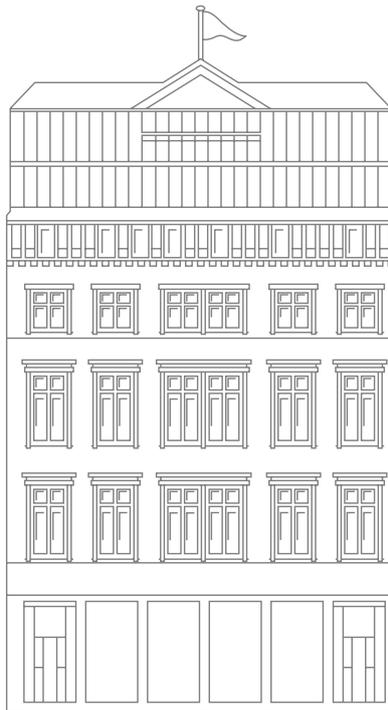

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresausblick 2022 und Rückblick 2021

**Was Sie schon immer über Inflation
wissen wollten, aber nie zu fragen wagten.**

VORWORT

Unser Ausblick für das Jahr 2022 fällt positiv aus. Das Wirtschaftswachstum wird sich zwar etwas verlangsamen, aber in den meisten Ländern über dem langfristigen Trend bleiben. Die Lieferengpässe sollten sich zunehmend auflösen, während das Lohnwachstum insgesamt moderat bleibt. Damit sind auch die Voraussetzungen für einen Rückgang der Inflationsraten gegeben. Das Wachstum der Unternehmensgewinne wird etwas hinter den Rekordwerten des Jahres 2021 zurückbleiben, aber immer noch kräftig ausfallen. Alles in allem ein Umfeld, das weiterhin für ein Übergewicht von Aktien spricht.

Es wäre allerdings falsch, die Aussichten als frei von Gefahren darzustellen. Vor allem die Virusmutation Omikron bereitet Sorgen. In einem positiven Szenario bleiben die Krankheitsverläufe milde. Und da Omikron wesentlich ansteckender als die bisherigen Virusvarianten ist, könnten die gefährlicheren Mutationen verdrängt werden. Das Risiko besteht in einem schwereren Krankheitsverlauf, der in Verbindung mit der hohen Infektiosität zu zunehmenden Hospitalisierungen führt. Da für das Ende des ersten Quartals 2022 bereits mit neuen Impfstoffen, die auch gegen Omikron hochwirksam sind, zu rechnen ist, dürften die negativen Auswirkungen allerdings begrenzt bleiben.

Die Gefahr eines dauerhaften Anstiegs der Inflationsraten zählt zu den weiteren Risiken für das kommende Jahr. Nicht zu unterschätzen ist der „Ansteckungseffekt“, den hohe Inflationsraten haben. Für Unternehmer ist es verlockend, in einer solchen Situation ebenfalls die Preise anzuheben. Der aktuelle Rückgang der Ölpreise und die zum Jahreswechsel teilweise wegfallenden Basiseffekte sprechen allerdings dafür, dass der Höhepunkt der Inflationsentwicklung im Dezember 2021 erreicht wurde. Entscheidend wird im kommenden Jahr sein, ob die gestiegenen Inflationserwartungen und die teils angespannten Arbeitsmärkte zu deutlichen Lohnanstiegen führen, was eine Lohn-Preisspirale auslösen würde.

Ein weiteres Risiko stellen die Immobilienmärkte dar – und zwar sowohl in China als auch in den USA. Der chinesische Immobilienmarkt spielt für den Inlandsmarkt eine zentrale Rolle und macht, je nach Abgrenzung, bis zu 30 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus. Das rasche Wachstum und die hohe Verschuldung bereiten nun allerdings zunehmend Probleme. Die Schieflage des Immobilienkonzerns

Evergrande dürfte hier nur die Spitze des Eisbergs sein. In den USA haben die Immobilienpreise während der Pandemie rasant zugelegt. Die niedrigen Zinsen begünstigen die Finanzierung, während gleichzeitig die Nachfrage kräftig gestiegen ist.



Das Angebot an Immobilien leidet unter der Verknappung und Verteuerung von Vorprodukten wie Holz oder Beton. Die bevorstehende geldpolitische Wende in den USA, die zu weiter steigenden Zinsen führen dürfte, könnte zu einer Bedrohung des überhitzten Immobilienmarkts werden.

Herausfordernd wird das kommende Jahr auch für die Unternehmen. Im laufenden Jahr ist es den meisten von ihnen gelungen, die Erwartungen an die Umsatz- und Gewinnentwicklung zu übertreffen. Das ist erstaunlich, denn die ersten Monate des Jahres waren vor allem in Europa von Lockdowns geprägt. Danach sorgten Lieferengpässe, steigende Energiekosten und ein durch die Pandemie durcheinandergewirbelter Arbeitsmarkt für Probleme.

Umso beeindruckender war es, wie sich die Unternehmen in diesem Umfeld schlugen. Der Kostendruck bei den Vorleistungen konnte in der Regel auf die Endverbraucher überwältigt werden und so die Margen stabilisieren. Die Probleme in den Lieferketten, die auch durch die extreme Verschiebung der Nachfrage von Dienstleistungen hin zu Gütern ausgelöst wurde, sollten allerdings mit der Zeit abnehmen. Eine große Herausforderung stellen im kommenden Jahr die Personalkosten dar. Deutsche Unternehmen belastet der Anstieg des Mindestlohns ebenso wie der Fachkräftemangel.

Bei allen Risiken ist es jedoch wichtig, nicht die Chancen aus den Augen zu verlieren. Die werden auch im kommenden Jahr bei den Aktien zu finden sein, und zwar sowohl im öffentlichen Markt als auch bei Private Equity.

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

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1
Inhaltsverzeichnis	3
Zusammenfassung	5
Schwerpunktthema: Inflation	9
Jahresausblick 2022: Volkswirtschaft und Geldpolitik	23
Weltkonjunktur: Der Aufschwung geht weiter, verliert aber an Schwung	23
Die Geldpolitik verlässt den Krisen-Modus	24
USA: Fiskalprogramme und privater Konsum stützen die Wirtschaft	25
China: Die Abkühlung des Immobilienmarkts hinterlässt Spuren	27
Euroraum: Deutschland verliert den Anschluss	28
Devisenmarkt: Der Dollar wertet auf	30
Jahresausblick 2022: Liquide Vermögensklassen	32
Euro-Geldmarkt: Die Zinsen bleiben unverändert	32
Rentenmarkt: Leichter Renditeanstieg	33
Aktienmarkt: Weiter nach oben	38
Rohstoffmarkt: Wenig Phantasie	44
Hedgefondsmarkt: Wieder en vogue	47
Jahresausblick 2022: Vermögensklasse Immobilien	50
Jahresausblick 2022: Vermögensklasse Beteiligungen	62
Jahresrückblick 2021	70
Volkswirtschaft	70
Geldmarkt	71
Rentenmarkt	71
Aktienmarkt	72
Rohstoffmarkt	73
Immobilien	74
Beteiligungen	75
Impressum	77

ZUSAMMENFASSUNG

Im abgelaufenen Jahr kam es zu einem Comeback der Inflation. In unserem **Schwerpunkt** beschäftigen wir uns mit den wichtigsten Fragen rund um dieses Thema. Um Inflation verstehen zu können, muss man wissen, wie sie gemessen wird und welche Ursachen sie haben kann. Auch die Bilanz, was an einer Inflation positiv und was negativ ist, fällt weniger eindeutig aus, als man zunächst vermuten mag. Aus unserer Sicht spricht vieles dafür, dass die Inflationsraten im kommenden Jahr wieder fallen werden. Voraussetzung dafür ist aber, dass sich keine Inflationserwartungen bilden und durch höhere Löhne ausgelöste Zweitrundeneffekte ausbleiben.

In unserem **volkswirtschaftlichen Ausblick** argumentieren wir, dass sich der wirtschaftliche Aufschwung im kommenden Jahr fortsetzen wird. Die Corona-Pandemie ist zwar nicht überwunden, doch solange es nicht zu neuen Lockdowns kommt, halten sich die negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftsgeschehen in Grenzen. Gleichzeitig profitiert die Konjunktur nicht nur von einer immer noch extrem expansiven Geldpolitik, sondern auch von beispiellosen fiskalischen Impulsen. Sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik werden 2022 zwar etwas weniger expansiv wirken, aber den Aufschwung weiterhin unterstützen. Hinzu kommen die erzwungenen Ersparnisse während der Lockdowns, deren allmählicher Abbau die Wirtschaft zusätzlich stimuliert. Auch bei den privaten Investitionen gibt es noch Nachholbedarf.

Am **Devisenmarkt** werden sich die geldpolitischen Divergenzen auf die Wechselkurse auswirken. In den USA schreitet die geldpolitische Normalisierung voran, während die EZB zögert. Der US-Dollar dürfte daher zum Euro bis zum Jahresende auf 1,08 EUR/USD aufwerten. Im Vereinigten Königreich könnten die Zinsen noch

schneller ansteigen als in den USA, sodass auch das Britische Pfund aufwertet. Der Schweizer Franken hat dagegen mit anhaltend sehr tiefen Zinsen zu kämpfen und ist vor allem als sicherer Hafen gefragt.

Am **Rentenmarkt** wird das Angebot an neuen Staatsanleihen im Euroraum abnehmen. Die Nachfrage der EZB wird aber vermutlich stärker als das Angebot fallen, sodass sich die Angebots-Nachfrage-Relation am Anleihemarkt verschlechtert. Neben dem guten Konjunkturverlauf und dem generell weiterhin freundlichen Kapitalmarktumfeld dürfte auch die restriktivere US-amerikanische Geldpolitik ein Belastungsfaktor werden. Abgemildert wird der Verlauf aber von einem nachlassenden Inflationsdruck. Wir rechnen am Ende des nächsten Jahres mit einer Rendite von null Prozent für eine zehnjährige Bundesanleihe, während die Anleiheaufschläge bei Unternehmens- und Peripherieanleihen sogar noch etwas fallen könnten.

Bei den **Aktienmärkten** erwarten wir im kommenden Jahr eine Fortsetzung der Rallye. Die Virusvariante Omikron sorgt zwar für neue Unsicherheit, doch das Gewinnwachstum ist weiterhin robust. Die meisten Unternehmen können trotz gestörter Lieferketten, hoher Inflationsraten und steigender Zinsen sehr gute Zahlen ausweisen. Das Wirtschaftswachstum wird

Der wirtschaftliche Aufschwung wird sich im kommenden Jahr fortsetzen.

Konjunkturprognosen Marccard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2021 Ist-Werte	2022 Konsens	2022 Prognose Marccard
Welt	6,0%	4,6%	4,3%
USA	5,7%	4,4%	4,5%
Euroraum	5,1%	4,5%	4,0%
China	8,1%	5,3%	5,0%

sich im kommenden Jahr zwar etwas verlangsamen, liegt aber immer noch über dem langfristigen Trend. Eine Mischung aus Wachstumswerten, die von der stabilen Konjunktur profitieren, und Value-Titeln, die robust gegenüber Zinsanstiegen sind, ist weiterhin erfolgsversprechend.

Rohstoffe haben im kommenden Jahr wenig Potenzial. Da mit weiter steigenden Realzinsen zu rechnen ist, dürfte der Goldpreis etwas nachgeben. Die Rohöl- und Industriemetallmärkte bewegen sich nach einer Unterversorgung zu Jahresbeginn im Jahresverlauf in eine zunehmend überversorgte Lage, sodass auch hier die Perspektiven eingetrübt sind.

Das makroökonomische Umfeld bietet derzeit eine große Fülle von interessanten „Alpha-Möglichkeiten“, also Renditen, die kaum vom positiven Abschneiden der Aktien- und Anleihemärkte abhängen. Für **Hedgefonds** ergeben die hohen Markt- und Unternehmensaktivitäten eine Vielzahl an Opportunitäten, da sie jederzeit und agil auf Veränderungen reagieren können. Empfehlenswert ist eine breite Diversifikation über alle Strategien hinweg mit einem Fokus auf Alpha und Relative-Value. Flexible Macro-Strategien sollten übergewichtet werden, da insbesondere die Zins- und Fremdwährungs-Märkte größere Trends durchschreiten und somit unkorrelierte Rendite-Quellen erschließen. M&A-Aktivitäten und Umstrukturierungen bleiben hoch und ermöglichen unternehmensspezifische Trading-Möglichkeiten sowohl in Aktien als auch in Anleihen.

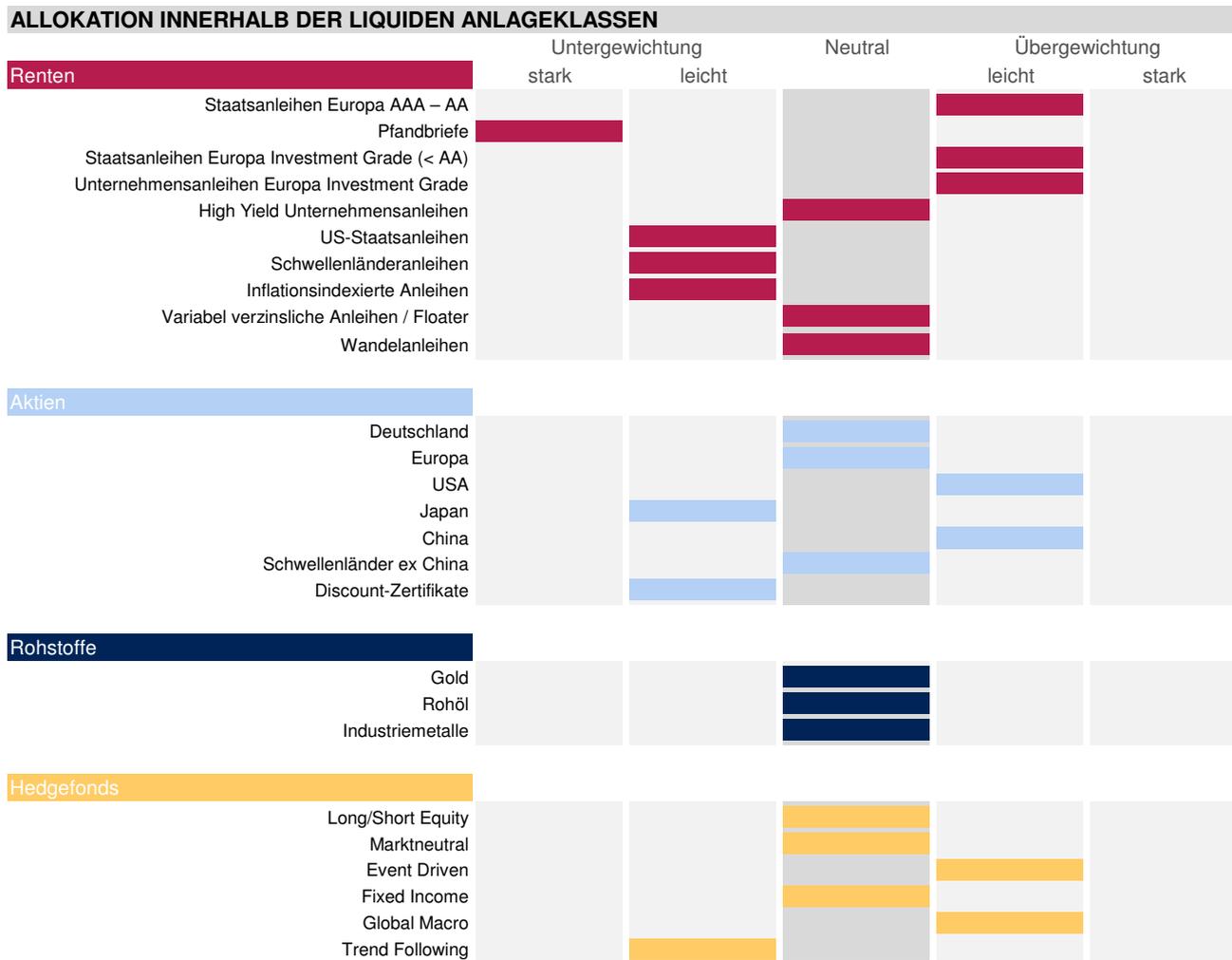
In der **Immobilienbranche** gewinnt das Thema Nachhaltigkeit und ESG (Environmental Social Governance) immer mehr an Bedeutung und dominiert aktuell wie kein anderes Thema. Der Neubau findet (zwangsläufig) den Weg zur Klimaneutralität, im Bestand bleibt dies hingegen ein kaum erreichbares Fernziel. Eine Umstellung von Öl- und Gasheizungen auf alternative Energiequellen ist sinnvoll und wird gefördert. Mieterstrom-Modelle etablieren sich bei Neubauten. Bei Bestandsgebäuden bleibt die Anzahl der Neuinstallationen jedoch gering. In puncto Transformation zur Elektromobilität ist jetzt der richtige Zeitpunkt, um Stellplätze mit Ladestationen auszurüsten. Instandhaltungskosten steigen im Vergleich zu Mieten überproportional stark an. Im Bereich Finanzierung gewinnt das Thema Private Debt zunehmend an Relevanz. Am Immobilienmarkt entstehen neue Investitionsmöglichkeiten in Form von Beteiligungen an Verrentungsmodellen.

Im Segment **Private Equity** kann es lohnenswert sein, im Rahmen einer sektorspezifischen Allokation das Augenmerk auf Fonds mit dem Fokus auf den Konsumsektor zu richten. Diese profitieren nicht nur von den angestiegenen Inflationserwartungen, sondern auch von langfristigen Entwicklungen, wie der Steigerung des verfügbaren Einkommens in aufstrebenden Industrien Asiens und der Schaffung neuartiger Geschäftsmodelle im Bereich konsumorientierter Dienstleistungen, die durch die Digitalisierung weiter vorangetrieben werden. Das Comeback der Club Deals dürfte sich vorerst fortsetzen. Denn Investoren können durch die Bündelung von Kompetenz und Kapital nicht nur Risiken minimieren, sondern sich auch einen Vorteil in Auktionen verschaffen. Die gegenwärtigen inflationären Tendenzen wirken sich auch auf den Private-Equity-Markt aus. Hier stehen die Risiken im Fokus, die Transaktionsfinanzierungen und -bewertungen in sich bergen. Eine Konsolidierungswelle unter Vermögensverwaltern verwischt die Grenze zwischen klassischen und alternativen Managern. Eine Verbreiterung der Investorenbasis über institutionelle Anleger hinaus kann am Ende dieser Entwicklung stehen. Carveouts können eine attraktive Nischenstrategie sein, um sich im Markt für Unternehmensbeteiligungen zu differenzieren. PE-Fonds können damit reüssieren, wenn sie Chancen und Risiken komplexer Transaktionen beherrschen.

PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

Vermögensklassen	2022 Prognose Marcard	Erläuterung
Liquide		
DAX	17.300 Punkte	Das überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr dürfte den exportorientierten deutschen Unternehmen weiterhin zugutekommen. Sorgen bereitet zwar das Wachstum in China, doch die deutschen Orderbücher sind gut gefüllt. Im Laufe des Jahres werden Material- und Lieferengpässe an Bedeutung verlieren.
Bundesanleihen (10 Jahre)	0,0 Prozent	Die Nachfrage der EZB nach Bundesanleihen fällt stärker als das Angebot, sodass die Angebots-Nachfrage-Situation im kommenden Jahr eher eine Belastung für Bundesanleihen darstellen sollte. Der Inflationsdruck, der die Rendite steigen lässt, dürfte im Laufe des Jahres aber abnehmen.
US-Dollar	1,08 EUR/USD	Anleger sollten damit rechnen, dass die Zinsdifferenzen zwischen den USA und dem Euro-Raum weiter zunehmen, was für einen stärkeren US-Dollar und einen schwächeren Euro spricht.
Gold	1.730 US-Dollar je Feinunze	Die leichte Aufwertung des US-Dollar sowie steigende Realzinsen sprechen gegen Gold. Krisenphasen, in denen Gold als sicherer Hafen gesucht wird, sind meistens nur kurz.
Immobilien		
Deutsche Immobilien (Wohnen, Gewerbe) in Top-Lage und Top-Qualität	Mögliche Rendite: < 2 Prozent	Die Ausschüttungsziele müssen noch weiter reduziert werden. Nachhaltig sind weniger als zwei Prozent laufende Rendite zu erwarten.
Value- bzw. Strategien der aktiven Wertschöpfung	Mögliche Rendite: 4–6 Prozent	Objekte mit Vermietungs- oder baulichen Aufgaben bieten weiterhin Preisvorteile im Einkauf. Die Immobilienwerte können durch Übernahme von Management-Aufgaben aktiv gesteigert werden.
Beteiligung an Immobilieninvestitionen über Real Estate Private Equity	Mögliche Rendite: 6–10 Prozent	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60 Prozent und bei Risikokapital bestehen für Investoren weiter interessante Beteiligungsmöglichkeiten.
Beteiligungen		
Private Equity	Langfristige Outperformance der Aktienmärkte um 400 Basispunkte	Da ein Markt-Timing aufgrund langer Investitionsphasen nicht möglich ist, sollten Anleger über alle Marktphasen hinweg konstant investieren. Auf diese Weise können sie sich langfristig die historisch erhebliche Prämie gegenüber liquiden Eigenkapital-Investments sichern.
Private Debt / „Senior Secured“	Durchschnittliche jährliche Rendite knapp über 5 Prozent	Durch die Rückbesinnung auf Kreditsicherheiten hat sich die Qualität der Neuengagements zuletzt tendenziell verbessert. In einem steigenden Zinsumfeld profitiert Private Debt von seiner variablen Verzinsung.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

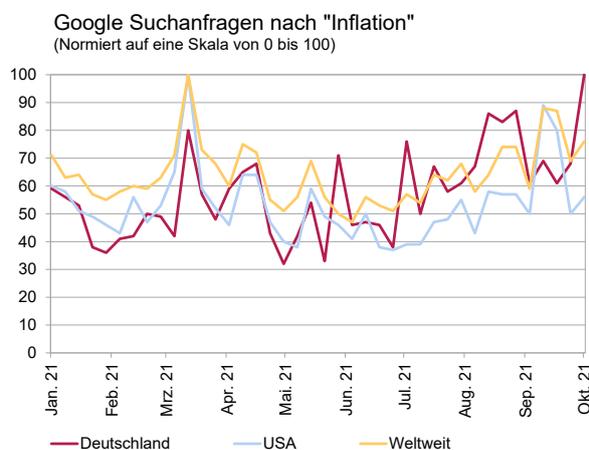


SCHWERPUNKTTHEMA: INFLATION

Was Sie schon immer über Inflation wissen wollten, aber nie zu fragen wagten

Der Titel unseres Schwerpunkthemas nimmt Bezug auf einen Film von Woody Allen aus dem Jahr 1972 (und mancher wird sich noch erinnern, was im Original an Stelle von „Inflation“ stand). Die Siebzigerjahre waren auch das letzte Jahrzehnt, in dem es in den entwickelten Volkswirtschaften einen kräftigen und dauerhaften Inflationsschub gab. Der Begriff „Stagflation“, also das gleichzeitige Auftreten von Inflation und wirtschaftlicher Stagnation, wurde ebenfalls in dieser Zeit populär.

Wiederholt sich nun die Geschichte? Ist der starke Anstieg der Gaspreise vergleichbar mit dem Ölpreisschock der Siebzigerjahre? Und kommt es wie damals zu einer Stagflation? Das sind nur einige der Fragen, mit denen wir uns in diesem Schwerpunkt beschäftigen wollen. Da Inflation so lange kein Thema mehr war, lohnt sich eine tiefergehende Analyse. Um Inflation verstehen zu können, muss man wissen wie sie gemessen wird und welche Ursachen sie haben kann. Auch die Bilanz, was an einer Inflation positiv und was negativ ist, fällt weniger eindeutig aus, als man zunächst vermuten mag. Welche Rolle spielen die Geldpolitik und die Demographie für die Inflation? Warum sind Inflationserwartungen so wichtig? Und wird die Inflation das Jahr 2022 und darüber hinaus prägen? Wir hoffen im Folgenden, auf diese und viele andere Fragen möglichst überzeugende Antworten geben zu können.



Wie misst man Inflation und was ist ein „Basiseffekt“?

Die **Inflationsrate** misst, wie sich das Preisniveau von Gütern und Dienstleistungen von einer Periode zur nächsten verändert hat. Dafür gibt es verschiedene Berechnungsmethoden. In der Praxis hat sich die Berechnung eines Verbraucherpreisindex durchgesetzt. Im Euroraum wird vom europäischen Statistikamt Eurostat der harmonisierte Verbraucherpreisindex länderweise und monatlich veröffentlicht. Der Index misst die durchschnittliche Preisentwicklung aller Waren und Dienstleistungen, die private Haushalte für Konsumzwecke kaufen. Die Berechnungsweise ist für alle Länder des Euroraums identisch (daher das Wort harmonisiert), sodass die Volkswirtschaften im Währungsgebiet verglichen werden können. Die Unterschiede zwischen den nationalen und den harmonisierten Indizes können durchaus beträchtlich sein. So lag im September 2021 die nationale Inflationsrate in Deutschland bei 4,1 Prozent, die harmonisierte aber nur bei 3,4 Prozent.

Bei der Berechnung des Verbraucherpreisindex geht man von einem „**Warenkorb**“ aus, der die von privaten Haushalten gekauften Waren und Dienstleistungen repräsentiert. Der Warenkorb wird regelmäßig aktualisiert und an die sich ändernden Konsumgewohnheiten angepasst. Neben Mengenanpassungen werden, soweit möglich, auch Qualitätsveränderungen berücksichtigt.

Zur Berechnung des Verbraucherpreisindex werden die Güter des Warenkorbs zunächst in rund 600 Güterarten eingeteilt, zum Beispiel Nahrungsmittel oder Ausgaben für Bekleidung. Die durchschnittliche Preisentwicklung gegenüber einem Basisjahr für eine Güterart wird jeweils mit dem entsprechenden Ausgabenanteil gewichtet, den die Haushalte für diese Güterart ausgeben. Das Ergebnis ist ein gewichteter Mittelwert für die Preisentwicklung.

Die Gewichtungsinformationen sind im sogenannten **Wägungsschema** enthalten. Im Gegensatz zum Warenkorb wird das Wägungsschema für den Verbraucherpreisindex nur alle fünf Jahre an die aktuellen Konsumgewohnheiten angepasst, um innerhalb des Fünfjahreszeitraums die reine Preisentwicklung unbeeinflusst von Änderungen der Ausgabengewichte darstellen zu können. Das Wägungs-

schema wird aus repräsentativen Umfragen gewonnen. Das Gewicht der Gruppe Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke liegt derzeit bei 12,8 Prozent.

In der Öffentlichkeit steht nicht der Preisindex selbst, sondern dessen Veränderung im Fokus. Die Inflationsrate, die diese Veränderung misst, wird auf monatlicher und auf jährlicher Basis berechnet. Sie misst, wie sich die Kaufkraft des Geldes verändert. Durch einmalige Effekte wie zum Beispiel eine Erhöhung der Mehrwertsteuer, kann es zu Sprüngen des Preisniveaus kommen, die als sogenannte **Basiseffekte** bezeichnet werden. Eine Mehrwertsteuererhöhung zum Jahresbeginn erhöht die monatliche Inflationsrate einmalig im Januar, führt aber in der Jahresinflationsrate zu einem zwölf Monate andauernden Basiseffekt, da das Preisniveau ein Jahr lang mit Vorjahreswerten verglichen wird, die eine geringere Mehrwertsteuerbelastung ausweisen.

Der Verbraucherpreisindex ist ein relativ genaues Maß zur Messung der Inflation, hat aber auch einige Schwächen. Vor allem die **Annahme eines für alle Haushalte identischen Warenkorb und Wägungsschemas** ist kritisch zu sehen. Denn beispielsweise haben sehr wohlhabende Personen ein von durchschnittlichen Konsumenten abweichendes Konsummuster. Vor allem Luxusgüter sind im persönlichen Warenkorb überproportional stark vertreten, während die Ausgaben für gewöhnliche Nahrungsmittel im Verhältnis zu den Gesamtausgaben kaum ins Gewicht fallen. Die offizielle Inflation bildet daher die Inflation wohlhabender Personen nur unzureichend ab. Eine Studie für in der Schweiz lebende wohlhabende Personen kommt zu dem Schluss, dass sich die offizielle Inflationsrate und die individuelle Inflationsrate langfristig zwar kaum unterscheiden, aber dafür größere jährliche Schwankungen zu verzeichnen sind. Denn

Luxusgüter wie Schmuck, Weine und Luxuswohnungen sind konjunktur reagibler.

Ein weiteres Problem ist das Auftreten des sogenannten **Substitutionseffekts**. Steigt beispielweise der Preis von Butter stark an, würden Verbraucher Butter durch Margarine substituieren, um der Inflation auszuweichen. Dies führt aber bei der Inflationsmessung dazu, dass die Inflation tendenziell etwas zu hoch ausgewiesen wird, da der Warenkorb periodenweise statisch ist und nicht den inflationsmindernden Umstieg auf Margarine berücksichtigt.

Der Warenkorb vernachlässigt zudem die **veränderte Kaufkraft**, die durch die Einführung neuer Produkte entsteht. Denn neue Produkte erhöhen die Wahlmöglichkeiten eines Konsumenten und machen jeden Euro wertvoller. Konsumenten brauchen weniger Euro, um den gleichen Lebensstandard zu erreichen. Auch Qualitätsverbesserungen können die Inflation überzeichnen, sofern im Mittel Verbesserungen auftreten. Dieses Problem wird mittlerweile aber durch die Anwendung neuer statistischer Methoden größtenteils ausgeglichen.

Ist jeder Preisanstieg Inflation?

Nein. Bei einer Inflation steigt nicht ein einzelner Preis, sondern das **absolute Preisniveau**. Daher ist nicht alles, was wie Inflation aussieht, auch wirklich Inflation. Steigt der Preis für Butter, aber sonst kein anderer Preis, wird dies praktisch keine Auswirkungen auf das Preisniveau haben. Was sich aber verändert, ist der **relative Preis** der Butter, der im Vergleich zu allen anderen Gütern teurer wurde. Das kann einen Substitutionseffekt zur Folge haben: Die teure Butter wird durch billigere Margarine ersetzt.

Berechnung Ihrer persönlichen Inflationsrate

Wenn Sie wissen möchten, wie Ihre persönliche Inflationsrate im Vergleich zu der offiziellen Inflationsrate abschneidet, können Sie dies mit Hilfe dieses Berechnungstools der europäischen Zentralbanken ermitteln.

*Persönlicher Inflationsrechner
(euro-area-statistics.org)*



Manchmal aber gehen relative Preisänderungen und absolute Preisänderung – also Inflation – Hand in Hand. Wenn der Ölpreis steigt, wird dies in der Regel auch das Preisniveau anheben, da Öl direkt und indirekt einen erheblichen Anteil am Warenkorb hat. In diesem Fall kommt es neben dem Substitutionseffekt auch zu einem **Einkommenseffekt**. Durch den Anstieg des Preisniveaus sinkt die Kaufkraft des Geldes. Es kommt zu einem negativen Einkommenseffekt, der die Nachfrage nach allen Gütern senkt – und nicht nur die nach Öl.

Handelt es sich bei dem **Anstieg der Preise** von Immobilien, Aktien und anderen Vermögenswerten um Inflation? Nein, denn sie sind nicht Teil des Verbraucherpreisindex. Aber auch in einem weiteren Sinn handelt es sich nicht um Inflation. Sinkende Zinsen führen zu steigenden Vermögenspreisen, da der Gegenwartswert zukünftiger Zahlungen steigt. Es verändert sich also der relative Preis von gegenwärtigen zu zukünftigen Zahlungen. Ein zinsbedingter Anstieg der Vermögenspreise ist also ein relativer Preisanstieg, nicht aber Inflation.

Selbst ein Anstieg des **absoluten Preisniveaus** bedeutet nicht in jedem Fall Inflation. Und zwar dann nicht, wenn der Anstieg einmalig ist. Das typische Beispiel hierfür ist eine Erhöhung der Mehrwertsteuer. Sie führt zu einem einmaligen Anstieg der monatlichen Inflationsrate und, über den Basiseffekt, zu einem Anstieg der Jahresinflationsrate über zwölf Monate hinweg. Aus ökonomischer Sicht spricht man aber erst dann von Inflation, wenn die Preissteigerung **dauerhaft** ist.

Ist Inflation ein monetäres Phänomen?

Milton Friedman, der Begründer des **Monetarismus**, hat diese Frage mit einem klaren „Ja!“ beantwortet. Mehr Geld schafft nicht mehr Wohlstand, sondern erzeugt langfristig nur Inflation. Um Inflation zu bekämpfen, müssen Zentralbanken die Leitzinsen erhöhen und das Wachstum der Geldmenge drosseln. Nur wenn die Geldmenge angemessen wächst, kann Inflation verhindert werden.

Friedman hat die Geldpolitik ab den 1970er Jahren wie kein anderer Ökonom geprägt. Der harte geldpolitische Kurs der US-Notenbank unter Paul Volcker und die an der Geldmenge orientierte Politik der Deutschen Bundesbank entsprangen dem Geist des Monetarismus. Dass ein **überhöhtes Geldmengenwachstum** die Ursache von Inflation

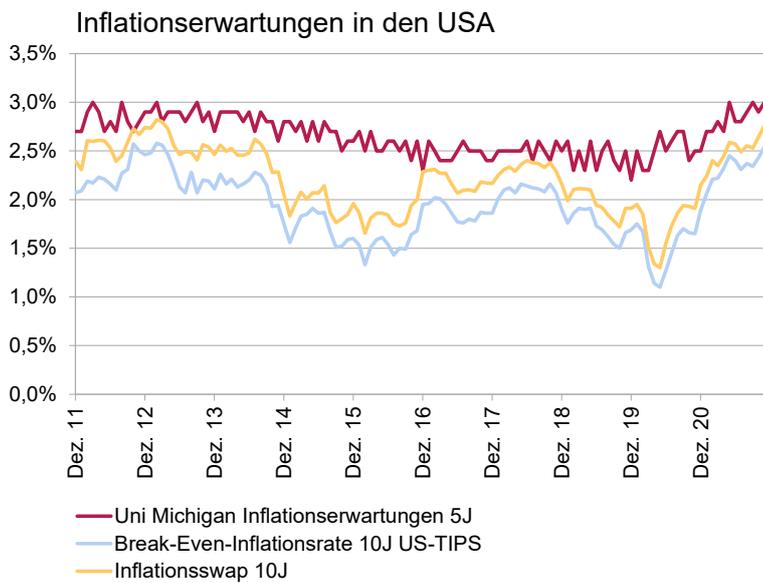
ist, ist eine auch heute noch eine verbreitete Sichtweise. Realwirtschaftliche Probleme lassen sich nicht, so das Argument, durch das Anwerfen der Notenpresse lösen. Dies erzeuge langfristig nur Inflation.

Dieses Bild der **Notenpresse** wird sehr oft verwendet. Aber es ist falsch. Durch eine Niedrigzinspolitik wird nicht die Notenpresse angeworfen. Niedrige Zinsen können, beispielsweise über günstige Kreditkonditionen, zu einer stärkeren privaten Nachfrage führen. Das muss aber nicht notwendigerweise zu höheren Preisen führen, und zwar insbesondere dann nicht, wenn die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten unterausgelastet sind. Zudem wird in einer wirtschaftlich schwierigen Situation das Angebot niedriger Zinsen, das die Notenbank macht, vom privaten Sektor möglicherweise gar nicht angenommen. Dann steigen weder Output noch Preise und auch nicht die Geldmenge.

Durch **Ankäufe von Wertpapieren** kann die Zentralbank allerdings tatsächlich die Geldmenge erhöhen. Kommt es dann zu Inflation? Das kommt auf das Verhalten der Menschen an. Wird das zusätzliche Geld nicht ausgegeben, sondern gehortet, gibt es keine realen Effekte und auch keine Inflation. Die Wirtschaft befindet sich in der „Liquiditätsfalle“. Wird das Geld für den Erwerb von Immobilien oder andere Vermögensgegenstände ausgegeben, kann es zu einem Anstieg der Asset-Preise kommen. Das ist aber keine Inflation, die eine Zentralbank mit geldpolitischen Mitteln bekämpft. Nur wenn das zusätzliche Geld in den Konsum fließt und dies zu permanenten Preiserhöhungen führt, folgt auf eine Geldmengenerhöhung auch eine Inflation.

Wie sieht es aber aus, wenn nicht der private Sektor, sondern der **Staat** das zusätzlich geschaffene Geld ausgibt? Selbst dieser „Sündenfall“ der monetären Staatsfinanzierung wirkt nicht zwangsläufig inflationär. In Krisenphasen, in denen die volkswirtschaftlichen Kapazitäten unterausgelastet sind, kann eine konzertierte expansive Geld- und Fiskalpolitik die Wirtschaft aus dem konjunkturellen Tal herausführen, ohne die Inflation anzuheizen.

Ist Inflation also ein monetäres Phänomen? Die Antwort fällt deutlich differenzierter als bei Friedman aus. Ein Anstieg der Geldmenge führt nicht zwangsläufig zu einem Anstieg der Konsumentenpreise. Er kann auch lediglich Ausdruck einer höheren Liquiditätspräferenz sein, die



ohne Auswirkungen auf die Preise für Güter und Dienstleistungen bleibt. Dies ist auch der Grund, warum eine Zentralbank die Entwicklung der Geldmenge nicht wirklich steuern kann. Der **Geldentstehungsprozess** ist komplex und basiert auf den Verhaltensweisen und Präferenzen von Geschäftsbanken, Unternehmen und Verbrauchern. Die „Notenpresse“, mit der die Zentralbank die Geldmenge kontrollieren kann, existiert nicht.

Der Stab muss dennoch nicht über Friedman und den Monetarismus gebrochen werden. Denn die Aussage, dass Inflation ein monetäres Phänomen ist, lässt sich auch anders interpretieren. Inflation ist tatsächlich nur dann möglich, wenn die monetären Grundlagen dafür gegeben sind. **Eine lockere Geldpolitik führt nicht zwangsläufig zu Inflation, schafft aber zumindest deren Voraussetzung.** Wenn es zu Inflation oder sogar zu Hyperinflation kommt, hat immer auch die Zentralbank dazu beigetragen. Die eigentlichen Ursachen der Geldentwertung liegen jedoch oft weit außerhalb des Einflussbereichs einer Notenbank.

Eine lockere Geldpolitik führt nicht zwangsläufig zu Inflation, schafft aber deren Voraussetzung.

Warum spielen die Erwartungen für die Inflation so eine große Rolle?

Inflationserwartungen sind wichtig, weil die tatsächliche Inflation zum Teil davon abhängt, was wir erwarten. Wenn alle davon ausgehen, dass die Preise im nächsten Jahr um, sagen wir, drei Prozent steigen, werden die Unternehmen ihre Preise um (mindestens) drei Prozent erhöhen wollen. Und die Arbeitnehmer und ihre Gewerkschaften werden Lohnerhöhungen in ähnlichem Umfang fordern. Wenn die Inflationserwartungen um einen Prozentpunkt steigen, wird die tatsächliche Inflation tendenziell ebenfalls um einen Prozentpunkt steigen.

Inflationserwartungen sind der Schlüssel für die **Beziehung zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit** (die sogenannte „Phillips-Kurve“). Infolge der anhaltend hohen Inflation in den 1970er und 1980er Jahren waren die Inflationserwartungen nicht mehr verankert und stiegen mit der tatsächlichen Inflation: ein Phänomen, das damals als Lohn-Preis-Spirale bekannt war. Dieser Zyklus läuft folgendermaßen ab: Eine hohe Inflation lässt die Inflationserwartungen steigen, was die Arbeitnehmer veranlasst, Lohnerhöhungen zu fordern, um den erwarteten Kaufkraftverlust auszugleichen. Wenn die Arbeitnehmer Lohnerhöhungen erhalten, erhöhen die Unternehmen ihre Preise, um den Anstieg der Lohnkosten auszugleichen, was die Inflation anheizt. Die Lohn-Preis-Spirale bedeutet, dass es bei steigenden Inflationserwartungen schwierig ist, die Inflation zu senken, selbst wenn die Arbeitslosigkeit hoch ist.

Die Inflationserwartungen lassen sich auf drei Arten ermitteln: Durch **Umfragen** bei Verbrauchern und Unternehmen, durch **Prognosen** von Wirtschaftswissenschaftlern und durch **inflationbezogene Finanzinstrumente**. Die Grafik zeigt die Entwicklung der Inflationserwartungen gemäß

einer regelmäßigen Umfrage bei US-amerikanischen Haushalten und gemäß den Erwartungen, die in US-amerikanischen inflationsgeschützten Anleihen eingepreist sind.

Über die Frage, ob und wie sich Inflationserwartungen beeinflussen und steuern lassen, wird aktuell kontrovers diskutiert. Zentralbanken sind davon überzeugt, dass sie selbst einen großen **Einfluss auf die Inflationserwartungen** haben. Zum einen können sie durch den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente erreichen, dass die tatsächliche Inflation der von der Zentralbank angestrebten entspricht. Das Inflationsziel verankert sich auf diese Weise in den Erwartungen der Marktteilnehmer. Die Notenbank kann zum anderen auch mit ihren Worten die Erwartungen beeinflussen, insbesondere indem sie darlegt, wie sie ihre geldpolitischen Instrumente in Zukunft einzusetzen gedenkt.

In einem vielbeachteten Artikel hat Jeremy B. Rudd, der selbst Zentralbanker ist, dieses Verständnis kürzlich in Frage gestellt. Der Autor kommt zu dem provokanten Schluss, dass es nutzlos und gefährlich ist, sich mit Inflationserwartungen zu beschäftigen. Nutzlos, weil es nur auf die beobachteten Preise ankommt. Gefährlich, weil die Zentralbanker ein ungerechtfertigtes Vertrauen in ihre Fähigkeit zur Gedankenkontrolle entwickeln könnten.

Wenn sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer von den Zielwerten der Notenbanken entfernen (was auch als „**Entankerung**“ der Inflationserwartungen bezeichnet wird), dürften Worte alleine kaum ausreichen, um diesen Prozess wieder rückgängig zu machen. **Am Ende des Tages werden die Erwartungen vor allem von der Realität geprägt.** Das heißt: Wenn sich Inflationserwartungen erst einmal festgesetzt haben, kann nur eine restriktive Geldpolitik, die die tatsächlichen Inflationsraten wieder reduziert, auch die Erwartungen wieder korrigieren.

Führt der demografische Wandel zu Inflation?

Ja, lautet die Antwort von Charles Goodhart und Manoj Pradhan. In ihrem Buch „The Great Demographic Reversal“ von 2020 argumentieren sie, dass die **Alterung der Bevölkerung** die Reallöhne erhöhen, die Sparquoten senken und den Inflationsdruck verstärken wird. Die Alterung der chinesischen Bevölkerung und die Umstellung des Wirtschaftsmodells des Landes von Zwangssparen auf Konsum werden diese Trendwende noch verstärken. Die Alterung

der Bevölkerung wird weltweit zu einem raschen Anstieg der Ausgaben für Gesundheit und Altenpflege führen. Gleichzeitig wird sie den sogenannten „Abhängigkeitsquotienten“ verschlechtern, da der Anteil der Rentner im Verhältnis zur erwerbstätigen Bevölkerung schnell wächst.

Der Anteil der produktiven Arbeit an der Weltbevölkerung dürfte sich also verringern, was zu einem **Arbeitskräftemangel** und einem Anstieg der Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer führt. Dies wird zu einem Anstieg der Reallöhne führen und damit die Lohninflation ankurbeln, die seit Jahren auf einem sehr niedrigen Niveau verharrt.

Eine weitere Folge könnte ein **Anstieg der langfristigen Realzinsen** sein. Dies würde das veränderte Gleichgewicht zwischen Ersparnis und Investition widerspiegeln. Es wird allgemein angenommen, dass ältere Menschen mehr von ihrem Einkommen ausgeben als sie sparen, da Renten und andere Ersparnisse für den Konsum verwendet werden. Der Konsum umfasst in diesem Fall auch öffentliche Ausgaben wie Renten und pflegebedingte Kosten.

Zu den Thesen von Goodhart und Pradhan gibt es allerdings eine Reihe von **Gegenargumenten**. So scheint die Überalterung der Bevölkerung die Dynamik der Wirtschaft eher zu schwächen und auch das Investitionstempo zu verringern. Auch der Konsum steigt im Alter nicht notwendigerweise an, da das Vererbungsmotiv dagegenspricht, alle Ersparnisse aufzulösen. Gleichzeitig dürfte die Konsumneigung in der Lebensmitte eher höher sein, wenn Geld für den Erwerb von Häusern oder für die Ausbildung der Kinder ausgegeben wird. All diese Argumente sprechen daher eher dafür, dass die Realzinsen in Folge des demografischen Wandels nicht steigen, sondern sinken.

Des Weiteren lässt sich einwenden, dass für das Arbeitsangebot nicht das Bevölkerungswachstum entscheidend ist, sondern die **Zahl der Erwerbspersonen**. Dass diese Unterscheidung wichtig ist, hat sich in Japan gezeigt. Dort sinkt die Bevölkerung im erwerbstätigen Alter seit 25 Jahren, doch die Zahl der Erwerbspersonen hat trotzdem zugenommen. Der Grund ist die Zunahme der Frauenerwerbstätigkeit. Aber auch durch Migration lässt sich verhindern, dass eine zunehmende Überalterung zu einer Belastung des Arbeitsmarkts wird.

Selbst wenn der demografische Wandel irgendwann zu einer Abnahme der Erwerbspersonen und damit zu einem

Arbeitskräftemangel führen sollte, heißt dies noch lange nicht, dass die daraus resultierenden höheren Reallöhne zwangsläufig auch höhere Inflation zur Folge haben. Es kann sogar zum **umgekehrten Szenario einer Deflation** kommen. Die Reallöhne steigen dann nicht wegen steigender Nominallöhne, sondern weil das Preisniveau sinkt.

Ob steigende Nominallöhne den Inflationsdruck überhaupt erhöhen, ist ebenfalls nicht eindeutig. Die für die Preissetzung eines Unternehmens entscheidende Größe sind die **Lohnstückkosten**. Sie werden von den Nominallöhnen, aber auch von der Produktivität beeinflusst. Lohnsteigerungen, die durch eine höhere Arbeitsproduktivität kompensiert werden, erhöhen den Kostendruck nicht. Auch eine Substitution von Arbeit durch Kapital kann in vielen Fällen verhindern, dass sich Lohndruck zu einem Kostendruck entwickelt.

Die These, dass der demografische Wandel zu Inflation führt, bleibt also umstritten.

Wirkt die Deglobalisierung inflationär?

Die **Globalisierung** hatte in den letzten Jahren viele Rückschläge zu verkraften. Die Weltwirtschaftskrise der Jahre 2008/09 flachte den Wachstumstrend des Welthandels deutlich ab. Die Globalisierung wurde danach nicht nur von kapitalismuskritischen Kräften attackiert, sondern zunehmend auch von populistischen Politikern. Der EU-Austritt Großbritanniens und die China-Zölle der Trump-Regierung waren eine weitere Belastung des Welthandels. Die Corona-Pandemie versetzte den nächsten Schlag. Globale Lieferketten brachen zusammen und die Rufe nach einer Rückverlagerung der international ausgelagerten Produktionsprozesse werden immer lauter.

Der **Trend zur Deglobalisierung** weckt nicht nur Sorgen vor negativen Effekten auf das Wachstum der Weltwirtschaft, sondern auch vor möglichen Inflationsgefahren. Oft wird die These vertreten, dass Auslagerungen der Produktion in Niedrigkostenländer die weltweiten Inflationsraten nach unten gedrückt haben. Der gegenläufige Prozess sollte daher inflationär wirken.

Dass die Globalisierung die weltweiten Inflationsraten gesenkt hat, ist eine wunderbare Geschichte. Sie stimmt aber leider nicht. Natürlich wirken bei der Inflation globale Kräfte. Die Rohstoffpreise haben einen globalen Einfluss

auf die Inflation. Wenn sich der Ölpreis verdoppelt, wird sich dies in so gut wie allen Volkswirtschaften in ähnlicher Weise auf die Verbraucherpreisinflation auswirken. Die Rohstoffpreise sind jedoch nur eine Komponente des Verbraucherpreisindex. Ein Anstieg der Ölpreise ist vor allem eine **relative Preisänderung** und trägt nur bedingt zu einem allgemeinen Anstieg des Preisniveaus bei. Relative Preisanpassungen sind aber keine Inflation (und auch keine Deflation).

Wenn die Weltwirtschaft globalen Kräften unterliegt, die die Inflation beeinflussen, dann sollten diese Kräfte auch auf die **Kerninflationsraten** wirken. Diese Inflationsraten, die schwankungsanfällige Komponenten wie Lebensmittel- und Energiepreise ausschließen, müssten demnach in den großen OECD-Volkswirtschaften in hohem Maße korreliert sein. Das sind sie aber nicht.

Ist die fehlende Korrelation auf **Währungsschwankungen** zurückzuführen? Es gibt kaum Anzeichen dafür, dass die Währung auf die Verbraucherpreise durchschlägt – außer bei Rohstoffen. Die Eurozone ist dafür das beste Beispiel. Die gemeinsame Währung bedeutet nicht, dass die Kerninflationsraten im Euroraum korreliert sind.

Der wirkliche Grund ist, dass auch im Zeitalter der Globalisierung die Inflationsursachen hauptsächlich **lokalen Ursprungs** sind. Etwa 70 Prozent der inländischen Verbraucherpreisinflationsrate in einer entwickelten Volkswirtschaft entfallen auf die lokalen Arbeitsmärkte. Am deutlichsten wird dies bei den Preisen im Dienstleistungssektor, der einen großen Anteil am Warenkorb der Industrieländer hat. Die lokalen Arbeitskosten sind jedoch auch für importierte Waren von Bedeutung. Der Verbraucherpreis eines Produkts „made in China“ enthält Werbekosten (lokale Arbeitskräfte), Einzelhandelskosten (lokale Arbeitskräfte und Immobilien), Lager- und lokale Transportkosten (lokale Arbeitskräfte, Immobilien und Energie) sowie lokale Steuern. Die Produktionskosten dürften weniger als die Hälfte des Einzelhandelspreises betragen.

Wenn der **globale Konjunkturzyklus** synchron verläuft, dürften auch die Bedingungen auf den lokalen Arbeitsmärkten relativ ähnlich sein. Unter diesen Umständen wird die globale Kerninflation dann tatsächlich korreliert sein. Es wäre jedoch falsch, von dieser Korrelation auf eine Kausalität zu schließen. Denn auch unter diesen Bedingungen

gilt weiterhin, dass vor allem lokale Kräfte die lokale Inflation beeinflussen.

Die Globalisierung ist also nicht der wesentliche Treiber für die außergewöhnlich niedrigen Inflationsraten der letzten Jahre gewesen. Die gute Nachricht ist, dass die gegenwärtigen Tendenzen der Deglobalisierung keineswegs einen weltweiten inflationären Schub bewirken dürften.

Ist Inflation oder Deflation das größere Problem?

Aus **Sicht einer Notenbank** ist die Antwort klar. Deflation ist das größere Schreckgespenst. Eine Deflation ist mit den Mitteln einer Zentralbank kaum zu bekämpfen. Sie kann zwar die Zinsen senken und das Geldangebot erhöhen, gerät dabei aber irgendwann an Grenzen. Zinssenkungen deutlich unter null sind schwierig umsetzbar und das Volumen der Wertpapierkäufe wird durch das vorhandene Angebot am Kapitalmarkt begrenzt. Hinzu kommt, dass der monetäre Stimulus verpuffen kann. Niedrige Zinsen müssen von Haushalten und Unternehmen angenommen werden, damit sich die Wirtschaft belebt. In einer **Deflation** lohnt sich jedoch das Abwarten, da fallende Preise die Konsummöglichkeiten in der Zukunft verbessern. Mit Blick auf die Möglichkeiten, die eine Zentralbank bei der Deflationsbekämpfung hat, gilt das Sprichwort: „Man kann das Pferd zur Tränke führen, aber nicht zum Saufen zwingen“ (analog auf Englisch: „You can't push on a string“).

Anders ist die Situation bei einer **Inflation**. Zur Inflationsbekämpfung kann die Zentralbank die Zinsen erhöhen und das Geldangebot verknappen. Das wirkt sich negativ auf das Wachstum aus, bremst aber auch die Inflation. Grundsätzlich kann die Geldpolitik eine Inflation immer beenden. Im Extremfall einer Hyperinflation ist dazu möglicherweise eine Währungsreform nötig. Die wirtschaftlichen Kollateralschäden solcher Maßnahmen können sehr hoch sein. Aber im Gegensatz zur Deflation verlieren die Instrumente der Notenbankpolitik in einer Inflation nie ihre Wirkung.

Auch für den **Staat** ist Deflation schlimmer als Inflation. Durch Deflation erhöhen sich die realen Staatsschulden, während die nominalen Steuereinnahmen sinken. So kann eine Schulden-Deflationsspirale entstehen. Da der Staat per Saldo nie Gläubiger, sondern immer Schuldner ist, kommt ihm eine Inflation gelegen, da sie die Schulden real entwertet.

Für den **privaten Sektor** ist die Frage dagegen nicht leicht zu beantworten. Für die Verbraucher stellt Inflation ein großes Problem dar, da es zu einem Kaufkraftverlust kommt. Auch das nominale Vermögen wird entwertet. Inflation wirkt auf die privaten Haushalte wie eine Steuer. Wenn die inländische Inflation steigt und über dem internationalen Durchschnitt liegt, kann es zusätzlich zu einer Abwertung der inländischen Währung kommen, die direkt die internationale Kaufkraft und indirekt über importierte Inflation auch die lokale Kaufkraft schwächt. Eine Hyperinflation kommt einer Enteignung der Verbraucher nahe.

Im privaten Sektor profitieren lediglich die Schuldner von einer Inflation, während die Gläubiger zu den Verlierern zählen. Bei den **Unternehmen** kommt es darauf an, ob der Kostendruck, der bei einer Inflation der Input-Preise entsteht, auf die Endkunden abgewälzt werden kann oder nicht.

Ob Inflation oder Deflation das größere Problem ist, hängt also davon ab, ob vom Staat, den Zentralbanken, den Verbrauchern oder den Unternehmen die Rede ist. Da es keine eindeutige Antwort gibt, versucht die Geldpolitik, beide Szenarien zu vermeiden. Damit schlägt sie zudem zwei Fliegen mit einer Klappe. Denn die **Unsicherheit über die zukünftige Inflationsentwicklung** stellt für alle Wirtschaftssubjekte ein Problem dar, dass sich durch eine stetige Preisentwicklung ohne deflationäre und inflationäre Phasen vermeiden lässt.

Ist Inflation immer etwas Schlechtes? Und ab wann wird Inflation zu einem Problem?

Nein, Inflation ist nicht immer schlecht. Und das hat mehrere Gründe. Aus Sicht einer Zentralbank ist Deflation schwieriger zu bekämpfen als Inflation. Ein Verfehlen des Ziels nach unten verursacht größere Probleme als eine Zielverfehlung nach oben. Aus diesem Grund streben alle Notenbanken eine **leicht positive Inflationsrate** an.

Grundsätzlich gibt es zwei Gründe, warum das Preisniveau steigen kann. Ursache kann ein rückläufiges Angebot sein, das über steigende Preise die Nachfrage reduziert und sie so an das geringere Angebot anpasst. Preise können aber auch steigen, wenn die Nachfrage das Angebot übertrifft und der Preisanstieg so Anreize für ein höheres Angebot erzeugt. Die zweite Variante entspricht der eines **nachfragegetriebenen Wachstums**. Die Inflation ist in diesem

Fall die Begleiterscheinung des realen Wachstums. Je weiter die Wirtschaft von den Kapazitätsgrenzen entfernt ist, desto geringer ist die Gefahr, dass die Nachfrage nur zu Inflation und nicht zu realem Wachstum führt. Das heißt konkret: Solange noch keine Vollbeschäftigung erreicht ist, sind Anstiege des Preisniveaus, die eine nachfragegetriebene Ausweitung der Produktion begleiten, keinesfalls ein Warnsignal – weder für Verbraucher, noch für Unternehmen und Zentralbanken.

Wenn die Inflation dauerhaft von den Zielen der Zentralbank abweicht, leidet die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik.

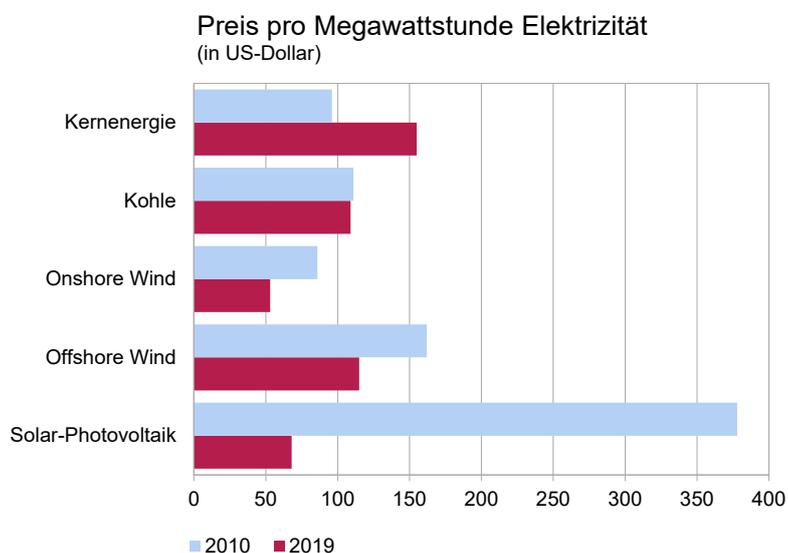
Die Frage bleibt allerdings, wieviel Inflation tolerierbar ist. Die pragmatische Antwort vieler Zentralbanken in entwickelten Volkswirtschaften lautet: Die Inflationsrate sollte nicht höher als zwei Prozent sein. Sowohl die US-amerikanische Fed als auch die EZB sind aber vor kurzem dazu übergegangen, das Inflationsziel bei **durchschnittlich zwei Prozent** zu definieren. Das bedeutet, dass die Inflation im Durchschnitt weder über, aber eben auch nicht unter zwei Prozent liegen soll. Liegt die Inflationsrate, wie im Euroraum in den Jahren vor der Corona-Pandemie, im Schnitt unter zwei Prozent, kann sie dann auch einige Zeit lang über zwei Prozent liegen, ohne die Zielerreichung zu gefährden.

Klingt mathematisch logisch, kann aber in der Praxis ein Spiel mit dem Feuer sein. Denn wenn sich Inflationserwartungen verfestigen, kann eine Lohn-Preis-Spirale die Folge sein. Nicht umsonst wird Inflation mit Zahnpasta verglichen: Wenn sie einmal aus der Tube raus ist, kriegt man sie so schnell nicht wieder rein. Wo genau die Grenze liegt, ab der eine Inflation gefährlich wird, ist schwierig zu quantifizieren. Wenn die Inflation dauerhaft von den Zielen der Zentralbank abweicht, leidet die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und die Inflationserwartungen werden instabil. Jede Inflation, die längere Zeit vom Zielpfad abweicht, kann zu einer Gefahr werden.

Wirkt die Dekarbonisierung inflationär?

Die Dekarbonisierung erhöht über zwei Kanäle die Inflation. Zunächst müssen die Unternehmen mehr für **CO₂-Emissionen** bezahlen. Diese Kosten werden die Unternehmen zumindest teilweise über höhere Preise an ihre Kunden weitergeben. Nach Berechnungen des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat die seit Anfang dieses Jahres erhobene Abgabe von 25 Euro pro Tonne CO₂ über teurere Kraftstoffe und Heizöl die Verbraucherpreise in diesem Jahr um gut 0,6 Prozent erhöht. In den kommenden Jahren wird der Inflationseffekt geringer ausfallen, da die Abgabe dann in kleineren Schritten erhöht wird.

Weil der höhere CO₂-Preis die Unternehmen dazu veranlasst, ihre **Produktion klimafreundlich umzustellen**, entstehen weitere Kosten. Studien können einen Hinweis auf die Größenordnung der zu erwartenden Kosten geben. So schätzten die deutschen Wissenschaftsakademien im November 2017, dass eine 90-prozentige Reduktion der Treibhausgasemissionen bis 2050 im Vergleich zu einem Referenzszenario ohne aktive Klimapolitik zusätzliche Kosten in Höhe von 3.000 Mrd. Euro verursachen



würde. Das wären knapp 100 Mrd. Euro pro Jahr oder gut 2,5 Prozent des heutigen BIP. Eine vom Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) in Auftrag gegebene Studie kommt zu deutlich niedrigeren Zahlen. Demnach würden sich die Mehrausgaben für eine 95-prozentige Reduktion auf rund 1.420 Milliarden Euro belaufen. Das wären „nur“ knapp 50 Milliarden Euro pro Jahr oder etwa 1,25 Prozent des BIP. Ob und in welchem Ausmaß diese Kosten über höhere Preise an die Verbraucher weitergegeben werden können, ist schwer abzuschätzen.

Gleichzeitig hat die Dekarbonisierung aber auch **deflationäre Effekte**. Erneuerbare Energien, die als Kostenfaktor stark an Bedeutung gewinnen werden, sind in den letzten Jahren immer günstiger geworden. Die Technologie zur Gewinnung von Strom aus erneuerbaren Energiequellen hat in den letzten Jahren von sogenannten Lernkurveneffekten enorm profitiert. Solche Effekte entstehen dann, wenn das aus der Produktionserfahrung gewonnene Wissen zur Verbesserung von Produktionsmethoden genutzt wird. Das Lernkurvenkonzept setzt die historisch beobachtete Kostensenkung einer Technologie mit der Anzahl der produzierten Einheiten oder der Summe der installierten Kapazitäten in Beziehung. Der relative Preisrückgang, der mit jeder Verdoppelung der Kapazitäten einhergeht, ist die Lernrate einer Technologie. Sie beträgt bei Solarmodulen rund 20 Prozent. Mit jeder Verdopplung der installierten kumulativen Kapazitäten sinkt der Preis von Solarmodulen also um 20 Prozent.

Insgesamt könnte die Dekarbonisierung anfänglich einen inflationären Impuls ausüben. Allerdings handelt es sich auch bei der CO₂-Bepreisung zunächst nur um eine Veränderung der relativen Preise und nicht um Inflation. Der politische gewollte Substitutionseffekt, der zu einer verstärkten Nachfrage nach erneuerbaren Energien führt, löst dagegen über den Lernkurven-Effekt einen deflationären Impuls aus. **Mittel- bis langfristig muss die Dekarbonisierung daher keineswegs inflationär wirken.**

Wiederholt sich gerade die Stagflation der Siebzigerjahre?

Mit Sorge sehen viele Verbraucher und Unternehmen den kommenden Wintermonaten entgegen. Steigende Energiekosten drohen zu einer starken Belastung zu werden, die das Konsumklima dämpfen und den Inflationsdruck erhöhen könnten. Das schürt bei manchen die Sorge, dass

sich eine Energiekrise wie in den 1970er Jahren wiederholen könnte. Damals stiegen die Ölpreise kräftig, heizten die Inflation an und führten zu einer weltweiten Rezession. Die **Koinzidenz von Stagnation und Inflation** wird seitdem mit dem Kofferwort „Stagflation“ beschrieben.

Auslöser der Krise in den Siebzigerjahren war die Reaktion der ölproduzierenden arabischen Staaten auf die Unterstützung Israels durch die westlichen Industrienationen im Jom-Kippur-Krieg. Durch Förderkürzungen vervierfachte sich der nominale Ölpreis von 1973 bis 1974. Die Folgen für die westlichen Volkswirtschaften lassen sich exemplarisch an den USA verdeutlichen. Es kam zu einem Börsencrash und einer Rezession, die bis März 1975 dauerte. Danach erholte sich die Wirtschaft zwar wieder, doch die Inflation blieb bis zum Beginn der achtziger Jahre sehr hoch. Während der Rezession gingen 2,3 Millionen Arbeitsplätze verloren und die Arbeitslosenquote stieg bis Anfang der achtziger Jahre auf knapp elf Prozent.

Realer Ölpreis in den USA seit 1970
(WTI Spot bereinigt um das Preisniveau; Jan. 1970=100)



Kann die aktuelle Energiekrise zu einer ähnlichen Entwicklung führen? Der erste große Unterschied liegt in der **Stärke des Preisschocks**. Im Vergleich zum Vorjahr haben sich die Energiepreise zwar vervielfacht, doch liegt dies vor allem an den extrem niedrigen Preisniveaus, die im vergangenen Jahr während der Coronakrise erreicht wurden. Bereinigt man den Ölpreis um die Entwicklung des Preisniveaus, zeigt sich der wesentlich größere Schock der siebziger Jahre.

Doch nicht nur das Ausmaß des Preisschocks ist anders als vor knapp fünfzig Jahren. Dramatisch verändert hat sich auch die **Abhängigkeit der Weltwirtschaft von den**

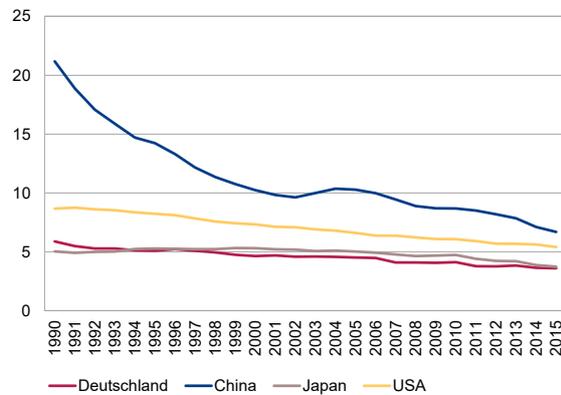
Energiekosten. 1975 verbrauchte ein durchschnittlicher neuer Personenkraftwagen in den USA 18 Liter Benzin pro 100 gefahrenen Kilometern. Bis 1987 war dieser Wert auf 11 Liter gesunken. Neue Autos verbrauchten damit knapp 40 Prozent weniger Benzin als noch zwölf Jahre zuvor. Die Ölkrise der siebziger Jahre hat zu einem radikalen Umdenken bei der Nutzung von Energiequellen und zu einer Vielzahl von energiesparenden Innovationen geführt. Die Diskussionen über die Bekämpfung des Klimawandels haben diese Entwicklungen in den letzten Jahren noch weiter beschleunigt.

Das **Verhältnis zwischen Energieverbrauch und Wirtschaftswachstum** hat sich im Laufe der Zeit immer weiter verbessert. Das liegt in vielen Ländern am strukturellen Wandel der Wirtschaft. Wenn Volkswirtschaften reifen, verlagert sich die Produktion weg vom Verarbeitenden Gewerbe und hin zu den Dienstleistungen. In der Regel ist der Dienstleistungssektor energieeffizienter als das Verarbeitende Gewerbe. In Großbritannien etwa entfallen auf den Dienstleistungssektor rund 80 Prozent des BIP, aber nur etwas mehr als die Hälfte des Energieverbrauchs.

Durch eine reine Verlagerung der energieintensiven Produktion in die Schwellenländer wird der Energieverbrauch je produzierter Einheit allerdings global nicht gesenkt. Dazu bedarf es einer **höheren Energieeffizienz**. Möglich macht das der technologische Fortschritt. Die Entwicklungen energiesparender Prozesse in Verbindung mit einer zunehmenden Elektrifizierung haben dazu beigetragen, den Anstieg der Energienachfrage, der mit einer wachsenden globalen Mittelschicht einhergeht, zu begrenzen. Während zum Beispiel bei einer herkömmlichen Glühbirne der Wirkungsgrad, also das Verhältnis von abgegebenem Licht zu aufgenommener Leistung, nur bei fünf Prozent liegt, steigt er bei einer LED-Lampe auf bis zu 40 Prozent.

Die gestiegene Energieeffizienz der Weltwirtschaft ist eine gute Nachricht. Energiepreisschocks haben, selbst wenn sie das Ausmaß der Siebzigerjahre erreichen würden, heute einen deutlich geringeren negativen Effekt auf das Wachstum als damals. Zu diesem Ergebnis gelangten auch Rajeev Dhawan und Karsten Jeske in einer Studie der Atlanta Fed aus dem Jahr 2006. Die Autoren wiesen nach, dass die globale Wirtschaft nach 1985 sehr widerstandsfähig gegenüber Energiepreissteigerungen geworden ist.

Energieverbrauch pro BIP-Einheit 1990 bis 2015
(Verhältnis Megajoule zu realem BIP)



Der Grund dafür ist aber nicht nur die höhere Energieeffizienz. Die **wirtschaftspolitischen Reaktionen auf Ölschocks** haben sich ebenfalls verändert. Die Nixon-Ära in den USA war durch Preis- und Lohnkontrollen gekennzeichnet, was die Inflation jedoch nicht eindämmen konnte. Der Ölpreisschock vor der Finanzkrise 2008, der real gesehen sogar stärker als der in den Siebzigerjahren war, sorgte auch deswegen für geringere Schäden, weil die Preise flexibel reagieren konnten.

Auf einem **Markt ohne Preiskontrollen** kann der Preis eines Gutes wie Öl oder einer Dienstleistung wie Arbeit knappe Ressourcen effizient rationieren, da der Markt sie der produktivsten Verwendung zuweist. Nur die Unternehmen mit der höchsten Produktivität sind bereit, zu einem höheren Marktpreis Arbeitskräfte einzustellen und Energie zu kaufen. Wenn der Preis dagegen nicht als Allokationsmechanismus funktioniert, können die Inputs auch von ineffizienten Unternehmen verwendet werden.

Auf diesen Punkt weisen auch Dhawan und Jeske in ihrer Studie hin, deren Schlusssatz wie eine Warnung an die Wirtschaftspolitik von heute klingt: „Wenn politische Maßnahmen ergriffen werden, die das Funktionieren der freien Märkte behindern, z. B. durch Preiskontrollen oder andere Maßnahmen, die zu einer Rationierung von Energie führen, wird die Wirtschaft wieder anfällig für energiepreisbedingte Rezessionen sein.“

Wie ernst nimmt die EZB die Inflationsbekämpfung?

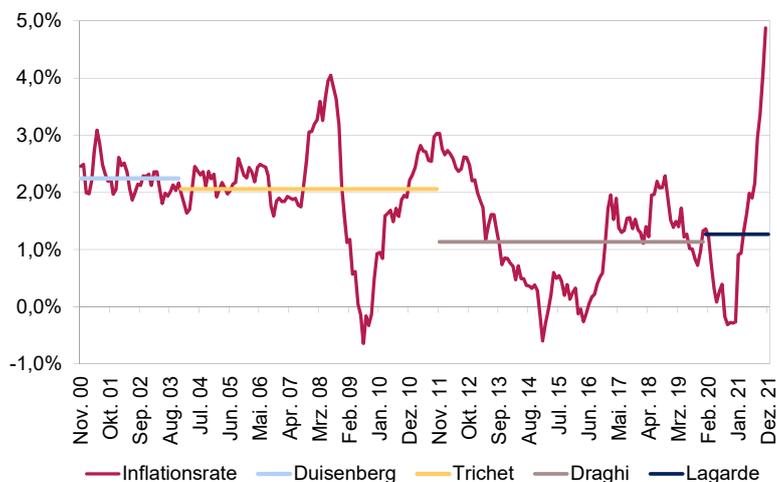
In der Öffentlichkeit ist der Eindruck weit verbreitet, dass die EZB im Kampf gegen die Inflation weniger strikt als die Bundesbank ist. Tatsache aber ist, dass die Inflationsraten in Deutschland seit Einführung des Euro im Durchschnitt niedriger als zu D-Mark-Zeiten sind. Das Inflationsziel wurde in den ersten zwölf Jahren nach Einführung des Euro im Durchschnitt erreicht. Unter der Präsidentschaft von Mario Draghi wurde es dagegen verfehlt – und zwar **nach unten**.

Für eine Bilanz der Geldpolitik von **Christine Lagarde** ist es noch zu früh. Wie die Grafik verdeutlicht ist die Inflationsrate seit ihrem Amtsantritt im November 2019 zunächst auf unter null gefallen, um danach auf über vier Prozent zu steigen. In der Öffentlichkeit hat sie sich bislang noch nicht den Ruf erarbeitet, sehr sensibel für Inflationsgefahren zu sein und diese mit allen zur Verfügung stehenden Mitteln zu bekämpfen – „whatever it takes“. Das birgt durchaus Gefahren, denn die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ist zentral für die Verankerung des Inflationsziels in den Köpfen der Menschen.

Wie lange werden die Inflationsraten so hoch bleiben?

Wenn es um die Inflationsaussichten für das kommende Jahr geht, stehen sich zwei Lager unversöhnlich gegenüber. Auf der einen Seite steht das „**team transitory**“, dem viele Notenbanken und die Mehrzahl der Ökonomen angehören. Aus deren Sicht wird der Anstieg der Inflationsraten nur vorübergehend („transitory“) sein. Das bestreiten die Mitglieder des „**team persistent**“, die anhaltend höhere Inflationsraten befürchten. Dieses Team ist bunt gemischt und besteht nicht nur aus denen, die schon immer (und in den letzten vierzig

Inflationsrate im Euroraum und Durchschnittswerte



Jahren zu Unrecht) vor Inflation gewarnt haben, sondern auch aus manchen Millennials, die Inflation bislang nur vom Hörensagen kannten – und es sind auffallend viele Deutsche dabei.

Dass die Fronten so weit auseinanderliegen und sich zunehmend verhärten, ist zunächst ein Indiz dafür, dass die Inflationsaussichten **so unsicher wie schon lange nicht mehr** sind. In den vergangenen anderthalb Jahren hat sich die Preissteigerung weit von den Zielwerten der Notenbanken entfernt. Dabei ging es zu wie auf einer Achterbahn: Während der Coronakrise sind die Jahresinflationsraten in den negativen Bereich gefallen, in der aktuellen Erholungsphase schießen sie dagegen weit über das Ziel hinaus.

Wirklich sicher ist derzeit nur, dass die **Basiseffekte**, die zum Anstieg der Inflationsraten beigetragen haben, im kommenden Jahr auslaufen werden. Der Tiefpunkt der Entwicklung des Preisniveaus wurde im Euroraum im November 2020 erreicht. Durch diese niedrige Ausgangsbasis würde die Jahresinflationsrate im November 2021 selbst bei einem gegenüber dem Vormonat unveränderten Preisniveau bereits bei 4,4 Prozent liegen. In Deutschland wird dieser Basiseffekt durch die temporäre Senkung

Die Basiseffekte, die zum Anstieg der Inflationsraten beigetragen haben, werden im kommenden Jahr auslaufen.

der Mehrwertsteuer im zweiten Halbjahr 2020 verstärkt. Im nächsten Jahr laufen diese Effekte sukzessive aus.

Wie schnell dieser Rückgang sein wird, ist allerdings unklar, denn der wesentliche Treiber der aktuellen Inflation sind die **Energiepreise**. Kurzfristig dürften sie auf hohem Niveau bleiben, aber auch anfällig für starke Schwankungen sein. Die Ungewissheit über die russischen Gaslieferungen trägt dazu bei. Gazprom zögert anscheinend, mehr als die vertraglich vereinbarten Mengen zu liefern, bis Nord Stream 2 die behördliche Genehmigung erhalten hat. Bei der Gasnachfrage steht Europa zudem in einem globalen Wettbewerb mit anderen Nachfragern und wird derzeit rationiert.

Ob die Inflation im kommenden Jahr hoch bleiben wird, hängt von der Lohnentwicklung ab.

Die höheren **Gaspreise** werden sich auf die Verbraucherpreisinflation auswirken. Zwischen den Gasgroßhandelspreisen und dem Gaspreisindex für die Verbraucherpreise besteht eine recht enge Korrelation. Das Ausmaß des Inflationsschocks hat die Politik bereits zum Handeln gezwungen. Mehrere Regierungen haben angekündigt, die Haushalte zumindest teilweise vor den hohen Gaspreisen zu schützen. Diese Maßnahmen werden die negativen Auswir-

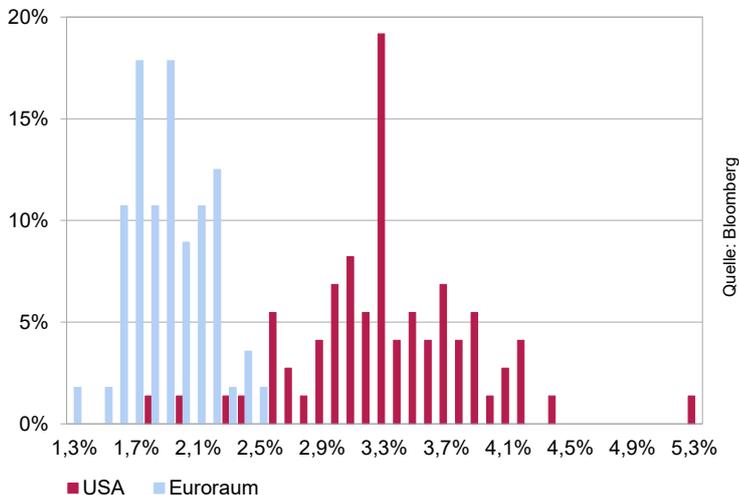
kungen der hohen Gaspreise auf Wachstum und Inflation etwas abschwächen.

Neben der Energiepreisentwicklung gibt es weitere Inflationstreiber. Teilweise ist der Preisanstieg schlichtweg der wirtschaftlichen Erholung nach dem Tiefpunkt der Coronakrise geschuldet. Insbesondere der US-amerikanischen Dienstleistungssektor, der besonders hart von der Krise betroffen war, birgt noch Inflationspotenzial. Hinzu kommen Engpässe bei Vorleistungsgütern und Probleme innerhalb der **Lieferketten**. Besonders auffällig ist das in den USA, wo die Häfen weiterhin überlastet sind. Einen Hoffnungsschimmer gibt es bei den Investitionen in die Halbleiterproduktion, die gegenüber 2019 um mehr als 50 Prozent gestiegen sind. Die höheren Investitionen werden aber voraussichtlich erst Mitte nächsten Jahres einen Effekt haben, da der Ausbau von Kapazitäten mindestens ein Jahr dauert.

Ob die Inflation im kommenden Jahr hoch bleiben wird, hängt stark von den **Löhnen und Gehältern** ab. Im Euroraum ist die Entwicklung der ausgehandelten Löhne weiter sehr moderat und liegt in der Jahresrate bei unter zwei Prozent. Stärker ist der Lohndruck allerdings in den USA, und zwar vor allem in den unteren Lohngruppen. Ob die Lohnentwicklung maßvoll bleibt, hängt auch von den **Inflationserwartungen** ab. Erwarten Unternehmen und Gewerkschaften eine höhere Inflation, wird dies auch zu höheren Verkaufspreisen und höheren Lohnabschlüssen führen. So wird die Inflation erzeugt, die erwartet wurde. Da Inflation auf diese Weise eine sich selbst erfüllende Prophezeiung sein kann, beeinflussen die Inflationserwartungen die tatsächliche Inflation.

In der Grafik sind die Prognosen für die Inflationsraten im kommenden Jahr von unterschiedlichen Banken und Finanzdienstleistern dargestellt. Auf der horizontalen

Inflationserwartungen für 2022
(Durchschnittliche Jahresinflationsrate)



Achse ist die erwartete durchschnittliche Jahresinflationsrate der Verbraucherpreise abgetragen. Die Höhe der Balken repräsentiert die Häufigkeit der Prognose. Für den Euroraum wurden insgesamt 56 Prognosen ausgewertet, für die USA 73. Die Streuung der Schätzungen ist insbesondere für die USA sehr breit, was die große Unsicherheit widerspiegelt. Der **Mittelwert der Schätzungen** liegt für die USA bei 3,3 Prozent und für den Euroraum bei 1,9 Prozent. In beiden Fällen liegt der erwartete Wert für das kommende Jahr unter dem Durchschnitt des laufenden Jahres. Bei den Prognosen dominiert also das „team transitory“.

Das „team persistent“ wird aber sicher nicht lockerlassen und könnte in den Wintermonaten auch zunächst einmal Recht behalten. Im Gegensatz zum Konsens dürfte im kommenden Jahr im Euroraum eine **Inflationsrate von über zwei Prozent im Jahresdurchschnitt** sehr wahrscheinlich sein. Das belastet den privaten Konsum und wird mit dazu beitragen, dass im Laufe des nächsten Jahres die postpandemischen Wachstumspulse nachlassen werden.

Wie sollten Anleger auf Inflation reagieren?

Eine **moderate Inflation** ist grundsätzlich gut für Aktien, da sie in der Regel mit einem positiven Wirtschaftswachstum und steigenden Gewinnen einhergeht. Allerdings kann es für Aktienanleger schnell unangenehm werden, wenn die Wirtschaft überhitzt und die Inflation zu stark ansteigt. Untersuchungen haben ergeben, dass Aktien in 90 Prozent der Fälle positive reale Erträge erwirtschaften, wenn die Inflation niedrig war (im Durchschnitt unter drei Prozent) und dann anstieg. Wenn die Inflation jedoch hoch war (im Durchschnitt über drei Prozent) und weiter anstieg, sank diese Wahrscheinlichkeit auf unter 50 Prozent.

Theoretisch sollten Aktien einen Puffer gegen die Inflation bieten, da ein Preisanstieg mit einem Anstieg der **nominalen Einnahmen** einhergehen und somit die Aktienkurse ansteigen lassen sollte. Andererseits können aber die Gewinnmargen unter Druck geraten, wenn gestiegene Inputkosten nicht auf die Endpreise überwälzt werden können. In der Praxis werden sich die Auswirkungen der Inflation auf die Gewinne je nach Wirtschaftszweig und dessen Fähigkeit, höhere Inputkosten an die Endverbraucher weiterzugeben, unterschiedlich auswirken.

Das Problem ist, dass der Markt künftige Cashflows bei steigender Inflation häufig mit einem **höheren Zinssatz**

abzinst, um die Tatsache auszugleichen, dass sie in heutigem Geld weniger wert sind. Je höher die Inflation ist, desto höher ist der Abzinsungssatz für die Gewinne und desto niedriger ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das die Anleger zu zahlen bereit sind.

Obwohl Aktien in einem Umfeld hoher und steigender Inflation im Allgemeinen recht schlecht abschneiden, gibt es auf Sektorebene **potenzielle Zufluchtsorte**. Der Energiesektor, zu dem Öl- und Gasunternehmen gehören, ist einer davon. Die Erträge von Energietiteln sind naturgemäß an die Energiepreise gebunden, die eine wichtige Komponente des Warenkorb sind. Sie werden also per Definition gut abschneiden, wenn die Inflation steigt.

Aktien-REITs (Real Estate Investment Trusts) können nur einen sehr eingeschränkten Schutz gegen Inflation bieten. Equity-REITs besitzen Immobilienvermögen und bieten einen teilweisen Inflationsschutz durch die Weitergabe von Preissteigerungen bei Mietverträgen und Immobilienpreisen. Allerdings kann der Kaufkraftverlust bei einer Inflation die private Immobiliennachfrage stark negativ beeinflussen. Die sogenannten Mortgage-REITs, die in Hypotheken investieren, sind klare Verlierer einer Inflation. Genau wie bei Anleihen verlieren die Kuponzahlungen von Hypotheken bei steigender Inflation an Wert, sodass ihre Renditen steigen und die Preise zum Ausgleich sinken.

Das Gleiche gilt für **IT-Werte**. Der Großteil ihrer Cashflows wird in ferner Zukunft erwartet, was in heutigem Geld weit weniger wert sein wird, wenn die Inflation steigt. **Finanzwerte** hingegen schneiden vergleichsweise besser ab, da sich ihre Cashflows in der Regel auf einen kürzeren Zeitraum konzentrieren. Dennoch kann eine hohe Inflation schädlich sein, insbesondere für Banken, da sie den Gegenwartswert bestehender Kredite, die erst in der Zukunft zurückgezahlt werden, schmälert.

Versorgungsunternehmen sollten als natürliche Monopole in der Lage sein, Kostensteigerungen an die Verbraucher weiterzugeben, um ihre Gewinnspannen zu erhalten. In der Praxis werden sie jedoch durch die Regulierung oft daran gehindert, dies in vollem Umfang zu tun. Darüber hinaus werden Aktien von Versorgungsunternehmen aufgrund der Stabilität ihres Geschäfts und ihrer Dividendenzahlungen häufig als Ersatz für Anleihen gehandelt. Damit geraten sie dann bei Inflation auch genauso unter Druck.

Obwohl Gold oft als Absicherung gegen die Angst vor einer Inflation angepriesen wird, ist die Erfolgsbilanz von **Unternehmen im Edelmetall- und Bergbausektor** gemischt. Auch der Goldpreis selbst bietet nur eine unvollständige Absicherung gegen Inflation. Inflationsindexierte Anleihen sind oftmals besser geeignet, allerdings nur dann, wenn die eingepreiste Inflation noch nicht zu hoch ist.

Insgesamt gibt es in einem inflationären Umfeld sowohl Gewinner als auch Verlierer am Aktienmarkt. Zu welcher der beiden Gruppen ein Unternehmen gehört, hängt aber nicht nur vom Sektor ab. Generell können sich Unternehmen besser behaupten, die eine geringe Verschuldung, eine starke Wettbewerbssituation, eine hohe Profitabilität und ein robustes Geschäftsmodell aufweisen. Das sind Kriterien, die für eine besonders **hohe Qualität** eines Unternehmens stehen und sich langfristig bezahlt machen.

Im inflationären Umfeld zahlt sich eine geringe Verschuldungsquote aus, da steigende Zinsen den Schuldendienst verteuern. Eine starke Wettbewerbsstellung macht es möglich, gestiegene Kosten auf die Endpreise zu überwälzen. Aber auch eine starke Verhandlungsposition gegenüber den Lieferanten und Zulieferern ist von Vorteil, um den Kostendruck bei den Einkaufspreisen gering halten zu können. Entscheidend ist auch die internationale Wettbewerbssituation und Flexibilität. Wenn die inländische Inflation deutlich über der Inflation in den Ländern ausländischer Wettbewerber liegt, leidet die Wettbewerbsfähigkeit. Durch die Verlagerung der Produktionstätigkeit können Unternehmen diesen Nachteil wieder ausgleichen.

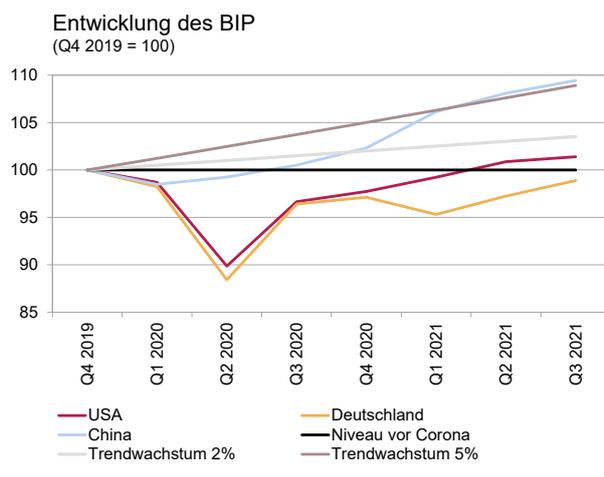
Für Aktienanleger gibt es also viele Möglichkeiten, sich vor einer Inflation zu schützen oder sogar von ihr zu profitieren. Die **Konzentration auf qualitativ hochwertige Unternehmen** ist auch in diesem Umfeld eine erfolgversprechende Idee.

JAHRESAUSBLICK 2022: VOLKSWIRTSCHAFT UND GELDPOLITIK

Weltkonjunktur: Der Aufschwung geht weiter, verliert aber an Schwung

These 1: Die Weltwirtschaft wird 2022 mit 4,3 Prozent wachsen.

Die globale Wirtschaft erholt sich weiterhin von den Folgen der Pandemie. In den beiden größten Volkswirtschaften der Welt, den USA und China, hat das Bruttoinlandsprodukt (BIP) die Vorkrisenniveaus bereits wieder überschritten. Doch gemessen am Trendpfad, auf dem sich die Weltwirtschaft vor der Pandemie befand, gibt es immer noch Nachholpotenzial. Das gilt in noch stärkerem Maße für den Arbeitsmarkt, der der Realwirtschaft mit einer gewissen Verzögerung folgt. Die Verwerfungen, die die Corona-Krise hier ausgelöst hat, zeigen sich nicht nur in der immer noch erhöhten Arbeitslosigkeit, sondern auch in den entstandenen strukturellen Ungleichgewichten. Augenfällig wird das zum Beispiel in Deutschland, wo Klagen über Fachkräftemangel zu vernehmen sind, es gleichzeitig aber immer noch mehr als 500.000 Kurzarbeiter gibt.



Die Corona-Pandemie ist nicht überwunden, was insbesondere in Deutschland deutlich wird, wo die Infektionszahlen neue Höchststände erreicht haben. Solange es aber nicht zu neuen Lockdowns kommt, halten sich die negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftsgeschehen in Grenzen. Gleichzeitig profitiert die Konjunktur nicht

nur von einer immer noch extrem **expansiven Geldpolitik**, sondern auch von beispiellosen **fiskalischen Impulsen**. Sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik werden 2022 zwar etwas weniger expansiv wirken, aber den Aufschwung weiterhin unterstützen. Hinzu kommen die erzwungenen Ersparnisse während der Lockdowns, deren allmählicher Abbau die Wirtschaft zusätzlich stimuliert. Auch bei den privaten Investitionen gibt es noch Nachholbedarf.

Dass sich eine global vernetzte Wirtschaft nicht einfach wie eine Glühbirne aus- und wieder anschalten lässt, konnte man im vergangenen Jahr deutlich erkennen. Die Pandemie hat 2020 zu einem rasanten Einbruch der Wirtschaftstätigkeit geführt, dem eine rekordschnelle Erholung folgte. Hinzu kommt eine **gewaltige Verschiebung der Nachfrage**. Da viele Dienstleistungen während der Lockdowns nicht mehr konsumierbar waren, wurden sie durch den Konsum von Gütern ersetzt. An die Stelle der Restaurantbesuche trat der Einkauf von Lebensmitteln, der Hometrainer ersetzte das Fitnessstudio und die Haarschneidemaschine den Gang zum Friseur. Viele Beschäftigte in den von der Krise am meisten betroffenen Sektoren wie Hotellerie und Gaststätten, Touristik oder die Veranstaltungsbranche haben sich beruflich anders orientiert. Es wundert daher nicht, dass es in der Phase der Normalisierung zu Engpässen am Arbeitsmarkt kommt.

Die Nachfrage nach Gebrauchsgütern war während der Krise außergewöhnlich hoch und wird in diesem Jahr wahrscheinlich zurückgehen. Das wird das Wachstum etwas bremsen, aber auch die **Inflation**. Für einen Rückgang der Inflation spricht auch das Auslaufen der sogenannten Basiseffekte, die durch krisenbedingt sehr niedrige Vorjahreswerte ausgelöst werden. Betrachtet man die Entwicklung des Preisniveaus seit Beginn der Pandemie, liegen vor allem die USA deutlich über dem von den Zentralbanken angestrebten Inflationstrend von zwei Prozent pro Jahr.

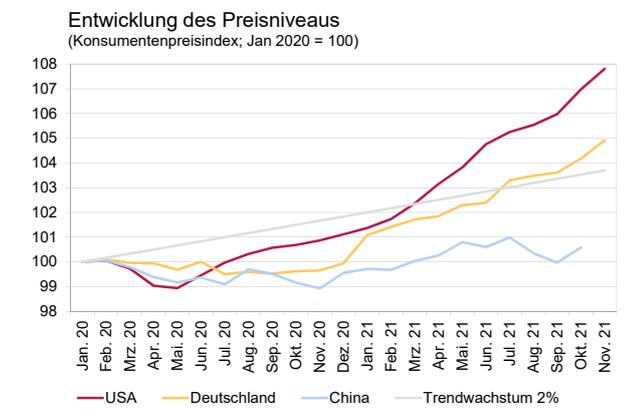
In unserem Schwerpunktteil haben wir ausgeführt, **dass wir nicht mit einem Stagflationsszenario wie in den 1970er Jahren rechnen**. Damals hatten angebotsseitige Ölpreisschocks eine langjährige konjunkturelle Stagnation ausgelöst. Die Ursachen für den aktuellen Anstieg der

Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

	2021	IWF	OECD	Sachverst. rat.	EU Kommission	Goldman Sachs	UBS	Durchschnitt	Marcad, Stein & Co
		2022							
Welt	6,0	4,9	4,5	4,4	4,5	4,5	4,7	4,6	4,3
USA	5,7	5,2	3,9	4,4	4,5	3,9	4,2	4,4	4,5
Japan	2,4	3,2	2,1	2,9	2,3	1,6	3,1	2,5	2,0
Euroraum	5,1	4,3	4,6	4,3	4,3	4,4	4,8	4,5	4,0
Deutschland	2,8	4,6	4,6	4,6	4,6	4,0	4,9	4,6	3,7
Großbritannien	7,0	5,0	5,2	5,0	4,8	5,3	4,6	5,0	4,5
Russland	4,3	2,9	3,4	3,2	2,6	3,1	3,0	3,0	2,5
China	8,1	5,6	5,8	5,0	5,3	4,8	5,4	5,3	5,0
Indien	8,0	8,5	7,9	8,9	7,8	9,1	7,7	8,3	7,5
Brasilien	5,0	1,5	2,3	1,5	2,1	0,8	1,2	1,6	1,0

Preise für Öl und Gas sind komplex, sie sind sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite zu finden. In gewisser Weise ist die aktuelle Situation das genaue Gegenteil der Situation in den Siebzigerjahren. Die Inflation ist nicht die Ursache eines Abschwungs, sondern das Ergebnis kräftigen Wachstums.

folgten. Vergleiche mit den Siebzigerjahren führen daher in vielerlei Hinsicht in die Irre.



Während der Pandemie sind global die **Staatsschulden** erheblich gestiegen. Ihr Anteil am BIP dürfte 2022 in den meisten Ländern nur langsam zurückgehen. Ist das ein Grund zur Sorge? Solange die Zinsen auf ihren niedrigen Niveaus verharren, stellen Staatsschulden kein ernsthaftes Problem dar. Das reale Wirtschaftswachstum liegt global auch im nächsten Jahr über dem Trend, während die realen Zinsen in weiten Teilen der Welt bei null liegen oder sogar negativ sind. Hinzu kommt, dass ein Großteil der Schulden bei den Zentralbanken liegt, die ihre Gewinne an den Staat abführen. Zinszahlungen auf Staatsanleihen erhöhen die Gewinne der Zentralbanken, die wieder zurück an den Staat fließen. Die Staatsverschuldung stellt also zu einem nicht unerheblichen Teil eine Innenverschuldung dar, was die Wahrscheinlichkeit staatlicher Schuldenkrisen zumindest auf kurze Sicht deutlich senkt.

In ähnlicher Weise gilt dies auch für die Probleme innerhalb der **Lieferketten**, die sich in einem globalen Mangel an Computerchips und vielen Rohstoffen, sowie einer drastischen Überlastung der US-amerikanischen Pazifikhäfen ausdrücken. Diese angebotsseitigen Engpässe legen teilweise die Produktion lahm und tragen zum inflationären Druck bei. Aber auch sie sind Ausdruck der extrem schnellen wirtschaftlichen Erholung nach dem Tiefpunkt der Pandemie. Die aktuelle Situation lässt sich mit keiner anderen historischen Erholung vergleichen, da nie zuvor Einbruch und spätere Erholung in so schnellem Tempo er-

Die Geldpolitik verlässt den Krisen-Modus

These 2: Die EZB wehrt sich noch gegen die Trendwende.

Die **Inflation** stellt für die Notenbanken eine große Herausforderung dar, denn sie trifft auf eine nach wie vor sehr expansive Geldpolitik. Stimmen werden laut, die ein Ende der großzügigen monetären Versorgung fordern und eine stärkere Fokussierung auf die Inflationsrisiken. Viele Notenbanken reagieren bereits und haben mal beherrzter, mal

mit erkennbarem Widerwillen die geldpolitische Wende eingeleitet. Insbesondere die EZB gehört zur letzteren Kategorie und wehrt sich gegen die Trendwende.

Aus geldpolitischer Sicht ist die Inflation solange unproblematisch, wie es sich um ein **temporäres Phänomen** handelt. So dürfte der Gütermangel kaum länger anhalten, und die Basiseffekte laufen automatisch aus. Hinzu kommt, dass die hohe Wachstumsgeschwindigkeit nicht von Dauer sein kann und sich, wie aktuell bereits zu beobachten, normalisieren wird, was den Preisaufrtrieb abbremsen dürfte. Auch der starke Anstieg der Corona-Fallzahlen im Euroraum wirkt dämpfend auf den Konjunkturverlauf und damit auf die Inflation.

Der **Inflationsausblick der EZB** geht für 2022 von 1,7 Prozent und für 2023 von 1,5 Prozent aus. Dies halten wir für deutlich zu niedrig und rechnen damit, dass die EZB diese Zahlen demnächst überarbeiten wird. Eher dürfte im kommenden Jahr dauerhaft das Zwei-Prozent-Ziel überschritten werden, da die Industriekapazitäten gut ausgelastet sind und sich auch die Arbeitslosigkeit dem Vorkrisenniveau nähert. Erste Stimmen von EZB-Vertretern werden laut, die vor einer dauerhaft höheren Inflation warnen.

Allerdings darf nicht übersehen werden, dass die EZB Mitte des Jahres ihr **Inflationsziel angepasst** hat. Demnach gilt die Marke von zwei Prozent über die mittlere Frist. Ein Überschießen über das Ziel wie aktuell stellt nach der neuen geldpolitischen Strategie keine Zielverfehlung mehr dar. Dies ist der große Unterschied zur alten Strategie, die das Zwei-Prozent-Ziel als Obergrenze gesehen hatte.

Die Notenbank kann also weiterhin eine expansive Geldpolitik betreiben. Sie wird aber stärker als in diesem Jahr die Nebenwirkungen ins Auge fassen. Eine Blasenbildung auf dem Immobilienmarkt, inflationstreibende Zweit-rundeneffekte und der Kaufkraftverlust der Konsumenten stellen ernste makroökonomische Risiken dar.

Die Zinsen wird die EZB im kommenden Jahr vermutlich nur unter größtem Druck antasten, wonach es momentan nicht aussieht. Dazu sind die südeuropäischen Länder konjunkturell noch zu schwach aufgestellt. Aber die unkonventionellen Maßnahmen werden heruntergefahren. Die EZB wird aller Voraussicht nach ihr Corona-Notfallprogramm PEPP im März auslaufen lassen. Um dem Markt nicht zu abrupt die Unterstützung zu entziehen, wird es

vermutlich eine Überbrückungshilfe geben. Dies kann entweder eine Aufstockung des regulären Kaufprogramms APP bedeuten oder ein neues, zeitlich eng begrenztes Programm umfassen.

These 3: Die Fed forciert die Wende.

In den **USA** sieht es anders aus. Die Fed nimmt einen immer restriktiveren Kurs ein. Die Inflation ist dort mittlerweile stark angestiegen und lag im November bei 6,8 Prozent, während die Arbeitslosigkeit zurückgeht. Die Fed hat lange das Beschäftigungsziel prioritär verfolgt. Es mehren sich nun aber bei wichtigen Fed-Offiziellen wie zum Beispiel dem Fed-Vizepräsidenten Richard Clarida die Stimmen, die vor Aufwärtsrisiken bei der Inflation warnen und mahnen, das Ziel der Preisniveaustabilität stärker zu gewichten. Demnach sollte über eine schnellere Beendigung des Anleihekaufprogramms diskutiert werden, dessen Ende bisher für die Mitte des kommenden Jahres erwartet wird. Sollte die Fed schneller die Käufe einstellen, könnten Zinserhöhungen früher erfolgen. Möglich wären dann auch drei Zinserhöhungen im kommenden Jahr. Die Bedingung dafür wäre aber, dass die Konjunktur ihr Tempo beibehält, der Arbeitsmarkt sich weiter anspannt und die Inflation sich als hartnäckig erweist.

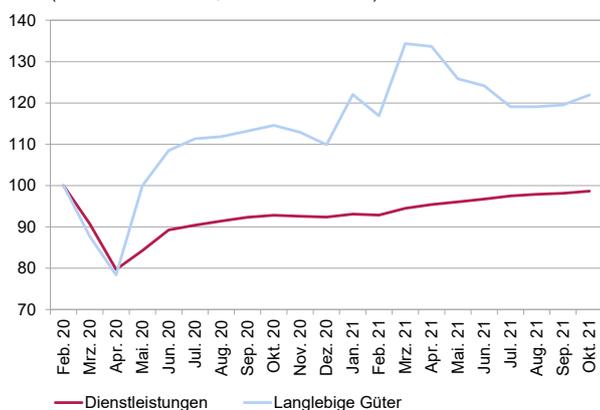
Ebenfalls Beachtung unter hochrangigen US-amerikanischen Notenbankern findet mehr und mehr die Entwicklung am **Immobilienmarkt**. Hier steigen die Preise ungebremst an. James Bullard, Präsident der St. Louis Fed und im nächsten Jahr stimmberechtigtes Mitglied im Offenmarktausschuss der Fed, hat davor gewarnt, eine aufkommende Hauspreisblase durch eine zu lockere Geldpolitik zu fördern und hat sich für eine restriktivere Gangart ausgesprochen.

USA: Fiskalprogramme und privater Konsum stützen die Wirtschaft

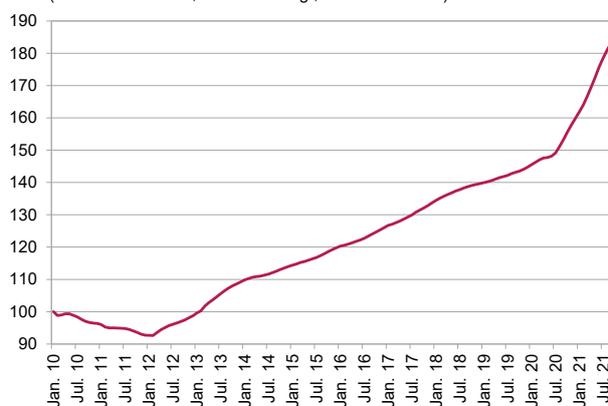
These 4: Die US-Wirtschaft wird 2022 mit 4,5 Prozent wachsen.

Das reale BIP lag im dritten Quartal 2021 um 1,4 Prozentpunkte über dem Niveau vor der Pandemie, und dies bei rund vier Millionen weniger Beschäftigten. Gegenüber dem Vorquartal war das Wachstum im dritten Quartal jedoch sehr schwach. Für das vierte Quartal und für 2022

Private Konsumausgaben in den USA
(in konstanten Preisen; Februar 2020 = 100)



USA: Entwicklung der Immobilienpreise
(Case-Shiller-Index, saisonbereinigt, Jan. 2010 = 100)



rechnen wir mit einer erneuten Belebung. Die robusten Bilanzen der privaten Haushalte und der Nachholbedarf insbesondere im Dienstleistungssektor sollten die Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen stützen. Mit einem **BIP-Wachstum von voraussichtlich 4,5 Prozent** im Jahr 2022 dürfte sich die US-Wirtschaft weiter erholen.

Im Jahr 2020 erreichte die steuerliche Entlastung in den USA einen Höchststand von zwölf Prozent des BIP, die aus umfangreichen Zuschüssen für Unternehmen, Transfers für Haushalte und höheren staatlichen Ausgaben resultierten. Die **finanzpolitische Unterstützung** nimmt in den USA seitdem ab. Wie stark dies geschieht, ist für die Aussichten von entscheidender Bedeutung. Die Gesamtausgaben des „Build Back Better“-Programms belaufen sich über einen Zeitraum von zehn Jahren auf etwa 2,3 Billionen US-Dollar. Darin enthalten sind 500 bis 600 Milliarden US-Dollar an Ausgaben für die Bereiche Infrastruktur, klimaneutrale Umstrukturierung der Wirtschaft und Kinder, wobei der letzte Posten hauptsächlich aus Vorschulbildung und Kinderbetreuung besteht, aber auch Steuergutschriften umfasst, die die Kinderarmut erheblich reduzieren sollen. Die Ausgaben reichen insgesamt aber nicht aus, um die Rückführungen der fiskalischen Impulse zur Eindämmung der Corona-Pandemie aus den Jahren 2020 und 2021 vollständig zu kompensieren. Die geringere fiskalische Unterstützung sollte durch die **steigende Nachfrage des Privatsektors** allerdings mehr als ausgeglichen werden.

Ein Risiko für die Fortsetzung des Aufschwungs stellt der **US-Immobilienmarkt** dar, wo die Preise kräftig gestiegen sind. Bis zum ersten Quartal 2021 stiegen die Verkäufe neuer Häuser um 30 Prozent gegenüber 2019 und der Um-

satz bestehender Häuser um fast 20 Prozent. Seitdem hat sich der Anstieg jedoch verlangsamt. Die geringere Nachfrage, auch auf Grund der immer noch hohen Preise, steht einem etwas größeren Angebot gegenüber. Ein Teil der Verlangsamung des Immobilienmarkts Mitte 2021 spiegelte Angebotsengpässe wider. Die Holzpreise waren in die Höhe geschossen und die Bestände an neuen und bestehenden Häusern drastisch gesunken. Es scheint jedoch, dass diese Spannungen etwas nachgelassen haben. Die geldpolitische Kehrtwende der Fed sollte ebenfalls dazu beitragen, die Nachfrage nach Immobilien zu dämpfen.

Neben einer stärkeren Korrektur am Immobilienmarkt gibt es weitere **Risiken für die US-Konjunktur im kommenden Jahr**. Da wir mit einer weiteren Erholung des Arbeitsmarkts rechnen, könnte die Inflation hartnäckiger als erwartet sein. Die Geldpolitik wäre dann zu einer kräftigen Gegenreaktion gezwungen, was spürbare Wachstumseinbußen zur Folge hätte. Ein weiteres Risiko sind die Zwischenwahlen im November 2022, bei denen alle 435 Abgeordnete im Repräsentantenhaus und 34 der 100 Senatoren neu gewählt werden. Die Demokraten befinden sich aktuell im Stimmungstief und könnten ihre Mehrheit im Kongress verlieren. Damit würde die Biden-Administration in wichtigen Fragen weitgehend handlungsunfähig und es könnte zu neuen Debatten über Schuldengrenzen kommen. Auch eine durch die Republikaner ausgelöste Verfassungskrise, vor der wir bereits im letzten Jahresausblick gewarnt hatten, könnte drohen und die politische Stabilität der USA gefährden.

China: Die Abkühlung des Immobilienmarkts hinterlässt Spuren

These 5: Die chinesische Wirtschaft wird 2022 mit 5,0 Prozent wachsen.

In den vergangenen zwei Jahrzehnten war der Immobilienboom in China, der durch schnelles Wachstum und Urbanisierung angekurbelt wurde, ein wichtiger Wachstumsmotor. Der anhaltende Strukturwandel und die jüngste Regulierungswelle belasten jedoch zunehmend. Besonders kritisch ist das **Verschuldungsproblem des Immobiliensektors**. Nach Schätzungen der Wirtschaftsforschungsberatung Pantheon Macroeconomics hatten nur rund fünf Prozent der Unternehmen keine Schwierigkeiten, die neuen regulatorischen Finanzierungsvorschriften zu erfüllen.

Die Preise für Neu- und Bestandsimmobilien sind gefallen, ebenso die Zahl der Immobilienverkäufe und der Neubaubeginne. Zudem reduzierten sich die Investitionen in den Bereichen Infrastruktur, Produktion und Immobilien. Da rund zwei Drittel der chinesischen Banken direkt oder indirekt im Staatsbesitz sind und die Kreditgewährung innerhalb des **Bankensektors** heterogen verteilt ist, wird die unvermeidbare Insolvenz einiger Unternehmen aus der Immobilienbranche wohl keine Bankenkrise auslösen. Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft sind dennoch nicht zu unterschätzen.

Der Immobiliensektor repräsentiert etwa 25 Prozent des Wirtschaftswachstums in China. Das Budget der Lokalregierungen ist zu einem Drittel von Einnahmen aus diesem Bereich abhängig. Die Reinvestition dieser Einnahmen steht wiederum für einen Großteil der Anlageinvestitionen. Darüber hinaus machen Darlehen, die im Zusammenhang mit diesem Sektor gewährt wurden, rund 30 Prozent aller Bank-

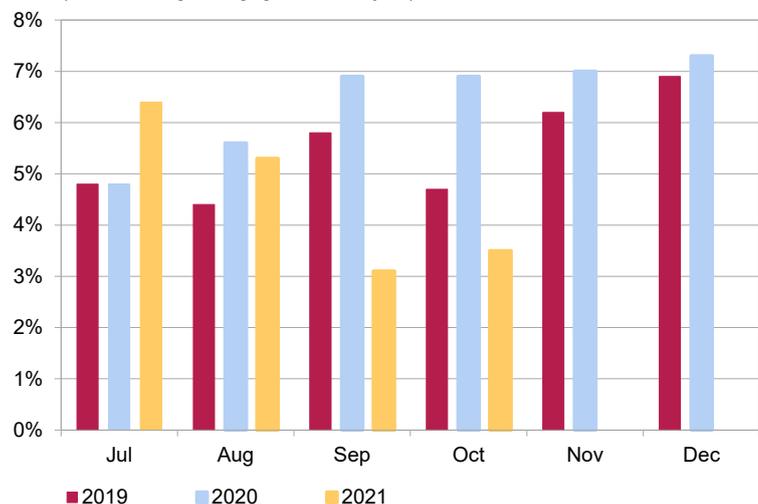
verbindlichkeiten aus. Immobilien stellen überdies einen Großteil der Vermögen der privaten Haushalte dar.

Ohne **expansive geld- und fiskalpolitische Impulse** werden die Banken restriktiver Kredite vergeben, insbesondere an die Privatwirtschaft. Darüber hinaus sorgt die Reduzierung der Investitionen für weniger Wachstumsimpulse. Eine Erhöhung des privaten Konsums erscheint kurzfristig unwahrscheinlich, da viele Haushalte Vermögensverluste an den Aktien- und Immobilienmärkten erlitten haben und die Sparquoten der chinesischen Privathaushalte strukturell sehr hoch sind. Hinzu kommt, dass die Nulltoleranzpolitik gegenüber Covid-19 zu regionalen Shutdowns führt. Dies hemmt nicht nur zusätzlich den Konsum, sondern erschwert zudem die Industrieproduktion. Aufgrund angespannter Lieferketten, der Knappheit an Halbleitern, gestiegener Rohstoffpreise und temporärer Stromengpässe ist davon auszugehen, dass sich auch die Exporte nur langsam erholen werden.

Die Zentralregierung steht vor der Herausforderung, die negativen Auswirkungen des **Entschuldungsprozesses im Immo-**

Das chinesische Wirtschaftswachstum wird sich 2022 weiter abkühlen.

China: Industrieproduktion
(Veränderungsrate gegenüber Vorjahr)



liensektor zu begrenzen und gleichzeitig Rahmenbedingungen für ein Wiedererstarken der Wirtschaft zu schaffen. Erste Impulse sind bereits durch das Bereitstellen von Liquidität durch die Zentralbank erfolgt. Dabei sind vor allem Repogeschäfte zum Tragen gekommen. Denkbar wäre es zudem, dass der Zins, zu dem sich Banken von der Zentralbank Geld leihen können, die sogenannte Medium-term lending facility (MLF), gesenkt und der Mindestreservesatz für Banken reduziert wird. Da die MLF als Leitlinie für den Leitzins gilt, ist eine entsprechende Absenkung nicht unwahrscheinlich.

Eine weitere Möglichkeit der Stimulierung könnte über die **Lokalregierungen erfolgen**. Sogenannte Local government finance vehicles (LGFV) fungieren dabei als Investmentgesellschaften, die Anleihen begeben, und den Erlös reinvestieren. Laut Goldman Sachs liegt das Verschuldungsniveau der Lokalregierungen per Ende 2020 bereits bei 52 Prozent des BIP. Mittlerweile hat das ausstehende Volumen der LGFV das der ausstehenden Staatsanleihen übertroffen.

Das chinesische Wirtschaftswachstum wird im kommenden Jahr geringer als 2021 ausfallen. Ein niedrigeres Wachstum ist aber per se nicht schlecht. Vielmehr kommt es auf die Qualität des Wachstums an. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die Zentralregierung die entsprechenden Weichen dafür stellen wird, um über das kommende Jahr hinaus ein qualitativ hohes und nachhaltiges Wachstum sicherstellen zu können

In diesem Szenario erwarten wir **eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums auf 5,0 Prozent** im Jahr 2022, da die Exporte deutlich weniger zum Wachstum beitragen als 2021, der Rückgang der Immobilienpreise durch einen Aufschwung der Infrastrukturinvestitionen etwas ausgeglichen wird und sich der Konsum nach einem anfänglichen Einbruch ab dem zweiten Quartal normalisiert. Da sich der globale Aufschwung im Jahr 2022 verlangsamt und sich die Ausgaben stärker auf den Dienstleistungssektor verlagern, erwarten wir, dass sich das Exportwachstum von etwa 27 Prozent in diesem Jahr auf 10 Prozent abschwächt.

Euroraum: Deutschland verliert den Anschluss

These 6: Die deutsche Wirtschaft wird 2022 mit 3,7 Prozent wachsen.

Die Engpässe bei den Vorleistungen haben den **deutschen Automobilsektor** besonders hart getroffen. Während die gesamte Industrieproduktion in diesem Jahr um sechs Prozent gesunken ist, ging die Kfz-Produktion wegen des Mangels an wichtigen Chipkomponenten um 28 Prozent zurück. Da der Automobilsektor 4,5 Prozent des BIP ausmacht, dürften die Lieferunterbrechungen das BIP-Wachstum 2021 um etwa einen Prozentpunkt dämpfen. Wir gehen davon aus, dass der Gegenwind nur allmählich abnehmen wird.

Deutschland: Automobilproduktion
(12-Monatsdurchschnitt in Tausend)



Der **Arbeitsmarkt** verbessert sich schneller als erwartet. Die Arbeitslosenquote lag im Oktober bei 5,2 Prozent, somit deutlich unter dem vorübergehenden Höchststand von 6,4 Prozent Ende 2020 und nur knapp über dem Vorkrisentief von 4,9 Prozent. Die Zahl der Kurzarbeiter ist im September auf 610.000 zurückgegangen (von sechs Millionen im April 2020), da die Mobilitätsbeschränkungen aufgehoben wurden, obwohl die Zahlen im Verarbeitenden Gewerbe kürzlich wieder leicht angestiegen sind.

Weniger Ausgaben für Kurzarbeit werden auch zu einem **sinkenden Haushaltsdefizit** beitragen, das voraussichtlich von 6,3 Prozent des BIP im Jahr 2021 auf 2,8 Prozent im Jahr 2022 sinken wird. Große Spielräume in der Haushaltspolitik gibt es für die neue Regierungskoalition dennoch nicht. Die bedeutendste Veränderung wird eine strengere

Klimapolitik (einschließlich eines höheren CO₂-Preises) sein. Dazu kommen Impulse, um die öffentlichen und privaten Investitionen zu erhöhen, sowie ein höherer Mindestlohn.

Höhere Energiepreise dürften das Wachstum in Deutschland genauso schwächen wie die Abkühlung der chinesischen Wirtschaft. Daher erwarten wir für 2022 nur ein **Wachstum von 3,7 Prozent**, welches durch eine Erholung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe und die gut gefüllten Auftragsbücher unterstützt wird.

These 7: Die Wirtschaft im Euroraum wird 2022 mit 4,0 Prozent wachsen.

Deutschland leidet derzeit unter der hohen Abhängigkeit von Gasimporten aus Russland und der Abhängigkeit der Exporte von China, wo sich das Wachstum abschwächt. Beide Probleme treffen **Frankreich** in geringerem Ausmaß. Das Land ist auf Grund seiner Atomenergie weniger anfällig für Öl- und Gaspreisschocks und weniger abhängig von Exporten. Das reale BIP in Frankreich erreichte im dritten Quartal 2021 wieder das Vorkrisenniveau und lag damit leicht vor Deutschland und Italien. Jetzt wird sich das Tempo der Erholung allerdings verlangsamen. Die Aussichten bleiben dennoch positiv, da die Impfquoten hoch sind und die Zahl der Arbeitsplätze stark zunimmt.

In Frankreich werden im April des kommenden Jahres die **Präsidentschaftswahlen** und die anschließenden Parlamentswahlen im Juni im Mittelpunkt stehen. Meinungsumfragen deuten derzeit darauf hin, dass Präsident Macron im Amt bleiben sollte. Die Liste der Kandidaten ist aber noch nicht offiziell. Im Gegensatz zu 2017 ist die Mitgliedschaft Frankreichs in der EU bisher kein politisches Thema, sodass die Wahl möglicherweise weniger brisant ist als beim letzten Mal. Bei der innenpolitischen Agenda geht es um die von Präsident Macron geplante Rentenreform, die die verschiedenen Rentensysteme vereinheitlichen würde. Was Europa betrifft, so wird die Präsidentschaftswahl für Entscheidungen über die europäische Integration und die Reform des steuerlichen Rahmens von Bedeutung sein. Die französische EU-Ratspräsidentschaft im ersten Halbjahr 2022 könnte in dieser Hinsicht wichtig werden.

Die **italienische Wirtschaft** hat sich im zweiten und dritten Quartal 2021 stark erholt. Wir gehen davon aus, dass die aus dem EU-Konjunkturfonds finanzierten Investitionen das Wachstum im kommenden Jahr um etwa einen halben Prozentpunkt erhöhen werden. Das Haushaltsdefizit wird den Projektionen zufolge im Jahr 2022 auf 5,8 Prozent des BIP von 9,5 Prozent in diesem Jahr sinken. Die politische Unsicherheit wird wahrscheinlich zunehmen, da im Februar 2022 ein neuer Staatspräsident gewählt wird. Angesichts oft instabiler parlamentarischer Mehrheiten hat der Staatspräsident eine wichtige Rolle bei der Regierungsbildung und der Besetzung von Ministerposten.

Insgesamt sehen wir die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum etwas positiver als in Deutschland und erwarten ein Wachstum von 4,0 Prozent.

Devisenmarkt: Der Dollar wertet auf

These 1: Der US-Dollar wertet bis Ende 2022 auf 1,08 gegenüber dem Euro auf.

In den letzten Monaten ist der Euro im Vergleich zum US-Dollar recht deutlich unter Druck geraten und zwischenzeitlich unter die Marke von 1,12 EUR/USD gefallen. Der Grund ist die **Geldpolitik** dies- und jenseits des Atlantiks, die sich immer deutlicher zu unterscheiden beginnt.

In den **USA** macht die Federal Reserve (Fed) Ernst und beginnt mit der Anpassung ihrer Geldpolitik. Im November hat sie mit der Reduzierung der Anleihekäufe begonnen. Fed-Chef Powell machte deutlich, dass die Ziele der Notenbank, nämlich Vollbeschäftigung und eine Inflation im Bereich von mittelfristig zwei Prozent, nahezu erreicht sind. Sollte sich die konjunkturelle Erholung fortsetzen, dürften die Anleihekäufe von 120 Milliarden US-Dollar im Monat bis zur Mitte des nächsten Jahres auf null abgeschmolzen werden (Tapering).

Auch an der Zinsfront tut sich etwas in den USA. Denn die Inflation steigt in den USA immer weiter an und geht mittlerweile über die Basiseffekte hinaus. Erste Fed-Mitglieder verweisen darauf, dass nahezu Vollbeschäftigung herrscht und daher nun das Ziel der Preisniveaustabilität wieder stärker ins Blickfeld genommen werden muss. Es wird diskutiert, die Anleihekäufe früher zu beenden, um im Anschluss die Zinsen anzuheben. Am Kapitalmarkt sind mittlerweile bis zu drei Zinserhöhungen eingepreist.

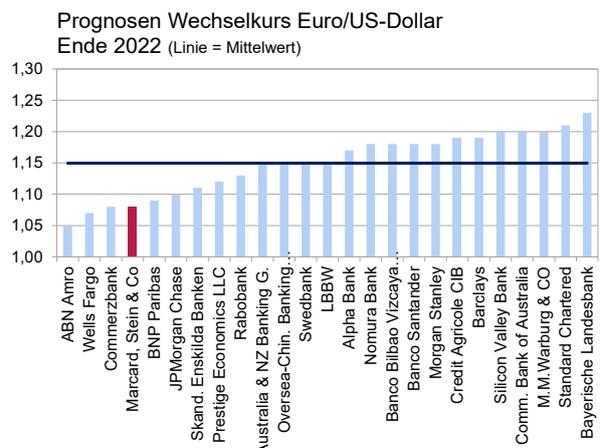
Auf dieser Seite des Atlantiks tut sich die **Europäische Zentralbank** (EZB) bedeutend schwerer mit der geldpolitischen Normalisierung. Die „Tauben“ im EZB-Rat, also die Mitglieder, die eine expansive Geldpolitik bevorzugen, haben derzeit die Oberhand. Auch die Chefin der EZB, Christine Lagarde, und der Chef-Volkswirt Philip Lane gehören in dieses Lager.

Die geldpolitischen Divergenzen wirken sich auf den Anleihemarkt aus. Der Zinsvorsprung US-amerikanischer Titel hat sich zuletzt ausgeweitet. Im Bereich der zehnjährigen Titel rentieren US-Staatsanleihen etwa 180 Basispunkte über vergleichbaren Bundesanleihen. Im Bereich der zweijährigen Titel sind es etwa 135 Basispunkte.

Das ist aber noch lange nicht das Ende der Fahnenstange. Im letzten Zyklus vor der Corona-Krise lag der **Zinsvorsprung** bei den zweijährigen Titeln im Maximum bei mehr als 350 Basispunkten – damals ein starkes Argument für US-Dollar-Anlagen. Soweit muss es in diesem Zyklus zwar nicht kommen, weil die Fed vermutlich behutsamer bei der geldpolitischen Straffung vorgehen wird und die EZB im Gegensatz zur Vor-Corona-Lage nun auch die Inflation stärker im Blick behalten muss. Aber Anleger sollten damit rechnen, dass die Zinsdifferenzen weiter zunehmen, was für einen stärkeren US-Dollar und einen schwächeren Euro spricht.

Hinzu kommen die **Unsicherheiten**, die aktuell die Investoren beschäftigen: Die Abschwächung des globalen Wachstums, die Materialengpässe, die Sorgen vor einer Immobilienkrise in China und die Corona-Lage könnten immer wieder für Verunsicherung sorgen. Im kommenden Jahr steht zudem die Präsidentschaftswahl in Frankreich an. Der US-Dollar könnte als sicherer Anlagehafen von einer Zunahme der Risiken profitieren. Gold dagegen leidet unter steigenden Zinsen, während ein anderer sicherer Hafen, der Schweizer Franken, keine Zinserhöhungsphantasien zulässt.

Anleger sollten die **Bewertung** des US-Dollar allerdings nicht ganz außer Acht lassen. Die Überbewertung zum Euro ist nach dem Kaufkraftparitäten-Modell der OECD relativ stark ausgeprägt. Der Euro könnte bis zum Jahresende dennoch etwas weiter auf 1,08 EUR/USD abwerten.



These 2: Das Britische Pfund kann moderat auf 0,80 EUR/GBP aufwerten.

Seit der Einigung auf ein **Freihandelsabkommen** zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich am 24. Dezember 2020 hat das Pfund gegenüber dem Euro zugelegt. Zunächst dürfte hierbei die Erleichterung über das Vermeiden chaotischer Zustände ohne Abschluss eines Abkommens nach Ende der Brexit-Übergangsfrist zum 1. Januar 2021 eine tragende Rolle gespielt haben. Inzwischen ist dieses Thema an den Devisenmärkten allerdings aus dem Blickfeld geraten, auch wenn beispielsweise die Umsetzung des Nordirland-Protokolls aus dem Austrittsabkommen nach wie vor für Konfliktstoff sorgt.

Rückenwind für das Pfund kommt auch von der Zinsseite. Die **britische Notenbank** wird vermutlich am 16. Dezember (nach unserem Redaktionsschluss) als erste große Notenbank die Zinsen angehoben haben. Weitere Zinserhöhungen sind im nächsten Jahr wahrscheinlich, denn im Vereinigten Königreich ist der Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenrate von 4,5 Prozent bereits angespannt. Die Anzahl der offenen Stellen liegt mit 1,1 Millionen auf dem höchsten Wert, der seit Beginn der Erfassung dieser Daten im Jahr 2001 gemessen wurde. Deswegen konzentriert sich die Notenbank nun stärker auf die Inflationsbekämpfung.

Zu Gute kommt den Inselbewohnern, dass zumindest aktuell **keine Corona-Beschränkungen** mehr in Kraft sind. Das Vereinigte Königreich hat zwar nur eine Impfquote, die etwas über der deutschen Impfquote liegt. Aber in den vorangegangenen Wellen hat das Virus sich hier mit am stärksten verbreitet. Unter Inkaufnahme von sehr vielen Toten – in Großbritannien sind bezogen auf die Bevölkerung fast doppelt so viele Menschen wie in Deutschland gestorben – ist die Grundimmunisierung nun deutlich höher.

Der **Wachstumsausblick** für das Vereinigte Königreich ist deswegen optimistischer als für den Euroraum. Die Notenbank wird die Zinsen aller Voraussicht nach recht schnell anheben. Das Britische Pfund bleibt in diesem Umfeld gefragt und sollte zum Euro noch etwas aufwerten können.

These 3: Der Schweizer Franken wertet weiter zum Euro auf und erreicht am Jahresende 2022 1,04 EUR/CHF.

Die **Geldpolitik in der Schweiz** folgt sehr stark der des Euroraums. Das große Problem des kleinen Landes ist der starke Zufluss von Kapital insbesondere aus den Euro-Staaten, der die Währung so stark macht, dass die Exporteure des Landes Probleme haben, ihre Waren außerhalb des Landes zu verkaufen. Außerdem bewirkt eine zu starke Währung, dass permanente deflatorische Tendenzen bestehen. Aus diesem Grund versucht die Schweizerische Nationalbank, mit Operationen auf dem Devisenmarkt die Aufwertung des Franken zu begrenzen.

Allerdings nutzt sie dafür nicht mehr ihr volles Arsenal und betreibt nur noch Kurspflege. Denn durch die starken **Unterschiede bei den Inflationsraten** – seit 2015 sind die Preise in Deutschland um 13 Prozent und in der Schweiz nur um 1,4 Prozent angestiegen – relativiert sich die Franken-Stärke etwas. So sind die Schweizer Waren relativ gesehen günstiger geworden, was die Franken-Stärke kompensiert. Solange ausgeprägte Unterschiede in den Inflationsraten bestehen, wonach es auch im kommenden Jahr aussieht, kann auch der Franken noch weiter aufwerten, ohne die Schweizer Volkswirtschaft vor Wettbewerbsprobleme zu stellen. Da aber die Zinsen in der Schweiz nicht stärker als im Euroraum steigen, ist nur noch eine geringfügige Aufwertung auf 1,04 EUR/CHF zu erwarten.

Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: US-Dollar leicht übergewichten

Wir empfehlen auf Gesamtportfolioebene ein leichtes Übergewicht des US-Dollar.

Maßnahme 2: Untergewichtung im Britischen Pfund abbauen

Der Wegfall der Brexit-Unsicherheit und die kräftige konjunkturelle Erholung helfen dem Pfund auch im kommenden Jahr.

Maßnahme 3: Schweizer Franken übergewichten

Der Aufwertungsdruck auf den Franken dürfte zwar etwas nachlassen, aber er bleibt dennoch gefragt.

JAHRESAUSBLICK 2022: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

Euro-Geldmarkt: Die Zinsen bleiben unverändert

These 1: Die EZB wird keine Veränderung der Leitzinssätze vornehmen.

In diesem Jahr gab es bei den Geldmarktsätzen im Euroraum nur geringfügige Veränderungen. Die Geldpolitik der EZB war das ganze Jahr über expansiv.

Die EZB tut sich schwer mit der zinspolitischen Wende.

Im kommenden Jahr ist mit einer Fortsetzung dieser Politik zu rechnen. Das Umfeld tiefer und negativer Geldmarktzinsen wird Bestand haben. Daran wird zumindest im Euroraum auch die aktuell **höhere Inflation** kaum etwas ändern. Die EZB sieht den kräftigen Anstieg der Inflation im Großen und Ganzen als vorübergehend an und erwartet im kommenden Jahr sowie im Jahr 2023, dass die Inflation wieder unter den Zielwert von zwei Prozent fällt. Auch wenn, wie von uns erwartet, die Inflation im nächsten Jahr im Durchschnitt etwas über zwei Prozent liegen wird, dürfte das

für die EZB wohl kein Anlass sein, die Zinssätze zu verändern.

Denn eine Zinserhöhung, die der Markt zum Teil sogar schon einpreist, würde im Widerspruch zur **Forward Guidance** der EZB stehen, die im Juli dieses Jahres gegeben wurde. Die Forward Guidance beschreibt die geldpolitische Reaktion auf makroökonomische Entwicklungen und soll als Orientierungshilfe für die Anleger dienen. Die EZB hat damals betont, dass ein temporäres Überschießen der Inflation von der Notenbank toleriert wird. Zweitens muss die Inflation auch **mittelfristig** von der EZB im Bereich des Zielwertes erwartet werden. Hinzu kommt, dass die EZB deutlich gemacht hat, die Zinsen erst nach der Beendigung der Anleihekäufe anheben zu wollen. Es ist für uns schwer vorstellbar, dass die EZB bereits im kommenden Jahr vollständig aus dem Anleiheaufkaufprogramm aussteigt. Die Markterwartung eines moderaten ersten Zinsschritts widerspricht somit der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung der EZB und wäre nur bei hartnäckig hohen Inflationsraten gerechtfertigt.

Weitere Zinssenkungen sind aber ebenfalls nicht realistisch. Denn erstens würde dies im Umfeld einer zwar etwas schwächeren, aber dennoch anhaltenden konjunkturellen Erholung das falsche Signal darstellen. Zweitens besteht aktuell kein Grund zur Sorge vor einer Deflation. Da auch der Euro eher noch etwas abwerten dürfte, liefert auch der Devisenmarkt aktuell **keine Argumente für niedrigere Leitzinsen**.

Renditeentwicklung deutscher Bundesanleihen und Inflationserwartung (in Prozent)



Rentenmarkt: Leichter Renditeanstieg

These 2: Die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe wird am Jahresende 2022 bei null Prozent liegen.

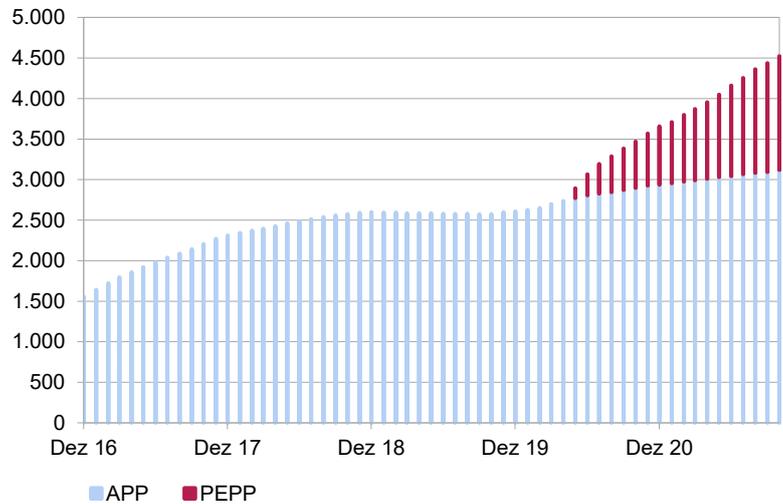
In diesem Jahr ist die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen trotz der umfangreichen Anleihekäufe der EZB angestiegen. Vor allem die höheren Inflationserwartungen haben dazu beigetragen. Anleger fordern verstärkt eine Inflationsrisikoprämie.

Das Angebot geht zurück, die EZB kauft aber auch weniger

Für das kommende Jahr sollte zunächst die Angebots-Nachfrage-Situation bei Bundesanleihen analysiert werden. Die Schuldenbremse für das Jahr 2022 bleibt in Deutschland ausgesetzt, so dass der Staat erneut viele neue Anleihen begeben oder bestehende Anleihen aufstocken wird. Aber die Neuverschuldung wird im kommenden Jahr im Vergleich zum Jahr 2021 rückläufig sein. Wird die Bundesrepublik am Jahresende 2021 laut Finanzplanung eine Neuverschuldung von vermutlich ca. 240 Milliarden Euro aufgenommen haben, was einen Teil des diesjährigen Renditeanstiegs erklären könnte, werden es im kommenden Jahr nur noch etwas weniger als **100 Milliarden Euro** sein.

Dem gegenüber gestellt werden muss der **wichtigste Käufer**, nämlich die EZB bzw. die Bundesbank, welche die Wertpapierkäufe deutscher Anleihen im Auftrag der EZB ausführt. Im kommenden Jahr wird die Nachfrage der Bundesbank nach Bundesanleihen recht deutlich zurückgehen. Wir rechnen damit, dass das Corona-Notfallprogramm PEPP planmäßig im März ausläuft, die EZB aber im Rahmen ihres regulären Ankaufprogramms APP die Ankäufe zunächst erhöhen wird, um dem

Anleihekaufprogramme der Europäischen Zentralbank (in Mrd. Euro)



Markt nicht zu abrupt die Unterstützung zu entziehen. Alternativ könnte auch ein zeitlich strikt begrenztes neues Programm beschlossen werden, das den geldpolitischen Übergang erleichtert. Die finale Entscheidung der EZB über das weitere Vorgehen im kommenden Jahr wird aller Voraussicht nach am 16. Dezember 2021 gefallen sein, was nach unserem Redaktionsschluss liegt.

Wir können zum jetzigen Zeitpunkt daher nur vermuten, was die EZB entschieden haben wird. Für am wahrscheinlichsten halten wir, dass das APP-Programm nochmals verlängert und bezogen auf das Volumen um **einige 100 Milliarden Euro** aufgestockt wird. Allerdings nähert sich die EZB den selbst gesetzten Emittentengrenzen im Rahmen des APP-Programms von 33 Prozent, so dass genau abgewogen werden muss, wie viel Unterstützung der Markt noch benötigt.

Hinzu kommt, dass aktuell nicht ganz klar ist, wie viele Unterstützer die EZB-Präsidentin Christine Lagarde eigentlich für ihre sehr expansive Geldpolitik hat. Unterstützung kommt vor allem von Philip Lane, dem Chef-Volkswirt der EZB. Im EZB-Rat

Die EZB fährt die Anleihekäufe langsam zurück.

gibt es aber auch nach dem Abschied von Bundesbankpräsident Jens Weidmann Geldpolitiker, die vor den negativen Effekten einer zu lockeren Geldpolitik angesichts wieder höherer Inflationsraten warnen, so dass die EZB das APP-Programm vermutlich mit Augenmaß anpasst.

Um den Nettoeffekt für das kommende Jahr abzuschätzen, müssen sehr viele Annahmen getroffen werden. Ob das an die EZB-Käufe angepasste Nettoangebot an Bundesanleihen positiv oder negativ ausfällt, kann man momentan kaum seriös abschätzen. Klar scheint aber in jedem Fall zu sein, dass im Vergleich mit diesem Jahr der expansive Effekt über die Anleihekäufe im kommende Jahr geringer ausfällt. Die Nachfrage der EZB nach Bundesanleihen fällt stärker als das Angebot, so dass die Angebots-Nachfrage-Situation im kommenden Jahr eher eine Belastung für Bundesanleihen darstellen sollte.

Nachlassender Inflationsdruck stützt Bundesanleihen

In diesem Jahr ist die Inflation kräftig angestiegen und hat Werte erreicht, die lange nicht beobachtet wurden. Zwar konnte man zu Jahresbeginn abschätzen, dass aufgrund des Basiseffekts die **Inflation temporär recht kräftig** nach oben klettern wird. Aber zu dem Basiseffekt haben sich weitere inflatorisch wirkende Effekte addiert. So sind die Energiepreise stärker als erwartet gestiegen, es gab coronabedingte Probleme in den globalen Lieferketten und in der Folge eine ausgeprägte Unterversorgung mit wichtigen Gütern wie Computerchips, Holz oder Stahl.

Für das kommende Jahr ist damit zu rechnen, dass die Lieferkettenprobleme zunächst fortbestehen, da sich die Corona-Lage zum Jahreswechsel nochmals verschärft hat. Auch die **Güterknappheit** dürfte noch einige Zeit anhalten. Konjunkturrechnen wir damit, dass sich das **Wachstum im Euroraum etwas abschwächt**. Europa leidet auch unter der Entwicklung in China, wo im Zuge der Immobilienkrise das Wachstum schwach ausfallen dürfte. Dies wirkt sich negativ auf die exportstarken europäischen Volkswirtschaften wie Deutschland aus und hat einen disinflationären Effekt.

Auf der anderen Seite ist die Kapazitätsauslastung im Euroraum wieder gestiegen und hat das Vorkrisenniveau erreicht. Das Wachstum wird trotz der Abschwächung oberhalb des **Potenzialwachstums** liegen, so dass die Kapazi-

tätsauslastung eher noch weiter zunehmen dürfte. Auch der Arbeitsmarkt konnte sich recht schnell wieder von den Krisenständen erholen. Die Arbeitslosigkeit liegt nur noch etwas über dem Vorkrisenniveau. Zwar liegt der Wert bei recht hohen 7,4 Prozent, aber die Sockelarbeitslosigkeit ist im Euroraum und vor allem in der Peripherie auch höher als zum Beispiel in den USA, wo es einen deutlich flexibleren Arbeitsmarkt gibt. Dabei lohnt auch ein Blick auf die Zeit vor 2008, als die **Arbeitslosigkeit trotz jahrelangem Boom nicht unter die Sieben-Prozent-Marke gefallen** ist. Der Inflationsdruck bleibt also bestehen, aber dürfte insbesondere in der zweiten Jahreshälfte des kommenden Jahres abnehmen, wenn die Lieferkettenprobleme zurückgegangen sind.

Unter dem Strich dürften die Renditen etwas ansteigen. Neben dem guten Konjunkturverlauf und dem generell weiterhin **freundlichen Kapitalmarktumfeld** dürfte auch die restriktivere US-amerikanische Geldpolitik die Zinsen etwas ansteigen lassen. Abgemildert wird der Verlauf aber von einem **nachlassenden Inflationsdruck**. Wir rechnen am Ende des nächsten Jahres mit einer Rendite von null Prozent für eine zehnjährige Bundesanleihe.

These 3: Die Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe steigt auf 1,8 Prozent.

In den USA beginnt die Normalisierung der Geldpolitik. Die Fed hat einen klaren Fahrplan vorgelegt, wie sie im ersten Schritt die Anleihekäufe zurückführen wird. Dazu hat sie bereits in diesem Jahr damit begonnen, **weniger Anleihen** zu erwerben (Tapering). Den Kauf von US-Staatspapieren will die Fed pro Monat um 10 Milliarden US-Dollar senken. Bei Hypothekenpapieren sollen die Käufe pro Monat um 5 Milliarden US-Dollar verringert werden. Die Drosselung der Käufe ab Mitte November bedeutet, dass das Programm im Juni 2022 komplett beendet wäre. Die Zentralbank behält sich dabei aber Änderungen an ihrem Plan vor.

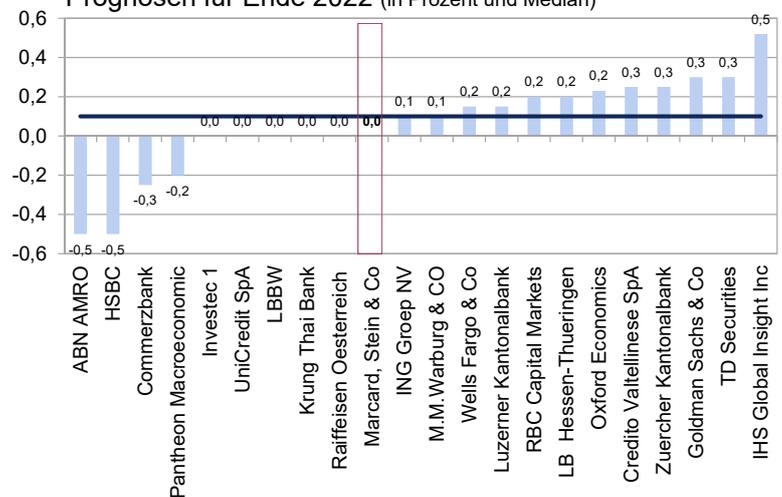
Nicht nur die Anleihekäufe werden zurückgefahren und enden vermutlich im Sommer, auch an der Zinsfront ist eine Änderung zu erwarten. Es ist wahrscheinlich, dass die Fed relativ bald nach dem Ende der Anleihekäufe nachlegt und einen **ersten Zinsschritt** nach oben vornimmt. Eine weitere Zinserhöhung könnte am Ende des kommenden Jahres erfolgen. Sogar eine dritte Zinserhöhung ist mittlerweile wahrscheinlich geworden.

Neben der Geldpolitik spielt auch die konjunkturelle Situation in den USA eine Rolle. Wir rechnen damit, dass das Wachstum in den USA recht kräftig ausfallen wird. Die US-amerikanische Volkswirtschaft ist stark binnenorientiert, so dass die konjunkturellen Probleme in China weniger Relevanz haben. Unterstützt wird das Wachstum von einer sehr expansiven Fiskalpolitik. Das **Infrastrukturprogramm** von Joe Biden wurde zwar vom Umfang her reduziert, ist aber mit 1,2 Bio. US-Dollar ausreichend groß, um einen positiven Effekt auf das Wachstum der nächsten Jahre zu generieren.

In diesem Umfeld, in dem das Wachstum bereits sehr hoch ist und der Arbeitsmarkt sich den Vorkrisenniveaus annähert, könnte der staatliche Impuls dafür sorgen, dass der Lohnanstieg anhält. Bereits zum Ende dieses Jahres betrug das **jährliche Lohnwachstum in den USA 4,9 Prozent**. Es gibt zudem mehr als 10 Millionen offene Stellen in den USA, die nicht ohne weiteres besetzt werden können. Denn viele Menschen haben nach der Coronapandemie dem Arbeitsmarkt den Rücken gekehrt. Insbesondere im Niedriglohnbereich herrscht akuter Personalmangel.

In diesem Umfeld eines über dem Potenzial liegenden Wachstums, das mit einem stärkeren Lohnwachstum einhergeht, und einer wieder restriktiveren Geldpolitik, fällt es schwer, Argumente für anhaltend niedrige Zinsen zu finden. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds wird auch die Staatsverschuldung hoch bleiben, während die **Fed ab der Jahresmitte als Anleihekäufer ausfallen dürfte**. Zwar nimmt der Staat im kommenden Jahr, in dem vermutlich keine kostspieligen Corona-Maßnahmen mehr finanziert werden müssen, weniger neue Schulden als in diesem Jahr auf. Aber mit etwa 1,7 Bio. US-Dollar, das entspricht etwa sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts, ist die **Neuverschuldung** des Staats weiter enorm.

Zehnjährige Bundrendite:
Prognosen für Ende 2022 (in Prozent und Median)



Entspannung wird allerdings von der Inflationsseite kommen. Die Inflationsraten werden auch in den USA im Jahresverlauf kontinuierlich zurückgehen, was den Anleihemarkt stützen sollte. Am Jahresende rechnen wir mit einer Rendite von 1,8 Prozent für die zehnjährige US-Staatsanleihe.

These 4: Euro-Peripherieanleihen performen besser als Bundesanleihen.

Die Anleiheaufschläge von Peripherieanleihen sind in diesem Jahr ohne größere Ausschläge nach oben oder nach unten nahezu seitwärts gelaufen. Dies ist in einem Umfeld geschehen, in dem die Renditen von Bundesanleihen recht kräftig angestiegen sind und die Inflationsraten nach oben kletterten. Peripherieanleihen waren somit ein **Hort der Stabilität**. Auch im kommenden Jahr rechnen wir damit, dass sich Peripherieanleihen gut entwickeln werden. Drei Gründe sind dafür ausschlaggebend.

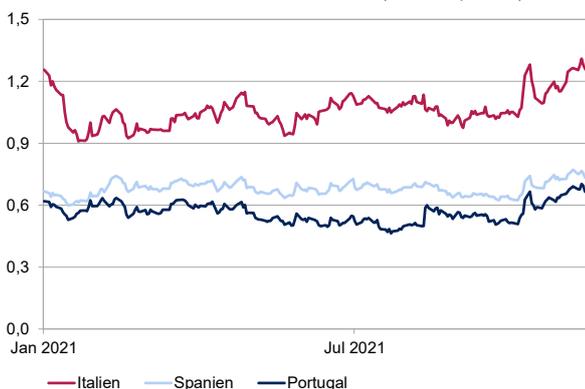
Erstens bleibt das Kapitalmarktumfeld unserer Einschätzung nach freundlich. Mit Ausnahme der Präsidentschaftswahlen in Frankreich und in Italien sind im kommenden Jahr **keine Risikoereignisse zu erkennen**. Zweitens haben Italien, Spa-

Die Geldpolitik belastet die Rentenmärkte.

nien und Portugal es geschafft, sehr hohe Impfquoten zu erzielen. Dies kommt diesen Ländern nun zu Gute. Die Inzidenzen liegen europaweit am unteren Ende, auch wenn die aktuelle Dynamik ebenfalls ansteigend ist. Neue Einschränkungen sind in diesen Ländern unwahrscheinlicher als in Hochinzidenzgebieten wie Deutschland, den Niederlanden oder Österreich. Davon profitieren die Konjunktur und der Arbeitsmarkt, der sich weiter von der **Coronakrise erholen dürfte**. Drittens fließen den Peripheriestaaten nun sukzessive die Mittel aus dem **Wiederaufbaufonds** zu. Insbesondere Italien verfolgt unter Ministerpräsident Mario Draghi ein **ambitioniertes Reformprogramm**, das flankiert wird von Investitionen aus dem Wiederaufbaufonds. Gegenwind dürfte aber von der EZB kommen, die ihren expansiven Impuls langsam, aber sicher zurücknehmen wird.

Die höhere Inflation, gepaart mit dem recht kräftigen Wachstum, ist dabei aus finanzpolitischer Sicht ein Segen für die südeuropäischen Staaten, da die **Verschuldungskennziffern sich verbessern**. So rechnet der Internationale Währungsfonds damit, dass die Nettostaatsverschuldung Italiens von 142 Prozent des Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr auf 139 Prozent im kommenden Jahr fällt. Daran zeigt sich auch, dass die Peripheriestaaten sehr wohl höhere Zinsen wie in diesem Jahr schultern können, wenn parallel die Inflation steigt. Denn bei der Beurteilung der Tragfähigkeit der Staatsschulden kommt es einzig und allein auf **die Realzinsen** an, die eher nochmals gesunken sind.

Anleihspreeds zehnjähriger europäischer Staatsanleihen zu Bundesanleihen (in Prozentpunkten)



These 5: Investment Grade-Unternehmensanleihen profitieren von der robusten Konjunktur. Dies gilt mit Einschränkungen auch für High Yield-Titel.

Die **Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen** notieren mittlerweile wieder unter dem Niveau, das vor der Coronakrise geherrscht hat. Die Spreads sind eng geworden. Europäische Investment Grade-Titel erbringen auf Indexebene eine Fälligkeitsrendite von ca. 0,5 Prozent. In den USA liegt dieser Wert bei 2,3 Prozent. Allerdings rechnen wir damit, dass der Aufschwung anhält und die Stimmung an den Kapitalmärkten positiv bleibt. Da wir zudem nur einen moderaten Zinsanstieg erwarten, ist nicht mit einem Ansteckungseffekt auf die Anleihspreeds zu rechnen.

Es hat sich in diesem Jahr zudem gezeigt, dass die meisten Unternehmen sehr gutes Geld verdienen. Der konjunkturelle Aufschwung kommt in den Büchern der Unternehmen an, und auch der Blick auf das kommende Jahr ist von Optimismus geprägt. Zwar gibt es Unternehmen, die angesichts der gestiegenen Einkaufspreise nun **Margenprobleme** bekommen. Die meisten Unternehmen haben aber eine ausreichend große Preissetzungsmacht und können bei konstanten oder sogar anziehenden Margen ihren Umsatz ausweiten. Dies ist nicht nur ein gutes Argument für den Aktienmarkt, sondern auch für Unternehmensanleihen. Angesichts des immer noch tiefsitzenden Corona-Schocks sanieren vor allem die Unternehmen mit etwas schwächerer Bonität nun erst einmal ihre Bilanz und betreiben eine eher gläubigerfreundliche Finanzpolitik. Nachdem im letzten Jahr die Bonität auf Indexebene rückläufig war, sollte diese im kommenden Jahr wieder zulegen können. Dies rechtfertigt die niedrigen Spreads.

Auch der High Yield-Bereich sieht in diesem Umfeld attraktiver aus und sollte wieder etwas stärker berücksichtigt werden. Allerdings muss hier genau selektiert werden, denn im High Yield-Segment befinden sich viele Unternehmen, die keine Preissetzungsmacht haben und daher unter dem Anstieg der Einkaufspreise leiden.

These 6: Bei Schwellenländeranleihen ist Vorsicht geboten.

Schwellenländeranleihen haben die unangenehme Eigenschaft, sehr stark vom **Zyklus der amerikanischen Notenbank** abzuhängen. Wird die Geldpolitik in den USA

restriktiver, leiden die Anleihen in harter Währung überproportional unter einem Anstieg des Weltzinsniveaus. Gleichzeitig wertet der US-Dollar auf, was zu Währungsverlusten bei den Lokalwährungsanleihen führt. Hinzu kommt, dass die Inflationsproblematik in einigen Schwellenländern größer ist. Denn die Menschen in den Schwellenländern verwenden oft deutlich größere Anteile ihres Einkommens für den Erwerb von Lebensmitteln und Energie. Deswegen haben viele Notenbanken der Schwellenländer bereits in diesem Jahr damit begonnen, die geldpolitischen Zügel fester zu ziehen. Dies stützt zwar die Währungen, sorgt aber bei den Lokalwährungsanleihen für einen Rückgang der Kurse.

These 7: Inflationsindexierte Anleihen sind zu teuer geworden.

Die Inflation wird vermutlich zum Jahreswechsel den Höhepunkt erreicht haben und im kommenden Jahr langsam, aber stetig sinken. Die Inflationserwartungen dürften stagnieren und nicht noch weiter ansteigen. Im kommenden Jahr ist damit zu rechnen, dass die Lieferengpässe allmählich abnehmen. Der Höhepunkt der inflatorischen Entwicklung dürfte damit erreicht sein. Die eingepreisten Inflationserwartungen sind jedoch im Laufe des Jahres deutlich gestiegen, so dass inflationsindexierte Anleihen zu teuer geworden sind.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Anleihen leicht untergewichtet.

Anleihen sollten im kommenden Jahr erneut leicht untergewichtet werden, da mit einem weiteren moderaten Zinsanstieg zu rechnen ist.

Maßnahme 2: Durationsrisiken sollten neutral gewichtet werden.

Innerhalb des Anleiheportfolios sollte eine neutrale Durationspositionierung allokiert werden. Gewisse Durationsrisiken sind aber notwendig, um die Rendite zu erhöhen und das Portfolio gegen überraschende Krisen abzusichern, so dass auch sehr lang laufende Anleihen beige-mischt werden sollten. Bei länger laufenden Anleihen fallen eventuelle Kursverluste allerdings größer aus als bei Anleihen mittlerer Laufzeit. Diese Absicherungskosten sind im Gesamtportfoliokontext zu sehen.

Maßnahme 3: Europäische Staatsanleihen sollten leicht übergewichtet werden.

Dank des Impffortschritts, des Wiederaufbaufonds und der guten Konjunkturlage sollten europäische Anleihen mit etwas schwächerer Bonität leicht übergewichtet werden. Dasselbe gilt auch für bonitätsstärkere Anleihen, die als Sicherheitsbaustein und als Gegengewicht zum risikobehafteten Portfolioteil eine wichtige Rolle spielen.

Maßnahme 4: Unternehmensanleihen sollten leicht übergewichtet werden.

Unternehmensanleihen bieten bei moderaten Risiken eine verhältnismäßig attraktive Vergütung.

Maßnahme 5: US-Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen sollten leicht untergewichtet werden. Dasselbe gilt für inflationsindexierte Anleihen.

Aufgrund der restriktiveren Geldpolitik sollten US-Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen reduziert werden. Inflationsindexierte Anleihen sind zu teuer geworden.

Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2022

Im Aufschwung sollte die Rentenallokation die Zinsänderungsrisiken stärker berücksichtigen. Dabei darf aber nicht das strategische Ziel aus den Augen verloren werden, mit dem Rentenanteil vor allem Sicherheit im Portfolio zu haben.

Aktienmarkt: Weiter nach oben

These 1: Moderates Gewinnwachstum stützt weiterhin den Aktienmarkt.

Im vergangenen Jahr hat sich deutlich gezeigt, wie sehr die Gewinnentwicklung vom Wirtschaftswachstum abhängt. Die starke konjunkturelle Erholung hat bei zahlreichen Unternehmen zu einem zweistelligen Gewinnwachstum geführt. Unser Marcard Konjunkturmodell, das weltweite wirtschaftliche Frühindikatoren aggregiert und mit dem zukünftigen Gewinnwachstum korreliert, spricht weiterhin für ein positives Bild. Der derzeitige Modellwert von 63 Prozent deutet darauf hin, dass die **konjunkturelle Lage robust** ist und die Gewinne auch in den kommenden Quartalen weiterwachsen dürften.

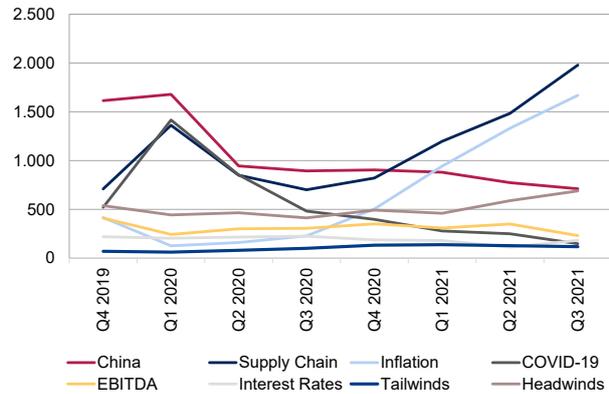
Wie eine Analyse der Geschäftsberichte zeigt, stehen derzeit vor allem die Probleme bei den Lieferketten („supply chains“) und die Inflation im Fokus der Unternehmen. Vermehrt wird seit Mitte dieses Jahres daher auch von „**Gegenwind**“ („headwinds“) gesprochen. Dank der robusten Nachfrage und der Kostensenkungen seit dem Covid-19-Ausbruch haben die meisten Unternehmen sich aber anpassungsfähig gezeigt. So scheinen diese in der Lage zu sein, steigende Kosten an die Verbraucher weiterzugeben. Steigende Lieferzeiten und Preise werden mindestens noch für das kommende Quartal allgegenwärtig bleiben. Es zeigt sich aber, dass die Unternehmen auch im kommenden Jahr diese Schwierigkeiten handhaben dürften.

Die robuste Verfassung der Unternehmen, weiterhin günstige finanzielle Bedingungen, Impulse seitens der Fiskalpolitik und ein gewisses Aufholwachstum bei einigen Volkswirtschaften sprechen für ein schnelleres konjunkturelles Wachstumstempo als noch vor der Pandemie. Zudem dürfte auch vom Konsum ein positiver Impuls kommen. Die New York Fed prognostiziert, dass die **Ausgaben** privater US-amerikanischer Haushalte in den kommenden zwölf Monaten um 5,4 Prozent wachsen werden und damit deutlich stärker als auf vergleichbarer Basis in den letzten sieben Jahren.

Die damit steigenden Unternehmensgewinne dürften den Aktienmarkt weiter stützen. Da einige Unternehmen mehr Gegenwind zu spüren bekommen werden und die wirtschaftliche Erholung in der Breite bereits vollzogen ist, sollte das Gewinnwachstum aber etwas geringer ausfallen als in

diesem Jahr. Die Mehrheit der Analysten erwartet für den US-amerikanischen und europäischen Aktienmarkt einen **Anstieg der Gewinne** im kommenden Jahr um rund acht Prozent.

Worthäufigkeit bei der Vorstellung der Geschäftsberichte des S&P 500

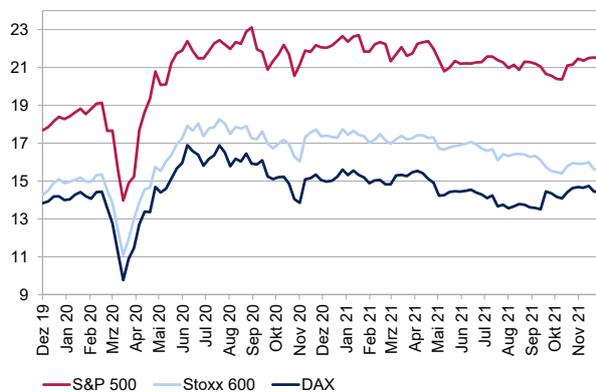


These 2: Bewertungsveränderungen begrenzen das Aufwärtspotenzial.

Bewertungsveränderungen bestimmen neben den Unternehmensgewinnen die Entwicklung am Aktienmarkt. Entscheidend sind hierbei Zinsveränderungen, die Risikoeinstellung der Anleger und langfristige Wachstumserwartungen. Steigende Zinsen oder eine erhöhte Risikoaversion setzen kurz- bis mittelfristig den Aktienmarkt unter Druck. Langfristige Wachstumserwartungen sind relativ stabil und haben daher nur einen begrenzten Effekt.

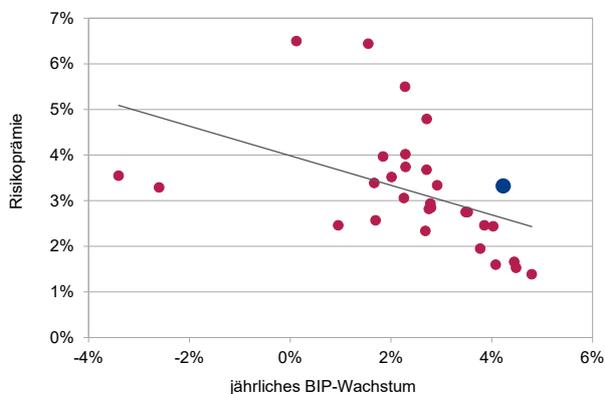
Während die meisten Aktienmärkte im Laufe des Jahres 2021 gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sogar etwas günstiger geworden sind, dürfte sich diese Entwicklung im kommenden Jahr nicht fortsetzen. Die langfristigen Zinsen dürften 2022 weiter steigen. Bei den Leitzinsen wird es dagegen regionale Unterschiede geben. In den USA erwarten wir zur zweiten Jahreshälfte zwei **Zinserhöhungen** seitens der Fed. Dagegen sollte im Euroraum die EZB an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten. Sollte sich diese Prognose bewahrheiten, würden sowohl die nominalen als auch die realen Zinssätze im historischen Vergleich immer noch extrem niedrig bleiben und die relative Attraktivität von Aktien weiterhin unterstützen. Bezogen auf die Bewertungen erwarten wir insgesamt **von der Zinsseite aber einen leicht negativen Effekt**, der für die USA etwas stärker ausfallen sollte.

Kurs-Gewinn-Verhältnisse
(12-Monats-Schätzungen)



In Hinblick auf die Risikoeinstellung der Anleger besteht Potenzial, die negativen Bewertungseffekte von der Zinsseite auszugleichen. Derzeit liegt die eingepreiste Risikoprämie am US-amerikanischen Markt auf ihrem historischen Durchschnitt, während die für den europäischen Markt zuletzt weit darüber lag. Ein Rückgang der Inflationsraten sowie die Auflösung von Lieferkettenrestriktionen könnten die Risikoprämien wieder etwas verringern. Die schwächelnde Nachfrage in China, die die exportorientierten europäischen Unternehmen überdurchschnittlich hart trifft, sowie die Angst vor Lockdown-Maßnahmen könnten dagegen in Europa für Unsicherheit sorgen. Anders als in Europa erwarten wir in den USA daher ein eher **positives Bewertungspotenzial aus den eingepreisten Risikoprämien**.

USA: Beziehung zwischen Wirtschaftswachstum und eingepreister Risikoprämie (aktueller Wert in blau)



These 3: Die Dividendenrendite bleibt konstant.

In 2021 haben die Unternehmen die Ausschüttungsniveaus wieder normalisiert. Da Investoren einen transparenten und stabilen Auszahlungsstrom präferieren und die Gewinnsituation weiterhin gut ist, dürfte sich die Dividendenrendite im kommenden Jahr ähnlich positiv entwickeln. Zudem können viele europäische Finanzinstitute wieder **großzügige Ausschüttungen** vornehmen, nachdem die EZB Ende September die Begrenzung der Dividenden für Banken aufgehoben hat. Das gilt vor allem für Banken, die ohnehin nicht vom wirtschaftlichen Einbruch betroffen waren. Diese haben einen hohen Nachholbedarf, die Gewinne aus den vorherigen Jahren nachträglich an ihre Investoren auszuschütten. Da aber noch einige Unternehmen vor Corona-bedingten Herausforderungen stehen, erwarten wir, dass die Dividendenrendite durchschnittlich ausfallen wird. Für den DAX rechnen wir mit einer Dividendenrendite von 2,8 Prozent.

Zusammen mit Dividenden gehören insbesondere in den USA Aktienrückkäufe zum Instrumentarium, um Gewinne an die Anleger zurückzugeben. Angesicht **hoher Cash-Bestände** sind in den USA die Genehmigungen für Aktienrückkäufe in diesem Jahr auf einen Rekordwert gestiegen. Entscheidend für den zukünftigen Umfang der Aktienrückkäufe in den USA wird die Besteuerung sein. So hat die Regierung unter Präsident Biden im Oktober eine **Steuer** von einem Prozent **auf Aktienrückkäufe** von Unternehmen als Teil der „Build Back Better“-Gesetzgebung vorgeschlagen, aber noch nicht verabschiedet. Da der vorgeschlagene Steuersatz relativ klein ist und zudem die Unternehmen auf Dividendenzahlungen ausweichen könnten, dürften die Auswirkungen aber gering ausfallen.

These 4: Value- und Wachstumswerte dürften im kommenden Jahr phasenweise profitieren.

Seit Jahresbeginn hat die Performance von Wachstumsunternehmen des MSCI World Index geringfügig über der von Value-Unternehmen gelegen. Wir erwarten, dass im kommenden Jahr Value-Werte aufholen können, aber auch Wachstumswerte phasenweise outperformen werden. Value-Unternehmen entwickeln sich tendenziell besser als Wachstumswerte, wenn die Nominalzinsen und die Inflation steigen. So reichen Cashflows von Wachstumsunternehmen weiter in die Zukunft und sind daher anfälliger für

Änderungen des Zinssatzes, der für die Berechnung ihres Gegenwartswerts verwendet wird. Man spricht dabei von einer höheren **Aktienduration**. Auch in einem inflationären Umfeld, wo gegenwärtiges Geld mehr wert ist als zukünftiges Geld, sind Erträge in der Zukunft weniger wert. In Anbetracht steigender Zinsen und hoher Inflation ist daher die Outperformance von Value-Titeln wahrscheinlich.

Mittel- bis langfristig wird diese Entwicklung jedoch nicht anhalten. Während die Realzinsen in den folgenden Jahren weiter steigen werden, wird der stärkste Anstieg im kommenden Halbjahr erfolgen, wenn sich die Produktionslücken in den USA und Europa am schnellsten schließen und die Inflation ihren Höhepunkt erreichen dürfte. Wenn die wirtschaftliche Erholung nachlässt und die Gewinndynamik sich verlangsamt, wird der Markt nach **ertragsstarken Unternehmen** Ausschau halten und nicht vorwiegend nach günstig bewerteten Unternehmen.

In einem Umfeld steigender Inflationsraten haben Unternehmen einen Vorteil, die eine hohe **Preissetzungsmacht** haben. Gestiegene Kosten können auf die Verbraucher überwältigt werden, sodass die Gewinnmargen stabil bleiben. In einer Studie der UBS zeigt sich, dass Wachstumsbranchen wie Technologie eine höhere Preissetzungsmacht haben als typische Value-Sektoren wie Banken oder Automobil. Auch dieser Aspekt spricht für eine relative Outperformance von Growth gegenüber Value. Wir raten daher, am Blend-Ansatz festzuhalten und sowohl Value-Werte wie auch Wachstumswerte zu halten.

These 5: Der US-amerikanische Aktienmarkt schlägt den europäischen.

Aufgrund der Impfungsentwicklung und der massiven fiskalischen Unterstützung hat in diesem Jahr die USA die globale Erholung angeführt, zeitlich gefolgt von Europa. Inflationssorgen und Lieferengpässe werden aber das konjunkturelle Wachstum sowohl diesseits wie auch jenseits des Atlantiks verlangsamen. Die Umstellung auf einen verstärkten Binnenkonsum in China und die sich dort bereits abzeichnende schwächelnde Nachfrage könnten ein größeres Belastungspotenzial für die exportorientierten Sektoren in Europa darstellen. Die USA haben dagegen mit dem Beschluss über das Infrastrukturprogramm einen kräftigen Impuls gesetzt.

Während die US-amerikanische Notenbank bereits eine restriktivere Geldpolitik einläutet, dürfte sich die EZB noch Zeit lassen. Dies dürfte für den wachstumsgeprägten US-Markt für etwas Gegenwind sorgen. Entscheidend für die relative Outperformance ist jedoch, dass das **Gewinnwachstum** künftig in den USA höher als im Euroraum ausfallen wird. Während das Gewinnwachstum für den S&P 500 für 2022 und 2023 bei 8,2 und 9,8 Prozent geschätzt wird, liegt dieses für den STOXX 600 bei 7,8 beziehungsweise sieben Prozent.

Für die **Schwellenländer** erwarten wir ebenfalls, dass sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen wird. Das gilt insbesondere für China. Eine Straffung der Geldpolitik, die in vielen Schwellenländern bereits in vollem Gange ist, aber auch die bekannten Probleme hoher Inflation, politischer Instabilität und niedriger Impfquoten, bereiten den Volkswirtschaften weiterhin Probleme. Sollte der Inflationsdruck Anfang 2022 wieder abnehmen, dürfte es seitens der Bewertungen etwas Spielraum für Schwellenländeraktien geben. Angesichts steigender Zinsen im nächsten Jahr wird sich dieser Effekt jedoch in Grenzen halten. Chancen sehen wir vor allem für China.

These 6: Chinas Aktienmarkt ist attraktiv.

Im globalen Vergleich blieb die Wertentwicklung des chinesischen Aktienmarktes im laufenden Jahr hinter den Erwartungen zurück. Der Wertzuwachs liegt auf Jahressicht 35 Prozentpunkte unter dem des MSCI World.

Chinesischer Aktienmarkt



Die zahlreichen regulatorischen Eingriffe im privaten Sektor, insbesondere in den Bereichen Technologie, Bildung und Immobilien, haben die Investoren von chinesischen Aktien Abstand nehmen lassen. Mittlerweile notieren 60 Prozent der chinesischen Aktien unterhalb ihres fünfjährigen Bewertungsdurchschnitts. Auch wenn das Risiko erneuter regulatorischer Eingriffe nie ganz auszuschließen sein wird, erscheinen die aktuellen Bewertungsniveaus für langfristige Investoren attraktiv.

Ein weiterer Aspekt, der für chinesische Aktien spricht, ist die **Margenentwicklung**. Aufgrund der Pandemie, angespannter Lieferketten sowie steigender Rohstoffpreise sahen sich die Unternehmen mit steigenden Produktionskosten bei sinkender Nachfrage konfrontiert. Diese Aspekte werden sich im Zeitablauf normalisieren, was auf eine Verbesserung der Margen hindeutet. Die zu erwartenden fiskal- und geldpolitischen Stimuli werden zusätzliche Wachstumsakzente im Zuge der wirtschaftlichen Neuausrichtung setzen können.

Chinas Wirtschaftswachstum war in der Vergangenheit geprägt von einem hohen Urbanisierungsgrad, Technologietransfers aus dem Ausland und hohen Investitionen. Seit 2010 ist der Trend zur Verstädterung jedoch rückläufig, zudem sinkt seit 2015 der Anteil der Bevölkerung im erwerbstätigen Alter. Setzte China früher vor allem auf Niedriglöhne und Exporterfolge, ist inzwischen eine vermögende Mittelschicht entstanden, die ein vom inländischen Konsum getriebenes Wachstum ermöglicht.

Der Anfang dieses Jahres veröffentlichte 14. Fünfjahresplan der Zentralregierung trägt der Notwendigkeit eines wirtschaftlichen Paradigmenwechsels Rechnung. Zukünftig setzt China auf ein „System der zwei Kreisläufe“, also die Verbindung des exportorientierten mit dem vom inländischen Konsum getriebenen Wachstums. Ein besonderer Fokus liegt auf dem Export von technologisch anspruchsvollen Gütern, erneuerbaren Energien und dem inländischen Konsum.

Die zukünftige Ausrichtung der Wirtschaft rückt den inländischen Aktienmarkt in den Fokus. Aus Portfoliosicht spricht zudem die geringe Korrelation mit den übrigen Aktienmärkten für chinesische Aktien. Verglichen mit anderen internationalen Aktienmärkten, zum Beispiel dem S&P 500, ist darüber hinaus die Branchenverteilung innerhalb des Marktes diversifizierter.

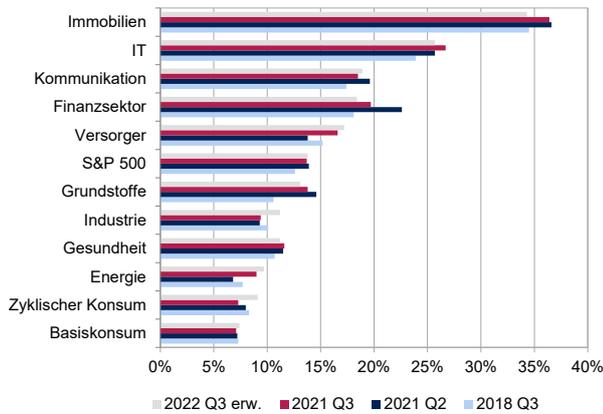
Das „System der zwei Kreisläufe“ zielt darauf ab, die Einkommens- und Vermögenssituation in der Breite der Bevölkerung zu verbessern. Aktien repräsentieren dabei nur rund acht Prozent der chinesischen Haushaltsvermögen, verglichen mit 25 Prozent in den USA. Des Weiteren hat der Indexanbieter MSCI angekündigt den sogenannten Inklusionsfaktor in Bezug auf chinesische Aktien innerhalb der nächsten Jahre zu erhöhen. Dieser ist für die Gewichtung der Aktienklasse innerhalb des jeweiligen Index verantwortlich. Diese Indizes werden häufig als Benchmark für Fonds oder als Referenzindex für ETFs genutzt. Es spricht vieles dafür, dass der inländische Aktienmarkt durch in- und ausländische Mittelzuflüsse weiterwachsen wird.

Auch wenn sich das chinesische Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr abschwächen wird, ist das per se keine schlechte Nachricht. Die langfristige Ausrichtung der Regierung spricht für ein nachhaltigeres und qualitativ höherwertiges Wachstum. Die Schwerpunkte innerhalb des Fünfjahresplans spiegeln diese Zielsetzung wider. Der „Wohlstand für alle“ sollte, begleitet von geld- und fiskalpolitischen Stimuli, positiv für den chinesischen, insbesondere den inländischen, Aktienmarkt sein.

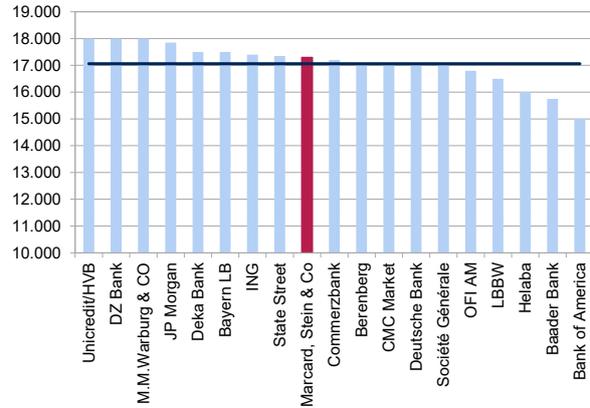
These 7: Technologie profitiert von Preissetzungsmacht, Banken von steigenden Zinsen.

Unterbrechungen der Lieferketten und gestiegene Inputpreise wurden in der letzten Berichtssaison von den meisten Unternehmen als Faktoren genannt, die entweder einen negativen Einfluss auf die Gewinne oder die Umsätze haben werden. Für die Bewertung der Gewinnentwicklung ist vor allem relevant, ob die Unternehmen im Zuge steigender Kosten ihre Profitabilität bewahren können. Die Sorgen um negative Auswirkungen auf die Erträge haben sich vor der Berichtssaison überwiegend auf die Sektoren Industrie und zyklischer Konsum sowie in geringerem Maße auf Basiskonsumgüter konzentriert. Ein Blick auf die Margen im dritten Quartal 2021 zeigt, dass Unternehmen in der Breite mit Lieferkettenschwierigkeiten und höheren Preisen umgehen konnten. Zwar ist die Gewinnspanne im Vergleich zum vergangenen Quartal mit Ausnahme von Energieunternehmen und Versorgern etwas zurückgegangen. Dennoch liegt sie bei den meisten Sektoren im letzten Quartal und auch in den Schätzungen für das kommende Jahr höher als noch vor drei Jahren.

Gewinnspannen der Unternehmen im S&P 500



DAX-Prognosen für Ende 2022 (Linie = Mittelwert)



Inwieweit eine anhaltende hohe Inflationsrate die einzelnen Sektoren belasten wird, hängt schließlich von der **Preissetzungsmacht** der Unternehmen ab. Bewertet man die Preisspannen der Einzelwerte sowie ihre Marktmacht, stellt sich heraus, dass Konsumgüter, Informationstechnik und Kommunikationsdienstleister leicht ihre Preise an die Konsumenten weitergeben können, ohne die Margen zu beeinträchtigen.

In einem Umfeld überdurchschnittlichen Wachstums und steigender Zinsen schneiden defensive Sektoren wie nicht-zyklischer Konsum und das Gesundheitswesen historisch betrachtet schlechter ab als zyklische Werte. Um ein zyklisches Engagement zu erhalten und damit von steigenden Zinsen und stärkerem Wirtschaftswachstum zu profitieren, bieten **Finanzdienstleister** angesichts hoher Gewinnerwartungen ein solides Fundament.

These 8: Bis zum Jahresende 2022 wird der DAX auf 17.300 Punkte steigen.

In diesem Jahr hat sich der deutsche Aktienmarkt sehr positiv entwickelt. Das weltweite überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr dürfte den exportorientierten deutschen Unternehmen weiterhin zugutekommen. Sorgen bereitet dagegen das Wachstum in China. Als stärkster deutscher Handelspartner dämpft die dort zuletzt gesunkene Nachfrage den konjunkturellen Optimismus. Zwar machen die DAX-Konzerne im Schnitt nur fünf Prozent ihrer Umsätze direkt in China, allerdings ging von diesem Markt bisher die größte Wachstumsdynamik aus.

Dagegen dürften die Material- und Lieferengpässe die industriellastigen Unternehmen noch im ersten Halbjahr weiter belasten. Zwar ist die Nachfrage nach Industriegütern ungebrochen und die Auftragsbücher prall gefüllt, doch die Materialengpässe bremsen weiterhin die Produktion. Nach der Normalisierung der Lieferketten dürfte die Dynamik wieder zulegen. Erwartet wird für den DAX 40 ein Gewinnwachstum von 6,1 Prozent.

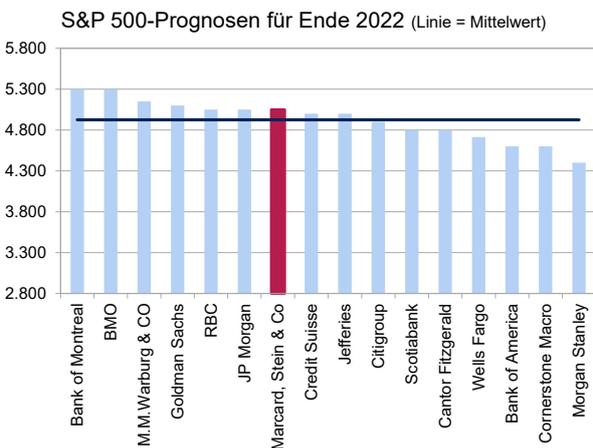
Bei einem geschätzten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14,7, steigenden Gewinnen und einer Dividendenrendite von rund 2,8 Prozent, dürfte der Leitindex weiteres Kurspotenzial aufweisen. Wir erwarten, dass dieser **bis Jahresende 2022 das Kursziel von 17.300 Punkten** erreicht.

Die **Ampelkoalition** dürfte auf den deutschen Aktienmarkt nur wenig Auswirkungen haben. So sieht das Bündnis zwischen SPD, den Grünen und der FDP keine Änderung der Unternehmenssteuer vor und auch auf die international ausgerichteten DAX-Unternehmen dürften regionale Änderungen nur wenig Einfluss haben. Potenziale ergeben sich dagegen für den gesamten Aktienmarkt. Mit einem verstärkten Interesse an **Digitalisierungs- und Klimathemen** sind umfangreiche Maßnahmen seitens der FDP und der Grünen zu erwarten. Diese dürften den entsprechenden Sektoren mittelfristig zugutekommen. Auch die Diskussion über eine sogenannte Aktienrente, die von der FDP angestrebt wird, dürfte für einen Nachfrageschub sorgen. Beim kapitalgedeckten Rentenmodell ist die Rede von zehn Milliarden Euro, die die Deutsche Rentenversicherung im kommenden Jahr aus Bundesmitteln für die Anlage am Kapitalmarkt bekommen soll.

These 9: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 5.050 Punkten.

Spätestens im Sommer 2022 wird die Fed mit Leitzinserhöhungen beginnen. Auch die Realzinsen werden steigen, was das Kurspotenzial seitens der Bewertungsmultiplikatoren begrenzt. Dagegen dürfte erneut das Gewinnwachstum die Kursentwicklung bestimmen. Trotz des Drucks auf die Inputkosten und der Herausforderungen in den Lieferketten haben die Unternehmen ihre Gewinnspannen im Jahr 2021 sogar steigern können. Auch die Sorgen um die Anhebung der Unternehmenssteuer haben sich für das kommende Jahr erübrigt. So ist die vorgeschlagene Mindeststeuer für Unternehmen in Höhe von 15 Prozent auf der Grundlage des Buchgewinns im Rahmen der „Build Back Better“-Strategie erst zum Jahr 2023 geplant.

Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, die strafere Geldpolitik der US-Notenbank und die steigenden Realrenditen legen nahe, dass die Anleger im nächsten Jahr mit positiven aber etwas geringeren Renditen im Vergleich zum Vorjahr rechnen können. Unser **erwartetes Kursziel von 5.050 Punkten** entspricht einer Gesamtrendite von rund zehn Prozent und damit einer Fortsetzung der aktuellen Entwicklung, wenn auch in geringerem Tempo.



Aktienmarkt Maßnahmen

Maßnahme 1: Das Übergewicht von Aktien im Vergleich zu anderen Asset-Klassen beibehalten.

Stabile Margen trotz steigender Inflation und Lieferkettenproblemen, günstige finanzielle Bedingungen und positive Impulse seitens der Fiskalpolitik begünstigen weiterhin

den Aktienmarkt. Dieser sollte daher leicht übergewichtet werden.

Maßnahme 2: US-amerikanische Aktien gegenüber europäischen Aktien bevorzugen.

In Europa erwarten wir stabile Gewinne, aber ein vergleichsweise geringeres Wachstum. Wenngleich die Bewertungsmultiplikatoren am US-Markt aufgrund der Zinserhöhungen etwas belasten können, sprechen die starken Wachstums- und Gewinnprognosen für den US-Aktienmarkt. Wir sprechen uns für ein leichtes Übergewicht bei US-Aktien aus und für eine neutrale Positionierung bei europäischen Werten.

Maßnahme 3: Chinas Aktienmarkt leicht über-gewichten.

Chinas Wirtschaftswachstum hat 2021 unter regulatorischen Interventionen gelitten. Die aktuellen Bewertungsniveaus und Margenprognosen lassen den Aktienmarkt aber attraktiv erscheinen. Wir raten daher zu einem leichten Übergewicht von chinesischen Aktien. Schwellenländer sollten neutral gewichtet werden.

Maßnahme 4: Einen Blend-Ansatz verfolgen.

Value-Werte können bei steigenden Zinsen und starkem Wirtschaftswachstum phasenweise gegenüber Wachstumswerten outperformen. Die bessere Gewinnsituation und die hohe Preissetzungsmacht sprechen dagegen für Growth. Wir raten daher, am Blend-Ansatz festzuhalten und sowohl Value-Werte wie auch Wachstumswerte zu halten.

Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2022

Die Anpassungsfähigkeit der Unternehmen und weiteres wirtschaftliches Potenzial lassen eine positive Entwicklung an den Aktienmärkten erwarten. Eine signifikante Aktienquote zur Erreichung der Gesamtportfolioziele, aber auch als Inflationsschutz, dürfte sich als konstruktiv erweisen. Die Anlageklasse Aktien bleibt im Vergleich zu Renten und anderen Assetklassen attraktiv.

Rohstoffmarkt: Wenig Phantasie

These 1: Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1730 US-Dollar je Feinunze.

Die Realzinsen steigen an

Der Goldpreis bleibt unter Druck.

Nachdem der Goldpreis in diesem Jahr etwas nachgegeben hat, sollte auch im kommenden Jahr ein weiterer **moderater Rückgang** zu beobachten sein. Zwar dürfte Gold als Zufluchtsort für Investoren in Krisenphasen gefragt bleiben. Solche Phasen sind aber meist nur von kurzer Dauer. Die von uns erwartete leichte Aufwertung des US-Dollar sowie steigende Realzinsen sprechen gegen Gold.

So forciert in den Vereinigten Staaten die US-amerikanische Notenbank die **Zinswende**. Im kommenden Jahr ist mit bis zu drei Zinsschritten um je 25 Basispunkte zu rechnen. Vor der Straffung der konventionellen Geldpolitik steht zudem die Beendigung der Anleihekäufe an. Die Notenbank reagiert damit auf die gute konjunkturelle Lage. Der Arbeitsmarkt hat sich nach dem Corona-Schock erholt. Es gibt insbesondere in den unteren Lohn-

segmenten mittlerweile einen Mangel an Arbeitskräften. Dies sorgt dafür, dass die Fed sich stärker auf die Bekämpfung der **Inflation** konzentriert.

Die wieder restriktivere Geldpolitik erhöht nicht nur die Zinsen, sondern führt auch dazu, dass die Marktteilnehmer **Inflations-sorgen auspreisen**, da ein höherer Zins die konjunkturelle Entwicklung dämpft. Steigende nominale Zinsen und sinkende Inflations-sorgen führen dazu, dass die **Realzinsen schneller ansteigen**. Dies bedeutet, dass US-Staatsanleihen als Anlagealternative zu Gold relativ gesehen an Attraktivität gewinnen. Auch im Euro-raum endet in diesem Jahr vermutlich die Phase der ultralockeren Geldpolitik. Hinzu kommt, dass mit einer weiteren **leichten Aufwertung des US-Dollar** gerechnet werden kann, da die Zinsen in den USA schneller als in vielen anderen Teilen der Welt ansteigen dürften.

Die belastenden geldpolitischen Faktoren für Gold sind damit in der Überzahl. Die **Angebots- und Nachfragesituation** spricht aktuell ebenfalls nicht für Gold. So sank die Goldnachfrage im dritten Quartal 2021 um sieben Prozent gegenüber dem Vorjahr auf 831 Tonnen. Dieser Rückgang war fast ausschließlich auf börsengehandelte ETCs zurückzuführen, die von sehr hohen Zuflüssen im dritten Quartal 2020 zu bescheidenen Abflüssen in diesem Jahr wechselten und die Stärke anderer Nachfragesektoren im Quartal überschatteten. In den Bereichen Schmuck, Technologie sowie Barren und Münzen war die Nachfrage deutlich höher als im Jahr 2020. Die Zentralbankkäufe verbesserten sich geringfügig. Das **Angebot** ging im Jahresvergleich dagegen nur um drei Prozent zurück, was auf einen deutlichen Rückgang beim Recycling zurückzuführen ist. Viele Minen sind nach den Schließungen im Jahr 2020 und angesichts der hohen Goldpreise wieder stärker ausgelastet. Auch

Goldpreisentwicklung und Realverzinsung



im kommenden Jahr ist angesichts der **steigenden Zinsen** damit zu rechnen, dass die Investmentnachfrage spürbar nachlässt. Dagegen könnte insbesondere die Schmucknachfrage wieder zulegen, wenn Hochzeiten in Indien und China, wo traditionell viel Gold verschenkt wird, wieder in großem Umfang möglich sind. Da aber auch die Minenproduktion hoch bleiben dürfte, ist im kommenden Jahr mit einem weitgehend **gut versorgten** Goldmarkt zu rechnen.

These 2: Der Preis eines Barrels Rohöl der Sorte WTI liegt am Jahresende 2022 bei 70 US-Dollar.

Energie hat sich in diesem Jahr massiv verteuert. Der Grund für den rasanten Preisanstieg war, dass es im laufenden Jahr zu einer **sehr starken Belegung** der Nachfrageseite gekommen ist. Im Sommerhalbjahr ist Corona immer mehr in den Hintergrund gerückt. Dadurch hat die Mobilität spürbar zugenommen, während die Unternehmen teilweise auf Hochtouren produzierten. Zwar lag im gesamten laufenden Jahr die Ölnachfrage noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau, weil zum Beispiel der Flugverkehr noch weit von den Vorkrisenständen entfernt ist, aber das **Angebot ist ebenfalls deutlich zurückgenommen worden**. Das Problem ist, dass das Angebot nur mittelfristig flexibel ist, in der kurzen Frist aber schnell Überschüsse, oder wie in diesem Jahr, Defizite entstehen können, die über den Preis ausgeglichen werden.

Im kommenden Jahr sieht es danach aus, dass der Markt im Winterquartal wieder überversorgt sein könnte. Die neue **Omikron-Virusvariante** sowie die hohen Corona-Fallzahlen vor allem in Europa machen neue Lockdown ähnliche Maßnahmen erforderlich. Das Beratungsunternehmen Rystad Energy schätzt, dass im Falle einer Welle von Lockdown-Maßnahmen die Ölnachfrage im ersten Quartal um bis zu drei Millionen Barrel pro Tag niedriger ausfallen könnte.

Die USA haben dagegen damit begonnen, gemeinsam mit anderen Ländern in einer **konzertierten Aktion strategische Ölreserven** freizugeben. Alleine die USA geben 50 Millionen Barrel frei, was immerhin 1,6 Millionen Barrel am Tag für einen Monat entspricht. Die Biden-Administration bekommt starken Gegenwind wegen der hohen Inflation und versucht mit diesem Manöver, vor den **Zwischenwahlen** im kommenden Jahr den politischen Druck zu mildern. Die Freigabe der Reserven hat ihre Wirkung auf jeden Fall nicht verfehlt, wobei nicht ganz klar zu erkennen

ist, ob der Ölpreisrückgang zum Ende des Jahres 2021 auf die Freigabe der Ölreserven oder auf die neuen Corona-Sorgen zurückzuführen ist. Vermutlich hatten beide Faktoren einen Effekt. Neben dem politischen Willen, die Energiepreise auf einem niedrigen Niveau zu halten, wird im kommenden Jahr auch neues Angebot von den **US-Schieferölproduzenten** auf den Markt kommen. Die wieder höheren Preise haben die Unternehmen zu neuen Bohrungen veranlasst, sodass die Ölförderung in den USA zulegen dürfte.

Unter dem Strich rechnen wir vor allem im ersten Quartal noch mit einem überversorgten Markt. Im Laufe des Jahres dürfte aber mit zunehmendem Wachstum und einer **Rückführung der Corona-Maßnahmen** erneut die Nachfrage schnell ansteigen. Da aber der Markt gut versorgt sein wird und vor den Wahlen in den USA ein stärkerer Energiepreisanstieg mit allen Mitteln vermieden werden dürfte, rechnen wir mit einem seitwärts laufenden Ölpreis.

These 3: Industriemetalle haben kaum noch Potenzial.

Mit 4.763 Punkten hat der LME-Industriemetallindex (LMEX) ein neues Allzeithoch aufgestellt. Getrieben wurde die Entwicklung von Angebots Sorgen. So führt der Mangel an Kohle in China bereits zu einer deutlich rückläufigen Stahlproduktion. Die **globalen Logistikprobleme** mindern auch die Versorgungslage bei den Eisenerzen. Diese Situation dürfte auch noch einige Monate anhalten, aber im Verlauf des kommenden Jahres nach Schätzungen der jeweiligen International Study Groups für die jeweiligen Metalle nicht von Dauer sein. Für nahezu alle Metalle werden im kommenden Jahr Angebotsüberschüsse erwartet. Bei Kupfer liegt demnach der Überschuss im kommenden Jahr bei 328.000 Tonnen. Dies kommt zustande, weil zum einen die Nachfrage bei den sehr hohen Preisen geringer ausfällt, zum anderen weil eine ganze Reihe **neuer Kupferminen** den Betrieb aufnehmen wird. Ähnlich sieht es bei den anderen Metallen aus, sodass eher mit seitwärts laufenden bis sinkenden Preisen gerechnet werden muss.

Rohstoffmarkt: Maßnahmen

Maßnahmen 1: Gold sollte neutral gewichtet werden.

Gold dürfte angesichts **steigender Realzinsen** an Attraktivität einbüßen.

Maßnahmen 2: Rohöl sollte neutral gewichtet werden.

Aufgrund des **flexiblen Ölangebots** ist der Spielraum für einen Anstieg der Preise beschränkt.

Maßnahmen 3: Industriemetalle sollten neutral gewichtet werden.

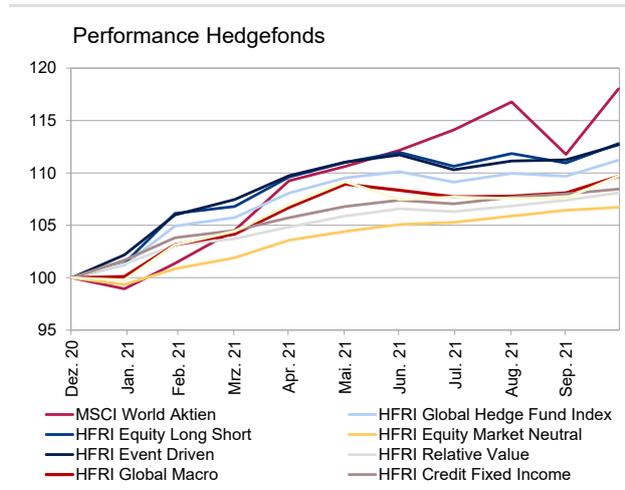
Die Märkte für viele Industriemetalle befinden sich in einer **gut versorgten Situation**, sodass Preisanstiege wenig wahrscheinlich sind.

Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2022

Der Rohstoffteil dient zwei wichtigen Vermögenszielen. Erstens sollen Rohstoffe gegen Inflation schützen. Zweitens leistet die Goldkomponente neben dem Inflationsschutz zusätzlich einen Krisenschutz.

Hedgefondsmarkt: Wieder en vogue

Hedgefonds erzielten im Jahr 2021 eine **solide positive Performance**, die sämtliche Sub-Strategien erfasste. Historisch betrachtet liegen die Renditen über dem Durchschnitt. Dies ist nicht nur den wohlgesinnten Märkten geschuldet, sondern auch dem generell positiven Marktumfeld für aktive Hedgefonds-Manager. Obwohl alle Hauptstrategien einen positiven Wertzuwachs erzielten, sind die Unterschiede untereinander relativ ausgeprägt.



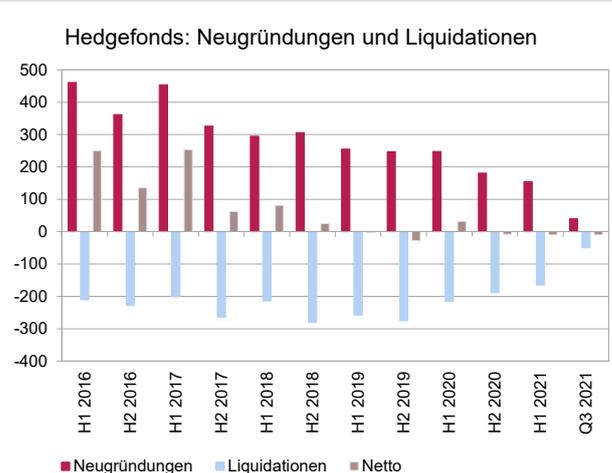
Diejenigen Strategien, die ein **höheres Marktexposure** aufweisen, haben über das Jahr hinweg überdurchschnittlich abgeschnitten. Das zweite Halbjahr zeigte bisher jedoch eine gewisse Abkoppelung von dieser Tendenz. Ausgeprägte Trends zum Beispiel auf der Rohstoff-, Währungs- oder Zinsseite prägten den Markt. Dies war ein ideales Umfeld für Global Macro Manager und Trend-Follower. Equity-Strategien schnitten zwar sehr positiv ab, litten aber unter den teils sehr ausgeprägten Wechseln der Favoriten an den Aktienmärkten und so zeigten einzelne Manager sehr hohe Performance-Schwankungen. Zudem hatte eine Vielzahl fundamental orientierter Manager mit einem Fokus auf Qualitätswerte Mühe in diesem Umfeld, konnten sie doch weniger vom stark zyklischen Wirtschaftsaufschwung profitieren, da die Faktoren „Momentum“, „Zyklizität“ und „Wachstum“ weiterhin klar im Fokus standen.

Dieses Jahr hat erneut gezeigt, dass es nicht ausreichend ist, aufgrund einer „**Top-Down**“ Entscheidung den richtigen Hedgefonds-Portfolio-Mix zu bestimmen. Es ist notwendig, die Manager-Strategien „**Bottom-Up**“ zu ermitteln

und sicherzustellen, dass die gewünschten Rendite- und Diversifikations-Merkmale erzielt werden können.

Mit Blick auf die vom Datenanbieter HFM ermittelten Zu- und Abflüsse in Hedgefonds kam es nach Nettoabflüssen im Juni und Juli im August wieder zu Zuflüssen. Im dritten Quartal flossen insgesamt netto 16,8 Milliarden US-Dollar und seit Jahresanfang netto 60,8 Milliarden US-Dollar in die Industrie, eine respektable Umkehr von den rund 40 Milliarden US-Dollar Abflüssen im Jahr 2020. Auf das Jahr 2021 gerechnet zogen Equity Long Short-Manager am meisten Kapital an (23,8 Milliarden US-Dollar). Fixed Income- und Macro-Manager sahen hingegen Abflüsse in Höhe von 6,8 Milliarden bzw. 2,4 Milliarden US-Dollar.

Die Profiteure der Zuflüsse waren vor allem Hedgefonds-Manager mit Portfolios größer als eine Milliarde US-Dollar. Dies sieht man auch im Rückgang der Neugründungen von Fonds. Somit hat sich der **Trend zu größeren etablierten Managern** fortgesetzt, wobei diese Entwicklung mit der eingeschränkten weltweiten Reisetätigkeit noch weitere Nahrung erhalten hat. Investoren haben in der Tendenz davon abgesehen, zusätzliche Investitionen in neue Manager zu tätigen. Sie haben sich stattdessen damit begnügt, Altbewährtem den Vorrang zu geben.



Diversifiziert investieren

Ein robustes Hedgefonds-Portfolio erreicht man mit einer **Diversifikation über mehrere Dimensionen** hinweg. „Top Down“ betrachtet geht es darum, die Anlageklassen zu diversifizieren und innerhalb dieser wiederum verschiedene Single Hedgefonds-Strategien mit unterschiedlichen

Rendite-Risiko-Profilen zu vereinen. Weitere Dimensionen sind Investmentstile, Regionen, Größe des Managers, Erfahrung sowie strategische und taktische Allokationen. Nischenmanager können dem Portfolio nicht nur Würze geben, sondern auch einen wichtigen Beitrag im Korrelationsverhalten leisten. Zentral ist, das gegenwärtige Portfolio eines jeden Managers zu kennen und dessen Verhalten in unterschiedlichen Szenarien zu antizipieren. Ziel ist nicht nur, die Quellen der Renditen zu diversifizieren, sondern auch die Art und Weise, wie diese Quellen ausgeschöpft werden. Im Idealfall sollte ein Hedgefonds-Portfolio in keinem Umfeld negativ überraschen und möglichst **marktunabhängig Alpha generieren**. Ein aktives Management der Positionen verhilft dem Portfolio, sich den immer wieder neuen Marktopportunitäten anzupassen.

Alpha generieren

Basierend auf dem gegenwärtigen makroökonomischen Umfeld ergibt sich eine große Fülle von interessanten „Alpha-Möglichkeiten“, also Renditen, die kaum vom positiven Abschneiden der Aktien- und Anleihemärkte abhängen. Für Multi-Strategie-Hedgefonds ergeben die hohen Markt- und Unternehmensaktivitäten eine Vielzahl an Opportunitäten, da sie jederzeit und agil auf Veränderungen reagieren können.

Grundsätzlich ist zu erwarten, dass die Märkte je länger das Jahr 2022 dauern wird, immer weniger empfindlich auf kurzfristige Covid-Trends reagieren werden – außer in den Segmenten, die direkt von Beschränkungen betroffen sind. Deshalb dürften die Märkte zusehends stärker von herkömmlichen **makroökonomischen Fundamentaldaten** bestimmt werden, auch wenn die Spielregeln von der (Notenbank-) Politik angepasst worden sind. Die Zentralbanken werden ihr Tapering zwar mit großer Vorsicht durchführen. Trotzdem ist zu erwarten, dass dies unterschiedliche Marktreaktionen hervorrufen wird, woraus sich Trading Möglichkeiten für aktive Manager ergeben werden. Dies betrifft sowohl direktionale als auch Relativ-Value Opportunitäten. Schließlich ist zu erwarten, dass mit dem Beginn der Normalisierung der Notenbankpolitik ein Teil der Überschussliquidität abgeführt wird. Das wiederum führt tendenziell zu weniger Handels- und Bewertungsanomalien und effizienteren Kapitalallokationen, was sich positiv für fundamental-orientierte Anlagestrategien und somit Alpha-Strategien auswirkt.

These 1: Positives Umfeld für Equity Long Short.

Eine **stärkere Beachtung von Fundamental-Faktoren** ist positiv für die Alpha-Generierung. In Krisensituationen stehen die volkswirtschaftlichen Faktoren im Vordergrund. Wenn sich das konjunkturelle Umfeld dagegen normalisiert, profitieren fundamental orientierte Long Short-Strategien davon, da eine Differenzierung zwischen unterschiedlich erfolgreich umgesetzten Geschäftsmodellen wieder höhere Relevanz erhält. Zugleich schaffen weniger stark schwankende Faktor-Rotationen (wie z.B. zwischen Value und Growth) eine stabilere Grundlage für die aktive Analyse-Tätigkeit. Obwohl die Covid-Thematik ein steter Begleiter bleiben wird, wird die spezifische Unternehmenstätigkeit wieder stärker in den Vordergrund treten.

Während „Long biased“ Long Short-Strategien stark vom positiven Abschneiden der Aktienmärkte abhängen, sollte sich gerade das Umfeld für **marktneutrale Strategien** verbessern, da aufgrund der teilweise hohen Aktienkursbewertungen „Alpha-Shorts“ wieder mehr Aussicht auf Erfolg haben werden und gleichzeitig etwas weniger anfällig für Short-Squeezes werden.

Die Strategie verzeichnete vor allem im ersten Quartal des Jahres unerwartet hohe Volatilität, die zu nachhinkender Performance führte. Die Euphorie der „Millennial-Trader“ in den USA bereitete den Managern große Mühe, die Bücher in Balance zu halten. Auch wenn sie oft nicht in den „Flavor-of-the-Day“-Aktien engagiert waren, beeinflusste die völlige Abkehr von Fundamentaldaten die Bücher auf beiden Seiten. Diese Übertreibungen haben sich mittlerweile verflüchtigt.

These 2: Äußerst attraktives Umfeld für Merger-Arbitrage und Special-Situations-Strategien.

Das positive Wirtschafts- und Marktumfeld treibt auch die Merger-Arbitrage-Transaktionen in die Höhe, was sich kurzfristig nicht ändern wird. Die Euphorie in dieser Sparte wird zudem mit der Möglichkeit einer unkomplizierten Börsenkotierung mittels SPAC-Anlagen noch zusätzlich angeheizt. Es dürfte sich auch ein steigender Anteil an feindlichen Übernahmen einstellen, die einerseits riskanter sind, aber andererseits auch ein höheres Renditeprofil versprechen (z.B. via Finanzierung durch Private Equity Gesellschaften). Einige „Deal Break-Ups“ zu Beginn des Jahres 2021 haben

zwar die M&A-Deal Spreads im Durchschnitt ausgeweitet, doch bleiben die zunehmende Regulierung sowie die stetige Verschärfung der aufsichtsrechtlichen Kontrollen ein erhebliches Risiko. „Special Situations“ Manager profitieren von den Umstrukturierungen der Unternehmen und den zunehmenden Verkäufen von Vermögenswerten zur Reduktion der Verschuldung in der Bilanz.

These 3: Weiterhin positives Umfeld für Credit Fixed Income mit stärkerem Fokus auf Relativ Value-Strategien.

Die **Verengung der Credit Spreads** im Allgemeinen und die relativ geringe Streuung bei der Bewertung von Unternehmensanleihen veranlasst die Manager, sich teilweise auf risikoreichere, mit tieferem Rating ausgestattete Anleihen zu konzentrieren. Solche Anleihen reagieren typischerweise weniger empfindlich auf marktgetriebene Spread-Veränderungen, aber dafür viel stärker auf niedrige Unternehmens-Ausfallraten. Die Credit Spreads sollten sich in einem Mid-Cycle stabil verhalten oder sich allenfalls leicht ausweiten, sollte sich das Zinsniveau stärker erhöhen - was für neue Trading-Möglichkeiten sorgt, und was insbesondere auf das Short-Buch zutrifft. Große Trading-Möglichkeiten ergeben sich deshalb in Relative Value-Strategien, aber nicht nur in den Kredit-, sondern auch in den Zinsmärkten, wo die divergierenden Inflationsraten und Zinssätze in den unterschiedlichen Währungszone für große Opportunitäten sorgen.

These 4: Sehr positives Umfeld für Global Macro.

Während globale Top-Down-Strategien in der Regel bei einer **Konjunkturwende** Probleme haben, profitieren sie danach umso mehr, wenn sich ein Trend etabliert hat. Mit der Rückkehr zu einer normaleren konjunkturellen Entwicklung nimmt auch die Prognosefähigkeit wieder zu und ermöglicht es Spezialisten, mittels profunder wirtschaftlicher Analyse von Fundamentaldaten Bewertungsanomalien aufzuspüren und in profitable Trades umzumünzen. Die regional unterschiedlichen Inflationstrends sowie die nachlassenden fiskalischen und geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen verstärken diesen Trend. Sie führen sowohl zu direktionalen als auch Relative Value Trading-Möglichkeiten in den unterschiedlichen Zinskurven, Währungen und Rohstoffen.

Optionen sind momentan in den USA und in der EU sehr teuer, nicht jedoch in Asien. Volatilitätsmanager nutzen

dies aus, profitieren vom hohen Skew und verkaufen Volatilität, oder sie spielen die Regionen nach Relative Value. Obwohl Short-Volatilität gerade attraktiv erscheint, bergen unerwartete Marktrückschläge überproportional hohe Risiken.

These 5: Leicht positives Umfeld für Trendfolger und Managed Futures-Manager (CTAs).

Kurzfristig bestehen keine Anzeichen für eine bevorstehende Umkehrung der wichtigsten **Anlagetrends**, die CTAs oft vorübergehend Schaden zufügen. Die Marktstruktur ist solide und viele bestehende Trends wurden in ihrer kurzfristigen Entwicklung sogar noch bestätigt. Sollten hingegen die Märkte abrupt drehen, würden mittel- bis langfristig ausgelegte CTA-Strategien vorübergehend Schwäche zeigen. Etliche Strategien profitieren aber weiterhin von bestehenden oder neuen Trends in den Zins-, Währungs- und Rohstoffmärkten.

Hedgefonds: Maßnahmen

Maßnahme 1: Hedgefonds leicht übergewichten.

Aufgrund der zahlreichen Trading-Opportunitäten empfiehlt sich ein Übergewicht in wenig korrelierenden Hedgefonds-Anlagen.

Maßnahme 2: Fokus auf Low Beta, Event Driven und Macro.

Empfehlenswert ist eine breite Diversifikation über alle Strategien hinweg, mit einem Fokus auf Alpha- und Relative-Value Strategien. Flexible Macro-Strategien sollten übergewichtet sein, da insbesondere die Zins- und Fremdwährungs-Märkte größere unterschiedliche Trends durchschreiten und somit unkorrelierte Rendite-Quellen erschließen. M&A-Aktivitäten und Umstrukturierungen bleiben hoch und ermöglichen unternehmensspezifische Trading-Möglichkeiten sowohl in Aktien als auch in Anleihen.

Strategiebeitrag Hedgefondsmarkt in 2022

Hedgefonds sind auch im Jahr 2022 eine wichtige Diversifikationskomponente im Portfolio. Konservative Hedgefonds Strategien sollten eher als Stabilitätsanker denn als Renditebaustein verstanden werden.

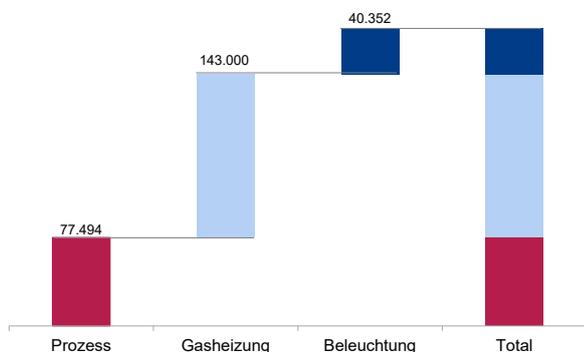
JAHRESAUSBLICK 2022: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

These 1: Der Neubau findet (zwangsläufig) den Weg zur Klimaneutralität, im Bestand bleibt dies hingegen ein kaum erreichbares Fernziel.

Das in 2021 verschärfte **Bundes-Klimaschutzgesetz** stellt viele Branchen, auch die Immobilienbranche, vor kaum zu bewältigende Herausforderungen. In drei Etappen sollen die Treibhausemissionen von Gebäuden reduziert werden. Bis 2030 ist eine Reduktion des CO₂-Ausstoßes um 65 Prozent, bis 2040 um 88 Prozent und schlussendlich bis 2045 die Klimaneutralität des gesamten deutschen Gebäudebestands geplant. Grundlage für die Ermittlung der Grenzwerte ist der CO₂-Ausstoß von 1995. Dabei wurden die Grenzwerte und Jahresziele durch die Verschärfung 2021 noch einmal abgesenkt.

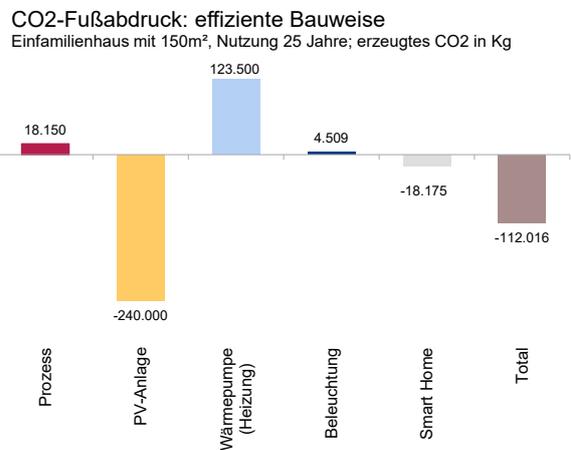
Was bedeutet nun aber **Klimaneutralität in der Immobilienwirtschaft**? Bei dieser Beurteilung wird erstens der Herstellungs- und Bauprozess und zweitens die Emissionsabgabe über die Nutzungsdauer des Gebäudes berücksichtigt. Klimaneutralität ist erreicht, wenn ein Gebäude in diesen beiden Bausteinen eine ausgeglichene CO₂-Bilanz zwischen verursachtem und eingespartem CO₂ vorweisen kann.

CO₂-Fußabdruck: klassische Bauweise
Einfamilienhaus mit 150 m², Nutzung 25 Jahre; erzeugtes CO₂ in Kg



Bei der Frage der Gewichtung der Bausteine Herstellungsprozess und Nutzungsdauer liegt ein Großteil der Emissionen aktueller Gebäude in der Nutzungsdauer durch

Wärmeverluste, der Heizenergie mittels fossiler Brennstoffe sowie einer ineffizienten Energieausnutzung. Der deutsche Gebäudebestand (Neubau und Altbestand) ist für gut 38 Prozent des jährlichen CO₂-Ausstoßes verantwortlich und somit ein zentraler Bereich für die Umsetzung der politisch angestrebten gesamtwirtschaftlichen Klimaneutralität bis 2045.



Der Schritt in Richtung Klimaneutralität erscheint für **Neubauten** deutlich einfacher umsetzbar im Vergleich zu Bestandsgebäuden. Auch bei Neubauten werden Prozesse und Materialien mit einer stark negativen CO₂-Bilanz verwendet. So identifizierte beispielsweise S&B Strategy in einer Studie Beton, Stahlkomponenten, Kunststoffe und Kalksandsteine als die vier größten CO₂-Treiber. Doch mit moderner Gebäudeautomation und -technik kann dieses Defizit über die Nutzungsdauer mit Photovoltaikanlagen, Wärmepumpenheizungen und intelligenten Steuerungssystemen überkompensiert werden. Die Politik gibt zudem über Förderungen Anreize für Neubauten. Darüber hinaus werden auch über regulatorische Eingriffe wie die bereits in einigen Bundesländern beschlossene Solardachpflicht Impulse in Richtung Klimaneutralität gesetzt. Bereits heute nachhaltig errichtete Gebäude bleiben Prestigeprojekte einzelner Entwickler und Investoren wie beispielsweise das in Holzbauweise errichtete Hochhaus „Roots“ in der Hamburger Hafency.

Für **institutionelle Investoren und Fonds**, welche bereits heute strengere ESG-Regelungen in den Fokus nehmen, spielen diese Faktoren auch in Verbindung mit Gebäude-Zertifikaten vor allem im Rahmen größerer Quartiersentwicklungen eine entscheidende Rolle. Bei semi-professionellen Investoren und Family-Offices ist das Thema Klimaneutralität ebenfalls im Fokus.

Für den **Immobilienbestand** bleibt die Klimaneutralität bis 2045 aus der heutigen Perspektive eine fast unlösbare Aufgabe. Betrachtet man den deutschen Wohnungsbestand, so sind laut Statistischem Bundesamt von den rund 42 Millionen Wohnungen in Deutschland gut 33 Millionen Einheiten (ca. 79 Prozent) vor 1990 erbaut und somit bis zum Jahr 2045 zu modernisieren. Nur ein geringer Teil dieser Einheiten dürfte bereits modernisiert sein. Für einen Großteil des Immobilienbestands gibt das 2021 neu gefasste „Gesetz zur Einsparung von Energie und zur Nutzung von erneuerbaren Energien zur Wärme- und Kälteerzeugung in Gebäuden“ (GEG) regulatorische Vorgaben und bietet finanzielle Anreize für Modernisierungen im Bestand. Die Heterogenität der Immobilien an sich, die zersplitterte Eigentümerstruktur mit großen Wohnungsgesellschaften, mittleren und kleinen Investoren, privaten Eigentümern und Eigentümergemeinschaften macht eine übergreifende Ansprache jedoch kompliziert. Mit einzelnen Einschränkungen wie der Pflicht, beim Heizungstausch teilweise erneuerbare Energien einzubinden, wird eine Kehrtwende im Bestand nicht herbeigeführt werden.

Für **Bestandhalter mit großen Beständen und eigenem technischen Know-how** sind kombinierte Maßnahmen möglicherweise planbar und wirtschaftlich sinnvoll. Zudem spielt die ESG-Komponente auch für Gesellschafter bzw. Anleger hier eine große Rolle. Für mittelständische und kleine Investoren erfordern technische Maßnahmen auch mit wenigen betroffenen Gewerken einen erhöhten Planungsaufwand und bergen finanzielle Risiken durch steigende Baukosten und Materialengpässe. Die finanziellen Anreize des GEG werden hier kaum überwiegen.

These 2: Eine Umstellung von Öl- und Gasheizungen auf alternative Energiequellen ist sinnvoll und wird gefördert.

Rund 70 Prozent aller Heizungen in Deutschland werden noch mit Erdgas oder Öl betrieben. Mit Öl und Erdgas ein

Gebäude zu heizen, verursacht jedoch jede Menge Treibhausgase.

Im Durchschnitt werden bei einem 90 Jahre alten Haus rund 150 Kilowattstunden Heizenergie pro Quadratmeter Wohnfläche in einem Jahr verbraucht. Dabei verursacht laut Umweltbundesamt ein Erdgaskessel pro Kilowattstunde 247 Gramm CO₂, ein Heizöl-Kessel 318 Gramm CO₂. Bei einer Wohnfläche von 120 Quadratmetern, für die man in der Regel ca. 15.000 Kilowattstunden Heizenergie benötigt, verursacht der Haushalt mit Gasheizung also rund 3,7 Tonnen CO₂, der Öl-Haushalt sogar 4,7 Tonnen pro Jahr. Dies ist sicherlich einer der Gründe dafür, weshalb die Wärmeversorgung der einzige Sektor ist, der im Jahr 2020 die Klimaziele der Bundesregierung verfehlt hat. Zudem wird der Einbau von Ölheizungen ab 2026 weitgehend verboten sein. Ein Lösungsansatz für diese Problematik ist es, Gebäude klimaneutral mithilfe von erneuerbaren Energien zu versorgen um gleichzeitig nicht von steigenden Rohstoffpreisen betroffen zu sein. Doch obwohl bereits Alternativen vorhanden sind, erschwert besonders das mangelnde Know-how den Umstieg. In den folgenden Abschnitten werden die einzelnen Alternativen vorgestellt.

Wärmepumpe

Sei es aus der Erde, der Luft oder dem Grundwasser, und unabhängig davon, woher die kostenlose Umweltwärme bezogen wird: Das Funktionsprinzip einer Wärmepumpe bleibt immer dasselbe. Bei einer Wärmepumpe dreht sich alles um ein spezielles **Kältemittel**. Dieses Kältemittel durchläuft in einem geschlossenen Kreislauf immer wieder dieselben vier Schritte.

- Durch einen Wärmetauscher wird die Umweltwärme auf das Kältemittel übertragen. Da das Kältemittel einen besonders niedrigen Siedepunkt hat, verdampft es dabei.
- Im zweiten Schritt wird der zuvor entstandene Kältemitteldampf im Kompressor stark verdichtet. Dadurch steigt die Temperatur. Hierbei findet somit das eigentliche Wärmepumpen statt.
- Im dritten Schritt wird durch einen weiteren Wärmetauscher die Wärmeenergie des erhitzten Kältemitteldampfes auf die Heizungsanlage übertragen. Dabei sinkt die Temperatur des Kältemitteldampfes soweit, dass dieser sich wieder verflüssigt.

- Im letzten Schritt wird der Druck, der zuvor aufgebaut wurde, wieder abgelassen. Das Kältemittel kühlt vollständig ab und der Kreislauf beginnt erneut.

Aufgrund der Nutzung von Umweltwärme und dem geschlossenen Kreislauf eignet sich die Wärmepumpenheizung als ideale Alternative, denn sie kommt gänzlich ohne externe Brennstoffe aus. Zu beachten gilt, dass der Motor der Wärmepumpe Strom benötigt, um thermische Energie aus der Umgebung in Heizwärme umzuwandeln. Das ist ein Grund, weshalb sich dieses Heizsystem eher weniger für Altbauten eignet. Meist ist der Wärmeverlust aufgrund fehlender Dämmung so hoch, dass der Motor sehr viel Strom benötigen würde, um die gewünschte Temperatur zu erreichen. Der hohe Stromverbrauch konterkariert hier die Einsparung des Brennstoffes.

Solarthermie

Solarthermische Anlagen zur Warmwasserbereitung und Heizungsunterstützung decken im Sommer bis zu 100 Prozent des Wärmebedarfs und erzeugen keine Emissionen. Somit stellen sie eine umweltschonende Alternative zu Heizsystemen mit fossilen Energieträgern dar. Dabei lassen sich Solaranlagen nicht nur zur Wärmeerzeugung, sondern auch zur Stromgewinnung nutzen. Mit einer Solaranlage kann Ökostrom vollkommen kostenfrei auf dem eigenen Dach erzeugt werden. Nicht verbrauchter Strom wird ins öffentliche Stromnetz eingespeist und in Form einer Einspeisevergütung entlohnt.

Hybridsysteme

Eine Zwischenlösung wird mit sogenannten Hybridheizungen erzielt. Sie kommen besonders für Bauherren und Wohnungseigentümer in Frage, die alternative Heizungen im Einfamilienhaus einsetzen, jedoch nicht auf einen Gas- oder Ölbrennwertkessel verzichten möchten. So reicht die alternative Heizmethode meist nicht aus, um den vollständigen Wärmebedarf eines Mehrfamilienhauses zu decken. Hybridheizungen erlauben eine Kombination konventioneller und umweltfreundlicher Wärmeerzeuger. So lässt sich beispielsweise eine Gasheizung mit einer Solarheizung verbinden. Öl- und Gasheizungen können aber auch um einen wasserführenden Kaminofen oder eine Wärmepumpe erweitert werden. Zudem speichern solche Systeme Wärme auf Vorrat. Neben Emissionen sparen Eigentümer bzw. Mieter dabei auch Geld. So fördert das

Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) den Einbau einer Gas-Hybridheizung mit Zuschüssen, sowohl für Wohn- als auch für Gewerbeimmobilien.

Alternative und erneuerbare Energien gewinnen Strom und Wärme aus der Umgebung oder nutzen dazu nachwachsende Rohstoffe und andere Biomasse. Ihre Gemeinsamkeit ist, dass sie keine endlichen Ressourcen verbrauchen. Eigentümer können sich dadurch aus der Abhängigkeit der Rohstoffpreise lösen. Wer heute eine neue Heizung einbauen möchte, sollte daher unbedingt auch über alternative Energien nachdenken und Förderungsmöglichkeiten nutzen.

These 3: Mieterstrom-Modelle etablieren sich bei Neubauten. Bei Bestandsgebäuden bleibt die Anzahl der Neuinstallationen jedoch gering.

Eine Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz kommt zu dem Ergebnis, dass bis zu 3,8 Millionen Wohnungen in Deutschland mit **Mieterstrom** versorgt werden könnten. Dies entspricht etwa 18 Prozent der vermieteten Wohnungen. Als Mieterstrom wird Strom bezeichnet, der von Photovoltaikanlagen (PV-Anlage) auf dem Dach eines Wohngebäudes erzeugt und direkt an Verbraucher in diesem Gebäude geliefert wird. Der Betreiber der PV-Anlage, in der Regel der Immobilieneigentümer oder ein Energiedienstleister, wird als Energielieferant tätig. Der von den Mietern nicht verbrauchte Strom wird ins allgemeine Stromnetz eingespeist und mit der Einspeisevergütung vergütet.

Um Anreize für den Ausbau von PV-Anlagen auf Wohngebäuden zu schaffen und damit Mieter mit günstigem Strom zu versorgen, um sie so unmittelbar an der Energiewende zu beteiligen, hat der Bundestag in 2017 das Mieterstromgesetz erlassen. Danach wird der selbst erzeugte Strom von diversen Kostenbestandteilen wie Netzentgelte, netzseitige Umlagen, Stromsteuer und Konzessionsabgaben befreit und mit einem Mieterstromzuschlag gefördert. So ist es für den Betreiber möglich, den Mietern gewinnbringend günstigen Strom zu verkaufen. Zwar waren Mieterstrommodelle schon vor Inkrafttreten des Mieterstromgesetzes grundsätzlich möglich, aber in der Regel nicht wirtschaftlich. Als sich herausstellte, dass die Anreize nicht zu einem signifikanten Ausbau der PV-Anlagen führten, verbesserte der Bundestag das Gesetz im

Januar 2021 nach, indem er die Förderung erhöhte und die Rahmenbedingungen erweiterte. Danach sind nun auch Quartierslösungen möglich (der räumliche Zusammenhang zwischen PV-Anlage und Abnehmer wurde erweitert) und die Problematik der Gewerbesteuerinfizierung wurde gelöst. Dies führte laut Experten auch zu einem Nachfrageanstieg. Mit rund 18 Megawatt, die zwischen Januar und August 2021 in Betrieb gegangen sind, machen Mieterstromprojekte allerdings nur einen sehr kleinen Anteil an dem gesamten Neubau von PV-Anlagen in Deutschland aus. So erreichte der Bruttozubau aller PV-Anlagen in Deutschland in demselben Zeitraum rund 3.618 Megawatt.

Beim **Mieterstrommodell** kann zwischen

- dem Investor, der die Anlage finanziert,
- dem Betreiber, welcher den reibungslosen Betrieb der Anlagentechnik sicherstellt und
- dem Energieversorger, der die Mieter mit Strom versorgt,

unterschieden werden. Die Rollenverteilung kann dabei sehr unterschiedlich sein. In der Praxis wird im Wesentlichen zwischen zwei Modellen unterschieden:

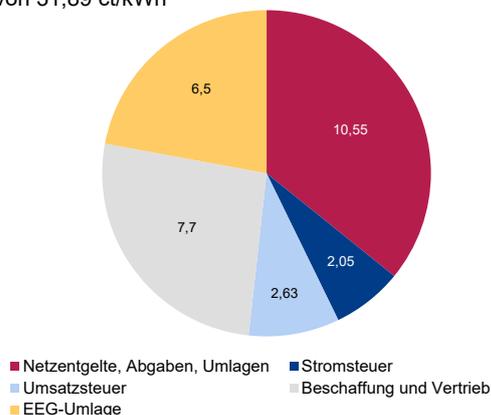
Beim **Contracting** übernimmt ein spezialisierter Mieterstrompartner den Betrieb der PV-Anlage und verantwortet die Stromlieferung und -abrechnung gegenüber den Mietern. Die Anschaffung der PV-Anlage kann in diesem Modell durch den Immobilieneigentümer oder den Dienstleister erfolgen. Der Immobilieneigentümer stellt in letzterem Fall nur den Platz für die PV-Anlage zur Verfügung und erhält dafür eine Pacht.

Beim **Enabling-Modell** hingegen ist der Immobilieneigentümer sowohl Investor als auch Betreiber der PV-Anlage. Auch die Stromlieferung und -abrechnung kann der Eigentümer selbst erbringen. Da derjenige, der Strom erzeugt und liefert, ein Energieunternehmen im Sinne des Energiewirtschaftsgesetzes ist und diversen energierechtlichen Pflichten unterliegt (insbesondere Vertrags- und Rechnungsgestaltung, Stromkennzeichnung, Registrierungs- und Mitteilungspflichten), wird häufig ein spezialisierter Dienstleister mit der Stromerzeugung und -lieferung beauftragt.

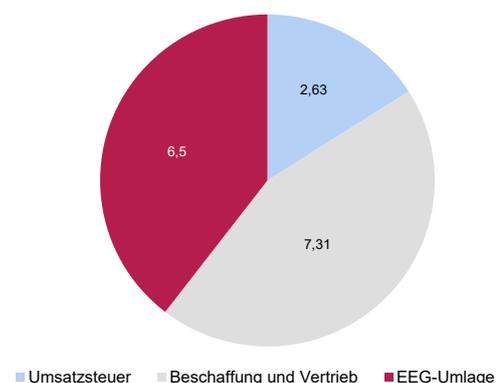
Eine pauschale Aussage zur **Rentabilität von Mieterstromprojekten** ist nicht möglich. Die Wirtschaftlichkeit ist von vielen Parametern abhängig, die in der Praxis eine große Spannweite aufweisen können und zeitveränderlich sind. Wesentlichen Einfluss haben beispielsweise die Größe der PV-Anlage, die Anzahl der teilnehmenden Mieter und die Kosten für den Betrieb (Abrechnung etc.). In der Regel gilt: Je größer eine PV-Anlage und je höher der Direktverbrauchsanteil, desto wirtschaftlicher ist das Modell. Darüber hinaus beeinflusst auch die Abhängigkeit vom Grundversorgungstarif die Wirtschaftlichkeit. So ist die Preisobergrenze für Mieterstrom per Gesetz auf 90 Prozent des Grundversorgungstarifs festgeschrieben. Grob vereinfacht besteht in Regionen mit niedrigen Strompreisen ganz unabhängig von der Preisobergrenze die Herausforderung, ein preislich wettbewerbsfähiges Produkt anzubieten. Zur Orientierung: Die erzielbaren Renditen von Mieterstrommodellen werden in Veröffentlichungen mit ca. 3,3 bis 5,4 Prozent angegeben.

Die **Umsetzung von Mieterstromkonzepten** kann sowohl im Neubau, als auch bei Bestandsgebäuden erfolgen.

Kostenaufteilung des Netzstrompreises von 31,89 ct/kWh



Kostenaufteilung des Lokalstrompreises von 16,43 ct/kWh



Die Klimapolitik beeinflusst den Immobilienmarkt.

Bessere Voraussetzungen bietet der Neubau, da hier das Konzept, insbesondere die Installation der Messtechnik, bei der Planung des Bauvorhabens berücksichtigt werden kann. Durch den Erstbezug aller Wohnungen können in der Regel mehr Mieter für den Mieterstrom gewonnen als Bestandsmieter von einem Anbieterwechsel überzeugt werden. Denn Mieter sind zur Abnahme des Mieterstroms nicht verpflichtet, sondern können ihren Stromanbieter weiterhin frei wählen. Eine Koppelung mit dem Mietvertrag ist unzulässig.

Mieterstrom ermöglicht dem Eigentümer, **zusätzliche Einnahmen** mit seiner Immobilie zu erwirtschaften und die Mieter im Rahmen der Wohnnebenkosten zu entlasten. Ein weiterer Vorteil des Mieterstroms ist der Beitrag zur Energieeffizienz des Gebäudes. So hilft Mieterstrom beispielsweise die Anforderungen an den jährlichen Primärenergiebedarf eines Neubaus zu erfüllen, um KfW-Förderungen wie KfW40 oder KfW40 Plus zu erhalten. Solche Standards spielen unter Berücksichtigung von ESG-Kriterien eine immer wichtigere Rolle, um Immobilien zukunftssicher zu machen. Ein nicht zu unterschätzender Impuls dürfte für Immobilieneigentümer auch der Imagegewinn sein.

Darüber hinaus ist anzumerken, dass Mieterstromangebote keine Preisbrecher sind. Mieterstrom kann bei qualitativ hochwertigen Ökostromangeboten preislich gut mithalten, außerhalb des Ökostroms sind jedoch häufig günstigere Angebote zu finden.

Die Politik hat das Thema Mieterstrom weiter auf der Agenda. In einigen Bundesländern wurden bereits Landesgesetze zum Ausbau von PV-Anlagen auf Gebäuden erlassen oder sind geplant. Die Fraktion Bündnis90/Die Grünen will durch eine bundesgesetzliche Regelung den Ausbau von PV-Anlagen auf Gebäuden beschleunigen.

Der **Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung** sieht vor, dass künftig alle geeigneten Dachflächen für die Solarenergie genutzt werden.

Die Bemühungen der Politik treffen den Zeitgeist des gemeinsamen Klimaschutzes. Die Verpflichtung zum Bau von PV-Anlagen im Neubau, verbunden mit der Förderung von energieeffizienten Gebäuden und das Bestreben institutioneller Investoren nach „grünen“ Gebäuden, wird nach unserer Einschätzung zu einem deutlichen Anstieg von PV-Anlagen auf Dächern führen. Dies wird sich jedoch im Wesentlichen bei Neubauten, flächenintensiven Gewerbeobjekten und großen Wohnungsquartieren durchsetzen. Für einzelne Mehrfamilienhäuser im Bestand reichen die Anreize nicht aus, um die erforderlichen Investitionen zu tätigen und den hohen Aufwand zu betreiben.

These 4: Jetzt ist der richtige Zeitpunkt, um seine Stellplätze mit Ladestationen auszurüsten.

Die Bundesregierung forciert seit geraumer Zeit den **Ausbau der klimafreundlichen Mobilität** mit umfangreichen Maßnahmenpaketen. Hierbei wird vor allem die Elektromobilität gefördert. Ziel ist es, diese als strategische Säule bei den gesetzten Klimazielen zu nutzen. So ist es nicht verwunderlich, dass durch die staatlichen Anreize eine steigende Nachfrage nach Elektromobilität zu beobachten ist und Verbraucher sowie Unternehmen, auch angesichts der steigenden Energiepreise bei Gas und Benzin, über die Neuanschaffung eines E-Fahrzeugs nachdenken.

Entscheidend für den Wechsel zur neuen Technologie ist für viele Menschen die Frage, wie ein neues Elektrofahrzeug geladen werden kann, wenn nicht auf öffent-

liche Ladestationen zurückgegriffen werden soll.

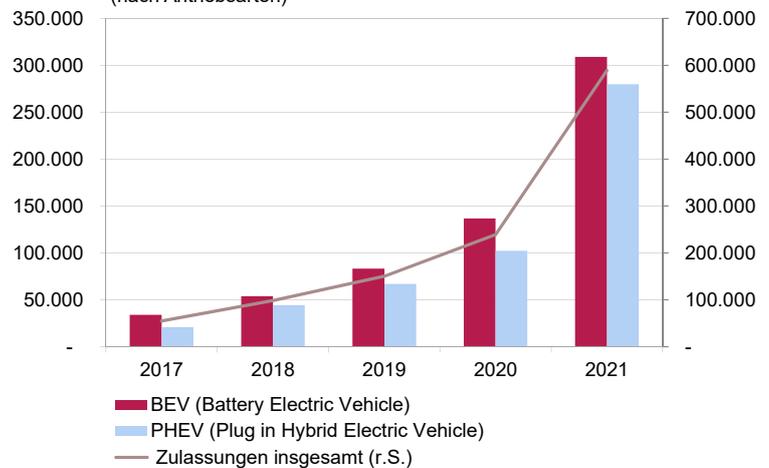
Prinzipiell können E-Fahrzeuge mit einem Ladekabeladapter über eine herkömmliche Haushaltssteckdose je nach Fahrzeugtyp und Modell über einen zumeist längeren Zeitraum geladen werden. Aus Komfort- und Sicherheitsgründen wird jedoch dazu geraten, dies nur im Ausnahmefall zu nutzen. Idealerweise wird für den Ladevorgang eine **Wallbox** verwendet, die mit dem Fahrzeug interagieren kann und den Ladeprozess aktiv steuert. Bei mehreren Ladepunkten oder begrenzter Energiekapazität eines Gebäudes kann eine zusätzliche Steuerungseinheit dazwischengeschaltet werden, die das sogenannte intelligente Lastmanagement übernimmt.

Seit März 2021 gilt das neu gefasste Gebäude-Elektromobilitätsinfrastrukturgesetz (GEIG), welches durch den Bundestag und Bundesrat verabschiedet wurde. Es ist zukünftig vorgeschrieben, dass Neubauten als Wohngebäude mit mehr als fünf Stellplätzen und Nichtwohngebäude mit mehr als sechs Stellplätzen mit baulichen Vorrichtungen zur Installation von Ladestationen auszurüsten sind. Zudem haben sowohl Eigentümer in einer Wohnungseigentümergeinschaft als auch Mieter das Recht auf eine Wallbox, soweit diese die Anschaffungs- und Installationskosten selber tragen.

Der Forderung und Förderung zum Ausbau der Ladeinfrastruktur stehen derzeit noch Sicherheitsbedenken sowie Versorgungsengpässe entgegen.

Bei der **E-Mobilität** handelt es sich um eine neue Technologie in der Anfangsphase. Grundsätzlich werden jedoch nur Fahrzeuge zugelassen, die über eine ausreichende Eigensicherheit verfügen. Das heißt im Fall eines Elektroautos muss die

Zulassung von E-Fahrzeugen in Deutschland
(nach Antriebsarten)



automatische Abriegelung der Stromversorgung bei der Detektion einer Beschädigung durch Sensoren gesichert sein. In bisher wenigen bekannten Fällen kam es zu einer Störung des Batteriemangement-systems, welches zu einem sogenannten thermischen Durchgehen (engl. „Thermal Runaway“) führte. Gerät die Temperatur eines Akkus über einen kritischen Wert, kann es zu einer Kettenreaktion mit schlagartiger Energiefreisetzung und einem unkontrollierten Brand kommen. Gelöscht werden kann ein Akku-Brand nur mit erheblichen Mengen an Löschwasser in einem speziellen Container oder Becken. Trotz dieses Risikos werden E-Fahrzeuge nicht als gefährlicher als Verbrennungsfahrzeuge eingestuft, soweit die Sicherheitsvorschriften und geltende Landesbauordnungen beachtet werden.

Die Politik hat das Thema Mieterstrom weiter auf der Agenda.

Eine aktuelle Umfrage in der Wohnungswirtschaft hat ergeben, dass die **Nachfrage für private Ladepunkte** bisher noch verhalten ist und nur wenige Immobilienverwalter die Nachrüstung von Ladestationen in den nächsten drei Jahren in Bestandsgebäuden vorsehen. Als Hauptargumente gegen die Nachrüstung stehen die derzeit hohen Kosten, technische Herausforderun-

gen sowie die Ungewissheit, ob sich die Elektromobilität generell durchsetzen wird.

Die derzeitige Herausforderung besteht jedoch bei der Versorgung der Hausanschlüsse in einem Versorgungsgebiet im Niederstrombereich durch Ortsnetztransformatoren. In der Regel wird die Stromkapazität nur auf den bisherigen Grundbedarf der Gebäude mit einer Pufferkapazität bei voller Auslastung ausgelegt. Es bestehen häufig keine Restkapazitäten in der Flächenverteilung, um neben dem Strombedarf der Gebäude gleichzeitig mehrere E-Fahrzeuge laden zu können, auch wenn ein intelligentes Lastmanagement in die Verteilung einbezogen wird.

Sollte die Nachfrage nach privaten Ladestationen weiter steigen, kann es dazu kommen, dass in einem Versorgungsgebiet nur wenige Hausanschlüsse verstärkt werden können, danach aber die Kapazitätsgrenze erreicht ist und zunächst keine weiteren Gebäude mit Ladestationen ausgerüstet werden können, ohne dass neue Transformatoren gebaut oder nachgerüstet werden. Im Ergebnis kann dies zu einem Wetttrüsten führen, bei dem nicht alle Antragsteller einen Anschluss erhalten können. Einige Städte wie München oder Hamburg haben dieses Problem bereits erkannt und haben begonnen, ihre Ortsnetztransformatoren umzurüsten.

These 5: Instandhaltungskosten steigen im Vergleich zu Mieten überproportional an.

Berichterstattungen über die **Entwicklung der Miet- und Kaufpreise bei Wohnimmobilien** berücksichtigen in ihrer Argumentation häufig nur die hohe Wohnraumnachfrage. Bedingt durch Material- und Lieferengpässe bei Baustoffen kam es in den vergangenen Jahren jedoch ebenfalls zu einem Anstieg der Bau- und Instandhaltungskosten.

Zur Erinnerung: Instandhaltung bedeutet, lediglich den ursprünglichen Zustand der Immobilie zu erhalten, wie er beispielsweise zum Zeitpunkt der Vermietung bestand. Hierzu ist ein Vermieter verpflichtet. Tut das der Vermieter nicht, können die Mieter unter Umständen die Miete mindern. Die Kosten der Instandhaltung dürfen nicht auf den Mieter umgelegt werden.

Die **Steigerung der Instandhaltungskosten** trifft alle Immobilieneigentümer, schmälert die Rendite oder kehrt

diese schlimmstenfalls ins Negative, sodass zusätzliche Gelder vom Eigentümer zur Beseitigung von baulichen Mängeln und zur Erhaltung des Zustandes bereitgestellt werden müssen.

Stellt man am Beispiel von Berlin die Entwicklung der Bau- und Instandhaltungskosten sowie die Entwicklung der durchschnittlichen Mietpreise gegenüber, zeigt sich, dass laut des Baupreisindex des Amtes für Statistik Berlin-Brandenburg die Instandhaltungskosten an Wohngebäuden zwischen Januar 2015 und August 2021 um **38,4 Prozent** gestiegen sind.

Dagegen stiegen die Durchschnittsmieten bei Bestandsgebäuden in Berlin im Vergleichszeitraum um 9,45 Prozent.

Der **Mietenspiegel** 2021 legte eine Mietsteigerung von einem Prozent für die Jahre 2019/2020 fest, nachdem der Mietendeckel in 2021 für verfassungswidrig und damit als ungültig erklärt wurde. Im Zeitraum Januar 2015 bis August 2021 stieg der Verbraucherpreisindex (VPI) in Deutschland um 10,1 Prozent.

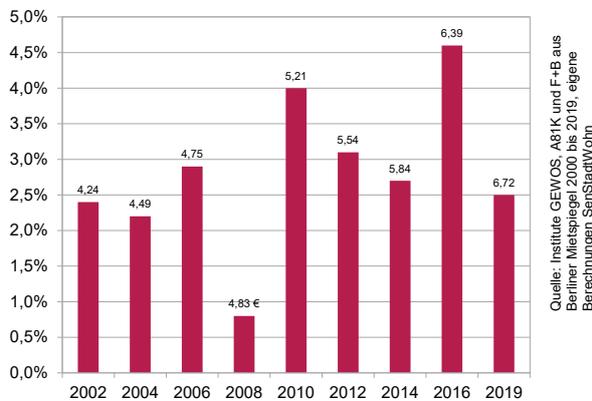
Folgende Erkenntnisse lassen sich daraus erkennen:

- In Berlin war die Steigerung der Bestandsmieten geringer als die Steigerung des VPI
- Die Steigerung der Instandhaltungskosten übertraf die Steigerung der Bestandsmieten um das 3,3-fache.
- Die Instandhaltungskosten sind deutlich stärker angestiegen als die Inflation.

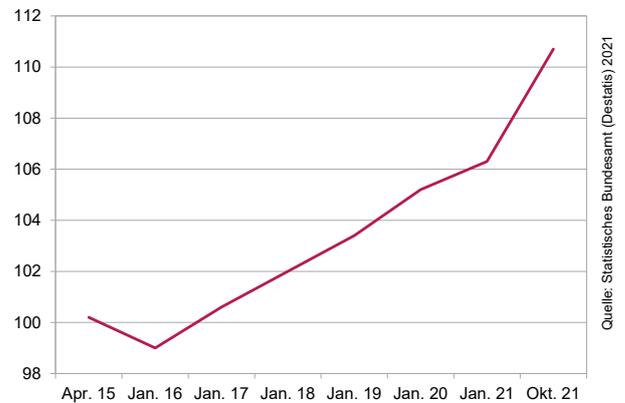
Da sich die Investitionen in Bau und Instandhaltung in den Metropolen konzentrieren, lässt sich die Entwicklung in Berlin auch auf alle anderen Metropolregionen Deutschlands übertragen.

Die neue Bundesregierung möchte im Rahmen des Koalitionsvertrags geltende **Mieterschutzregelungen** im Wohnungsmarkt beibehalten und noch erweitern. So möchte sie zum Beispiel durch die Verlängerung der Mietpreisbremse bis 2029, die Absenkung der Kappungsgrenze auf elf Prozent in drei Jahren bei bestehenden Mietverhältnissen und durch mietpreisdämpfende Einflussnahme bei Erstellung von Mietspiegeln Mietsteigerungen möglichst niedrig halten. Auch wenn es gemäß Prognose zu einer Normalisierung der Rohstoffpreise in 2022 kommen wird, ist dennoch weiterhin mit einem stärkeren Anstieg der

Berliner Mietenspiegel
(2002 – 2019, Mietsteigerung in Prozent und Euro)



Verbraucherpreisindex für Deutschland
(2015=100)



Instandhaltungskosten im Vergleich zu Bestandsmieten auszugehen.

These 6: Real Estate Private Debt gewinnt zunehmend an Relevanz.

In einem von anhaltend niedrigen Zinsen, Renditekompressionen und hohem Anlagedruck geprägten Investment-Umfeld haben sich **alternative Anlagen** in den letzten Jahren zu einem etablierten Baustein in der Asset Allokation entwickelt.

Mit **Real Estate Private Debt** (Immobilienkreditfonds) steht Anlegern in Deutschland seit 2015 eine alternative Anlage zur Verfügung. Per Definition des Bundesverbands Alternative Investments (BAI) beinhalten sie „[...] die Bereitstellung von Darlehen durch Nicht-Banken, die ohne Einschaltung des Kapitalmarkts vergeben werden.“ Die Fonds vergeben demnach Fremdkapital für Projektentwicklungen oder Bestandsankäufe in Fällen, bei denen die klassischen Kreditinstitute eine Finanzierung scheuen. Häufig sind hiervon Projektentwicklungen oder Investitionsmöglichkeiten betroffen, die von Natur aus eine hohe Finanzierungsquote aufweisen.

Ein wesentlicher Grund für die **Zurückhaltung der klassischen Kreditinstitute** ist der regulatorische Druck durch strenge Eigenkapitalvorschriften nach Basel III, die mit Basel IV weiter verschärft werden. Darüber hinaus führen gestiegene Immobilienpreise zu einem Rückgang der absoluten Beleihungshöhe. So beleihen Banken bei Erst-rangfinanzierungen in der Regel nicht mehr als 70 Prozent

des nachhaltigen Marktwerts und bieten somit in der Regel keine Vollfinanzierung (mehr) an. Immobilienkreditfonds können bis zu 80 Prozent des Marktwerts finanzieren. Die von Kreditinstituten hinterlassene Lücke zwischen dem Beleihungs- und dem Marktwert kann folglich von Immobilienkreditfonds geschlossen werden.

So zeigt die **Finanzierung im Fondsmantel** für Investoren und Kreditnehmer je nach Situation und Risikoprofil folgende Vorteile:

Investoren:

- Anspruch auf eine Verzinsung und Kapitalrückzahlung am Ende der Laufzeit, da es sich um festverzinsliche Immobilienfinanzierungen handelt.
- Stabile und meist planbare Cashflow-Erträge, vor allem bei Whole-Loan-Strategien.
- Zusätzliche Sicherheit durch einen Risikopuffer im Falle einer Wertminderung der Immobilie, da zunächst das vom Kreditnehmer einzubringende Eigenkapital immer vor dem Fremdkapital haftet.
- Risiko-Diversifikation und -Streuung durch Strukturierung mehrerer Einzelkredite als Kredit-Portfolio.
- Attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis im Vergleich zu direkten Investitionen in Immobilien. Die Renditeerwartungen (IRR) liegen bei Senior-Loans zwischen zwei und drei Prozent p.a., bei Whole-Loan zwischen vier und acht Prozent p.a. und bei Junior-Loan/Mezzanine zwischen acht und zwölf Prozent p.a.

Kreditnehmer:

- Schnellere Finanzierungszusage als bei Banken durch zügigere Kreditprüfung, insbesondere bei Grundstück In Berlin war die Steigerung der Bestandsmieten ankaufsfinanzierungen.
- Mehr Flexibilität bei Entwicklungsgrundstücken mit gesichertem Baurecht aber noch ohne Baugenehmigung. Banken orientieren sich hingegen grundsätzlich am Status quo.
- Stärkere Orientierung an Marktwerten und Cashflow-Erträgen der Immobilie.
- Nur noch ein Finanzierungspartner wird bei der Whole-Loan-Strategie benötigt.

Der Schwerpunkt liegt in Deutschland derzeit im Bereich **Junior-Loan- und Mezzanine-Fonds**, einem opportunistischen Ansatz, welcher Kredite zwischen 60 bis 80 Prozent des Marktwerts nachrangig besichert. In diesem Bereich besteht kaum Konkurrenz von Seiten der Banken. Aktuelle Marktbeobachtungen zeigen jedoch, dass neben Junior-Loan- und Mezzanine-Fonds auch zunehmend Whole-Loan-Fonds in Deutschland an Bedeutung gewinnen. Hierbei handelt es sich um einen defensiven Hybrid-Ansatz, bei dem Kredite bis zu 80 Prozent teilweise erstrangig besichert werden. Senior-Loan-Fonds – ein defensiver Ansatz, bei dem Kredite bis zu 60 Prozent des Marktwerts besichert werden – haben es aufgrund der starken Dominanz der Banken in Deutschland deutlich schwerer als in den USA oder anderen europäischen Ländern.

Mit der zunehmenden Regulierung von Banken sowie der anhaltenden Steigerung der Immobilienpreise muss auch in den kommenden Jahren mit Zurückhaltung der Banken bei Immobilienfinanzierungen gerechnet werden. Immobilienkreditfonds werden daher auch im kommenden Jahr weiter an Relevanz gewinnen.

Analysen vom Immobiliendienstleister Jones Lang LaSalle (JLL) zeigen, dass 2008 nur 0,8 Prozent des europäischen Immobilienkreditvolumens von Nicht-Banken finanziert wurden. 2015 stieg die Zahl auf 6,4 Prozent. Aktuell schätzt JLL den Anteil auf ca. 30 Prozent. Dem Inrev (Europäischer Verband für nicht-börsennotierte Immobilienfonds) zufolge, hat sich das aktuelle Gesamtvolumen gegenüber 2016 beinahe verdoppelt. Während 2016 insgesamt 30 Milliarden Euro auf 50 Fonds verteilt waren, sind 2021 58 Milliarden Euro in 95 Fonds investiert. Der Anteil von Kreditfonds an Immobilienfonds liegt bei 19 Prozent.

Der Anstieg im Angebot von Immobilienkreditfonds wird sich laut Einschätzungen von Wüest Partner auch in 2022 fortsetzen. Kommt neben den steigenden Immobilienpreisen in Zukunft auch noch ein Zinsanstieg hinzu, steigen die Kosten von klassischen Immobiliendarlehen und machen alternative Finanzierungsanbieter wie Immobilienkreditfonds aus Sicht von Kreditnehmern zusätzlich attraktiv.

Doch der wesentliche Treiber ist der **Renditedruck der Investoren**. Aufgrund der gesunkenen Renditen von bislang attraktiven Immobilieninvestments könnten Kreditfonds aus Renditesicht in Zukunft noch interessanter werden. Zusammenfassend bieten sie für Investoren als Ergänzung attraktive und vielfältige Möglichkeiten der Diversifikation.

These 7: Am Markt entstehen neue Investitionsmöglichkeiten in Form von Beteiligungen an Verrentungsmodellen.

Aktuell ist zu beobachten, dass das Geschäftsmodell Immobilienverrentung als neue Anlagemöglichkeit für Investoren entsteht. Eine Vielzahl von Unternehmen und institutionellen Anbietern wie u.a. Wertfaktor, Engel&Völkers, Heimkapital oder auch die Deutsche Teilverkauf treten mit dem Angebot eines „Immobilien-Teilverkaufs“ an private Immobilienbesitzer heran. Der Immobilieneigentümer verkauft hierbei nicht sein komplettes Haus, sondern nur einen Teil (bis zu 50 Prozent). Die Eigentümer nutzen nach dem Teilverkauf die Immobilie wie gewohnt weiter und zahlen für den übertragenen Anteil der Immobilie eine „Miete“ bzw. ein Nutzungsentgelt.

Das Angebot des Teilverkaufs ist eine Form der Immobilienverrentung und richtet sich insbesondere an die 60+ Generation. So leben mehr als die Hälfte der 18,5 Millionen Rentnerinnen und Rentner in der eigenen Immobilie. Nach einer Forsa-Umfrage soll jeder fünfte in einem Alter über 60 Jahre an einer „Immobilienrente“ interessiert sein. Die Deutsche Leibrenten AG, mit ca. 900 Verträgen bzw. Objekten und einem Portfoliovolumen von ca. 270 Millionen Euro Marktführer der Branche, sieht ein rechnerisches jährliches Marktpotenzial von rund fünf Milliarden Euro.

Das **Grundprinzip aller Immobilienverrentungsmodelle** lässt sich wie folgt zusammenfassen:

- Der Immobilienbesitzer verkauft sein Eigentum und erhält dafür den vereinbarten Verkaufspreis bzw. eine Rente.
- Zu Gunsten des bisherigen Eigentümers wird je nach Modell ein Wohnrecht oder ein Nießbrauchrecht im Grundbuch eingetragen, das die wirtschaftliche Nutzung der Immobilie ermöglicht und absichert.
- Das Nießbrauchrecht korrespondiert in der Regel mit der Verpflichtung, für den verkauften Anteil der Immobilie eine Miete oder Nutzungsentgelt zu zahlen.
- Gleichzeitig bleibt der bisherige Eigentümer bei den meisten Modellen auch weiterhin in vollem Umfang für notwendige Instandhaltungskosten zuständig.
- Der nicht verkaufte Immobilienanteil wird erst mit dem Tod oder auf Wunsch des Bewohners verkauft.

Investoren können an diesen Modellen partizipieren, indem sie Kapital für den (Teil-)Ankauf von Immobilien zur Verfügung stellen. Die Wertschöpfung des Geschäftsmodells setzt sich in der Regel aus folgenden Bestandteilen zusammen:

- Erweiterter Zugang zu Off-Market Wohnimmobilien
- Ankaufspreise unter Markt durch Wert- bzw. Nießbrauchabschläge
- Erleichterte Refinanzierung durch Grundbuchbesicherung und regelmäßigen Cash-Flow aus Zahlungen von Miete oder Nutzungsentgelten
- Wertsteigerungspotenziale bei weiter steigenden Immobilienpreisen ohne eigenen Capex-Einsatz
- „Cross-Selling“ bei Marktteilnehmern mit Maklernetzwerk

Varianten der Kapitalfreisetzung

Modell	Wohnrecht	Nießbrauch	Leibrente	Teilverkauf	Umkehrhypothek
Status des Nutzers	✓	Wirtschaftlich Berechtigter	Je nach Modell	Teileigentümer (mind. 50%)	Eigentüme
Nutzerstatus im Grundbuch	✓	✓	✓	✓	✓
Nutzer erhält Einmalzahlung	✓	✓	Möglich	✓	Möglich
Nutzer erhält laufende Zahlung	✗	✗	✓	✗	✓
Altersabhängiger Abschlag auf den Auszahlungsbetrag	✓	✓	✓	Je nach Anbieter und Modell	Ja, wenn lebenslang, Zahlungen
Nutzer leistet laufende Zahlung	✗	I.d.R. Entgelt (2,9% p.a.)	✗	Ja, bei Nießbrauch	Ja, Zinsen
Nutzer darf an Dritte vermieten	✗	✓	Je nach Modell	Ja, bei Nießbrauch	✓
Nutzer trägt Instandhaltungskosten	✗	✓	✗	Zumindest teilweise	✓
Wertentwicklung relevant für Nutzer	✗	✗	✗	✓	✓

Grundsätzlich benötigen die Verrentungsanbieter Zugang zu Kapital, um die Verrentung oder den (Teil-) Ankauf von Immobilien zu finanzieren. Finanzierungslücken, die neben der Bankenfinanzierung verbleiben, bieten Anlagemöglichkeiten für Investoren. Bei Renditeversprechen von ca. sechs Prozent p.a. und höher werden die Finanzierungslücken daher schon heute oft durch Private Equity geschlossen. Durch den Anlagedruck ist davon auszugehen, dass in 2022 zunehmend Spezial-AIFs mit Investitionsfokus auf deutsche Wohnimmobilien mit Nießbrauchvorbehalt antreten, um entsprechendes Fondskapital einzuwerben.

Auch wenn die demografische Entwicklung in Deutschland für ein großes Marktpotenzial spricht, dürften Verrentungs- oder Teilverkaufsmodele jedoch für viele Senioren wirtschaftlich nicht die beste Alternative zur Aufstockung der gesetzlichen Rente oder Deckung anderweitiger Bedürfnisse darstellen. Verbraucherschützer raten zu einer intensiven **Angebotsprüfung**. Sie selbst kommen mit Blick auf die Immobilienbewertungen und die Gebühren

Immobilienkreditfonds werden im kommenden Jahr an Relevanz gewinnen.

modelle der einzelnen Anbieter häufig zu einer Einschätzung „teuer und kaum zu empfehlen“. Das tatsächliche Marktpotenzial für die Immobilienverrentungen könnte daher deutlich kleiner ausfallen als unter demografischen Gesichtspunkten vermutet. Investoren sollten daher vorab eine intensive Angebotsprüfung vornehmen.

Immobilienmarkt Maßnahmen

Maßnahme 1: Als Investor aktiv Verantwortung bei der Erreichung der Klimaziele übernehmen.

Zur Aufgabe von Immobilieneigentümern und deren Asset Managern gehört das Bewusstsein für die Erreichung der gesamtgesellschaftlichen Klimaschutzziele. Dabei spielt der Beitrag jeder Immobilie eine Rolle.

Im ersten Schritt sollten Informationen über die Energieeffizienz des jeweiligen Gebäudes generiert werden. Hierfür ist im Bestand die Analyse von Verbrauchsdaten sowie der Gebäudesubstanz und -technik durch einen Energieberater sinnvoll. Im Ergebnis sollten mögliche Modernisierungsmaßnahmen identifiziert, bepreist und priorisiert werden. Zudem sind die aktuellen gesetzlichen Anforderungen an die jeweilige Immobilie zu prüfen, um diese als „Mindestanforderungen“ zu erfüllen. Weitergehende Maßnahmen zur CO₂-Reduktion sollten von den Investoren und ihren Managern im Anschluss auf Wirtschaftlichkeit, Umsetzbarkeit und Förderzuschüsse geprüft und gegebenenfalls geplant und ausgeführt werden.

Zudem gehört die Prüfung der Energieeffizienz zukünftig zum Teil der technischen Ankaufprüfung. Dadurch können Modernisierungen zur Steigerung der Energieeffizienz bereits frühzeitig identifiziert und nach dem Ankauf eingeplant werden.

Maßnahme 2: Förderungsmöglichkeiten für alternative Energiequellen nutzen.

Eine Maßnahme, um das weitere Vorgehen zu bestimmen, stellt die Auseinandersetzung mit den verschiedenen Förderungsmöglichkeiten dar. Denn die unterschiedlichen alternativen Energiequellen werden zu unterschiedlichen Anteilen gefördert.

In Neubauten werden Solarkollektoranlagen mit 30 Prozent der förderfähigen Kosten und Biomasse sowie Wärmepumpenanlagen mit 35 Prozent der förderfähigen Kos-

ten gefördert, sofern sie die entsprechenden technischen Mindestanforderungen erfüllen.

In bestehenden Gebäuden, das heißt solchen, in denen zum Zeitpunkt der Antragstellung bereits seit mehr als zwei Jahren ein Heizungs- bzw. Kühlsystem in Betrieb genommen war, das ersetzt oder unterstützt werden soll, werden unter anderem folgende alternative Energiequellen gefördert: Eine effiziente Wärmepumpenanlage, jegliche Solarthermieanlagen sowie Hybridheizungen. Zudem werden Austauschprämien für Ölheizungen vergeben.

Maßnahme 3: Immobilienbestand auf Potenziale für Photovoltaikanlagen analysieren.

Einen wesentlichen Einfluss auf die Entscheidung für eine PV-Anlage hat sicherlich die Wirtschaftlichkeit. Da hierzu keine pauschale Aussage möglich ist, muss jede Immobilie individuell auf ihre Potenziale analysiert werden. Aufgrund der Komplexität des Themas sollte eine solche Untersuchung in Zusammenarbeit mit einem Unternehmen erfolgen, das auf Mieterstromprojekte spezialisiert ist. Bei Neubauvorhaben ist die Installation einer PV-Anlage mit dem Projektentwickler zu besprechen, sofern der Genehmigungs- bzw. Bautenstand eine Anpassung noch zulässt.

Maßnahme 4: Rechtzeitige Sicherung der Hausanschlusskapazitäten durch Antragstellung bei den Netzbetreibern.

Möchte man sein Gebäude mit einer privaten Ladevorrichtung für Elektrofahrzeuge für die Zukunft ausstatten, sollte jetzt zeitnah eine Prüfung der vorhandenen Stromkapazitäten durch ein Fachunternehmen oder einen Fachplaner erfolgen.

Vor der Installation einer Ladeinfrastruktur im privaten Bereich muss sichergestellt werden, dass die vorhandenen Stromkapazitäten im Niederstrombereich ausreichend sind. Eine solche Prüfung sollte durch Fachleute (Elektroingenieure) erfolgen, die im Vorwege die Kapazität mit dem Netzversorger oder mittels einer Langzeitmessung feststellen können.

Wird festgestellt, dass der bisherige Hausanschluss nicht ausreichend ist, muss dieser verstärkt und hierzu ein Antrag beim jeweiligen Netzbetreiber gestellt werden.

Die Verstärkung des Hausanschlusses kann auch ohne direkte Realisierung einer Ladeinfrastruktur erfolgen, um sich zunächst die Kapazität zu sichern.

Maßnahme 5: Handlungsempfehlungen berücksichtigen, um Folgen der Diskrepanz von Instandhaltungskosten und Mieteinnahmen abzumildern.

- Bei Neuvermietungen Indexmiete nach §557b BGB vereinbaren. Damit werden die Mieten automatisch jährlich an den VPI angepasst.
- Bei Bestandsmietverträgen kann die ortsübliche Vergleichsmiete durch Vergleichswohnungen nachgewiesen werden. Die Erstellung der öffentlichen Mietenspiegel ist häufig politisch beeinflusst mit dem Ziel, möglichst geringe Steigerungen auszuweisen. Daher kann es sinnvoll sein, das aufwendigere Verfahren zu wählen und Mietsteigerungsbegehren mittels Vergleichswohnungen herzuleiten.
- Prüfen, inwieweit Großinstandhaltungsmaßnahmen zeitnah notwendig sind. Oft wollen Firmen ganze Bauteile „austauschen“ und nicht mehr reparieren. Häufig kann auch eine partielle Reparatur für einige Jahre Abhilfe schaffen.
- Schaffen eines verlässlichen, lösungsorientierten und kostensensiblen Netzwerkes aus Ingenieuren und Firmen vor Ort, die von der Hausverwaltung unterstützt werden. Hier ist der Immobilien-Assetmanager das Bindeglied um optimale, den Umständen gerecht werdende Lösungen mit dem Team vor Ort zu entwickeln.

Maßnahme 6: Investments in Immobilien durch Private Debt diversifizieren.

Ein Investment in Immobilienkreditfonds bietet sich als Ergänzung zu Investitionen in der Assetklasse Immobilie an. Die Vehikel sind meist Spezial-AIF und nur für institutionelle oder semiprofessionelle Anleger zugänglich.

Hinsichtlich der Auswahl eines Fonds sollten sich Investoren zunächst anhand ihres Risiko-Rendite-Profiles entscheiden, welche Investmentstrategie (Senior, Junior oder Whole-Loan) für sie in Frage kommt.

Abseits des Themas Kredit-Sicherheiten sollte geprüft werden, ob der Markt in dem der Fonds agiert, genug Eintrittsbarrieren für Konkurrenten vorhält und ob ausreichend Nachfrage seitens der Kreditnehmer herrscht.

Außerdem sollte der Fondsmanager über ein breites und tiefes Fachwissen und langjährige Erfahrungen – auch mit ausfallgefährdeten Krediten – vorweisen können. Darüber hinaus sind interdisziplinäres Wissen über Immobilien-, Banken und Beteiligungen und vor allem ein belastbares Netzwerk mit gutem Zugang zu vielen Deals erfolgsentscheidend.

Maßnahme 7: Verrentungsmodelle sollten als Investmentmöglichkeit auf der Watchlist bleiben.

Verrentungsmodelle könnten sich zukünftig als eine ergänzende Investitionsmöglichkeit zu klassischen Immobilieninvestments anbieten. Spezial-AIFs werden ihren Kapitalbedarf bei professionellen und semi-professionellen Investoren einwerben. Dabei wären die Anbieter, die Investitionsobjekte und das Renditeversprechen im Einzelnen zu prüfen und zu bewerten. Trotz der für die Verrentungsmodelle sprechenden demografischen Trends kommen diese nur für einen begrenzten Teil der Senioren-Haushalte mit Immobilienbesitz in Frage. Da es sich aktuell noch um einen Trend handelt, ist die Nachhaltigkeit zum jetzigen Zeitpunkt schwer einschätzbar, weshalb sich ein Einstieg derzeit aus unserer Sicht (noch) nicht aufdrängt und dieser Investmentansatz einen Platz auf der Watchlist erhält.

Strategiebeitrag Immobilien in 2022

Bestandsimmobilien bieten als Sachwert weiterhin Sicherheit in Form von planbaren Erträgen. Bei Neuinvestitionen ist die Nachkostenrendite aufgrund des hohen Marktpreisniveaus im Core Segment weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Die Gesamrendite wird dadurch auf die Wertänderungsrendite und damit auf den eher spekulativen Baustein der Gesamrendite reduziert. Renditen oberhalb von vier Prozent p.a. können mit risikoreicheren Investments mit z.B. Value-add-Strategien oder Engagements im Segment der alternativen Finanzierungen erzielt werden.

JAHRESAUSBLICK 2022: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

These 1: Im aktuellen Marktumfeld könnten auf den Konsumsektor spezialisierte Private-Equity-Manager Markt- vorteile gegenüber anderen Sektor- spezialisten entwickeln.

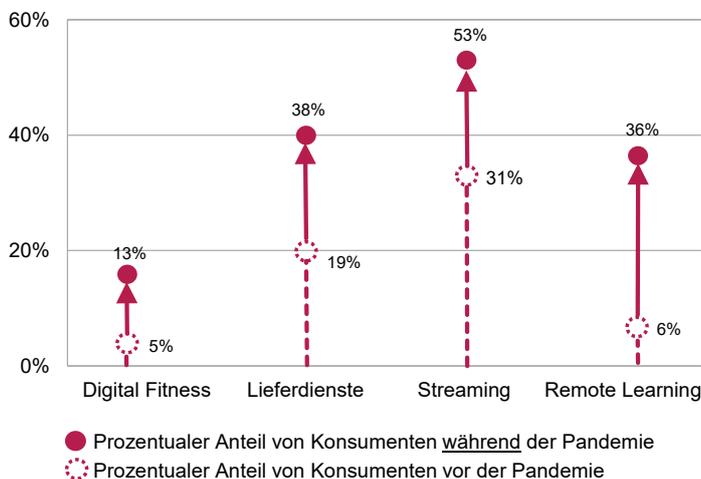
PE-Fonds, die sich auf den Konsumsektor spezialisieren, profitieren von kurz- und lang- fristigen Trends.

Die **privaten Konsumausgaben** stellen in den USA mit knapp 68 Prozent (Deutschland: 51,3 Prozent) die größte Komponente des Bruttoinlandsprodukts dar und sind somit einer der wichtigsten Treiber des Wirtschaftswachstums. Der Konsumsektor erwies sich in der Vergangenheit zudem als krisenresistent und dürfte aufgrund einer sich allgemein verbessernden Wirtschaftslage und hoher Investitionsbereitschaft weiterhin stark bleiben. Ein weiterer relevanter Einflussfaktor für die Konsumbranche ist die Entwicklung der Inflation, da eine sinkende Kaufkraft Konsumentscheidungen negativ beeinflussen kann. Das gegenwärtige Umfeld ist durch ein stark unausgeglichenes Verhältnis von Angebot und Nachfrage geprägt. Die Konsumnachfrage hat sich während der Pandemie von den Dienstleistungen auf

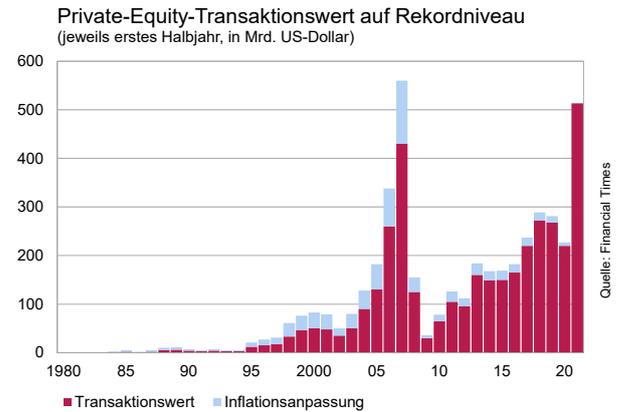
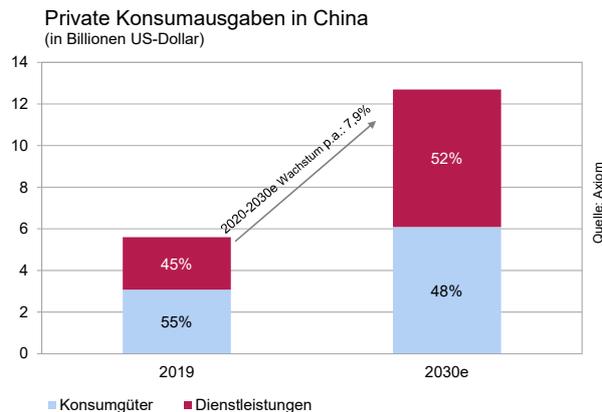
den Güterbereich verlagert. Wegen Lieferengpässen, gestiegener Transportkosten aufgrund knapper Kapazitäten und hoher Rohstoffkosten kann diese Nachfrage aktuell nicht bedient werden.

Im Zuge der zur Eindämmung der Corona-Pandemie verordneten **Lockdown Maßnahmen** haben sich diese insgesamt zunächst negativ auf einige Unternehmenszweige aus dem Konsumsektor ausgewirkt. Dieser Umstand hat nicht nur dazu geführt, dass das Konsumverhalten sich beispielsweise weg von Restaurantbesuchen und externen Freizeitaktivitäten hin zu Investitionen in die Ausstattung des Eigenheims verschoben hat, sondern er hat auch zu einer Beschleunigung der digitalen Revolution geführt. Unternehmen mit innovativen Geschäftsmodellen konnten somit von den neuen Rahmenbedingungen profitieren. Insbesondere Anbieter digitaler Lern- und Kommunikationsplattformen haben kurzfristig eine sehr starke Nachfrage erfahren, müssen allerdings noch beweisen, dass sie die neu gewonnenen Kunden bei einer Rückkehr zur Normalität halten können. In anderen Bereichen wie den Streamingdiensten, der digitalen Fitness und den Lieferdiensten, die ebenfalls von den Lockdown-Maßnahmen profitierten, dürfte der Wandel beim Konsumverhalten deutlich nachhaltiger sein. Durch Schaffung neuer Geschäftsmodelle haben sich für einige Unternehmen neue Wege aufgetan, den Konsumenten eine breite Produktpalette in einer anderen als der gewohnten Form anzubieten. Somit konnte gewährleistet werden, dass das Angebot an Konsumdienstleistungen stets aufrechterhalten werden konnte, und dass Konsumenten damit ihr Verhalten an die sich verändernden Marktumstände anpassen konnten. Besonders flexible Unternehmen zählten

Konsumentenverhalten vor und während der Pandemie



Quelle: L. Catterton



zu den Gewinnern, die von ihren Wettbewerbern Marktanteile hinzugewinnen konnten.

Immer relevanter im Konsumbereich werden die Herausforderungen im Zusammenhang mit der weltweiten **Lebensmittelversorgung und -produktion**. Bis zum Jahr 2050 wird ein Bevölkerungswachstum auf dann mehr als 9,1 Milliarden Menschen weltweit erwartet, wodurch eine effiziente Versorgung mit ausreichenden Lebensmitteln immer herausfordernder wird, zumal gleichzeitig die negativen Auswirkungen auf die Natur in Grenzen gehalten werden sollen.

Getrieben durch eine schnell wachsende asiatische Mittelschicht steigt darüber hinaus das frei verfügbare Haushaltseinkommen immer weiter an und erhöht die allgemeine Nachfrage im Konsumbereich. Im Zuge dessen dürften zukünftig insbesondere Bereiche wie Freizeitaktivitäten und Luxusgüter profitieren. Am Beispiel China, das die mit Abstand bedeutendste Volkswirtschaft in Asien ist, zeigt sich, dass im Jahr 2019 die Pro-Kopf-Konsumausgaben bei etwas mehr als 3.000 US-Dollar lagen und somit bei nur einem Zwölftel dessen, was US-Bürger ausgegeben haben. Bis zum Jahr 2030 wird ein jährlicher Anstieg des privaten Konsums um knapp acht Prozent auf 12,7 Billionen US-Dollar (2019: 5,6 Billionen US-Dollar) prognostiziert.

Unabhängig von langfristigen Wachstumstrends bietet das Konsumsegment auch in wirtschaftlich angespannten Phasen Investitionsmöglichkeiten. Diese finden sich insbesondere bei etablierten Marken mit weniger preissensitiven Kunden (nicht-diskretionäre Konsumgüter) wieder. Solche Marken haben im rezessiven Umfeld mehr Möglichkeiten, durch die Übernahme schwächerer Anbie-

ter den Markt zu konsolidieren, um so ihre Marktmacht noch weiter zu steigern. Neben den höheren, zukünftig zu erwartenden Konsumausgaben darf allerdings auch nicht die **Entwicklung der Inflationsrate** außer Acht gelassen werden: Sofern Konsumenten eine höhere als prognostizierte Inflationsrate erwarten, könnten bestimmte Käufe insbesondere im Bereich der zyklischen Konsumgüter vorgezogen werden, was sich zusätzlich positiv auf die kurzfristige Nachfrage auswirken dürfte.

PE-Fonds, die sich auf den Konsumsektor spezialisiert haben, können damit sowohl von kurz- als auch langfristigen Trends profitieren. Bei der Auswahl solcher Fonds sind unter anderem geographische Aspekte zu beachten, indem Chancen und Risiken einzelner Wirtschaftsräume berücksichtigt werden. Bei den Portfoliounternehmen sollte eine Ausgewogenheit zwischen hochmargigen (Luxus-)Gütern und niedrigmargigen, aber konjunktureresistenten Ge- und Verbrauchsgütern herrschen.

These 2: Der zurückgekehrte Trend zu sogenannten „Club Deals“ dürfte sich noch eine Weile fortsetzen.

In der ersten Jahreshälfte 2021 ist das **Private-Equity-Transaktionsvolumen** auf einen Rekordwert von rund 513 Milliarden US-Dollar gestiegen. Nominal wurde damit erstmals auch die Höchstmarke aus dem Jahr 2007 übertroffen, die jedoch inflationsbereinigt vorerst ihren Spitzenplatz knapp verteidigt.

Getrieben wird die Entwicklung vor allem durch die anhaltenden Erfolge bei der Kapitaleinwerbung, durch die den Private-Equity Gesellschaften hohe Beträge für neue Investitionen zur Verfügung stehen. Die Notwendigkeit, dieses

„Dry Powder“ zeitnah investieren zu müssen, führte zuletzt zu einer Rückkehr der sogenannten **Club Deals**. Bei diesen schließen sich mehrere – zumeist ohnehin recht große – Private-Equity Gesellschaften zusammen, um sehr große Transaktionen abzuschließen. So hat es im Juni 2021 mit der Übernahme von Medline Industries durch Blackstone, Carlyle und Hellman & Friedman für mehr als 30 Milliarden US-Dollar erstmals seit acht Jahren wieder ein Buyout in die Top-10-Liste der historisch größten Transaktionen geschafft und könnte sogar den Spitzenplatz erklimmen.

Historisch größte Buyouts und beteiligte PE-Gesellschaften

UNTERNEHMEN	PE-GESELLSCHAFT	JAHR	WERT (in Mrd. USD)
1. TXU	TPG, KKR	2007	32,1
Medline	Blackstone, Carlyle, H&F	2021	32,0
2. First Data	KKR	2007	25,7
3. RJR Nabisco	KKR	1988	25,1
4. Alltel	Atlantis	2007	25,1
5. Equity Office Prop.	Blackstone	2006	24,7
6. HJ Heinz	Berkshire Hath., 3G	2013	25,1
7. Dell	Silver Lake	2013	21,5
8. HCA	KKR, Bain	2006	21,2
9. Hilton	Blackstone	2007	20,2
10. Alliance Boots	KKR	2007	19,6

Quelle: CNBC

Bei Investoren stoßen diese Club Deals nicht immer auf Gegenliebe. Denn durch **unterschiedliche Interessen der beteiligten Managementgesellschaften**, gerade wenn deren investierende Fonds sich in verschiedenen Phasen des Portfolioaufbaus befinden, erhöht sich die Komplexität der Transaktionen. Dies kann den späteren Exit verkomplizieren. Noch schwerer wiegt für Anleger jedoch das Konzentrationsrisiko: Fonds können zwar breiter diversifiziert werden, wenn die notwendigen Eigenmittel eines Unternehmenskaufs nicht allein von einem Manager aufgebracht werden müssen. Allerdings haben Investoren nichts gewonnen, wenn sie bei allen beteiligten Fonds investiert sind. Dies ist besonders schmerzhaft, wenn die Fonds zusätzlich aus unterschiedlichen Assetklassen wie etwa Private Equity und Infrastruktur stammen und so die geplant unkorrelierten Erträge gleichgerichtet werden.

Andererseits bieten Club Deals auch **Vorteile**: Durch einen Zusammenschluss können gezielt komplementäre Fähigkeiten der jeweiligen Managementgesellschaften genutzt und so die Expertise erhöht werden. Dieser Faktor ist in

einem Umfeld hoher Bewertungen nicht zu vernachlässigen. Denn wo ein Markteffekt durch steigende Bewertungen nicht mehr zu erwarten ist, steigt die Bedeutung operativer Verbesserungsmaßnahmen. Dies gilt umso mehr, wenn der Markteffekt aufgrund steigender Zinsen tendenziell sogar negativ ausfallen könnte.

Durch die **Vereinigung mit Konkurrenten** kann darüber hinaus auch der Wettbewerb reduziert werden, was sich dämpfend auf steigende Preise auswirken kann. Gerade dieser Aspekt dürfte vor dem Hintergrund des erheblichen Investitionskapitals, sowie des damit einhergehenden Anlagedrucks der Fondsgesellschaften zu einer fortgesetzten Neigung zu Kooperationen führen – zumal sich auf diese Weise auch bedeutend größere Transaktionen stemmen lassen.

Bei der Auswahl von PE-Fonds ist darauf zu achten, ob und wie der jeweilige Fonds historisch seine Interessen in einem Club Deal durchsetzen konnte. Ein Fonds sollte eine aktive Rolle in der Wertschöpfung gespielt haben und sich nicht lediglich auf das Können seiner Mitinvestoren verlassen haben. Nicht zuletzt sollte ein Club Deal nicht das Ergebnis eines Bietergefechtes sein, bei dem sich zwei Konkurrenten zusammengeschlossen haben, um eine Transaktion zu überhöhten Preisen gesichtswahrend abschließen zu können.

These 3: Möglichen Sorgen vor einem inflationären Umfeld können Anleger am besten durch die Begrenzung möglicher Risiken begegnen.

Noch ist nicht klar, ob es sich bei dem zuletzt zu beobachtenden **Inflationsschub** um ein vorübergehendes Phänomen handelt, das durch die wirtschaftliche Wiederbelebung nach dem Auslaufen der Covid-Eindämmungsmaßnahmen ausgelöst wurde, oder um einen längerfristigen Trendwechsel, der durch geld- und fiskalpolitische Freizügigkeit befeuert wurde. Gerade deshalb lohnt es sich zu untersuchen, welche Auswirkungen eine anhaltende Inflation auf das Private-Equity-Modell hätte, um daraus bessere Investitionsentscheidungen ableiten zu können.

Eine fortgesetzte Preissteigerung würde sich im Wesentlichen über **zwei Faktoren** auf Private-Equity-Fonds auswirken:

1. Finanzierungen

Ein wesentliches Kennzeichen von Buyouts ist der nicht unerhebliche Einsatz von Fremdkapital zur Finanzierung der Transaktionen. Sofern Notenbanken zur Abfederung des Inflationsdrucks ihre Geldpolitik restriktiver gestalten, könnte dies unmittelbar zu steigenden Kapitalmarktzinsen führen. In einem Umfeld steigender Zinsen erhöhen sich mithin die Finanzierungskosten eines Portfoliounternehmens. Für neue Beteiligungen setzt dies aufgrund eines vorgegebenen Cashflows engere Grenzen für den maximalen Einsatz von Fremdmitteln. Bei gleichem Kaufpreis muss der Private-Equity-Fonds dies mit zusätzlichem Eigenkapital ausgleichen, was einen dämpfenden Effekt auf die Renditeerwartung hat. Aufgrund der zumeist variablen Verzinsung der Darlehen steigt auch bei den Bestandsbeteiligungen die Zinslast. Dies schlägt sich nicht nur negativ im jeweiligen Unternehmensergebnis nieder, sondern kann auch die Verhandlungen über notwendige Anschlussfinanzierungen erschweren. Bezogen auf die Finanzierungen hat eine höhere Inflation somit sowohl auf Neuinvestitionen als auch auf das Bestandsportfolio einen negativen Effekt.

2. Bewertungen

Anders verhält es sich mit den Unternehmenswerten, die sich unterschiedlich auf Neuengagements und auf Bestandsportfolios auswirken. Allgemein erhöht sich in einem steigenden Zinsumfeld die Attraktivität der Rentenmärkte bei der Neuanlage. Die damit einhergehenden höheren Renditeerwartungen werden auf der Eigenkapitalseite durch sinkende Bewertungen kompensiert. Bei neuen Transaktionen kann ein Private-Equity-Fonds daher von einem günstigeren Einstieg profitieren, was gleichzeitig auch die Risiken verringert. Da sich sinkende Unternehmenswerte unmittelbar auch in den aktiven Beteiligungen widerspiegeln, führen sie zu rückläufigen Portfoliowerten. Wie stark sich dieser Effekt auswirkt, ist vor allem davon abhängig, wie weit ein Private-Equity-Fonds in seinem Investitionszyklus bereits fortgeschritten ist und zu welchem Grad das Portfolio bereits realisiert ist.

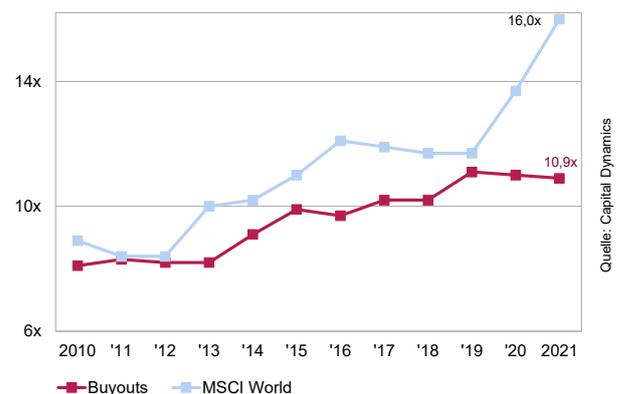
Beide Faktoren können Anleger nicht beeinflussen. Sie können lediglich versuchen, durch die Auswahl geeigneter Investitionsobjekte die negativen Auswirkungen möglichst gering zu halten. Zu bevorzugen wären dementsprechend Unternehmen, deren Ergebnis möglichst wenig durch stei-

gende Einsatzkosten belastet werden, sei es aufgrund **hoher Bruttomargen**, oder weil der Kosteneffekt an die Kunden weitergegeben werden kann. Beispiele sind Unternehmen, die sich ausschließlich an Geschäftskunden wenden (B2B), Produzenten nicht-diskretionärer Konsumgüter oder Gesellschaften mit leicht skalierbaren Geschäftsmodellen.

Darüber hinaus stellt ein inflationäres Umfeld zusätzliche **Anforderungen an die Unternehmensleitung**, insbesondere in Bezug auf das Management des Working Capitals. Im Vorteil dürften daher Unternehmen sein, deren Führungsriege frühzeitig um entsprechende Expertise verstärkt wird. Vor diesem Hintergrund könnte es aus Investorensicht sinnvoll sein, Managementgesellschaften zu favorisieren, die sich generell durch eine sehr aktive Auswahl geeigneten Personals bei ihren Portfoliounternehmen auszeichnen.

Bei Inflations Sorgen kann es sinnvoll sein, bei Neuanlagen im Bereich Private Equity die genannten Faktoren im Auge zu behalten. Insgesamt erscheinen die Risiken, die sich aus inflationsbedingten Bewertungsanpassungen ergeben, gerade im Vergleich zu anderen Assetklassen jedoch überschaubar. Zwar haben sich die Unternehmenswerte auch bei Buyouts in den vergangenen Jahren deutlich erhöht, allerdings sind sie weniger dynamisch gestiegen als etwa an den Aktienmärkten, bei denen das Rückschlagspotenzial größer erscheint.

Bewertungsmultiplikatoren bei Buyouts und vom Aktienmarkt (Unternehmenswert/EBITDA)



These 4: Durch eine fortgesetzte Konsolidierung des Vermögensverwaltungssegments verschwimmen die Grenzen zwischen klassischen und alternativen Managern zunehmend.

Auf die zehn größten **Anbieter im Bereich der Vermögensverwaltung** entfallen nach Angaben von Morgan Stanley lediglich 35 Prozent des 90 Bio. US-Dollar großen Gesamtmarktes. Damit zählt die Branche neben der Investitionsgüterindustrie zu den weltweit am stärksten fragmentierten Sektoren. Doch zuletzt zeigten sich wieder verstärkt Konsolidierungstendenzen: Kurz nachdem T. Rowe Price die Übernahme des Private-Debt-Managers Oak Hill angekündigt hatte, verleibte sich Franklin Templeton den Secondary-Spezialisten Lexington ein.

Klassische Investmentgesellschaften haben aufgrund des erheblichen Wettbewerbs mit **beständig sinkenden Margen** zu kämpfen. Allein von 2010 bis 2019 haben sich die jährlichen Vergütungen im Mittel von 0,96 Prozent p.a. auf 0,72 Prozent p.a. reduziert. Zusätzlicher Druck resultiert daraus, dass Anleger Kapital aus aktiv gemanagten Fonds abziehen, um dieses in kostengünstigere ETFs umzuschichten. Eine Steigerung des verwalteten Vermögens – etwa durch die Übernahme eines Konkurrenten – kann dabei helfen, die sinkenden Margen zu kompensieren.

Gleichzeitig können Akquisitionen jedoch auch helfen, den Wunsch der großen Investoren nach einer **Reduzierung ihres administrativen Aufwands** zu erfüllen. Denn je breiter die Produktpaletten der Anbieter sind, desto mehr Mittel lassen sich einigen wenigen Managern anvertrauen. Dadurch kann sich der anlegerseitige Governance-Aufwand erheblich reduzieren. In einer Erhebung von State Street wurde die Erweiterung der eigenen Investmentfähigkeiten daher auch als bedeutendster Treiber für weitere Übernahmen genannt. Vor diesem Hintergrund ist auch zu sehen, dass die Anbieter klassischer Investmentprodukte sich zuletzt verstärkt im alternativen Segment umgesehen haben.

Bislang wurden derartige Übernahmen zumeist durch den Manager herkömmlicher Anlageprodukte vorangetrieben. Nicht zuletzt aufgrund der gestiegenen Bedeutung alternativer Anlagen sowie der Größe vieler Anbieter entsprechender Produkte erscheint allerdings eine Akquisition zunehmend auch durch sie denkbar. Die **Marktkapitalisierung** der größten Private-Equity-Gesellschaft Blackstone

hat sich dem Niveau des größten Vermögensverwalters BlackRock angenähert, obwohl dessen verwaltetes Kapital 15-mal so groß ist. Ein Zukauf kann Managern illiquider Produkte zudem vor allem den Zugang zu Privatanlegern sichern. Trotz umfangreicher Bemühungen ist es bislang nicht geglückt, alternative Fonds abseits des institutionellen Segments breiteren Anlegerkreisen zugänglich zu machen. Hier könnten sowohl das Know-how als auch die technologischen Möglichkeiten klassischer Fondsmanager helfen.

M&A-Aktivität bei Vermögensverwaltern

DATUM	GESELLSCHAFT	SEGMENT	KÄUFER
Okt 18	Benefit Street	Private Debt	Franklin Templeton
Nov 18	Cartesian Re	unkorrelierte Erträge	Neuberger Berman
Mai 19	Oppenheimer	Investmentfonds	Invesco
Jul 19	Neptune	Investmentfonds	Liontrust
Sep 19	Miton	Investmentfonds	Premier Asset Management
Okt 19	BlueOrchard	Mikrofinanz, Impact	Schroders
Jul 20	Merian Global	Investmentfonds	Jupiter Fund Management
Jul 20	Legg Mason	Investmentfonds	Franklin Templeton
Dez 20	DCI	Investmentfonds	Blackstone Credit
Feb 21	Global Atlantic	Versicherungen	KKR
Mrz 21	Landmark	Secondaries	Ares
Mrz 21	Eaton Vance	Investmentfonds	Morgan Stanley
Apr 21	Waddell & Reed	Investmentfonds	Macquarie
Apr 21	BMO Europa	Investmentfonds	Columbia Threadneedle
Nov 21	Oak Hill	Private Debt	T. Rowe Price
Nov 21	Lexington	Secondaries	Franklin Templeton

Quelle: diverse, eigene Darstellung

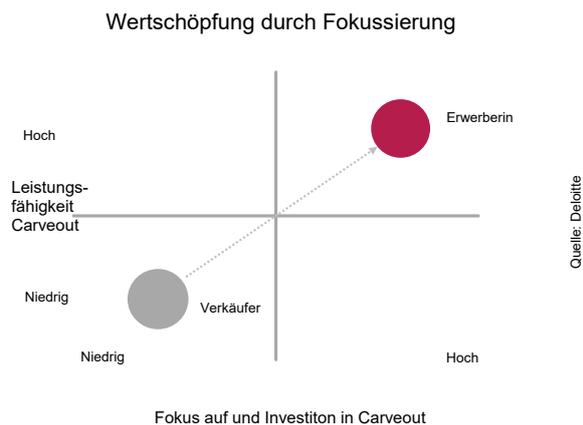
Für Investoren bedeutet diese Entwicklung, dass bei der Auswahl von PE-Fonds auf übergeordnete Interessen und mögliche Interessenskonflikte zu achten ist. Perspektivisch könnte die Entwicklung die Konditionen für Investoren verbessern, Wenn größere Gesellschaften versuchen, die Preisführerschaft zu erlangen, könnte dies auch im alternativen Segment Druck auf die Managementvergütungen ausüben.

These 5: Angesichts des verschärften Wettbewerbs um attraktive Investitionsmöglichkeiten kann eine Spezialisierung auf Carveouts eine Strategie zur Differenzierung für Private-Equity-Fonds im Jahr 2022 darstellen.

Als **Carveout** wird die Herauslösung eines Teils aus einem Gesamtunternehmen bezeichnet. Dies können Teile der

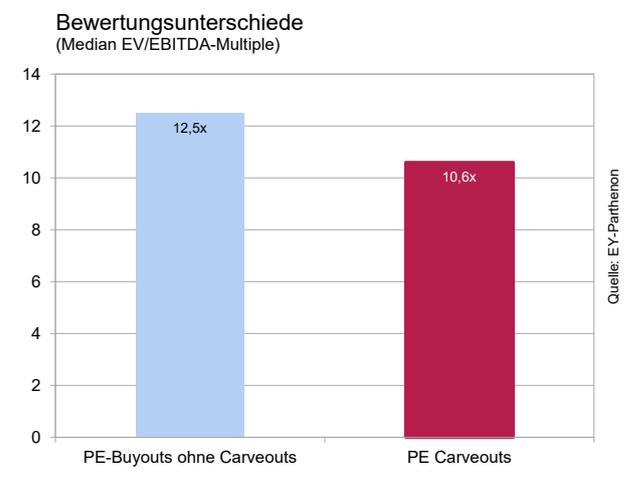
Produktion sein, Produktgruppen oder Landesgesellschaften. Die Motivation für den Verkauf liegt oftmals darin, dass Unternehmen ihre Strategie fokussieren oder verschieben wollen. Funktionen, die zukünftig extern eingekauft werden sollen oder nicht mehr zum Kerngeschäft zählen, stehen dann zur Disposition. Gerade börsennotierte Unternehmen begegnen regelmäßig der Forderung ihrer Investoren nach Komplexitätsreduktion durch den Verkauf von Unternehmensteilen. Auch die Möglichkeit, zinstragende Verbindlichkeiten durch Verkaufserlöse zu reduzieren, kann ein Motiv für Carveouts sein, das gerade in der Pandemie eine Rolle gespielt hat.

Carveouts können unterschiedliche Komplexitätsgrade aufweisen: So kann es **verwaiste Unternehmensteile** („Corporate Orphans“) geben, die eine eigenständige Struktur haben und prozessual sowie gesellschaftsrechtlich gut separierbar sind. Sie stehen außerhalb des strategischen Fokus ihrer Mutterunternehmen und werden in ihrer Entwicklung nicht gefördert. Dem gegenüber stehen Aktivitäten, die komplett in die Prozesse des abgebenden Unternehmens eingewoben sind. Hier gibt es oftmals keine eigene Verwaltung, Produktion, Vertrieb oder Kundenbetreuung. Sofern die abgespaltenen Unternehmensteile selbständig weitergeführt werden sollen, müssen diese Funktionen folglich von der Erwerberin neu geschaffen werden.



Private-Equity-Fonds können sich auf diese Strategie spezialisieren und damit eine Nische besetzen, in der die Bewertungen zumeist niedriger sind, weil der Aufwand der Wertsteigerung bedeutend höher ist.

Die niedrigeren Bewertungen sind im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass Carveouts ein vergleichsweise **hohes Maß an Komplexität** aufweisen, was höhere Kosten und Risiken zur Folge haben dürfte. Für die verkaufenden Gesellschafter hat der Abnahmewille eines Käufers eine größere Bedeutung als die Höhe des Kaufpreises, da der Investor ihnen überflüssig gewordene Aufgaben und Pflichten abnimmt. Handelt es sich um notleidende Unternehmensteile, werden oftmals überhaupt keine Kaufpreise gefordert oder sogar Sanierungskosten finanziert, um zukünftige Liquiditätsabflüsse zu vermeiden.



Um an diese Investitionsmöglichkeiten zu gelangen, sollte sich ein Private-Equity-Fonds im **Wettbewerb um attraktive Übernahmeziele** dezidiert positionieren. Ein PE-Investor kann sich durch Geschwindigkeit und Flexibilität von seinem Wettbewerb abheben. Strategische Investoren können hingegen üblicherweise leichter Verbund- und Skaleneffekte nutzen, die einen um bis zu 20 Prozent höheren Kaufpreis rechtfertigen können. PE-Investoren können ihren Nachteil dann wettmachen, wenn die Akquisition zu einer Buy-and-Build-Strategie beiträgt, die mit der Professionalität eines seriellen Investors ausgeführt wird. Dann kann ein PE-Investor dieselben Werthebel – Synergien, Umsatzpotenziale usw. – in Bewegung setzen.

Hat ein PE-Investor ein **Bieterverfahren** für sich entscheiden können, sollte er bei der Übernahme eines Carveouts vorsichtig und umsichtig agieren. Je nachdem, wie effizient ein Carveout gestaltet wird, können Einmalkosten und der Aufwand für Leistungen in der Übergangszeit zwischen 0,5 Prozent und 15 Prozent des Transaktionswertes variieren.

Wichtig sind daher die folgenden Aspekte:

- Ein Investor sollte den **Umfang des Carveouts** kennen, so dass er bemessen kann, welches Personal, welche Prozesse, Plattformen (beispielsweise IT-Systeme und Zulieferer) und Standorte übernommen werden und welche bei der Verkäuferin bleiben. Ob damit ein lebensfähiges, autonom agierendes Unternehmen geschaffen werden kann, ist hier die zentrale Frage.
- Der Erwerber muss ein genaues **Verständnis der Zahlen** gewinnen, denn oftmals ist der Carveout keine eigene rechtliche Einheit, vielleicht nicht einmal ein abgegrenztes Berichtsjahr im internen Rechnungswesen. Das kann dazu führen, dass historische Leistungen nicht richtig dargestellt und Aufwendungen nicht verursachungsgerecht zugeordnet wurden und somit einem Marktvergleich nicht standhalten. Ein pro-forma-Zahlenwerk hilft, den Betrieb zahlenseitig einzugrenzen und eine Basis für eine Planung als eigenständiges Unternehmen zu liefern.
- Ein Investor muss den **Grad der operativen Verknüpfung** des Carveouts mit der Verkäuferin untersuchen, um die Abnabelung vorzubereiten. So sind Vereinbarungen für die Überbrückung von organisatorischen Lücken zu treffen, bis eine eigene Infrastruktur aufgebaut oder die Integration in eine bestehende abgeschlossen wurde.

In der **Prüfung des Erwerbsvorhabens (Due Diligence)** muss die Erwerberin herausfinden, ob der Carveout optimal durch den Verkäufer vorbereitet wurde. Damit soll das Scheitern des Carveouts vermieden werden.

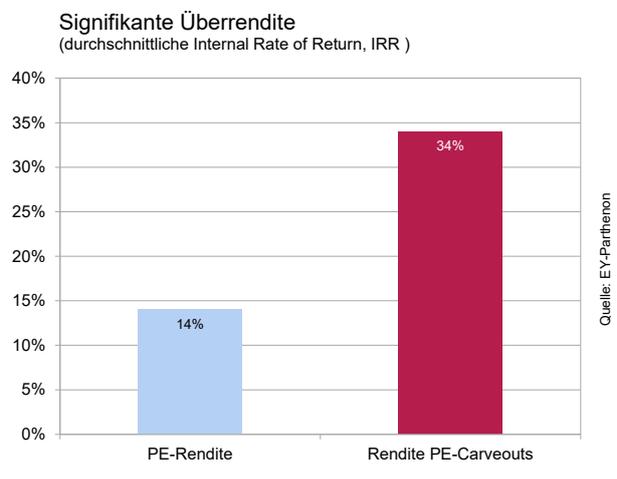
In der Praxis macht sich ein Fonds bereits während der Due Diligence Gedanken zum Tag Eins nach der Übernahme. Ein **Projektmanagement-Team** sollte sich dann zunächst auf die wichtigsten Aspekte des Geschäftes konzentrieren. Das sind in der Regel die IT-Infrastruktur sowie die liquiditätsrelevanten Bestell- und Bezahl-Prozesse. 100-Tage-Pläne konkretisieren die Umsetzung dieser und weiterer Maßnahmen wie zum Beispiel:

- Konzeptionierung und Umsetzung des neuen, eigenständigen Geschäfts- und Organisationsmodells (Target Operating Model, TOM)
- Einrichtung von Governance-Strukturen
- Zügige Hebung von Umsatz- und Kosteneinsparpotenzialen

- Etablierung von Finanzkennzahlen zur Unternehmenssteuerung (Key Performance Indicators, KPI) und der Wertsteigerung mit Blick auf den Exit.

Für den Erfolg des Carveouts und damit für einen renditestarken Exit sind diese ersten 100 Tage entscheidend.

Wenn sich die Pläne des Investors umsetzen lassen, werden zumeist überdurchschnittliche Renditen erzielt, die die Lösung der komplexen Aufgabe eines Carveouts belohnt. In einer von der Unternehmensberatung EY-Parthenon veröffentlichten Studie ist festgestellt worden, dass bei Exits ehemaliger Carveouts eine bedeutend höhere interne Verzinsung erzielt werden konnte.



Für Investoren können Private-Equity-Fonds, die sich mit ihrer Strategie auf Carveouts spezialisiert haben, eine interessante Ergänzung ihrer diversifizierten Portfolios sein. Mehr noch als anderswo gilt hier das Prinzip „Der Gewinn liegt im Einkauf“. Sofern am Anfang die komplexe Situation beherrscht wird und darauf zügig die Wertschöpfung erfolgreich umgesetzt werden kann, wird das Risiko mit attraktiven Renditen vergütet.

Beteiligungsmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1

Aufgrund ihrer passiven Rolle müssen sich Private-Equity-Investoren bei der Auswahl der Zielinvestments auf die Selektionsqualität des jeweiligen Managements verlassen. Anleger, die mit einer anhaltenden Inflation rechnen, können durch die Auswahl geeigneter Fonds allerdings versuchen, die negativen Auswirkungen der Preisstei-

gerungen zu begrenzen. Hierzu können bei der Auswahl von Fonds bestimmte Branchen wie nicht-diskretionäre Konsumgüter oder leicht skalierbare Geschäftsmodelle bevorzugt werden.

Maßnahme 2

Im weiterhin stark umkämpften Markt für Unternehmensbeteiligungen können sich für Investoren mit einer Allokation von auf Carveouts spezialisierte Fonds zusätzliche Renditepotentiale ergeben.

Private-Equity-Fonds, die sich im Wettbewerb um Carveouts klar gegen strategische Bieter positionieren und die Fähigkeit zur erfolgreichen Entwicklung der abgespaltenen Unternehmensteile demonstrieren können, eignen sich zum Ausbau eines bereits gut diversifizierten Private-Equity-Portfolios.

Strategiebeitrag Beteiligungsmarkt in 2022

Für ein diversifiziertes Portfolio liefern Beteiligungen weiterhin einen zuverlässigen Performancebeitrag. Angesichts anhaltend niedriger Zinsen offerieren Private-Equity-Fonds renditestarke Optionen um dauerhaft attraktive Renditen erzielen zu können. Durch die Langfristigkeit der Engagements ist die Konstanz der Investitionstätigkeit ein Schlüsselement dieser Strategie.

JAHRESRÜCKBLICK

Volkswirtschaft

Thesen für 2021	Beurteilung
1. Das Ende der Pandemie sorgt für eine kräftige Erholung der Weltwirtschaft.	✓
2. Die globale Geldpolitik bleibt expansiv.	(✓)
3. Die fiskalische Unterstützung lässt 2021 nach, gibt aber noch positive Impulse.	✓
4. Die Weltwirtschaft wächst 2021 mit 5,5 Prozent.	(✓)
5. Die US-Wirtschaft wird 2021 mit 4,0 Prozent wachsen.	✗
6. Chinas Wirtschaft wird 2021 mit 8,6 Prozent wachsen.	(✓)
7. Das Wachstum im Euroraum beträgt 2021 5,5 Prozent.	(✓)
8. Die britische Wirtschaft wächst 2021 mit 6,5 Prozent.	(✓)
9. Die Monetarisierung der Staatsschulden durch die Notenbanken muss keine negativen Nebenwirkungen haben.	✓
10. Die Inflation hat sich von der Entwicklung der Geldmenge abgekoppelt.	✓
11. Im laufenden Jahr ist noch nicht mit einem starken Anstieg der Inflationserwartungen zu rechnen.	✗

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Fazit

Unser Wachstumsoptimismus für 2021 hat sich als richtig herausgestellt. Die Geldpolitik blieb in den entwickelten Volkswirtschaften expansiv, allerdings gab es 2021 weltweit 94 Leitzinserhöhungen, die vor allem von den Schwellenländern ausgingen. Die fiskalischen Impulse ließen nach, da sich die Wirtschaft zunehmend von den Folgen der Pandemie erholt hat. Unsere Wachstumsprognose für die USA war zu niedrig, da der Impffortschritt schneller als erwartet kam und die Biden-Administration sehr große Fiskalpakete verabschiedete. Wir hatten die Prognose bereits in unserem Halbjahresausblick deutlich auf 6,5 Prozent angehoben. Geirrt haben wir uns bei den Inflationserwartungen, die im Laufe des Jahres kräftig gestiegen sind. Das lag an den Engpässen in den Lieferketten und dem kräftigen Anstieg der Energiepreise.

Liquide Vermögensklassen: Geldmarkt

Thesen für 2021	Beurteilung
1. Die EZB belässt die Zinsen auf ihren Niveaus. Die Geldpolitik wird das ganze Jahr über expansiv bleiben.	✓

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Fazit

Die EZB hat trotz der höheren Inflation an ihrer Geldpolitik festgehalten.

Liquide Vermögensklassen: Rentenmarkt

Thesen für 2021	Beurteilung
1. Die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe wird am Jahresende bei minus 0,4 Prozent liegen.	✓
2. Die Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe steigt auf 1,1 Prozent.	✗
3. Die Risikoaufschläge bei Peripherieanleihen bleiben auf tiefen Niveaus.	✓
4. Das Umfeld für Investment Grade-Unternehmensanleihen bleibt konstruktiv.	✓
5. Bei Schwellenländer- und High Yield-Anleihen ist Vorsicht geboten.	✗
6. Inflationsindexierte Anleihen profitieren von einer Normalisierung der Inflationserwartungen.	✓

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Fazit

Die Zinsen sind moderat angestiegen. Da in den USA die Inflation höher ist und die Erholung nach der Corona-Krise schneller erfolgte, sind dort die Zinsen schneller als von uns erwartet auf etwa 1,5 Prozent angestiegen. Das Umfeld für Spreadprodukte blieb angesichts der konjunkturellen Erholung, der geldpolitischen Unterstützung und der günstigen Gewinnsituation der Unternehmen konstruktiv. Schwellenländeranleihen konnten sich ebenfalls – und entgegen unseren Erwartungen – gut entwickeln. Inflationsindexierte Anleihen haben einen deutlichen Mehrwert erbracht, da die Inflationserwartungen kräftig nach oben geklettert sind.

Liquide Vermögensklassen: Aktienmarkt

Thesen für 2021	Beurteilung
1. Der Aktienmarkt wird in diesem Jahr durch die Gewinne getrieben.	✓
2. Bewertungsveränderungen werden nur einen geringfügigen Effekt auf die Aktienmärkte haben.	✓
3. Die Dividendenrenditen werden wieder steigen.	✓
4. Value-Aktien holen gegenüber Growth auf, leiden aber weiterhin unter dem niedrigen Zinsniveau	✓
5. Europäische und amerikanische Aktien sollten eine ähnliche Wertentwicklung erzielen.	✗
6. Schwellenländermärkte werden outperformen.	✗
7. Qualitätsaktien bleiben attraktiv.	✓
8. Wir erwarten den DAX zum Jahresende bei 14.250 Punkten.	✗
9. Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 3.950 Punkten.	✗

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Fazit

Die Aktienmärkte haben von der starken wirtschaftlichen Erholung auch im Zuge der Impfung und der fiskalpolitischen Impulse profitiert. Die Gewinne konnten dabei überdurchschnittlich wachsen und die Schätzungen deutlich übertreffen. Wenngleich die Diskussion um eine restriktivere Geldpolitik die Märkte tageweise aufscheuchte, trieb die Gewinnentwicklung die Aktienperformance in den USA und auch in Europa weiter an. Unsere optimistischen Prognosen wurden somit schnell erreicht. Die angepassten Prognosen zum Halbjahr von 16.350 beim DAX und 4.400 beim S&P 500 entsprechen mehr dem derzeitigen Stand. Insbesondere die frühzeitigen Impffortschritte und Corona-Lockerungen in den USA haben den US-Werten zu einem Vorsprung gegenüber europäischen Werten verholfen. Chinas neuer Regulierungskurs und das Verschuldungsproblem des Immobiliensektors trübte dagegen die Entwicklung der Schwellenländer. Value-Titel haben nach Auflösungen der Lockdown-Restriktionen einen Schub erhalten und lagen zeitweise deutlich über Wachstumswerten. Dieser Trend hielt aber nicht lange an, sodass sich ein Blend-Portfolio aus Qualitätswerten als sehr vorteilhaft erwies.

Liquide Vermögensklassen: Rohstoffmarkt

Thesen für 2021	Beurteilung
1. Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.800 US-Dollar je Feinunze.	✓
2. Der Preis eines Barrels Rohöl der Sorte WTI liegt am Jahresende bei 50 US-Dollar.	✗
3. Industriemetalle haben kaum noch Potenzial.	✗

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Fazit

Der Goldpreis hat aufgrund der steigenden Realzinsen nachgegeben. Der Ölpreis ist stark angestiegen, da die Nachfrage sich sehr kräftig erholt hat und das Angebot so schnell nicht ausgeweitet werden konnte. Viele Industriemetallmärkte waren das ganze Jahr über in einer Unterversorgung, sodass die Preise ebenfalls kräftig gestiegen sind.

Vermögensklasse: Immobilien

Thesen für 2021	Beurteilung
1. Die Preise für deutsche Wohnimmobilien steigen weiter.	✓
2. Die Regulierung der Mieten in den Metropolen wirkt dämpfend auf die Neuvertragsmieten. Im Neubau ist das Limit der Bezahlbarkeit für die breite Masse erreicht.	✓
3. Die Regulierung des Wohnungsmarktes nimmt noch weiter zu.	✗
4. Der Speckgürtel der Metropolen gewinnt weiter an Bedeutung, aber längst nicht überall.	✓
5. Der Einbruch der Büroflächenumsätze in Folge der Corona-Pandemie wird sich deutlich erholen. Der Erfolg des mobilen Office bedeutet nicht das Ende des stationären Büros.	(✓)
6. Data Center und digitale Infrastruktur profitieren von der zunehmenden Digitalisierung von Wirtschaftsprozessen. Investitionen in diesem Sektor bleiben aber Spezialisten vorbehalten.	✓
7. ESG-Aspekte werden für den langfristigen Erfolg von Immobilieninvestitionen immer wichtiger.	✓
8. Bei REITs bietet insbesondere der Reise- und Beherbergungssektor weiter hohes Rebound-Potenzial	(✓)
9. Inflation vs. Deflation – Immobilien profitieren stärker im Inflationsszenario.	✓
10. Der Strategiebeitrag der Immobilie im Anlageportfolio reduziert sich nicht nur auf die Rendite!	✓
11. Immobilienfinanzierungen – Die Kreditbedingungen bleiben besonders für gewerbliche Finanzierungen und Projektentwicklungen restriktiv.	✓

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Fazit

Die Immobilienpreise sind auch in 2021 weiter gestiegen. Die Neuvertragsmieten konnten mit dem Anstieg der Immobilienpreise bei deutschen Wohnimmobilien nicht mithalten. Während die Mieten in den Top 7-Städten nur leicht stiegen oder zum Teil stagnierten, stiegen die Kaufpreise weiter an. Im Zuge der Corona-Pandemie haben besonders die Speckgürtel der Metropolen vom Anstieg profitiert. Trotz der Debatte um Home-Office gab es weiterhin eine Nachfrage nach modernen, stationären Büros. Data Center und digitale Infrastruktur haben zwar stark von Corona profitiert, sind jedoch weiterhin Spezialisten vorbehalten. Das Thema Nachhaltigkeit/ESG hat in der Immobilienwirtschaft aufgrund der gesellschaftlichen Erwartungshaltung und politischer Vorgaben noch weiter an Relevanz gewonnen und sich zu einem dominierenden Branchenthema entwickelt. Rebound-Potenziale im Bereich Reise- und Beherbergungssektor waren nur von kurzer Dauer, da die Aktienmärkte zukünftige Erwartungen schnell eingepreist haben. In Zeiten von steigender Inflation wählten viele Anleger Immobilien als Inflationsschutz. Die Kreditbedingungen blieben für gewerbliche Finanzierungen und Projektentwicklungen unverändert restriktiv, weshalb die Nachfrage nach Brückenfinanzierungen gestiegen ist.

Vermögensklasse: Beteiligungen

Thesen für 2021	Beurteilung
1. Die Überrendite von Private Equity wird für die jüngsten Auflagejahre durch krisen- und bewertungsbedingte Faktoren belastet. Für die in den Jahren 2020 und 2021 initiierten Fonds erwarten wir wieder höhere Überrenditen, sodass die langfristige Renditeprämie gegenüber dem Aktienmarkt bestehen bleiben wird.	(✓)
2. Der Sekundärmarkt im PE-Segment bietet Anlegern neben Möglichkeiten der aktiven Portfoliosteuerung in Marktphasen mit gesteigerter Volatilität Gelegenheiten für opportunistische Investitionsmöglichkeiten.	✓
3. Private-Equity-Manager werden sich weiter spezialisieren, um in komplexen Branchen wie Healthcare erfolgreich Nischenpositionen aufbauen zu können. Für Anleger ergeben sich dadurch zusätzliche Möglichkeiten zur Diversifizierung ihres Private-Equity-Portfolios.	✓
4. Das auf notleidende Unternehmen fokussierte Segment von Distressed-Private-Capital-Fonds wird von einem erwarteten Anstieg von Unternehmensinsolvenzen im kommenden Jahr profitieren können.	✗
5. Die Einhaltung von ESG-Kriterien entwickelt sich zu einem wesentlichen Investitionskriterium von Private-Equity-Fonds, mit dem die Zukunftsfähigkeit der Investitionsstrategien gesichert wird.	✓
6. Trotz erheblicher Anlagechancen bei notleidenden Unternehmen sprechen veränderte strukturelle Voraussetzungen im Markt für selektives Handeln.	(✓)
7. Das aktuelle Marktumfeld bietet günstige Rahmenbedingungen für Private-Debt-Investitionen.	✓

✗ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

Fazit

Obgleich die Covid-19-Pandemie auch im Jahr 2021 allgegenwärtig blieb, zeigte sich der Private-Equity-Markt weitgehend robust. Der rasche Impffortschritt reduzierte die Gefahr einschneidender Eindämmungsmaßnahmen und erhöhte damit die Planungssicherheit der Unternehmen. Gleichzeitig waren wieder Reisen möglich, was Private-Equity-Gesellschaften überall dort Prüfungen möglicher Zielunternehmen vor Ort erlaubte, wo sich nicht ohnehin schon virtuelle Besichtigungen durchgesetzt hatten. Nachholeffekte aus aufgeschobenen Transaktionen sowie der Investitionsdruck von im Rekordumfang eingeworbenen Fonds sorgten für einen massiven Anstieg des Transaktionsvolumens. Dies schlug sich auch in den Bewertungen von Buyouts nieder, die ein neuerliches Rekordniveau erreichten. Hierzu trug jedoch auch der steigende Anteil der hochpreisigen Segmente Technologie und Healthcare bei.

IMPRESSUM

Herausgeber

Marcard, Stein & Co AG

Autoren

Björn Block, Christian Bösel, Nils Breckling, Thomas R. Fischer, Björn vom Hofe, Pascal Kilinski, Dr. Christoph Kind, Thomas Kühl, Gesine Müller, Jens Quast, Immo Siemers, Annette Streicher, Torsten Tiedemann, Hendrik Vahl

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

14. Dezember 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.

