Volkswirte rechnen damit, dass ab dem ersten Quartal 2022 die Wertpapierkäufe schrittweise reduziert werden. Die Renditen sollten dann vor allem bei längeren Laufzeiten steigen und die Inflationserwartungen könnten etwas sinken. In der Summe könnte sich ein stärkerer Anstieg der Realzinsen ergeben.

Fed vs. EZB

Aus europäischer Sicht stellt sich die Frage nach dem Verhalten der EZB, die es im letzten Zinserhöhungszyklus nicht geschafft hat, parallel zur Fed ebenfalls die geldpolitische Wende einzuleiten. Grund war damals, dass die Peripheriestaaten nach der Eurokrise mit hartnäckigen konjunkturellen Schwierigkeiten und deflatorischen Tendenzen zu kämpfen hatten. Auch in der Corona-Krise hat es vor allem Italien und Spanien sehr hart getroffen, sowohl durch die hohen Fallzahlen als auch durch ausbleibenden Tourismus.

Die Dinge liegen heute anders als noch vor einigen Jahren. Erstens befinden sich die europäischen Staaten **nicht mehr im Austeritäts-Modus**, sondern haben fiskalpolitisch die Geldschleusen weit geöffnet. Neben zahlreichen Konjunkturprogrammen auf Ebene der Staaten der Währungsunion ist auf Ebene der Europäischen Union der **Corona-Wiederaufbaufonds** gestartet worden, der in den nächsten Jahren über 750 Milliarden Euro aufnehmen und an die Mitgliedsstaaten verteilen wird. Alleine Italien bekommt aus dem Fonds mehr als 200 Milliarden Euro, ein substanzieller Betrag in Höhe von etwa zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Zweitens gibt es nach anfänglichen Problemen nun große Fortschritte beim Impftempo. Möglich erscheint, dass die Urlaubssaison noch gerettet werden kann, was für einige Staaten eine große Bedeutung hätte. Die Fortschritte beim Impfen bewirken zudem, dass der **Optimismus im Dienstleistungssektor** europaweit ansteigt, während die Industrie ohnehin bereits sehr gut dasteht. Die Auslastung der Fabrik-Kapazitäten liegt bereits über dem Vorkrisenniveau und die Arbeitslosigkeit geht zurück.

Die gute konjunkturelle Entwicklung und der Anstieg zahlreicher Rohstoffpreise führen drittens dazu, dass auch



im Euroraum die **Deflationssorgen** in den Hintergrund gerückt sind. Zwar bleibt der Preisanstieg mit aktuell 2,0 Prozent klar hinter dem Wert in den USA zurück, aber die Inflationserwartungen haben auch diesseits des Atlantiks zugelegt. Dies mindert aus Sicht der EZB auch die Notwendigkeit, über einen günstigen Euro für höhere Inflationsraten zu sorgen. Momentan könnte eher argumentiert werden, dass ein starker Euro das Währungsgebiet vor den Preisanstiegen an den Rohstoffmärkten abschirmen kann.

Für die EZB stellt sich daher die Frage, inwieweit das Corona-Notfallprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) an die sich verbesserte Lage angepasst werden muss. Denn auch für den Euroraum gilt, dass durch den Anstieg der Inflationserwartungen die Realzinsen negativ sind, obwohl ein starker Aufschwung absehbar ist. Die EZB-Direktorin Isabel Schnabel hat auf der EZB-Ratsitzung im April auf Nebenwirkungen der lockeren Geldpolitik hingewiesen. Vor allem die **gestiegenen Bewertungen an den Aktienmärkten** könnten demnach ein Stabilitätsrisiko bilden, sollten die Zinsen weiterhin auf einem sehr geringen Niveau gehalten werden. Möglich erscheint, dass auch die EZB das Tempo der Ankäufe unter dem PEPP-Programm allmählich drosselt und das Programm wie geplant im März 2022 beendet. Für die Renditen von Bundesanleihen bedeutet dies einen anhaltenden Aufwärtsdruck.

Revision der Jahresprognosen:

Wir erwarten nun statt minus 0,4 Prozent eine Rendite von 0,1 Prozent für eine zehnjährige Bundesanleihe zum Jahresende.

Maßnahmen:

Renten bleiben stark untergewichtet.

ROHSTOFFMARKT

Gold gerät unter Druck

Die Entwicklung des Goldpreises verlief seit Jahresanfang volatil. Im ersten Quartal sank der Goldpreis, konnte sich im zweiten Quartal aber erholen. Vor allem die **ansteigenden Inflationserwartungen** haben einen Rückgang bei den Realzinsen bewirkt, was Gold trotz eines ausgeprägten Optimismus an den Aktienmärkten gestützt hat.

Die Entwicklung bei den Realzinsen dürfte aber nun ihren Zenit erreicht haben. Dafür spricht vor allem, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik an die **post-Corona-Ära anpassen**. Während die großen Notenbanken Fed und EZB erst langsam reagieren und sich mit der geldpolitischen Wende noch etwas Zeit lassen dürften, hat die britische Notenbank bereits für das kommende Jahr eine Zinserhöhung in Aussicht gestellt ebenso wie die Zentralbanken von Neuseeland und Norwegen. Die kanadische Notenbank hat ihre Anleihekäufe bereits reduziert. Für Gold bedeutet dies, dass perspektivisch auch die **Realzinsen steigen dürften**, die noch in vielen Währungsräumen negativ sind. Aktuell verlieren Anleger in realer Rechnung Geld, wenn sie in Anleihen investieren oder Cash halten. Deswegen erscheint Gold vielen attraktiv und wird genutzt, um das Vermögen vor einem realen Vermögensverlust zu schützen. Sobald die Realzinsen aber wieder in den positiven Bereich zurückkehren, nehmen die Opportunitätskosten der Goldhaltung zu, da Gold keinen Zahlungsstrom aus Kuponzahlungen generiert.

Das Kapitalmarktumfeld wird also ungünstiger für Gold. Positivere Signale kommen dagegen von der **Nachfrageseite**. Insbesondere einige kleinere Zentralbanken haben ihre Goldbestände aufgestockt. So hat nach Daten des Internationalen Währungsfonds die Bank of Thailand im April ihre Goldreserven um 43,5 Tonnen erhöht. Auch die Notenbanken der Staaten Usbekistan (8,4 Tonnen), Kasachstan (4,4 Tonnen), Indien (6,8 Tonnen) und Kambodscha (5 Tonnen) waren aktiv. Allerdings dürfte sich auch die Angebotsseite aufhellen, nachdem die Lockdown-Maßnahmen in vielen Teilen der Welt beendet werden. **Der Anreiz, Gold zu fördern oder zu recyceln**, ist auf dem aktuellen Preisniveau sehr hoch.

Ebenfalls positiv sollte sich auswirken, dass eine leichte Abwertung des US-Dollar möglich erscheint. Da Gold in

US-Dollar abgerechnet wird, ist es im Falle eines schwächeren US-Dollar für ausländische Investoren attraktiver.

Unter dem Strich überwiegt aber der **negative Effekt von der Zinsseite**. Die Summe der weltweiten Anleihen mit negativen Zinsen ist von etwa 18 Billionen US-Dollar auf 13 Billionen US-Dollar gesunken. Das Ende der ultra-lockeren Geldpolitik ist absehbar. Wenn auch die Realzinsen bonitätsstarker Anleihen in den positiven Bereich zurückkehren, bekommt Gold starke Konkurrenz, sodass wir auf Jahres-sicht mit einem etwas schwächeren Goldpreis rechnen.

Revision der Jahresprognosen:

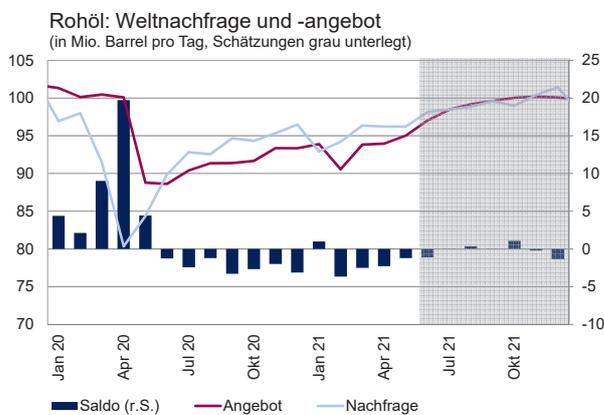
Statt 1.800 US-Dollar je Feinunze erwarten wir nun 1.650 US-Dollar je Feinunze zum Jahresende.

Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Gold leicht untergewichtet werden.

Rohöl: Die Phase der Unterversorgung endet

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie sorgen weiterhin für **Ungleichgewichte** an den Rohstoffmärkten. Lag im letzten Jahr bedingt durch den Lockdown das Angebot weit über der Nachfrage, gilt in diesem Jahr die umgekehrte Logik. Der Ölpreis liegt mit mittlerweile ca. 70 US-Dollar je Barrel wieder höher als vor der Krise.



Es zeichnet sich ab, dass die Unterversorgung auf dem Rohölmarkt noch einige Monate anhalten wird und sich erst im weiteren Jahresverlauf abschwächt. Zum Jahres-

ende deutet sich dann wieder ein ausgeglichener Markt an. Maßgeblich verantwortlich hierfür ist die Angebotsseite, die sich spürbar erholen dürfte. So haben die OPEC-Staaten und die mit der OPEC kooperierenden Länder wie Russland, Kasachstan und Mexiko (zusammengenommen spricht man von OPEC+) beschlossen, die vergangenen **Förderkürzungen schrittweise zurückzunehmen**. Gleichzeitig hat Saudi-Arabien entschieden, die freiwillige Förderkürzung im Umfang von einer Millionen Barrel pro Tag, die angesichts der neuen Infektionswelle im Februar verkündet wurde, ebenfalls schrittweise zu reduzieren. Damit **steigt das Angebot** bis zur Jahresmitte um etwas mehr als zwei Millionen Barrel am Tag.

Im weiteren Jahresverlauf ist, je nach Entwicklung der Nachfrage, damit zu rechnen, dass die OPEC+ noch weitergehende Angebotserhöhungen vornimmt. Denn angesichts des mittlerweile stark gestiegenen Ölpreises mehrten sich die politischen Sorgen vor zu teurem Öl. Öl spielt in der Weltwirtschaft nach wie vor eine zentrale Rolle. Die Energiepreise könnten, wenn sie noch weiter ansteigen, die junge Erholung abbremsen. Hinzu kommt, dass hohe Energiepreise die Inflation antreiben. Der **politische Druck** auf die OPEC+, die Förderung nochmals auszuweiten, dürfte zunehmen. Das Potenzial, weiteres Öl freizugeben, ist vorhanden. Selbst nach der beschlossenen Erhöhung der Förderung wird die Produktion noch immer 5,5 Millionen Barrel am Tag unter dem Vorkrisenwert liegen.

Die Freigabe der Produktionsreserve ist nach dem Kürzungsabkommen der OPEC+ aus dem April 2020 zwar erst für das nächste Jahr vorgesehen, allerdings ist es im Interesse des Kartells, einen weitgehend **ausgeglichene Ölmarkt** herzustellen. Denn zu hohe Preise bremsen die Konjunktur und bewirken damit eine mittelfristig schwächere Nachfrage. Und zweitens setzt ein zu hoher Ölpreis den US-amerikanischen Ölproduzenten Anreize, ihre Förderung auszuweiten, die sich in der Regel erst ab einem Ölpreis von mehr als 50 US-Dollar je Barrel rechnet. Das Ziel der OPEC+ ist es, den Ölpreis so zu setzen, dass die Nachfrage zu moderaten Preisen befriedigt wird, ohne zu starke Anreize für andere Produzenten zu erzeugen.

In den USA beginnt die Erholung der Produktion erst von niedrigen Niveaus ausgehend. Die Anzahl der aktiven Förderstätten (Rig Counts) steigt zwar an und die Produktion pro Rig ist durch Effizienzgewinne im Vergleich zur Situation vor einigen Jahren deutlich gestiegen, aber das Vor-

krisenniveau von über 13 Millionen Barrel am Tag wird so schnell nicht erreicht werden, da einige Fracker durch den starken Ölpreissrückgang aus dem Markt gedrängt wurden. Der Schock kurzzeitig negativer Ölpreise im April 2020 sitzt zudem tief und **hemmt die Investitionsbereitschaft**, auch in dem Wissen, dass die Förderung der OPEC+ schnell und substanziell erhöht werden kann. Die US-Energiebehörde rechnet mit einem Anstieg der Förderung in den USA auf 11,4 Millionen Barrel bis Ende des Jahres.

Auf der Nachfrageseite kam es angesichts der kräftigen konjunkturellen Erholung zu einer Anpassung der Bedarfsprognosen. So schätzt die Internationale Energieagentur einen Ölverbrauch von 99,5 Millionen Barrel am Tag bezogen auf das vierte Quartal, was sechs Millionen Barrel am Tag über den Schätzungen zu Jahresbeginn liegt. Im Sommer ist zudem damit zu rechnen, dass es in weiten Teilen der Welt zu **Nachholeffekten** bei Reisen kommen wird, was den Benzinverbrauch ankurbeln dürfte. Einige Teile der Welt, wie Indien oder Japan, werden sich aber über den Sommer hinaus im Lockdown befinden, was die Nachfrageerholung etwas abdämpfen sollte.

Momentan dominieren noch die Knappheitssorgen das Marktgeschehen. Dies ist auch an der Terminkurve zu erkennen. Lag im letzten Jahr der Kassa-Preis teils deutlich unter dem Future-Preis (Contango), was ein zu hohes Angebot signalisiert, ist es nun umgekehrt. Der Ölmarkt befindet sich in Backwardation. Heutiges Öl ist teurer als zukünftige Lieferungen, weil Marktteilnehmer den physischen Besitz von Rohöl bevorzugen. Anleger sollten aber bedenken, dass das Angebot wie schon im Lockdown auch in der Phase der Lockerungen recht schnell an die sich verändernde Nachfrage angepasst werden kann. Die Stärke des Schocks in 2020 hat zwar eine friktionslose Anpassung verhindert, aber es hat sich gezeigt, dass **ein Ungleichgewicht auf dem Ölmarkt nicht über längere Zeiträume bestehen bleibt**. Ein weiterer, kräftigerer Anstieg des Ölpreises ist daher nicht zu erwarten, zumal sich auch die Lagerbestände normalisiert haben.

Revision der Jahresprognosen:

Anpassung des Kursziels von 50 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI auf 70 US-Dollar.

Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Rohöl leicht übergewichtet werden.

DEVISENMARKT

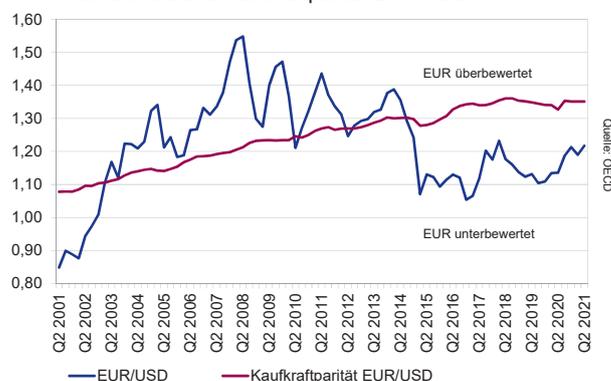
Der Euro hat noch etwas Luft nach oben

Seit Jahresanfang wertete der Euro im Vergleich zum US-Dollar zunächst ab, konnte sich dann aber mit dem Impffortschritt im Euroraum wieder erholen und das Jahresanfangsniveau erreichen. Die Argumente, die wir im Jahresausblick für einen stärkeren Euro angeführt haben, sind weiter intakt und haben sich tendenziell erhärtet.

Ein wichtiger Grund für die jahrelange Euro-Schwäche waren die politischen Sorgen um den Zusammenhalt des Währungsraums. Der Corona-Wiederaufbaufonds hat den Blickwinkel der Anleger aber nachhaltig verändert. Ablesen lässt sich dies an marktbasierenden Indikatoren wie den Renditeaufschlägen von Peripherieanleihen oder den Preisen für Kreditausfallversicherungen. Beide liegen auf tiefen Niveaus. Ein weiteres Indiz ist der auf Umfragen unter Investoren basierende Index des Analysehauses Sentix, der seit 2012 einmal im Monat veröffentlicht wird und die Austrittswahrscheinlichkeit eines Mitglieds des Euroraums in den nächsten zwölf Monaten misst. Dieser Index markiert mit einem Wert von aktuell **3,4 Prozent einen Tiefpunkt**. Neben dem Wiederaufbaufonds hat sicherlich auch der Regierungswechsel in Italien geholfen, die Anleger weiter zu besänftigen. Mitten in der Corona-Krise ist es dort zum Koalitionsbruch gekommen. Schnell war klar, dass es in der Notlage keine Neuwahlen geben kann. Stattdessen wurde eine Expertenregierung mit dem ehemaligen EZB-Präsidenten **Mario Draghi** als Ministerpräsident gebildet. Die Zuversicht, dass es Draghi gelingen kann, das Land mit der Unterstützung Brüssels aus der zwanzigjährigen Stagnation zu befreien, ist nun groß.

Das transatlantische Wechselkurspaar wird aber nicht nur von politischen Risiken getrieben, sondern in signifikantem Ausmaß von den **Zinsdifferenzen**. Der Euro war auch lange so schwach, weil der Zinsvorteil US-amerikanischer Anleihen groß war. Momentan rentieren zehnjährige US-amerikanische nominal verzinsliche Anleihen etwa 170 Basispunkte über vergleichbaren Bundesanleihen. Dies ist nach wie vor ein hoher Wert und ein starkes Argument für den US-Dollar. Allerdings ist die Inflation in den USA auch deutlich höher, was europäische Investoren aber nur spüren, wenn es wegen der Inflationsdifferenzen tatsächlich zu einer Abwertung des US-Dollar kommen sollte.

Wechselkurs und Kaufkraftparität EUR/USD



Ein Blick auf die Politik der Notenbanken zeigt, dass sowohl die Fed als auch die EZB darüber nachdenken, wie die Geldpolitik nach der Corona-Krise gestaltet werden kann. Beide Notenbanken wollen perspektivisch die **kräftige Unterstützung zurückführen**. Niemand in der EZB denkt jedenfalls mehr darüber nach, den Einlagenzins abzusenken, um eine Aufwertung des Euro zu verhindern. Stattdessen könnte bei weiter steigenden Rohstoffpreisen auch bei der EZB der Gedanke salonfähig werden, dass ein starker Euro kein Nachteil mehr sein muss.

Auch die **Bewertungsdifferenzen an den Aktienmärkten** könnten den Euro begünstigen. Im aktuellen Umfeld einer dynamischen konjunkturellen Entwicklung, die mit steigenden Zinsen und tendenziell höheren Inflationsraten einhergeht, wirkt der europäische Aktienmarkt attraktiver. Der hohe Value-Anteil verringert die Zinssensitivität, was momentan von vielen internationalen Anlegern gewünscht wird.

Allerdings fallen das **Wachstum und die Unternehmensgewinne** in den USA deutlich kräftiger aus. Die jüngsten Konjunkturdaten machen aber Hoffnung, dass der Euroraum etwas aufholen kann. Insgesamt überwiegen die Argumente für einen leicht stärkeren Euro, sodass sich die fundamentale Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar verringern dürfte.

Revision der Jahresprognosen:

Wir behalten unser Wechselkursziel von 1,25 US-Dollar pro Euro aus dem Jahresausblick 2021 bei.

IMMOBILIENMARKT

Mit Blick auf den deutschen Immobilienmarkt war sicherlich die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 15. April zur Unvereinbarkeit des Berliner Mietendeckels mit dem Grundgesetz die Meldung mit der größten Medienwirksamkeit, gefolgt von der Ende Mai veröffentlichten geplanten Fusion der beiden größten deutschen börsennotierten Wohnungsunternehmen Vonovia und Deutsche Wohnen. Mit rund 550.000 Wohnungen entstünde, die Zustimmung der Kartellbehörden und der Aktionäre der Deutsche Wohnen vorausgesetzt, der größte private Wohnungseigentümer Europas.

Im Schatten dieser Meldungen sind die Trends, die wir zur Jahreswende formuliert haben, weiter intakt. Der hohe Anlagedruck von Investoren in Verbindung mit weiter sehr günstigen Finanzierungsbedingungen bei konservativen Beleihungswerten führte insbesondere in den Nutzungsarten Wohnen und Logistik zu neuen Preisrekorden.

Vor dem Hintergrund der historisch hohen Einstandsniveaus stellt sich immer stärker die Frage nach der **Nachhaltigkeit von Immobilieninvestments über den kompletten Investitionszyklus** hinweg. Mit der Mehrzahl der Investitionen, die auf Einstandsfaktoren von 30-fach und größer getätigt werden, dürfte allenfalls unter der

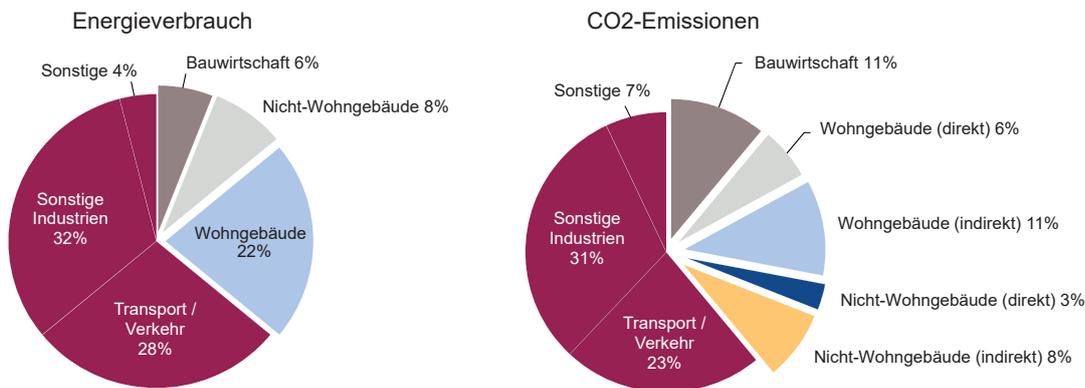
Voraussetzung substanzieller Mietpreissteigerungen und mindestens gegenüber Ankauf stabiler Verkaufsfaktoren Geld verdient werden.

Gebäude und Bauwirtschaft tragen stark zu den globalen CO₂-Emissionen bei

Immer stärkeren Einfluss auf die wirtschaftliche Nachhaltigkeit von Investitionen gewinnt im Hinblick auf das **politische Ziel der Klimaneutralität bis 2050** die ökologische Nachhaltigkeit einer Immobilie.

Laut Klimaschutzbericht 2019 des Bundesministeriums für Umwelt hatte der Gebäudesektor 2018 einen Anteil von 13,6 Prozent an den gesamten Treibhausgasemissionen in Deutschland. Erfasst sind hier vor allem Emissionen, die durch Heizen, Kochen und Warmwasserversorgung sowie die Prozesswärme und -kälteversorgung in Gebäuden entstehen. Berücksichtigt man zusätzlich die ebenfalls zur Gebäudeversorgung eingesetzte Fernwärme und den verwendeten Strom („indirekte Emissionen“), verdoppelt sich der Anteil auf etwas mehr als ein Viertel der Treibhausgasemissionen in Deutschland. Obendrauf kommen Emissionen aus der Herstellung, Errichtung und Instandsetzung von Gebäuden („graue Emissionen“).

Anteil Gebäudesektor und Bauwirtschaft weltweit (2018)



Quelle: IEA

Nach Zahlen der Internationalen Energieagentur (IEA) betrug der Anteil des **Gebäudesektors und der Bauwirtschaft** im Jahr 2018 36 Prozent am globalen Energieverbrauch und **39 Prozent an den globalen CO₂-Emissionen**.

Der „Green Deal“ der EU-Kommission vom Dezember 2019 formuliert als Ziel eine klimaneutrale bzw. treibhausgasneutrale EU bis zum Jahr 2050. Die Autoren des vom Urban Land Institute gemeinsam mit PwC veröffentlichten Reports „Emerging Trends in Real Estate 2021“ gehen davon aus, dass etwa **80 Prozent der im Jahr 2050 bestehenden Gebäude bereits heute gebaut** sind. Die Herausforderungen liegen damit in erster Linie im Bestand.

Ökologische Nachhaltigkeit wird wertrelevant

Angesichts des hohen Anteils des Gebäudebestands an den CO₂-Emissionen ist eine **zunehmende Regulierung** des Sektors erkennbar. Aktuelle Beispiele hierfür sind:

- das Verbot von Heizsystemen basierend auf fossilen Energieträgern (Verbot des Einbaus neuer Ölkessel ab 2026),
- die ab Mai 2021 geltende verpflichtende Angabe der CO₂-Verbrauchswerte für Energie-Ausweise,
- der Beschluss, dass die seit Januar 2021 geltende CO₂-Abgabe auf Öl und Gas künftig zu gleichen Teilen von Mietern und Vermietern getragen werden soll,
- die seit März 2021 im Zuge der Offenlegungsverordnung geltende Verpflichtung für (Immobilien-) Fondsgesellschaften, Auskunft darüber zu geben, in welchem Maß ihre Fonds im Sinne der EU-Taxonomie nachhaltig sind, also entweder ein explizites Nachhaltigkeitsziel wie die Reduktion

von CO₂-Emissionen anstreben oder ESG-Aspekte (Environment, Social, Governance) im Investmentprozess berücksichtigen.

Gleichzeitig zwingen die eigenen **Corporate Governance Regelungen** institutionelle Investoren und Immobiliennutzer zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsstrategien.

Zur Bestimmung des Nachhaltigkeitsstandards haben sich unterschiedliche **Zertifizierungsansätze** etabliert. Die in Deutschland am weitesten verbreiteten Systeme sind das deutsche DGNB (Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen), das amerikanische LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) und das britische BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Method). Beispielhaft berücksichtigt das DGNB System für Neubauten sechs verschiedene Qualitätsbereiche:

- Ökologische Qualität (Wirkung von Gebäuden auf die Umwelt, Ressourceneffizienz und Abfallaufkommen)
- Ökonomische Qualität (Lebenszykluskosten)
- Soziokulturelle und funktionale Qualität (Gesundheit, Behaglichkeit, Nutzerzufriedenheit)
- Technische Qualität (technische Ausführung im Hinblick auf Nachhaltigkeitsaspekte)
- Prozessqualität (Qualität der Planung und Bauausführung)
- Standortqualität (Wechselwirkung Projekt – Umfeld)

Die größere Herausforderung lauert jedoch wie eingangs erwähnt im Bestand. Auch hierfür wurden Ratingmodelle wie GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) entwickelt, die im ersten Schritt Transparenz schaffen und im Weiteren die Grundlage dafür bilden, konkrete einzel-

Angesichts des hohen Anteils des Gebäudebestands an den CO₂-Emissionen ist eine zunehmende Regulierung des Sektors erkennbar.

fallbezogene Nachhaltigkeitsziele zu definieren und daraus Maßnahmen abzuleiten, mit Hilfe derer das Rating verbessert werden kann.

Auf Eigentümerseite besteht die Erwartung, mit Hilfe des Nachhaltigkeitsratings einen **Wettbewerbsvorteil zu generieren**, u.a. durch reduzierte Bewirtschaftungskosten, eine bessere Vermietbarkeit, eine bessere Finanzierbarkeit, eine höhere Wertstabilität sowie bessere Wiederveräußerbarkeit oder auch günstigere Versicherungsprämien. Zusätzlich kann von Marketing- und Imagevorteilen bzw. reduzierten Reputationsrisiken profitiert werden und die Immobilie kann als Ausdruck innovativer Unternehmenskultur genutzt werden.

Nach einer Umfrage von Engel & Völkers Investment Consulting (EVIC) unter 50 Immobilieninvestoren, Asset-Managern und Projektentwicklern aus 2021 erwarten 58 Prozent der Befragten, dass die Preise von Immobilien, die nicht ESG-konform sind, mittel- bis langfristig sinken.

Nachhaltigkeit hat im Family Office auch jenseits von wirtschaftlichen Überlegungen und regulativen Vorgaben Relevanz. **Kunden stellen** aus eigener Überzeugung ebenso **Anforderungen an den Impact ihrer Investitionen** wie die Mitarbeiter, die diese Investitionen selektieren, verhandeln und managen. Allerdings investieren Family Offices bei Direktinvestitionen vielfach außerhalb des institutionellen Anlageuniversums. Die beschriebenen Corporate Governance Regelungen und internationalen Ratingsystematiken der institutionellen Großinvestoren kommen hier deutlich seltener zum Tragen. Dafür begegnet dem Investor in Deutschland jedoch beständig das 2020 in Kraft getretene Gebäudeenergiegesetz (GEG) bzw. sein Vorläufer, die Energieeinsparverordnung (EnEV). Das GEG definiert Anforderungen an die energetische Qualität von Gebäuden, die Erstellung und Verwendung von Energieausweisen sowie an den Einsatz erneuerbarer Energien in Gebäuden.

Nachholbedarf in der Umsetzung

Aktuell gibt es bei Privatinvestoren aber auch bei einer Vielzahl von Mittelständlern der Immobilienindustrie noch ein großes **Delta zwischen** dem generellen Anerkennen der **Wichtigkeit** von Nachhaltigkeitsstrategien **und** deren **Umsetzung**. Aus der oben zitierten Befragung von EVIC ergab sich, dass bislang erst jeder zehnte Befragte ESG-Kriterien im Regelbetrieb implementiert hat.

Ein **systematischer repetitiver Prozess** mit dem Ziel, die Nachhaltigkeit der eigenen Bestände immer weiter zu verbessern, könnte die folgenden Bausteine berücksichtigen:

- Sammeln von Daten und Informationen sowie Bewertung im Hinblick auf den Status quo
- Formulieren strategischer Nachhaltigkeitsziele
- Aufstellen eines Aktionsplans
- Operative Umsetzung von Einzelmaßnahmen
- Monitoring der Ergebnisse

Unsere Empfehlung ist es, zumindest das **Erheben von Daten** im Nachhaltigkeitskontext sowie deren Bewertung **in den Regelprozess** eines jeden Immobilieninvestors zu **integrieren** und standardisiert in den Prüfungsumfang der Due Diligence bei Ankauf einer Immobilie aufzunehmen. Spezialisierte Dienstleister, aber auch ausgewählte technische Dienstleister halten die erforderliche Expertise für ein überschaubares Budget vor. Auch eine umfassende Bewertung des Bestandsportfolios erscheint grundsätzlich sinnvoll, um eine **Grundlage für rationale Entscheidungen** im Nachhaltigkeitskontext zu schaffen. Gegenüber dem breiten Feld der Marktteilnehmer dürfte dies bereits einen Wettbewerbsvorteil darstellen und wirksam dazu beitragen, das **Risiko eines „stranded assets“**, das keinen Nutzer und keinen Käufer mehr findet oder dessen Betrieb möglicherweise zu irgendeinem Zeitpunkt behördlich untersagt wird, zu **minimieren**. Ob und welche Maßnahmen der Investor tatsächlich umsetzt, bleibt abhängig von seiner individuellen Nachhaltigkeitsstrategie.

BETEILIGUNGEN

Rekordjahr bei Exits erwartet

Auch wenn der pandemiebedingte Markteinbruch im ersten Quartal 2020 bei Private-Equity-Beteiligungen deutlich schwächer ausfiel als etwa am Aktienmarkt, konnten sich diese in der Folgezeit deutlich erholen. Die Werte der Private-Equity-Portfolios sind in den drei Folgequartalen jeweils um einen zweistelligen Prozentbetrag angestiegen. Änderungen in den Bewertungen zeigten sich dabei vorrangig in den Bestandsportfolios. Die Bewertungen bei Neuinvestments zeigten sich von der höheren Marktvolatilität im Allgemeinen relativ unbeeindruckt, hielten sich auf einem hohen Niveau und erreichten im Zuge der Markterholung letztlich sogar einen neuen Rekordwert bei im Mittel rund 12x EBITDA. Ursächlich hierfür ist nicht zuletzt, dass sich die Nachfrage der Investoren nach krisenresistenten Unternehmen erhöhte, und zwar insbesondere im Gesundheits- und Technologiesektor. In gleicher Weise ging die Transaktionsaktivität in konjunktursensiblen Branchen zurück, die aufgrund ihrer höheren Schwankungsanfälligkeit oftmals geringere Bewertungsniveaus aufweisen.

Solide Unternehmen dürften weiterhin hoch in der Anlegergunst stehen, weshalb vorerst nicht mit nachhaltig rückläufigen Bewertungen zu rechnen ist. Dies könnte sich positiv auf Fonds mit einer Vielzahl reifer Beteiligungen auswirken, da es deren Realisierung zu sogar überdurchschnittlichen Renditen erleichtert. Infolgedessen könnte das Exit-Volumen spürbar anziehen. Der zunehmende Abbau von Reisebeschränkungen infolge des Impffortschritts sollte Due Diligences erleichtern und so zu Nachholeffek-

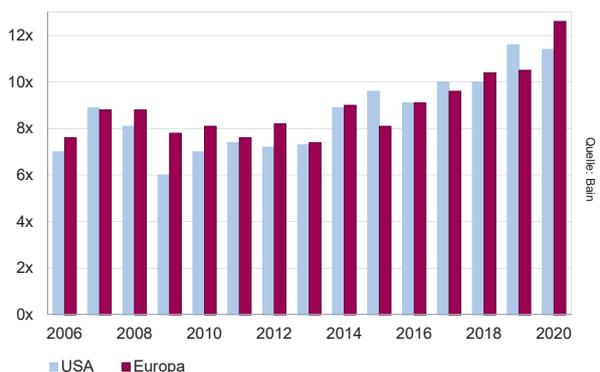
ten aufgeschobener Beteiligungsrealisierungen führen. In Summe rechnet KPMG in 2021 mit einem **Rekordjahr für Exits**, das Investoren in den Genuss weit **überdurchschnittlicher Rückflüsse** bringen sollte.

Der SPAC-Hype als zusätzliche Chance

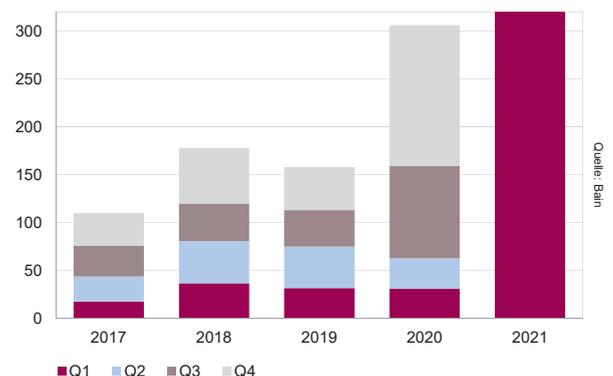
Hierzu dürfte auch eines der auffälligsten Phänomene der vergangenen Monate beitragen: **SPAC**. Bei diesen **Special Purpose Acquisition Companies** handelt es sich um börsennotierte Gesellschaften, die mit dem Ziel gegründet wurden, ein privates Unternehmen, oftmals aus Private-Equity-Hand, zu erwerben und diesem damit an die Börse zu verhelfen. Die Identität des zu erwerbenden Unternehmens (sogenanntes Target) steht zum Zeitpunkt des Börsengangs noch nicht fest, sodass es sich für die Zeichner um ein Blind-Pool-Engagement handelt. Nicht zuletzt durch den Mangel an Diversifizierung eines SPAC hat ein entsprechendes Investment starken Wettcharakter mit digitalen Erfolgsaussichten. Als Teil der strategischen Vermögensanlage eignet es sich folglich kaum.

Profiteure sind indes Private-Equity-Gesellschaften, denen sich ein zusätzlicher Exit-Kanal eröffnet. Im Vergleich zu einem regulären Börsengang bietet dieser dem Verkäufer den Vorteil, dass der Prozess deutlich schneller abgeschlossen werden kann und eine höhere Preissicherheit bietet. Inwieweit dieser Weg auf längere Sicht offensteht, ist vor allem von der mittelfristigen Aktienkursentwicklung von SPAC abhängig. Diese wiederum steht in engem Zusammenhang mit dem für das Target gezahlten Preis.

Private-Equity-Bewertungen
als Vielfaches des EBITDA



Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)
Anzahl der pro Quartal aufgelegten Vehikel seit 2017



Hierbei können Private-Equity-Gesellschaften selbst einen Beitrag zu einem langfristigen Erfolg leisten, da zahlreiche SPAC von Buyout-Teams initiiert wurden.

Die Suche nach langfristigem Kapital

SPAC sind jedoch nur eine Möglichkeit, wie sich Private-Equity-Gesellschaften längerfristiges Kapital sichern können. Die Neigung hierzu dürfte weiter zunehmen, da die Verfügbarkeit von dauerhaftem Kapital und die Möglichkeit, Verkaufserlöse zu reinvestieren, die Notwendigkeit zur regelmäßigen Kapitaleinwerbung reduziert. Vor diesem Hintergrund dürfte der Erfolg von Fonds mit überdurchschnittlich langen Laufzeiten von zum Teil mehr als 20 Jahren anhalten, zumal er auch Anleger beim Due-Diligence-Aufwand entlastet.

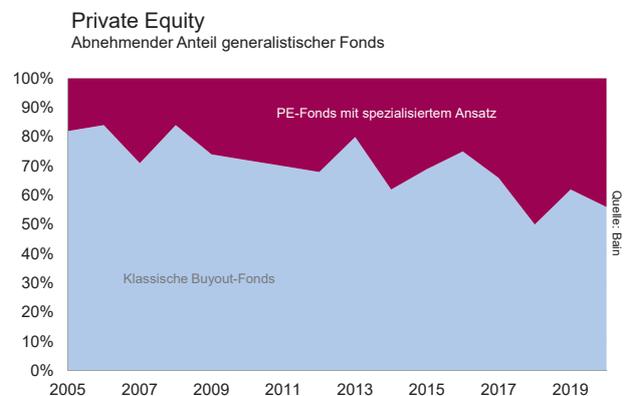
Eine weitere Möglichkeit besteht in der Kooperation oder Fusion mit einem Versicherungsunternehmen. Zwar kann stets nur ein Teil der zur Besicherung verfügbaren Vermögenswerte spekulativ investiert werden. Gerade im Falle von Lebensversicherungen sind die Verbindlichkeiten jedoch sehr langfristig und damit attraktiv für Private-Equity-Gesellschaften. Daher dürften den jüngsten Beispielen von Apollo und KKR, die die Versicherungsunternehmen Athene bzw. Global Atlantic übernommen haben, zukünftig weitere folgen.

Eine weitere Möglichkeit, Anleger länger an sich zu binden, ist der Verkauf von Anteilen an der Managementgesellschaft selbst (sogenannte **GP Stakes**). Anleger können sich dadurch den **Zugang zur Assetklasse mit reduzierten Konditionen** sichern. Die Private-Equity-Gesellschaft stärkt durch die Kapitalerhöhung ihre eigene Bilanz, um auf diese Weise die Produktpalette erweitern zu können. Allein in den ersten Quartalen 2020 wurden auf diese Weise 22 Milliarden US-Dollar an Kapital eingeworben. Auch dieser Trend dürfte sich fortsetzen, wobei die Beteiligung von Investoren in Ausnahmefällen auch über einen Börsengang erfolgen kann.

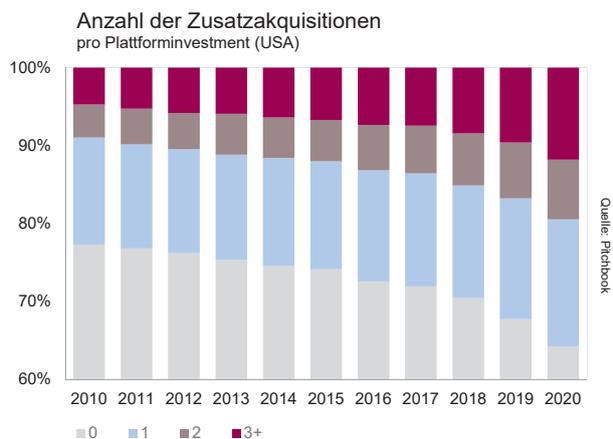
Zunehmende Spezialisierung von Fonds

Bei der Investition des eingeworbenen Investitionskapitals (sogenanntes Dry Powder) stellt das Marktumfeld die Private-Equity-Gesellschaften vor erhebliche Herausforderungen. Denn die beständig gestiegenen Mittel **erhöhen den Wettbewerb** um die verfügbaren Transaktionen, was

die Unternehmensbewertungen in die Höhe treibt. Damit entsprechende Renditeerwartungen weiter aufrechterhalten werden können, wird ein besseres Verständnis für Geschäftsmodelle für Buyout-Manager wichtiger. Über **relevantes Fachwissen** zu verfügen, ist daher unabdingbar. Je tiefer der Einblick in eine bestimmte Branche wie zum Beispiel dem Gesundheitssektor mit hohen regulatorischen Anforderungen oder auch das Netzwerk in einer geographischen Region ist, desto leichter fällt die Identifikation aussichtsreicher Unternehmen sowie die anschließende Umsetzung dauerhafter operativer Verbesserungen.



Entsprechend dürfte sich der **Trend zu einer stärkeren Spezialisierung** der Private-Equity-Fonds weiter fortsetzen. Waren es vor 15 Jahren noch mehr als 80 Prozent der Fonds, die einen generalistischen Ansatz verfolgten, so ist deren Anteil zuletzt auf unter 60 Prozent gesunken. Bei den größten Fondsgesellschaften überwiegen mittlerweile sogar die Angebote mit einem fokussierten Ansatz. Getrieben wird diese Entwicklung durch das Streben der großen Managementgesellschaften, stetiges Wachstum des verwalteten Kapitals zu präsentieren. Bei börsennotierten Private-Equity-Unternehmen kann dies sogar als Notwendigkeit für steigende Aktienkurse betrachtet werden. Da der Markt bei den klassischen institutionellen Investoren bereits relativ gesättigt ist und die Erschließung kleinerer Anleger oftmals an der Regulierung scheitert, gelingt dies am besten durch eine breitere Aufstellung und damit einhergehende Erschließung zusätzlicher Märkte und Segmente.



Buy & Build wird immer wichtiger

Durch das gestiegene Bewertungsniveau und den erhöhten Wettbewerb hat die Bedeutung von Zusatzakquisitionen in den letzten Jahren zugenommen. Buy-and-Build-Strategien gewinnen als Werkzeug zur Wertsteigerung an Beliebtheit, weil die typischerweise deutlich kleineren Unternehmen zu niedrigeren Bewertungen erworben werden können. Dadurch verringert sich der durchschnittliche Einstand, was den Profit bei einem Exit erhöht.

Darüber hinaus hat sich dieser Ansatz in Krisenzeiten als widerstandsfähig erwiesen. Denn gerade für Unternehmen mit finanzkräftigen Gesellschaftern wie Private-Equity-Investoren bietet sich die Chance, den Markt durch Zukauf schwächerer Konkurrenten zu konsolidieren. Darüber hinaus können sie noch ihre Marktposition durch vertikale Integration stärken oder eine geografische Expansion beschleunigen.

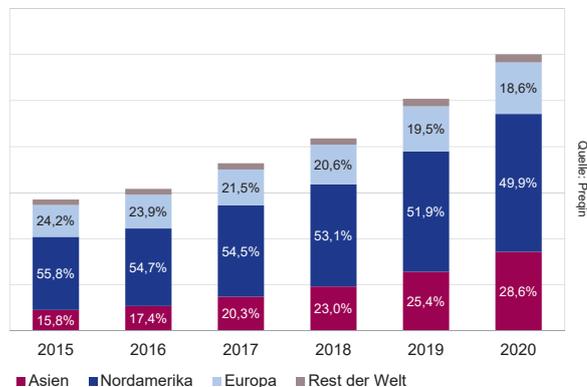
Entsprechend hat sich die Anzahl der Zusatzakquisitionen pro Plattforminvestment in den letzten Jahren stetig erhöht. Während in den USA im Jahr 2010 der Anteil der Beteiligungen mit mindestens drei Add-On bei lediglich 4,7 Prozent lag, hat er sich bis 2020 auf 11,8 Prozent mehr als verdoppelt. Daneben hat sich auch der Anteil von Zusatzakquisitionen an allen Private-Equity-Transaktionen deutlich erhöht und betrug im Jahr 2020 rund 72 Prozent (2010: 50 Prozent).

Asiens Anteil an Private Equity weiter steigend

Die Corona-Pandemie hatte zu Beginn des Jahres 2020 auch erhebliche Auswirkungen auf Private-Equity-Investi-

tionen in die asiatisch-pazifische Region, nachdem in den zwei Jahren zuvor neue Rekorde eingefahren wurden. Die Zurückhaltung der Investoren hielt jedoch nicht lange an, denn viele kehrten schnell in den Markt zurück und investierten so viel wie noch nie. Insbesondere die Regionen China, Indien und Japan profitierten überdurchschnittlich und erreichten schnell wieder neue Höchststände. Die überproportionale Erholung des asiatischen Marktes mit einem starken Anstieg des Transaktionsvolumens ließ den Anteil des in Asien verwalteten Vermögens zuletzt auf annähernd 29 Prozent des globalen Private-Equity-Portfolios ansteigen. Dabei konnte insbesondere China seine Aktivität deutlich ausweiten: Während das durchschnittliche jährliche Transaktionsvolumen von 2015 bis 2019 noch bei rund 80 Milliarden US-Dollar lag, legte es im Jahr 2020 um 22 Prozent auf 97 Milliarden US-Dollar zu. Insbesondere schnell wachsende Unternehmen mit digitalen Geschäftsmodellen und Plattformen, die von einem Wandel zu mobiler Arbeit und virtuellen Bildungsangeboten profitieren, sind bevorzugte Ziele von Investoren.

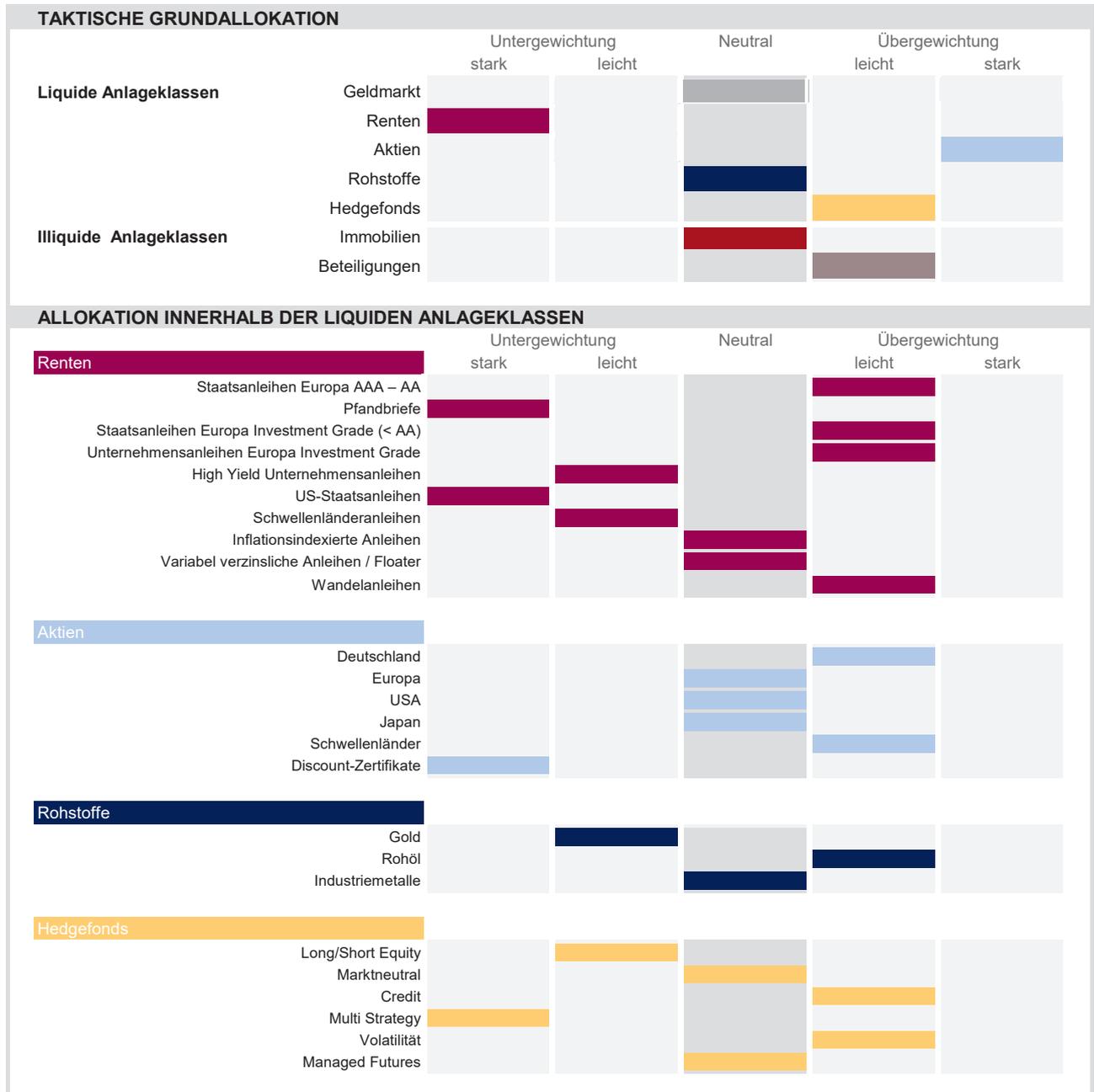
Assets under Management (AuM) Private Equity
Aufteilung nach Regionen



Beteiligungen: Handlungsempfehlungen

Trotz zu erwartender höherer Rückflüsse sollte das Investitionstempo bei der Zeichnung von Private-Equity-Beteiligungen konstant gehalten werden. Aufgrund eines allgemein gestiegenen Bewertungsniveaus kann es unterdessen sinnvoll sein, das Portfolio durch spezialisierte Fondsmanager zu ergänzen. Während sich durch eine Branchenspezialisierung die Wertschöpfung vertiefen lässt, kann eine Buy-and-Build-Strategie eine Verringerung des durchschnittlichen Einstiegsmultiples ermöglichen. Darüber hinaus sollte der steigenden Bedeutung des asiatischen Private-Equity-Marktes durch entsprechende Beteiligungen Rechnung getragen werden.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Björn Block, Nils Breckling, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Björn vom Hofe, Dr. Christoph Kind, Thomas Kühl, Annette Streicher

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Anja Itter

Redaktionsschluss

15. Juni 2021

Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

Haftungsausschluss

Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Datenquellen

Soweit nicht anders angegeben: Datastream, Bloomberg, öffentlich zugängliche Datenquellen, eigene Berechnungen

MARCARD, STEIN & CO AG · DIE FAMILY OFFICE BANK
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 32099-556 · Fax +49 40 32099-206
family_office@marcard.de

www.marcard.de

Ein Unternehmen der


M.M. WARBURG & CO
BANK