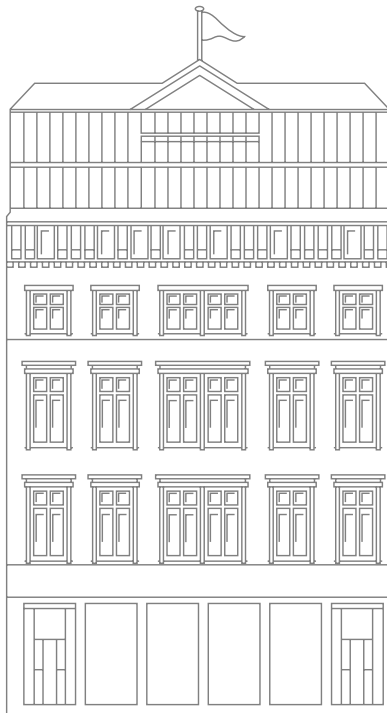


---

# MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

---



DIE FAMILY OFFICE BANK

**Jahresausblick 2023 und Rückblick 2022**

**Wie die Krise überwunden werden kann**



## VORWORT

Das Jahr 2022 wird den Anlegern in keiner guten Erinnerung bleiben. Sowohl bei Anleihen als auch bei Aktien stehen in den meisten Fällen Verluste zu Buche. Die Renditen fallen ernüchternd aus, insbesondere im Vergleich zu den rasant gestiegenen Inflationsraten. Realer Kapitalerhalt war in diesem Jahr kaum möglich.

Die Inflation hat fast alle Wirtschaftsakteure auf dem falschen Fuß erwischt. Während einer Konferenz im Sommer 2022 ließ der US-amerikanische Zentralbankpräsident Jerome Powell die Bemerkung fallen: „Wir verstehen besser, wie wenig wir über Inflation wissen“. Das ist eine erstaunliche Aussage für den Vertreter einer Institution, deren Hauptaufgabe darin besteht, die Inflation zu verstehen und zu steuern.

Im Nachhinein lassen sich die Ursachen der hohen Inflation leicht identifizieren. Während der Pandemie wurden die globalen Lieferketten, das Konsumverhalten und der Arbeitsmarkt kräftig durcheinandergeschüttelt. Niedrige Zinsen und staatliche Hilfen verhinderten eine Weltwirtschaftskrise, doch der Preis dafür war hoch. Die lockere Geldpolitik und die expansive Fiskalpolitik führten nicht nur zu einer rasanten Erholung der Kapitalmärkte, sondern setzten auch eine kräftige Inflation der Verbraucherpreise in Gang. Verschärft wurde die Situation dann durch den russischen Einmarsch in die Ukraine, der zu einer Explosion vieler Rohstoffpreise führte.

Das erste Mal seit vierzig Jahren waren alle großen Notenbanken nun mit dem Problem der Inflation konfrontiert. Und sie reagierten zum Glück richtig (wenn auch nicht immer prompt): Sie begannen, die Leitzinsen zu erhöhen. Das bekämpft zwar die Inflation, schwächt aber die Wirtschaft und die Kapitalmärkte.

Die bittere Medizin wird 2023 ihre Wirkung zeigen. Fast alle Indikatoren deuten darauf hin, dass die Inflationsraten zurückgehen werden. Erst nächstes Jahr wird die restriktive Geldpolitik ihre volle Wirkung entfalten und die Nachfrage weiter senken. Die Rohstoffpreise fallen seit längerem und der etwas stärkere Euro begünstigt die Preisentwicklung im Euroraum. Die globalen Lieferketten, die während der Coronapandemie extrem angespannt waren, funktionieren zunehmend besser. Die Lohnentwicklung bleibt insbesondere im Euroraum moderat. Dazu kommt ein positiver Basiseffekt, der die Inflationsraten ab März nächsten Jahres senken wird.

Nach dem schmerzhaften Jahr 2022 sind die Aussichten für das kommende Jahr besser. Das gilt insbesondere für die Rentenmärkte, die von der rückläufigen Inflation profitieren werden. Zudem liegen die Renditen vieler Unternehmensanleihen inzwischen über den Dividendenrenditen von Aktien.



An den Aktienmärkten werden die Anleger im kommenden Jahr Geduld brauchen. Viele Unternehmen dürften im kommenden Jahr unter Margendruck geraten und müssen mit abnehmenden Umsätzen rechnen. Die derzeitigen Gewinnerwartungen dürften sich daher als zu optimistisch erweisen. Im Laufe des Jahres sollte sich das Umfeld für Aktien allerdings verbessern. Durch den absehbaren Rückgang der Inflation zeichnet sich ein Ende der Zinsanhebungen ab. Davon sollten insbesondere Wachstumswerte profitieren, die in diesem Jahr besonders unter die Räder geraten sind. Auch die konjunkturelle Dynamik dürfte sich im Laufe des nächsten Jahres verbessern. Insgesamt spricht dieses Umfeld für einen vorsichtigen Wiedereinstieg in den Aktienmarkt mit Fokus auf qualitativ hochwertige Unternehmen, die auch in Krisenzeiten stabile Gewinne erwirtschaften können.

Auch die privaten Märkte stehen vor einigen Herausforderungen in 2023. Die Immobilienmärkte sehen sich erstmals seit langem mit erhöhten Renditeanforderungen und stark gestiegenen Finanzierungskosten konfrontiert. Bei Private Equity dauert das Fundraising inzwischen deutlich länger. Aufpassen müssen die Anleger im Euroraum bei ihren Währungspositionen. Nachdem der Euro eine lange Schwächephase hinter sich hat, erwarten wir für das kommende Jahr eine Gegenbewegung. Es drohen also Fremdwährungsverluste. Auch wenn dies mancherorts zu lesen ist, erscheint es übertrieben, die Kapitalmarktaussichten für das kommende Jahr als extrem gut zu beschreiben. Aber die Hoffnung, dass 2023 erfreulichere Resultate als das abgelaufene Jahr bringen wird, ist groß – und durchaus berechtigt.

*Thomas Fischer*

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes  
Hamburg, Dezember 2022



---

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>Vorwort</b>	<b>1</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>3</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>5</b>
<b>Taktische Allokationsempfehlung</b>	<b>8</b>
<b>Schwerpunktthema: Wie die Krise überwunden werden kann</b>	<b>9</b>
<b>Jahresausblick 2023: Volkswirtschaft und Geldpolitik</b>	<b>23</b>
Weltkonjunktur: Starker Gegenwind	23
USA: Hoffnung auf eine weiche Landung	25
China: Die Politik bremst das Wachstum	26
Europa: Die Energiekrise belastet	27
Devisenmarkt: Der Euro wird stärker	30
<b>Jahresausblick 2023: Liquide Vermögensklassen</b>	<b>32</b>
Rentenmarkt: Die Zinsen sinken wieder	32
Aktienmarkt: Die Geduldsprobe	36
Rohstoffmarkt: Bessere Aussichten für Gold	43
Hedgefonds: Wichtiger denn je	45
<b>Jahresausblick 2023: Vermögensklasse Immobilien</b>	<b>49</b>
<b>Jahresausblick 2023: Vermögensklasse Beteiligungen</b>	<b>62</b>
<b>Jahresrückblick</b>	<b>68</b>
Volkswirtschaft	68
Devisenmarkt	68
Geld- und Rentenmarkt	69
Aktienmarkt	70
Rohstoffmarkt	70
Hedgefondsmarkt	71
Immobilien	72
Beteiligungen	73
<b>Impressum</b>	<b>74</b>



## ZUSAMMENFASSUNG

Inflation, steigende Zinsen, Energiekrise und der russische Krieg gegen die Ukraine: Das Jahr 2022 wird vor allem wegen zahlreicher Krisen in Erinnerung bleiben. In unserem **Schwerpunkt** setzen wir uns mit diesen Krisen auseinander und arbeiten heraus, wie sie gelöst werden können. Die Inflation lässt sich durch eine unabhängige Geldpolitik in den Griff bekommen. Die europäische Energiekrise lässt sich kurzfristig nur durch Einsparungen, alternative Wege der Belieferung mit Energierohstoffen und enge Zusammenarbeit in der EU abmildern. Mittelfristig wird die geplante Energiewende die Abhängigkeit vom Ausland reduzieren. Für ein Ende des Ukraine-Kriegs gibt es unterschiedliche Szenarien: Eine Kapitulation der Ukraine, ein noch lang andauernder Stellungskrieg, eine vermittelte Verhandlungslösung zwischen beiden Kriegsparteien oder ein Rückzug Russlands. Die letzten beiden Szenarien, die der Westen bevorzugt, sind derzeit noch recht unwahrscheinlich. Im kommenden Jahr könnte sich das aber ändern.

Die Kaufkraftverluste, die sich aus der hohen Inflation ergeben, und die Belastungen durch die stark gestiegenen Zinsen belasten die Konjunktur. Der **volkswirtschaftliche Ausblick** auf das kommende Jahr fällt entsprechend verhalten aus. Europa steht vor einer Rezession, da insbesondere Deutschland von der Energiekrise hart getroffen wird. Die USA könnten dagegen eine Rezession vermeiden, wenn die Inflationsbekämpfung ohne einen deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit gelingt. In der Vergangenheit gingen deutliche Rückgänge der Inflationsraten zwar so gut wie immer mit einer steigenden Arbeitslosigkeit einher, doch könnte es diesmal tatsächlich anders sein. Wenn sich die Verwerfungen, die den US-amerikanischen Arbeitsmarkt seit dem Corona-

Schock prägen, wieder auflösen, ist eine sanfte Landung der US-Wirtschaft möglich. Die gute Nachricht für das nächste Jahr ist, dass der Inflationsdruck nachlassen wird – und zwar sowohl in Europa als auch in den USA.

Fast alle Notenbanken haben in diesem Jahr die Leitzinsen angehoben, um die Inflation zu bekämpfen. Vorreiter war die US-amerikanische Fed, während die Europäische Zentralbank lange zögerte. Diese Haltung schwächte den Außenwert des Euro. In unserer Analyse des **Devisenmarkts** argumentieren wir, dass sich dies im kommenden Jahr ändern wird. Die Inflationsraten werden im Euroraum zwar höher bleiben als in den USA, aber das Erholungspotenzial der Wirtschaft wird bei einer Verbesserung der konjunkturellen Lage im zweiten Halbjahr höher ausfallen. Wir erwarten daher bis Ende 2023 eine leichte Aufwertung des Euro nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber dem Britischen Pfund und dem Schweizer Franken.

Nach den starken Zinsanstiegen in diesem Jahr sind die **Rentenmärkte** aktuell so attraktiv bewertet wie lange nicht. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist doppelt so hoch wie die Dividendenrendite des S&P 500. Die Aussichten auf fallende Inflationsraten im kommenden Jahr und ein Ende der Leitzinserhöhungen

*Der volkswirtschaftliche Ausblick auf das kommende Jahr fällt verhalten aus.*

### Konjunkturprognosen Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2022 Ist-Werte	2023 Konsens	2023 Prognose Marcard
Welt	2,9 %	2,2 %	2,0 %
USA	1,8 %	0,6 %	1,1 %
Euroraum	3,1 %	0,3 %	0,3 %
China	3,3 %	4,7 %	4,5 %

versprechen Kursgewinne sowie gute Erträge von Unternehmensanleihen. Für praktisch alle Unternehmen im S&P 500 gilt, dass die Rendite der Unternehmensanleihen über der Dividendenrendite der Aktien liegt. Für Anleger am Rentenmarkt könnte 2023 daher ein ertragreiches Jahr werden.

In unserem Ausblick auf den **Aktienmarkt** argumentieren wir, dass viele Unternehmen im kommenden Jahr unter Margendruck geraten und mit abnehmenden Umsätzen rechnen müssen. Die derzeitigen Gewinnerwartungen könnten sich daher als zu optimistisch erweisen. Auch im Vergleich zu Anleihen sind die Bewertungen am Aktienmarkt derzeit nicht günstig. Im Laufe des kommenden Jahres dürfte sich das Umfeld für Aktien allerdings verbessern. Durch den absehbaren Rückgang der Inflation zeichnet sich ein Ende der Zinsanhebungen ab. Davon sollten insbesondere Wachstumswerte profitieren, die in diesem Jahr besonders unter die Räder geraten sind. Auch die konjunkturelle Dynamik dürfte sich im Laufe des nächsten Jahres verbessern. Insgesamt spricht dieses Umfeld für einen vorsichtigen Wiedereinstieg in den Aktienmarkt mit Fokus auf qualitativ hochwertige Unternehmen, die auch in Krisenzeiten stabile Gewinne erwirtschaften können.

Auch der Ausblick auf die **Rohstoffmärkte** ist von der wahrscheinlich bevorstehenden Rezession geprägt. Industriemetalle leiden unter der abnehmenden globalen Nachfrage genauso wie Öl. Für Gold gibt es dagegen bessere Perspektiven. Insbesondere die leichte Schwäche des US-Dollar spricht für einen Anstieg des Goldpreises. Auch der abnehmende Gegenwind durch steigende Zinsen begünstigt den Ausblick.

Das schwierige Marktumfeld von 2022 zeigte die Vorzüge von Absolute Return-Strategien und **Hedgefonds**. Die Attraktivität von Hedgefonds wird voraussichtlich auch im Jahr 2023 anhalten. Die gestiegenen Zinsen kommen Hedgefonds zugute, die oft eine hohe Cash-Haltung zur Bedienung von Verbindlichkeiten aus Derivategeschäften haben. Das schwierige konjunkturelle Umfeld begünstigt Manager, die genau auf solche Situationen spezialisiert sind. Das Comeback der Wandelanleihen kommt Hedgefonds zugute, die sich auf Convertible Arbitrage spezialisiert haben. Schwieriger wird es dagegen für Trendfolger, da sich im kommenden Jahr ein Wendepunkt bei der Zinsentwicklung abzeichnet. Insgesamt wird das nächste Jahr den Hedgefonds-Managern viele Opportunitäten bieten.

Die Schlüssel zum Erfolg sind ein sehr aktives Management und die Diversifikation der Renditequellen über alle Anlageklassen und Strategien hinweg.

Nach 13 Jahren mit steigenden Preisen markiert das Jahr 2022 einen Wendepunkt an den **Immobilienmärkten**. Ursächlich hierfür sind vor allem die gestiegenen Zinsen. Alternative Kapitalanlagen, wie beispielsweise Anleihen, rentieren wieder höher, dementsprechend werden auch an Immobilien höhere Renditeanforderungen gestellt. Hinzu kommt, dass sich die für Immobilieninvestitionen besonders relevanten langfristigen Finanzierungszinsen innerhalb eines Jahres vervielfacht haben, was weiteren Druck auf die Immobilienpreise ausübt. Aber auch die Mietmärkte sind betroffen. Auf den Wohnungsmärkten führen stark gestiegene Nebenkosten viele Haushalte an die Belastungsgrenze. Auf den gewerblichen Immobilienmärkten trüben sich infolge von Pandemie, Krieg in der Ukraine, gestiegenen Energiepreisen, Lieferkettenproblemen, Personalengpässen und erhöhten globalen Risiken die Konjunkturaussichten und damit auch die Erwartungen an die zukünftige Flächennachfrage ein. Der schwache Marktausblick drückt sich auch in zunehmend selektiven Investitionsentscheidungen von Investoren und demzufolge einem rückläufigen Transaktionsvolumen aus.

Eine fortdauernde Herausforderung für **Private-Equity-Manager** dürfte das deutlich und im historischen Vergleich rapide gestiegene Zinsniveau gleich in dreifacher Hinsicht darstellen: Zunächst einmal wirkt es sich negativ auf die Bewertung von Bestandsunternehmen aus; zudem erhöht es die Rendite und damit die Attraktivität von Anlagealternativen mit geringerem Risikoprofil; und schließlich setzt es der wirtschaftlichen Fremdfinanzierung der Portfoliounternehmen Grenzen. Dies wiederum könnte die Kapitaleinwerbung erschweren, sowohl in Bezug auf Kapitalzusagen von Private-Equity-Investoren als auch auf etwaige Fremdfinanzierungen, und im Zuge rückläufiger Bewertungen dem Trend einer in den vergangenen Jahren immer kürzer gewordenen durchschnittlichen Haltedauer entgegenwirken.

Ein konjunktureller Abschwung mit tendenziell rückläufigen Bewertungen von Bestandsinvestments könnte den Anreiz für Manager erhöhen, ihren Track Record „optisch aufzubessern“. Cross-Fund-Sales und insbesondere Continuation Vehicles dürften als Exit-Kanäle für PE-Fonds weiterhin attraktiv bleiben, Investoren können auf die



veränderten Umstände durch anhaltend hohe Selektivität bei der Auswahl von Private-Equity-Managern reagieren.

Manager mit einem starken Fokus auf operative Ansätze zur Wertsteigerung ihrer Portfoliounternehmen dürften sich aufgrund der geringeren Bedeutung von Multiple-Ausweitung sowie Fremdkapitalfinanzierung für die „Value

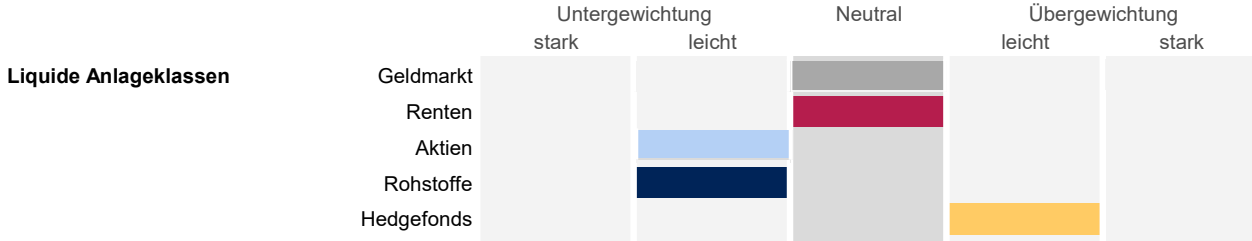
Creation“ gegenüber den Herausforderungen des kommenden Jahres als besonders widerstandsfähig erweisen und weiterhin eine überdurchschnittliche Performance erzielen können. Darüber hinaus sollten Investoren untersuchen, welchen aktiven Einfluss der Buyout-Manager auf die Wertschöpfung nimmt. Ein mögliches Hilfsmittel hierfür kann die Valuation Bridge sein.

## PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

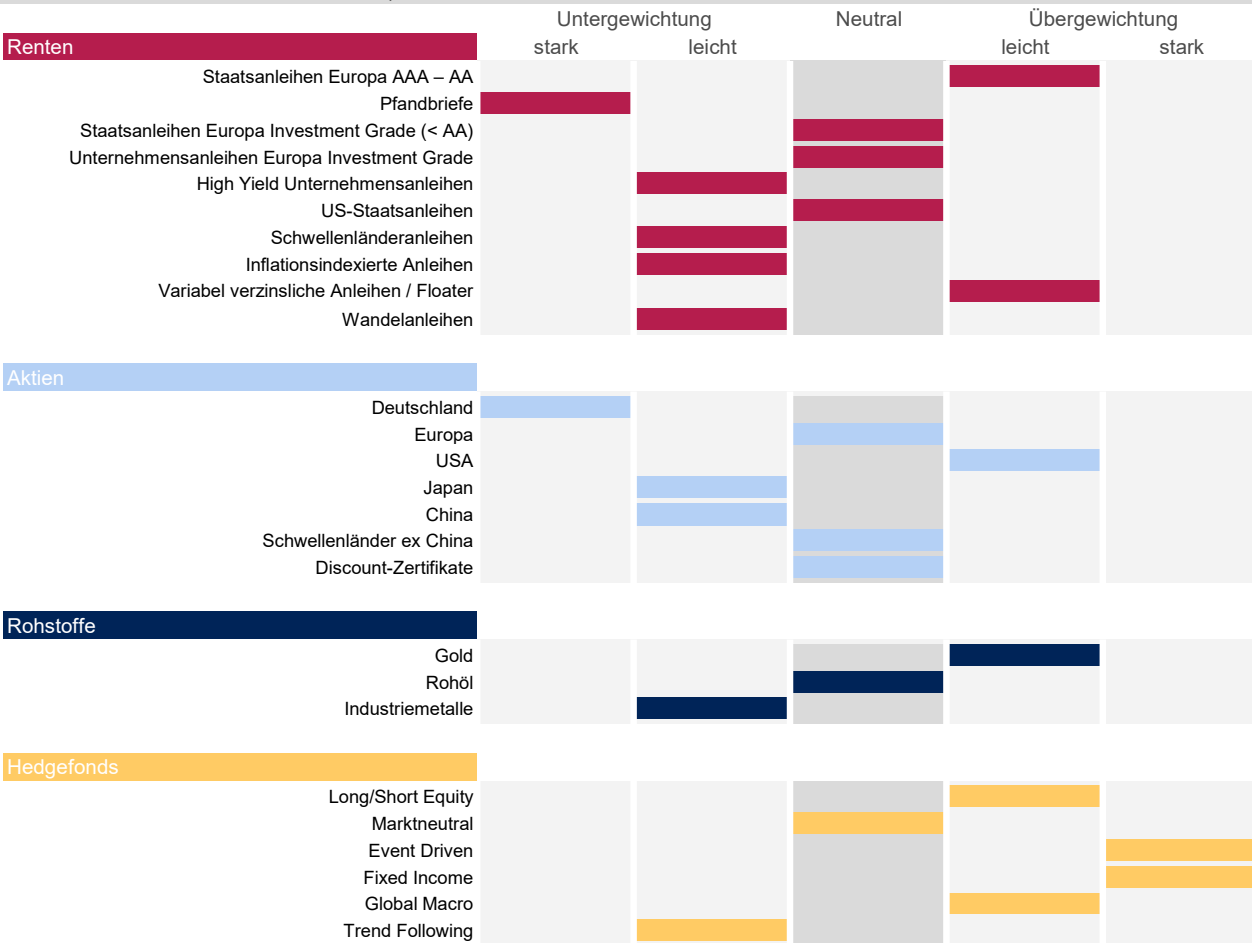
Vermögensklassen	2023 Prognose Marcard	Erläuterung
<b>Liquide</b>		
DAX	14.800 Punkte	Margendruck und Umsatzeinbußen schmälern die Gewinne. Im Vergleich zu Anleihen sind Aktien zudem nicht günstig bewertet. Nach Rückschlägen in der ersten Hälfte des nächsten Jahres können sich die Aktienmärkte bis Ende des Jahres stabilisieren, da Inflation und Zinsdruck nachlassen werden.
Bundesanleihen (10 Jahre)	1,7 Prozent	Relativ zu den Aktienmärkten sind Staatsanleihen insbesondere für institutionelle Anleger eine echte Alternative geworden. Rückläufige Inflationsraten erhöhen zudem die reale Rendite und begünstigen die Nachfrage.
US-Dollar	1,10 EUR/USD	Die Zinsdifferenzen zwischen den USA und dem Euroraum werden sich etwas einengen. Zunehmender Risikoappetit der Anleger im Laufe des Jahres wird die Nachfrage nach dem Euro erhöhen.
Gold	1.900 US-Dollar je Feinunze	Der etwas schwächere US-Dollar stimuliert die Gold-Nachfrage. Der Zinsnachteil der Gold-Haltung nimmt zudem bis zum Jahresende ab.
<b>Immobilien</b>		
Wohnimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 3 Prozent	Bei gleichbleibenden Mieten und sinkenden Immobilienwerten / Einstandspreisen steigt die Ausschüttungsrendite.
Gewerbeimmobilien in Deutschland (Top-Lage und Top-Qualität)	Mögliche Ausschüttungsrendite: 5 Prozent	Bei gleichbleibenden Mieten und sinkenden Immobilienwerten / Einstandspreisen steigt die Ausschüttungsrendite.
Beteiligung an Real Estate Private Equity Investitionen	Mögliche Gesamtrendite: > 10 Prozent	Deutlich gestiegene Renditeanforderungen im opportunistischen Segment aufgrund sinkender Immobilienwerte und eingetrübter Konjunkturaussichten.
<b>Beteiligungen</b>		
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	In Zeiten steigender Zinsen profitieren Investoren im Segment Private Debt von den üblicherweise variabel verzinsten Krediten. Die Renditeerwartung bleibt aber weitgehend unverändert, da sich aufgrund der höheren Belastung für die Unternehmen auch deren Ausfallrisiko erhöht.

## TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

### TAKTISCHE GRUNDALLOKATION INNERHALB DER LIQUIDEN ANLAGEKLASSEN



### ALLOKATION INNERHALB DER LIQUIDEN ANLAGEKLASSEN



## SCHWERPUNKTTHEMA: WIE DIE KRISE ÜBERWUNDEN WERDEN KANN (UND WELCHE KRISEN 2023 KOMMEN KÖNNTEN)

Zugegeben: Der Begriff der Krise wird inflationär verwendet. Wenn Bayern München zwei Bundesliga-Spiele in Folge verliert, ist das für manche schon eine Krise. Mit Blick auf die Situation, in der sich die Welt zum Jahreswechsel 2022/23 befindet, ist der Krisenbegriff allerdings mehr als angemessen. Tatsächlich ist sogar der Plural nötig, denn wir befinden uns in mehreren Krisen gleichzeitig. Die Wirtschaft steuert auf eine Rezession zu, die von hoher Inflation begleitet ist. Ausgelöst wurde diese **Wirtschaftskrise** durch mehrere andere Krisen: Den dramatischen Nachfrageverschiebungen und Lieferkettenproblemen während der Coronapandemie, den wirtschaftspolitischen Fehlern des Jahres 2021 (die wir in unserem Halbjahresausblick analysiert haben) und dem Wachstumseinbruch in China. In Europa kommt die **Energiekrise** hinzu, die die Region noch über viele Jahre hinweg belasten wird. Diese Krise wiederum wurde vom russischen Überfall auf die Ukraine ausgelöst, der eine der größten **geopolitischen Krisen** seit dem zweiten Weltkrieg ist.

Dieser Krisen-Cocktail ist wirklich schwer verdaulich und hat den Anlegern in diesem Jahr sowohl Verluste bei Aktien als auch bei Anleihen beschert. Doch für das nächste Jahr scheinen die Anleger optimistischer zu sein, was zum Jahresende zu einer deutlichen Gegenbewegung bei Zinsen und Aktien geführt hat. In diesem Schwerpunktteil wollen wir daher untersuchen, ob dieser Optimismus gerechtfertigt ist und ob die vielen Krisen lösbar sind.

Im ersten Abschnitt analysieren wir die **Inflation**. Die hartnäckig hohen Inflationsraten erfordern eine sehr restriktive Geldpolitik, die das Wachstum im kommenden Jahr spürbar abbremsen wird. Wir diskutieren die Frage, ob die Geldpolitik überhaupt effektive Instrumente zur Inflationsbekämpfung besitzt und die Zentralbanken unabhängig genug sind, um den Kampf gegen die Inflation zu gewinnen.

Die Probleme, die sich aus der **europäischen Energiekrise** ergeben und die wir im zweiten Abschnitt analysieren, sind kurzfristig ohne Einsparungen beim Verbrauch kaum lösbar. Die Krise selbst wird, wie der Internationale Währungsfonds in seinem „World Economic Outlook“ schreibt, noch länger anhalten: „Die Energiekrise, insbesondere in Europa, ist kein vorübergehender Schock. Die geopoliti-

sche Neuausrichtung der Energieversorgung nach dem Krieg Russlands gegen die Ukraine ist umfassend und dauerhaft. Der Winter 2022 wird für Europa eine Herausforderung werden, aber der Winter 2023 wird wahrscheinlich noch schlimmer sein.“ Wir stellen Szenarien vor, wie der mittelfristige Ausweg aus dieser Situation für Deutschland aussehen könnte.

Die **geopolitische Krise** ist Gegenstand des dritten Abschnitts. Der russische Überfall auf die Ukraine ist der Hauptgrund für die Energiekrise in Europa und trägt maßgeblich zum Inflationsdruck bei. Der Krieg, der von russischer Seite als kurze „Sonderoperation“ geplant war, ist außer Kontrolle geraten. Die Ukraine kann durch die Unterstützung des Westens, allen voran der USA, den russischen Vormarsch stoppen und teilweise Gebiete zurückerobern. Russland wendet zunehmend terroristische Mittel an, um eine drohende Niederlage abzuwenden. Über allem steht die russische Drohung, Nuklearwaffen einzusetzen. Auch wenn diese Gefahren real sind, muss der Krieg nicht zwangsläufig in einer nuklearen Katastrophe enden. Wir erläutern, welche alternativen Wege es zur Beendigung des Kriegs gibt.

Die Aussichten stehen gut, dass im kommenden Jahr die Inflationsraten wieder zurückgehen und sich die Energiekrise etwas entspannt. Selbst ein Ende des Kriegs ist möglich. Dafür könnten andere Krisen kommen. Im letzten Abschnitt analysieren wir **drei Risikoszenarien für das kommende Jahr**. Das anhaltend schwierige wirtschaftliche Umfeld könnte einigen Marktteilnehmern so große Probleme bereiten, dass es zu Zahlungsschwierigkeiten und Insolvenzen kommt. Auch eine neue Eurokrise kann nicht ausgeschlossen werden. Am wahrscheinlichsten ist aber, dass sich der sino-amerikanische Konflikt im kommenden Jahr weiter zuspitzen wird.

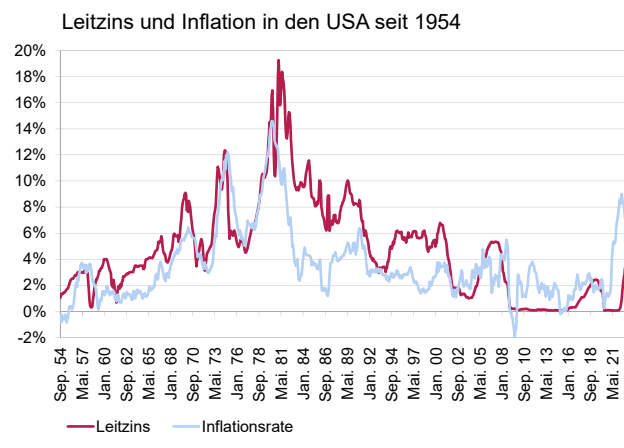
### **Inflation: Wie man die Zahnpasta zurück in die Tube bekommt**

**Inflation ist wie Zahnpasta.** Wenn sie erst einmal aus der Tube heraus ist, bekommt man sie nicht mehr so leicht wieder hinein. Der Grund dafür ist, dass steigende Inflationsraten das Verhalten und die Erwartungen der Wirtschaftsak-

teure verändern. Unternehmen heben ihre Verkaufspreise an, Verbraucher sehen ihre Kaufkraft angesichts steigender Preise schwinden und Gewerkschaften fordern höhere Löhne und Gehälter, um diesen Effekt auszugleichen. Die höhere Inflation setzt sich in den Köpfen der Menschen fest und ist gekommen, um zu bleiben.

Helfen kann in dieser Situation vor allem die **Geldpolitik**, deren oberstes Ziel die Wahrung der Preisstabilität ist. Der Geldpolitik stehen unterschiedliche Instrumente für die Inflationsbekämpfung zur Verfügung, die vor allem dazu dienen, die Zinsen zu steuern. Höhere Zinsen dämpfen die Nachfrage und sind daher ein geeignetes Mittel, um eine der Ursachen von Inflation zu bekämpfen. Selbst wenn der Inflationsdruck vor allem von der Angebotsseite kommt, ist die Zinspolitik ein geeignetes Gegenmittel (wobei die Nebenwirkungen in Form von höheren Wachstumseinbußen dann deutlich zunehmen).

**Steigende Zinsen sind also in der Tat ein geeignetes Mittel, um Inflation zu bekämpfen.** Müssten dann nicht aber steigende Zinsen mit rückläufigen Inflationsraten einhergehen? Ein Blick auf die Zeitreihen für Leitzinsen und Inflation in den USA scheint das Gegenteil nahezu legen: Beide Reihen weisen einen deutlichen Gleichlauf auf. Für andere Länder sehen diese Zusammenhänge ähnlich aus. Ist die Zinspolitik also in Wahrheit völlig machtlos gegen Inflation und am Ende sogar deren eigentliche Ursache?! Schließlich erhöhen steigende Zinsen die Kapitalkosten und könnten daher sogar den Preisdruck noch erhöhen. Hat also der türkische Präsident Erdoğan recht, der die Zentralbank im Kampf gegen die Inflation anweist, die Zinsen zu senken?



Des Rätsels Lösung besteht darin, dass zwischen **nominalen und realen Zinsen** unterschieden werden muss. In der Grafik sind die nominalen Zinsen dargestellt. Für die Wirkung der Geldpolitik sind jedoch die realen Zinsen entscheidend, also die um die Inflation bereinigten nominalen Zinsen. Um es an einem einfachen Beispiel zu verdeutlichen: Ob ein nominaler Zinssatz von fünf Prozent hoch oder niedrig ist, hängt von der Inflation ab. Liegt die Inflation bei null, beträgt der reale Zins fünf Prozent. Bei einer Inflationsrate von zehn Prozent liegt der Realzins jedoch bei minus fünf Prozent.

Wenn die Notenbanken bei steigender Inflation die Zinsen nicht erhöhen, sinkt der Realzins. Damit gießt die Geldpolitik Öl ins Feuer, denn niedrige Realzinsen stimulieren die Nachfrage. **Um den Realzins konstant zu halten, müssen die nominalen Zinsen im Ausmaß des Inflationsanstiegs angehoben werden.** Die Zinserhöhungen müssen höher als die Inflation sein, damit die Geldpolitik restriktiv wirkt. Der Gleichlauf von Nominalzinsen und Inflationsraten zeigt also nur, dass die Geldpolitik den Anstieg der Inflationsraten durch Nominalzinserhöhungen kompensieren muss, um nicht kontraproduktiv zu wirken.

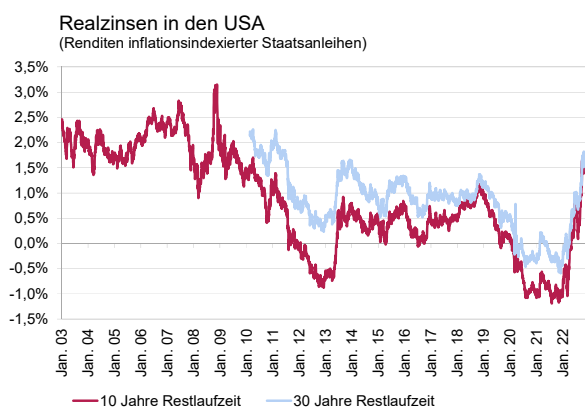
Auf den ersten Blick scheint es so, als ob die Geldpolitik im Jahr 2022 trotz massiver Leitzinserhöhungen im Kampf gegen die Inflation den Kürzeren gezogen habe. Die Leitzinsen in den USA wurden auf eine Spanne von 3,75 bis 4,0 Prozent angehoben, die Inflation steht jedoch bei 7,7 Prozent. Im Euroraum liegt der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,0 Prozent, die Inflation aber bei 10,0 Prozent. Es scheint wie beim Wettlauf zwischen Hase und Igel zu sein. Die Geldpolitik setzt zum Sprint an, doch die Inflation ist immer eine Nasenlänge voraus. Sind die Notenbanken also gar nicht in der Lage, sich aus der **Falle negativer Realzinsen** zu befreien?

Auch hier ist ein genauere Blick nötig. Der einfache Weg, Realzinsen als Differenz zwischen Nominalzinsen und aktueller Inflationsrate zu berechnen, hat nämlich einen entscheidenden Haken. Inflationsraten sind eine Aussage über eine Veränderung des Preisniveaus, die bereits stattgefunden hat. Die monatliche Inflationsrate weist die Veränderung gegenüber dem Vormonat aus, die Jahresinflationsrate die Veränderung gegenüber dem gleichen Monat im Vorjahr. Die Zinsen stehen dagegen für eine Wertveränderung, die noch bevorsteht. So gibt der Einjahreszins für eine Geldanlage an, wie sich der investierte Betrag in einem Jahr ver-

ändern wird. Um die reale Verzinsung dieser Geldanlage zu berechnen, muss man die Veränderung des Preisniveaus in den nächsten zwölf Monaten kennen. Da dieser Wert nicht bekannt ist, wird die korrekt berechnete Realverzinsung auf der Basis der **erwarteten Inflationsrate** ermittelt.

Je länger der Zeithorizont ist, desto größer kann die Differenz zwischen aktueller und erwarteter Inflation sein. Um die erwartete Realverzinsung einer zehnjährigen Anleihe zu bestimmen, müssen Annahmen über die Inflationsraten in den kommenden zehn Jahren getroffen werden. Wenn die aktuellen Inflationsraten außergewöhnlich hoch erscheinen, werden die langfristig erwarteten Preissteigerungsraten deutlich unter den aktuellen Werten liegen. Die Realzinsen sind dann deutlich höher als es die aktuelle Inflationsrate vermuten lässt.

Um die korrekten Realzinsen zu ermitteln, muss man also die Inflationserwartungen der Anleger kennen. Aber es gibt noch einen einfacheren Weg. An den Finanzmärkten werden Anleihen gehandelt, deren Rückzahlungswert an die Inflation gekoppelt ist. Anleger werden für die Inflation vollständig kompensiert. Die Verzinsung von solchen Anleihen entspricht daher dem Realzins. In der Grafik ist die Entwicklung des Realzinses abgebildet, der sich aus dem Preis von 10- und 30-jährigen **inflationsexponierten US-Staatsanleihen** berechnen lässt. Die Realzinsen sind 2022 nicht nur deutlich angestiegen, sondern inzwischen klar positiv.



**Die Geldpolitik funktioniert also.** Das ist die positive Nachricht. Steigende Realzinsen dämpfen die Nachfrage und damit auch den Inflationsdruck. Die Zentralbanken haben, nach teilweise sehr langem Zögern, das Problem der Geldentwertung erkannt und sind nun bereit, den Kampf gegen die Inflation zu führen und zu gewinnen – koste es, was es wolle. Die Risiken haben sich dadurch verschoben. Während es lange

Zeit so schien, als ob die Geldpolitik nicht willens und in der Lage sei, die Inflation angemessen zu bekämpfen, droht nun eine **Überreaktion**. Da geldpolitische Maßnahmen erst mit einer zeitlichen Verzögerung wirken, ist es für die Notenbanken extrem schwierig, das richtige Ausmaß der nötigen Zinserhöhungen zu bestimmen. Insbesondere in den USA, wo der Lohndruck wesentlich stärker als im Euroraum ist, besteht die Gefahr, dass die Notenbank über das Ziel hinausschießt.

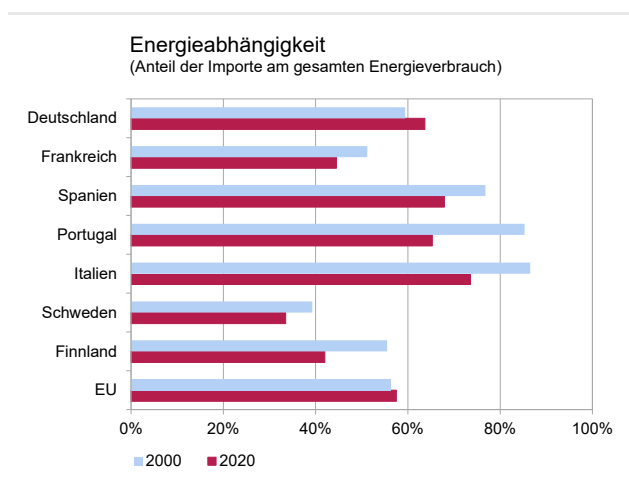
Es gibt noch ein weiteres Risiko. Wie unabhängig sind die Zentralbanken überhaupt noch und wie glaubwürdig ist ihr Kampf gegen die Inflation? Der Marktstratege Russel Napier ist der Meinung, dass die Macht zur Kontrolle der Geldschöpfung von den Zentralbanken auf die Regierungen übergegangen ist. Diese **fiskalische Dominanz** habe die Notenbanken entmachtet. Als Beispiel dafür könnte die Situation der Bank of England im Oktober 2022 dienen. Die Ankündigung des damaligen britischen Finanzministers, die Steuern ohne Gegenfinanzierung um insgesamt 45 Milliarden Britische Pfund zu senken, führte zu einem drastischen Zinsanstieg, der die Stabilität des Finanzsystems bedrohte. Dies zwang die britische Notenbank, ihren restriktiven Kurs zu beenden und durch den Kauf von Staatsanleihen den Zinsanstieg aufzuhalten.

Am Ende war es jedoch die britische Regierung, die einen Rückzieher machen musste. Finanzminister Kwarteng wurde entlassen und sein Nachfolger Hunt machte zwei Drittel der Steuersenkungen wieder rückgängig. Die Bank of England konnte ihre Anleihekäufe wieder einstellen. Erzwungen wurde diese Kehrtwende durch die **Finanzmärkte**, die auf die ursprünglichen Pläne mit kräftigen Zinsanstiegen und einer deutlichen Abwertung des Britischen Pfund reagiert hatten. Auch die lange Schwäche des Euro gegenüber dem US-Dollar im laufenden Jahr spiegelte die Sicht des Marktes wider, dass die EZB im Vergleich zur US-amerikanischen Fed stärker von fiskalischer Dominanz bedroht ist. Die späte Reaktion der EZB auf die inflationären Gefahren im Euroraum und die Bereitschaft zum Kauf italienischer Staatsanleihen sprechen für diese Sichtweise.

**Wenn die US-amerikanische Notenbank aber ihre Unabhängigkeit bewahren kann und die Kapitalmärkte alle jene Zentralbanken zur Reason bringen, die sich der fiskalischen Dominanz zu beugen drohen, kann der Kampf gegen die Inflation gewonnen werden.**

## Energie: Wie Deutschland die Versorgung sichern kann

Die aktuelle Krise ist auch eine **Energiekrise**. Und das hat nicht nur mit Russland zu tun. Gerade in Deutschland zeigt sich, dass die Energiepolitik der vergangenen Jahrzehnte eine entscheidende Mitverantwortung für die aktuellen Probleme trägt. Die Abhängigkeit von Energieimporten ist in Deutschland überdurchschnittlich hoch und in den letzten Jahren weiter gestiegen. Mit einem Anteil am Gesamtenergieverbrauch in Höhe von 63,7 Prozent lag Deutschland bei den Energieimporten im Jahr 2020 nicht nur mehr als vier Prozentpunkte über dem Wert des Jahres 2000, sondern auch über dem EU-Durchschnitt von 57,5 Prozent.



Dabei könnte man die inländische Energieerzeugung in Deutschland durchaus erhöhen. Doch in allen Bereichen, wo dies möglich wäre, gibt es Probleme und Widerstände:

- **Kohle** lieferte in der Vergangenheit zeitweise zwei Drittel des deutschen Energiebedarfs. Steinkohle liegt in Deutschland jedoch sehr tief unter der Erde, was die Förderung extrem teuer macht. Braunkohle ist zwar leichter zu fördern, führt aber beim Abbau zu Umweltzerstörungen. Beide Kohlearten erzeugen bei der Verbrennung einen hohen CO<sub>2</sub>-Ausstoß. Daher hat die Bundesregierung beschlossen, bis 2030 komplett aus der Kohle auszusteigen – acht Jahre früher als bisher geplant.
- Die förderbare **Schiefergas**-Menge liegt in Deutschland bei geschätzten 1,3 Billionen Kubikmetern. Das würde reichen, um Deutschland mehr als 14 Jahre mit Gas zu versorgen. Das Schiefergas müsste jedoch

durch Fracking gefördert werden, was in Deutschland wegen möglicher negativer Auswirkungen auf die Umwelt verboten ist.

- Eine Alternative zu Schiefergas wäre **Biogas**. Bislang spielt diese Energiequelle in Deutschland kaum eine Rolle, doch ein Ausbau wäre möglich. Bei vielen Bauvorhaben für Biogasanlagen gibt es jedoch Bürgerproteste wegen des befürchteten Gestanks.
- **Atomenergie** kann nur bedingt als autarke Energiequelle bezeichnet werden, da die Brennelemente aus dem Ausland bezogen werden. Zudem hat Deutschland den Ausstieg aus der Atomenergie beschlossen. Daran ändert auch die krisenbedingte Laufzeitenverlängerung nichts. Atomstrom aus Ländern wie Frankreich kann allerdings importiert werden.
- **Windenergie** zählt zu den Schlüsseltechnologien bei der Energiewende. Doch vor allem gegen die Windräder an Land gibt es massiven Widerstand. Hausbesitzer stören sich am Anblick, Umweltschützer sehen Greifvögel und andere Tierarten in Gefahr. In Hessen wurde ein Windrad abgelehnt, das im Bereich eines historischen Galgens errichtet werden sollte – weil die Menschen dann nicht mehr nachempfinden könnten, wie der Ort damals auf die Verurteilten gewirkt hätte.

Die Aufzählung verdeutlicht, dass es zu einfach wäre, allein der Politik die Schuld für die steigende Energieabhängigkeit vom Ausland zu geben. Umweltschützer, Hausbesitzer, Denkmalpfleger und viele andere Interessengruppen haben ebenfalls dazu beigetragen. Die Grunddevise ist dabei **„Not in my backyard“**: Heimische Energiequellen ja, aber bitte nicht in meiner Nähe!

Bei der deutschen Energiepolitik geht es nicht nur um die Sicherstellung der Versorgung, sondern auch um die Erreichung der **Klimaschutzziele**. Daher sollen die Emissionen aller Energiesektoren reduziert werden. Für die Sektoren Elektrizität, Wärme- bzw. Kälteversorgung, Verkehr und Industrie müssen gemeinsame Konzepte entwickelt werden („Sektorenkopplung“). In Deutschland ist das Potenzial von erneuerbaren Energiequellen wie Bioenergie, Geothermie und Solarthermie begrenzt, sodass der Großteil der Energie künftig durch Windkraft- und Photovoltaikanlagen produziert werden muss. Die Notwendigkeit der Sektorenkopplung ergibt sich aus der Tatsache, dass Wind und Photovoltaik deutlich besser zur Stromerzeugung geeignet sind als zur Produktion von Kraftstoffen und Wärme.



Kernelement der Sektorenkopplung ist die **Umstellung der Sektoren Wärme und Verkehr auf Ökostrom**, der zur wichtigsten Energieform wird. Durch Elektrifizierung und Sektorenkopplung verdoppelt sich die Stromnachfrage auf rund 1200 Terrawattstunden im Jahr. Zur Deckung dieses enormen Bedarfs an Ökostrom müssen erneuerbare Energiequellen rasch erschlossen werden und parallel dazu der Ausbau von Wärmepumpenheizungen und Elektromobilität erfolgen. Wegen der ambitionierten Klimaschutzziele und des gleichzeitig geplanten Atomausstiegs müsste die Energiewende in Deutschland auf eine **Vollversorgung mit erneuerbaren Energien** hinauslaufen. Eine Studie des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) argumentiert, dass eine zu hundert Prozent durch erneuerbare Energien gedeckte Versorgung in Deutschland möglich und realistisch ist.

Nicht alle teilen diese Einschätzung. Ein Problem ist die **mangelnde Grundlastfähigkeit** von vielen erneuerbaren Energieträgern. Darunter wird die Fähigkeit zur dauerhaften Bereitstellung von elektrischer Energie bezeichnet, ohne dass es zu häufigen oder längeren Unterbrechungen kommt. Photovoltaik- und Windkraftanlagen sind nicht grundlastfähig, sodass bei einem zunehmenden Anteil an der Stromerzeugung Speicherkraftwerke zum Ausgleich nötig sind. Während der Anteil erneuerbarer Energien bei der Stromerzeugung schon etwa 50 Prozent beträgt, liegt er beim Primärenergieverbrauch noch unter 20 Prozent.

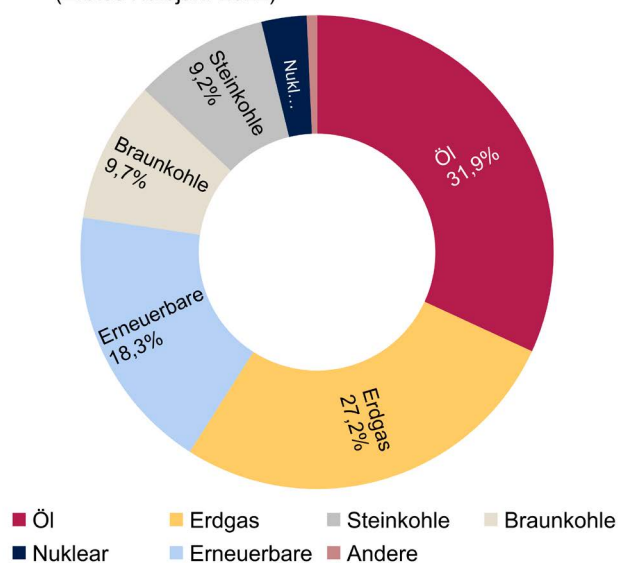
**Die Netzplanung berücksichtigt derzeit weder in Deutschland noch auf europäischer Ebene die Möglichkeit einer Vollversorgung mit erneuerbaren Energien.** Der Netzentwicklungsplan in Deutschland basiert auf einem nach wie vor hohen und teilweise sogar steigenden Anteil fossiler Erdgasversorgung. Deutschland wird also noch für

einen langen Zeitraum Gas als „Brückentechnologie“ benötigen, so wie dies auch im Koalitionsvertrag der Bundesregierung festgeschrieben ist. Für Gaslieferungen aus nicht-russischen Quellen fehlt allerdings größtenteils die Infrastruktur. Schon lange wird daher eine Gaspipeline zwischen Spanien und Deutschland geplant. Spanien hat nicht nur eine direkte Verbindung zu algerischem Gas, sondern verfügt auch über eine umfangreiche Infrastruktur für den Empfang von Flüssiggas (LNG). An der spanischen und portugiesischen Küste befinden sich viele der europäischen LNG-Terminals, an denen das verflüssigte Erdgas in seinen gasförmigen Zustand überführt und weitertransportiert wird. Sechs Anlagen stehen in Spanien, eine siebte ist im Bau – so viele wie in keinem anderen Land Europas. Allein in Spanien befinden sich 34 Prozent aller EU-Kapazitäten, um Flüssiggas in Gas umzuwandeln.

Bisher verlaufen zwei Gasleitungen über die Pyrenäen und verbinden Spanien mit dem Rest Europas. Ihre Kapazität liegt bei sieben Milliarden Kubikmetern pro Jahr, deutlich weniger als die 55 Milliarden Kubikmeter, die Nord Stream 1 jährlich trans-

*Beim Primärenergieverbrauch liegt der Anteil erneuerbarer Energien noch unter 20 Prozent.*

Primärenergieverbrauch in Deutschland  
(Erstes Halbjahr 2022)



portierte. Die neue Pipeline „Midcat“ könnte den Export von weiteren 7,5 Milliarden Kubikmetern Gas pro Jahr ermöglichen und damit die derzeitige Kapazität Spaniens verdoppeln. Aus französischer Sicht steht hinter den Midcat-Plänen aber auch der spanische Ehrgeiz, die Neugestaltung des europäischen Energiemarktes zu dominieren. 2017 wurde das Midcat-Projekt wegen „mangelnder Wirtschaftlichkeit“ abgebrochen, doch das fehlende Interesse Frankreichs dürfte ebenfalls eine wichtige Rolle gespielt haben. Frankreich hat mit Deutschland ein Abkommen geschlossen, wonach französisches Gas an die Bundesrepublik geliefert wird und im Gegenzug deutscher Strom nach Frankreich fließt. Dadurch kann Frankreich die Lücke schließen, die durch die nötige Abschaltung seiner zum Teil veralteten Atommeiler entstanden ist.

Durch die Midcat-Pipeline könnte ab 2030 auch grüner **Wasserstoff** aus Spanien fließen. Grundsätzlich ist Wasserstoff in allen Anwendungsbereichen, etwa Verkehr, Industrie und Gebäuden, als Endenergieträger technisch denkbar. Die Euphorie, die gerade in Deutschland beim Thema Wasserstoff oft aufkommt, ist allerdings übertrieben. Nachhaltig ist Wasserstoff ohnehin nur dann, wenn er mit Hilfe nachhaltiger Energiequellen erzeugt wird. Erneuerbarer Strom kann aber nicht nur zur elektrolytischen Erzeugung von grünem Wasserstoff, sondern auch direkt eingesetzt werden. Der zweite Weg ist deutlich energieeffizienter. Nur dort, wo es technisch nicht möglich ist, erneuerbare Energien und erneuerbaren Strom direkt zu nutzen, sollten Brennstoffe wie Wasserstoff zum Einsatz kommen.

Wasserstoff kann als Brennstoff in Gaskraftwerken dienen, um die Stromversorgung dauerhaft zu gewährleisten und die fluktuierende Stromerzeugung aus Photovoltaik- und Windkraftanlagen auszugleichen. Aber nicht überall kann **Wasserstoff als Endenergieträger** sinnvoll eingesetzt werden. Da Wasserstoff eine sehr geringe Energiedichte hat, wäre das Volumen sehr hoch, das beispielsweise für den Antrieb von Flugzeugen benötigt würde.

Der Einsatz von Wasserstoff ist in folgenden Bereichen denkbar:

- **Verkehr:** Wasserstoff kann als alternativer Kraftstoff genutzt werden. Dabei ist die Nutzung in Brennstoffzellen in Verbindung mit Elektromotoren am effizientesten. Alternativ kann Wasserstoff auch direkt in Motoren verbrannt werden, was jedoch deutlich in-

effizienter ist. Im Straßenverkehr ist Wasserstoff die volkswirtschaftlich teuerste Option aller alternativen Antriebe und Kraftstoffe.

- **Heizung von Gebäuden:** Technisch ist es möglich, Wasserstoff für das Heizen von Gebäuden in Brennstoffzellen oder auch Heizkesseln einzusetzen. Allerdings gibt es ausreichend brennstofffreie Alternativen aus erneuerbaren Energien wie Solarthermie, Geothermie und Umweltwärme. Diese ersetzen mehr fossile Brennstoffe, sind energieeffizienter und mittel- bis langfristig kostengünstiger als Wasserstoff.
- **Industrie:** Der Klimaschutz erfordert nicht nur die vollständige Umstellung der Industrieprozesse auf erneuerbare Energieträger. Auch ein Großteil des industriellen Anlagenparks muss auf treibhausgasarme Produktionsverfahren umgestellt werden. Nicht für alle Industriezweige ist Wasserstoff die richtige Lösung. Vor allem für die Stahl- und Chemieindustrie kann eine Umstellung auf Wasserstoff sinnvoll sein.

Die Bundesregierung hat sich mit der „Nationalen Wasserstoffstrategie“ das Ziel gesetzt, bis zum Jahr 2030 Wasserstoffelektrolyseure mit einer Leistung von fünf Gigawatt in Deutschland zu installieren. Zum Vergleich: Allein in Deutschland liegt die Summe der Leistungen aller Windräder an Land derzeit schon bei 55 Gigawatt. Bis 2030 soll die Kapazität auf 71 Gigawatt ausgebaut werden. **Wasserstoff wird also auf absehbare Zeit nur eine geringe Rolle im deutschen Energie-Mix spielen.**

Für die Überwindung der aktuellen Krise ist entscheidend, wie die **Energieversorgung in Deutschland über den Winter** gesichert werden kann. Die Gasspeicher waren im Herbst vollständig gefüllt. Entlastung soll zusätzlich durch schwimmende Speicher- und Regasifizierungseinheiten kommen. Dennoch muss der Gasverbrauch um rund 20 Prozent gesenkt werden, damit es nicht zu Engpässen kommt. Bei der Stromversorgung sieht es etwas besser aus. Die Laufzeitverlängerung für drei Atomkraftwerke bis Frühjahr 2023 sorgt für weiteres Angebot und wirkt preissenkend. Zusätzlich kann mehr Strom aus dem europäischen Ausland importiert werden. Eher durchwachsen ist die Versorgungslage bei Öl, das Anfang 2022 noch zu 40 Prozent aus Russland nach Deutschland kam. Die noch verfügbaren Reserven der Bundesrepublik könnten ein Quartal überbrücken. Bei Stein- und Braunkohle verfügt Deutschland dagegen über genügend Rücklagen, um die



Versorgung auch ohne Importe aus Russland aufrecht erhalten zu können.

Ob die Gasversorgung im Winter ohne Einschränkungen gelingt, hängt auch vom Wetter ab. Doch auch wenn Engpässe vermieden werden können, wird **Deutschlands Energierechnung** auf lange Zeit weit höher als in der Vergangenheit ausfallen. Das belastet Unternehmen wie Verbraucher und gefährdet Deutschlands Wettbewerbssituation.

### Geopolitik: Wie der russische Krieg gegen die Ukraine enden könnte

Anfang dieses Jahres konnte sich kaum jemand vorstellen, dass Russland einen **Krieg gegen die Ukraine** beginnen würde. Ende dieses Jahres kann sich kaum jemand vorstellen, wie dieser Krieg wieder zu Ende gehen kann. Doch der Krieg hat tatsächlich am 24. Februar begonnen und er wird auch irgendwann zu Ende sein. Wir machen uns daher in diesem Abschnitt darüber Gedanken, wie der Krieg enden könnte.

**Die traditionelle Sicht ist, dass Kriege dann enden, wenn eine Seite kapituliert.** Mit der bedingungslosen Kapitulation der Wehrmacht endete der zweite Weltkrieg in Europa am 8. Mai 1945. Die beiden Atombombenabwürfe auf Hiroshima und Nagasaki führten zur Kapitulation Japans am 2. September 1945 und damit zum endgültigen Kriegsende. Die einseitige Einstellung von Kampfhandlungen reicht jedoch nicht immer aus. Nach der Machtübernahme der Bolschewiki weigerte sich Russland im ersten Weltkrieg, den Kampf gegen Deutschland fortzusetzen. Deutschland aber stellte den Kampf erst ein, nachdem Russland den von Deutschland diktierten Bedingungen zustimmte. De facto also enden Kriege erst dann, wenn sich beide Seiten auf die Bedingungen einigen können, die zu einem Ende der Kampfhandlungen führen.

Der Politikwissenschaftler Hein Goemans hat die Geschichte der Kriege analysiert und herausgefunden, dass drei Faktoren für das Ende von Kriegen entscheidend sind. Der erste Faktor sind **Informationsasymmetrien**. Kriege werden oft deshalb begonnen, weil die eigene Stärke überschätzt und die Verteidigungsfähigkeit bzw. -bereitschaft des Gegners unterschätzt wird. Krieg ist eine Möglichkeit, um die getroffenen Annahmen auf die Probe zu stellen. Wenn sich herausstellt, dass der Krieg aufgrund von Fehl-

einschätzungen begonnen wurde, wird dies zu einer Neu- beurteilung der Lage führen.

Im Falle Russlands ist diese **Fehleinschätzung** offensichtlich. Putin versuchte, den Überfall als schnelle „Sonderoperation“ zu inszenieren und hoffte darauf, in wenigen Tagen einen Machtwechsel in Kiew zu bewirken und den Donbas zu annektieren. Als dieses Vorhaben scheiterte, wurde die Strategie mehrfach geändert. Die Streitkräfte wurden von Kiew abgezogen und in den Osten der Ukraine verlegt. Die später folgende Teilmobilmachung ist das Eingeständnis, dass der Krieg nicht als „Sonderoperation“ führbar ist, sondern erheblich mehr militärische Ressourcen benötigt. Hätte Putin gewusst, welcher Widerstand die russischen Truppen in der Ukraine erwartet und wie stark der Westen die Ukraine unterstützt, hätte er diesen Krieg vermutlich nicht begonnen – oder zumindest nicht in dieser Form. Damit ist eine Grundvoraussetzung für das Ende des Konflikts gegeben. Doch es gibt zwei weitere Faktoren, die gegen ein rasches Kriegsende sprechen.

Um den Krieg zu beenden, muss eine **glaubwürdige Vereinbarung zwischen den Kriegsparteien** getroffen werden. Bislang gibt es weder einen Waffenstillstand noch direkte Verhandlungen zwischen beiden Kriegsparteien. Selbst wenn beide Voraussetzungen erfüllt wären, bliebe das große Problem, dass Verhandlungen zu einer verbindlichen Vereinbarung zwischen beiden Parteien führen müssen. Des Weiteren müsste eine Garantiemacht bestimmt werden, die die entsprechenden Vereinbarungen sichert. Dies ist der zweite Faktor in Goemans Analyse. Die Geschichte des russisch-ukrainischen Konflikts ist leider das Beispiel dafür, wie schwierig verbindliche Vereinbarungen sind.

Am 12. Februar 2015 wurde das **Minsker Abkommen** unterzeichnet, das den ersten Krieg im Donbas beenden sollte. Bereits kurz nach der Unterzeichnung des Abkommens traten russlandtreue Kämpfer sowie russische Truppen zum Sturm auf Debalzewe an und eroberten den Ort drei Tage nach der offiziell verkündeten Waffenruhe, womit das Abkommen bereits gebrochen war. Im weiteren Verlauf schwelte der Konflikt mit wechselnder Intensität weiter. Am 21. Februar 2022 erklärte Putin, dass es für das Minsker Abkommen keine Aussichten mehr gibt.

Es gibt noch einen dritten Faktor, der für ein Kriegsende erfüllt sein muss: Die **innenpolitische Situation**, in der sich

die Anführer der kriegsführenden Parteien befinden. Goemans Analyse basiert auf einem Datensatz mit den Staatsoberhäuptern aller kriegsführenden Länder zwischen 1816 und 1995. Die Staatsoberhäupter wurden in drei Gruppen eingeteilt. Einige Staatsoberhäupter waren Demokraten, einige Diktatoren und einige lagen dazwischen. Laut Goemans neigten Demokraten dazu, auf die durch den Krieg gelieferten Informationen zu reagieren und entsprechend zu handeln. Wenn sie den Krieg verloren, ihr Land aber noch existierte, wurden sie im schlimmsten Fall aus dem Amt gejagt. Im Gegensatz dazu können Diktatoren, die die totale Kontrolle über ihr Land haben, Kriege beenden, wenn sie es wollen. Nach dem ersten Golfkrieg war Saddam Hussein ein solcher Diktator.

*Goemans Theorie zeichnet ein düsteres Bild des aktuellen Konflikts.*

Das Problem, so Goemans, liegt bei den Machthabern, die **weder Demokraten noch Diktatoren** sind: Weil sie repressiv sind, müssen sie bei einem Kriegsende um ihr Leben fürchten, aber weil sie nicht repressiv genug sind, müssen sie sich auch Gedanken über die öffentliche Meinung machen und darüber, ob diese sich gegen sie wendet. Goemans stellt fest, dass diese Machthaber versucht sind, den Krieg mit immer größerer Intensität fortzusetzen,

weil alles, was nicht zum Sieg führt, ihre eigene Verbannung oder ihren Tod bedeuten kann. Es ist klar, dass die letzte Variante recht genau auf Wladimir Putin zutrifft. Da er tatsächlich auch darauf bedacht sein muss, dem innenpolitischen Druck durch noch radikalere Kritiker zu begegnen, ist für ihn der Anreiz groß, den Konflikt in die Länge zu ziehen und weiter zu eskalieren.

**Goemans Theorie zeichnet also ein düsteres Bild des aktuellen Konflikts.** Von den Bedingungen, die gemäß Goemans Analyse für das Ende eines Kriegs erfüllt sein müssen, sind zwei wesentliche nicht erfüllt: Die Möglichkeit einer glaubwürdigen Vereinbarung und eine innenpolitische „Exit-Option“ für Wladimir Putin.

Deutlich optimistischer ist dagegen die Sichtweise des an der Yale-Universität lehrenden Historikers **Timothy David Snyder**. Aus seiner Sicht wird eine sich anbahnende Niederlage Russlands in der Ukraine unmerklich in einen russischen Machtkampf übergehen, der wiederum einen Rückzug aus der Ukraine erfordert. Eine nukleare Eskalation sieht Snyder nicht. Aus seiner Sicht sind die Risiken eines Einsatzes von (taktischen) Atomwaffen für Russland zu

Goeman Szenario	Snyder Szenario	Vermittelte Verhandlungslösung	Russischer Sieg
Ein zermürbender und langwieriger Konflikt, in dem keine Seite siegt, beide Seiten schwere Verluste erleiden und der Rest der Welt weiterhin unter wirtschaftlicher Instabilität und Nahrungsmittel- und Energieknappheit leidet.	Russland könnte verlieren und zu einem vollständigen Rückzug gezwungen sein. Der zunehmende Druck auf Putin könnte die Situation jedoch gefährlicher machen, da sich der russische Staatschef zu immer extremeren Maßnahmen gedrängt fühlt – wie die Eskalation der Angriffe auf die zivile Infrastruktur der Ukraine und die Warnung, dass der Krieg noch „ernster werden“ könnte, zeigen.	Das von Russland, der Ukraine, der Türkei und der UNO am 22. Juli in Istanbul ausgehandelte Getreideexportabkommen zeigt, dass Vermittler eine konstruktive Rolle spielen können. Wie die Türkei ist China eines der wenigen Länder, die über offene Dialogkanäle mit Kiew und Moskau verfügt.	Die russischen Streitkräfte könnten sich neu formieren und die Ukraine schließlich besiegen, sodass Kiew alle Bedingungen Moskaus akzeptieren muss.
Wahrscheinlichkeit			
40 %	25 %	25 %	10 %

groß. Würde Putin wirklich das politische Risiko einer groß angelegten Mobilisierung eingehen, um dann in der Nähe seiner Truppen Atomwaffen zu zünden? Würde Moskau wirklich Atomwaffen in Gebieten einsetzen, die es für russisch hält, und dabei die Menschen, die es für russische Bürger hält, töten oder bestrahlen, Zivilisten wie Soldaten gleichermaßen? Das ist nicht unmöglich, aber es ist sehr unwahrscheinlich. Und selbst wenn es geschähe, würde es den Krieg nicht beenden, zumindest nicht mit einem russischen Sieg. Es gibt keine großen Ansammlungen von ukrainischen Soldaten, die getroffen werden könnten, da die Ukraine sehr dezentral kämpft. Die US-Reaktion auf einen russischen Atomwaffeneinsatz könnte Teile der russischen Streitkräfte lahmlegen. Eine andere, eher indirekte Form der Abschreckung ist die Gewissheit, dass Putin und Russland durch den Einsatz einer Atomwaffe ihre Unterstützung in der Welt verlieren würden.

Wenn bloße Emotionen infolge einer Niederlage ein Motiv für den Einsatz von Atomwaffen wären, wäre dies bereits geschehen, und das ist nicht der Fall. Es gibt kaum etwas Demütigenderes als die russische Niederlage bei Kiew, einen Monat nach Kriegsbeginn. Auch der Zusammenbruch in der Region Charkiw war ein Schock. Die Ukraine macht beträchtliche Fortschritte in Regionen, die Putin gerade erst für immer zu Russland zugehörig erklärt hat. Die offizielle russische Antwort darauf war, dass die Grenzen nicht klar definiert sind. **Die russische Reaktion auf eine überlegene Macht, so Snyders Schlussfolgerung, ist der Rückzug.**

Snyder hält daher ein anderes Ende des Kriegs für wahrscheinlich. Aus seiner Sicht wird es zu einem **Kampf um die Macht in Russland** kommen. In einem solchen Kampf macht es keinen Sinn, weit entfernt in der Ukraine bewaffnete Verbände zu haben, die in Russland sinnvoller eingesetzt werden könnten. Nicht unbedingt in einem bewaffneten Konflikt, obwohl dies nicht völlig auszuschließen ist, sondern zur Abschreckung und zum eigenen Schutz. Für alle Beteiligten mag es schlimm sein, in der Ukraine zu verlieren, aber es ist schlimmer, in Russland zu verlieren. Die Logik der Situation begünstigt denjenigen, der dies am schnellsten erkennt und in der Lage ist, zu handeln. Wenn dies tatsächlich eintritt, braucht Putin keinen Vorwand, um sich aus der Ukraine zurückzuziehen, da er dies für sein eigenes politisches Überleben tun wird. Bei aller persönlichen Fixierung auf die Ukraine dürfte es ihm am Ende mehr um seine eigene Macht gehen. Während eines internen Machtkampfs in Russland werden Putin und an-

dere Russen andere Dinge im Kopf haben, und der Krieg wird diesen dringlicheren Sorgen Platz machen.

Neben Goemans Szenario eines noch langen Konflikts mit weiteren Eskalationen und Snyders Szenario des russischen Rückzugs aufgrund eines innerstaatlichen Machtkampfs sollte ein drittes **Szenario** nicht außer Acht gelassen werden. Auch wenn direkte Verhandlungen zwischen Russland und der Ukraine derzeit unrealistisch erscheinen, könnte ein Vermittler die beiden Konfliktparteien zusammenbringen. Das von Russland, der Ukraine, der Türkei und der UNO am 22. Juli 2022 in Istanbul ausgehandelte Getreideexportabkommen zeigt, dass Vermittler eine konstruktive Rolle spielen können. Wie die Türkei ist China eines der wenigen Länder, die über offene Dialogkanäle mit Kiew und Moskau verfügt, und es hat sehr viel Einfluss. Eine multilaterale Lösung des andauernden Konflikts wird eine große Herausforderung sein, aber der SCO-Gipfel (Shanghai Cooperation Organisation) hat gezeigt, dass es kein Land gibt, das besser in der Lage ist, dabei zu helfen als China.

Es bleibt ein letztes Szenario, in dem Russland seine Truppen reorganisiert und die Ukraine bis zur **bedingungslosen Kapitulation** besiegen wird. Dies erscheint momentan als unwahrscheinlich. Goemans Szenario eines noch lange andauernden Konflikts, der uns noch bis mindestens Ende 2023 begleiten wird, hat derzeit die höchste Wahrscheinlichkeit. Doch die beiden optimistischen Szenarios zusammen – Snyders Machtkampf-These und die vermittelte Verhandlungslösung – haben zusammengenommen vielleicht sogar noch eine höhere Wahrscheinlichkeit. In beiden Szenarien könnte der Krieg bereits im kommenden Jahr enden.

### **Sollbruchstellen: Welche Krisen 2023 kommen könnten**

Wir haben bislang Szenarien entworfen, wie die drei großen Krisen des Jahres 2022 – Inflation, Energie, Ukraine – im kommenden Jahr gelöst werden könnten. Doch es wäre falsch, ein rosarotes Bild der Zukunft zu malen. Die **Risiken** für unsere Szenarien sind groß. Der Kampf gegen die Inflation kann scheitern, die Energiekrise und der Krieg könnten im Winter eskalieren. Und selbst wenn unsere optimistischen Szenarien eintreten sollten, hieße dies nicht, dass 2023 krisenfrei wird. Auch im nächsten Jahr kann viel schiefgehen, allerdings dürften wir andere Krisen als 2022

*Das Bankensystem hat sich in den Krisen der letzten Jahre als widerstandsfähig erwiesen.*

erleben. Wir weisen im Folgenden auf drei Gefahrenherde hin, die uns im kommenden Jahr in Atem halten könnten. Diese Liste ist keineswegs vollständig. So könnte die Coronapandemie während des Winterhalbjahrs noch einmal an Fahrt aufnehmen und insbesondere bei neuen Virusmutationen zusätzlichen Sand in den ohnehin stotternden Motor der Weltwirtschaft streuen. Auch die Klimakrise analysieren wir hier nicht weiter, obwohl die Wahrscheinlichkeit von Naturkatastrophen durch den Klimawandel immer weiter zunimmt.

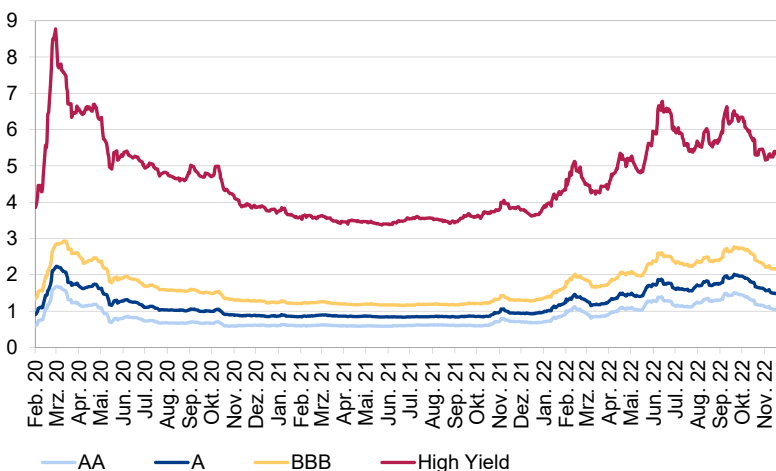
### Das Risiko einer Banken- und Finanzkrise

Die **Entwicklung der Kapitalmärkte** im Jahr 2022 war außergewöhnlich. Nach Jahrzehnten, in denen die Zinsen praktisch nur gefallen sind, kam es erstmals wieder zu einem Anstieg, und das in einem historisch einmaligen Tempo. Der Leitzins in den USA wurde in nur sechs Monaten um mehr als zwei Prozentpunkte angehoben – schneller als in jeder anderen restriktiven geldpolitischen Phase in den vergangenen dreißig Jahren. Das löste einen tiefen Fall der Aktienmärkte aus. Auch die Realwirtschaft leidet zunehmend unter den gestiegenen Zinsen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche Wirtschaftsakteure am meisten unter den gestiegenen Zinsen leiden werden.

- **Unternehmen:** Steigende Zinsen und die drohende Rezession werden zu mehr Insolvenzen führen. Die Ausfallraten sind bereits angestiegen, vor allem bei kleineren und mittleren Unternehmen mit hoher Verschuldung.
- **Immobilienmarkt:** Kaum ein anderer Markt hat in den letzten Jahren so stark von sinkenden Zinsen profitiert. Nicht nur die höheren Zinsen, sondern auch die stark gestiegenen Baukosten könnten für manche Akteure am Immobilienmarkt existenzgefährdend werden.
- **Pensionskassen:** Das Ausmaß und die Geschwindigkeit des Renditeanstiegs, insbesondere bei langen Laufzeiten, hat erhebliche Auswirkungen auf Pensionsfonds. Große Marktwertverluste und damit verbundene Nachschussforderungen führten in Großbritannien zu Notverkäufen von Staatsanleihen, was zu einem weiteren Anstieg der Renditen führte. Um den Markt zu stabilisieren, musste die Bank of England zeitweise langlaufende britische Staatsanleihen ankaufen. Erst der Rücktritt der britischen Regierung von Premierministerin Truss konnte die Lage beruhigen.
- **Banken:** Das Bankensystem hat sich in den Krisen der letzten Jahre als widerstandsfähig erwiesen und verfügt über eine hohe Kapitalausstattung und reichlich Liquiditätspuffer. Die Zinserträge der Banken haben sich verbessert, denn sie profitieren von steigenden Zinsen. Die Bilanzsummen haben sich weiter erhöht. Die Zusammensetzung der Aktiva hat sich während der Pandemie zu liquiden Mitteln und Wertpapieren verschoben,

Renditeaufschläge zu Bundeilanleihen nach Bonität (in Prozentpunkten)



während die Einlagen aufgrund staatlicher Unterstützungsprogramme zunehmen. Seit 2021 hat sich das Kreditwachstum wieder erholt und liegt nun auf dem Niveau vor der Pandemie. Die Liquiditäts- und Refinanzierungsbedingungen bleiben gesund. Insgesamt erscheint eine Bankenkrise derzeit unwahrscheinlich, auch wenn einzelne Institute wie beispielsweise die Credit Suisse durchaus größere Probleme haben.

- **Kreditmarkt:** Die Risikoaufschläge haben sich stark ausgeweitet und das Emissionsvolumen auf dem US-amerikanischen Markt für Leveraged Loans ist im dritten Quartal 2022 auf den tiefsten Stand seit der globalen Finanzkrise gefallen. Die Kapitalkosten für europäische und US-amerikanische Kreditnehmer sind massiv angestiegen.
- **Schwellenländer:** Sie litten in der Vergangenheit besonders, wenn die Leitzinsen in den USA erhöht wurden. Hohe Kreditkosten, die hartnäckig hohe Inflation, die volatilen Rohstoffmärkte, die zunehmende Unsicherheit über die globalen Wirtschaftsaussichten und der Krieg in der Ukraine belasten diese Länder. Im Gegensatz zu früheren Krisen scheinen allerdings viele der großen Schwellenländer widerstandsfähiger gegenüber externen Krisen und klassischen Zahlungsbilanzschocks zu sein. Vielen Frontier-Märkten droht jedoch der Verlust des Marktzugangs, was das Risiko eines Staatsbankrotts erhöht, und mehr als die Hälfte aller einkommensschwachen Länder befinden sich nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds bereits in einer Schuldenkrise oder haben eine hohe Wahrscheinlichkeit, in eine solche zu geraten.

Vergleicht man die unterschiedlichen Risiken, wirkt der Bankensektor relativ stabil, zumal er vom Zinsanstieg sogar profitieren kann. Auch die Schwellenländer sind wesentlich robuster als früher. Die britischen Pensionskassen sind zwar stark unter Druck geraten, können aber im Notfall auf die Unterstützung durch die Zentralbank hoffen. Eine solche Option gibt es für hochverschuldete kleinere Unternehmen und die meisten Player am Immobilienmarkt nicht. Sie drohen daher, bei einer längeren Dauer der Krise als erste aus der Kurve zu fliegen. Auch wenn die Ausfälle von durchaus bekannten Marktteilnehmern nicht auszuschließen, ja sogar relativ wahrscheinlich sind, muss dies aber noch lange keine **Systemkrise** auslösen. Die Verschuldungskennzahlen sind fast überall niedriger als im Vorfeld der Finanzkrise vor 15 Jahren.

## Das Risiko einer Eurokrise

**An der Schwelle zum Jahr 2023 gibt es eine Region, die besonders krisenanfällig wirkt: Europa.** Im Osten des Kontinents tobt der russische Krieg gegen die Ukraine, im Westen droht eine langwierige Energiekrise. Im globalen Vergleich sind die Inflationsraten in den meisten europäischen Staaten höher und das Wachstum schwächer.

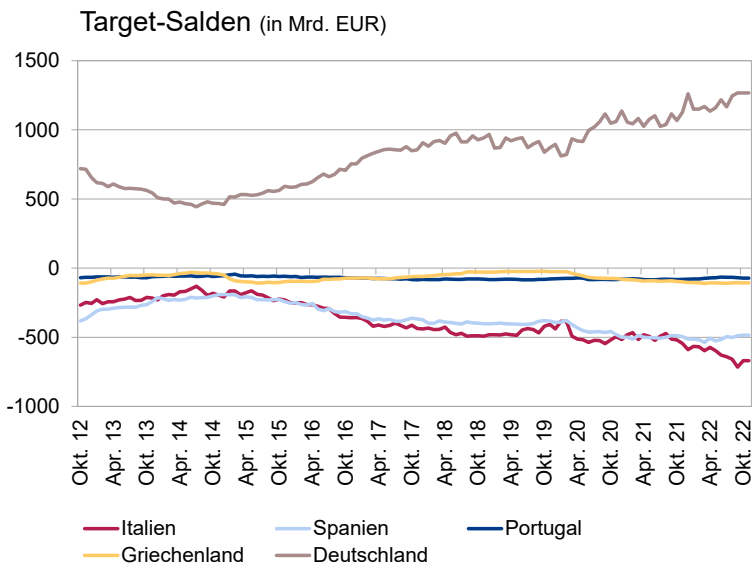
Sorge bereitet aber auch die politische Situation. Großbritannien hat es seit seinem Austritt aus der Europäischen Union nicht geschafft, eine stabile politische Führung zu etablieren. In Italien hat es bei den vorgezogenen Neuwahlen einen starken Rechtsruck gegeben. Und die Beziehungen zwischen Deutschland und Frankreich, die seit Jahrzehnten das Fundament der europäischen Einheit bilden, sind zerrüttet.

Im Umgang mit der **Energiekrise** fallen die Antworten aus Berlin und Paris sehr unterschiedlich aus. Das 200 Milliarden Euro schwere deutsche Fiskalpaket, das die negativen wirtschaftlichen Folgen der Energiekrise in Deutschland abmildern soll, war nicht vorab mit Paris abgestimmt, wie es sonst üblich ist. In Frankreich ärgert man sich zudem über den Widerstand gegen einen europäischen Gaspreisdeckel, der Unternehmen und Verbraucher in weniger finanzkräftigen EU-Staaten entlasten würde.

Groß sind die Differenzen auch in der **Verteidigungspolitik**. In Paris wundert man sich, warum Deutschland einen Militärsatelliten lieber vom US-Unternehmen SpaceX des Milliardärs Elon Musk in den Weltraum schießen lassen will als mit der europäischen Rakete Ariane. Nun wird auch das jüngst verkündete Vorhaben eines europäischen Raketen-schutzschields, den Deutschland in Kooperation mit den USA und vielleicht auch mit Israel entwickeln will, als Konkurrenz zu einem eigenen Projekt mit Italien gewertet. Dazu kommen die Schwierigkeiten mit dem geplanten neuen europäischen Kampffjet, der ab 2040 den Eurofighter ablösen soll. Der französische Partner Dassault sträubt sich seit Jahren, Technologie und Patente mit Airbus zu teilen.

Noch schwieriger wird die Lage durch die italienischen Neuwahlen, die zu einer deutlichen Mehrheit des rechten Lagers geführt haben. Auch wenn die fiskalischen Spielräume eng sind, könnte **Italien** künftig gemeinsam mit Ländern wie Ungarn auf Konfrontationskurs zur EU gehen. Dies würden die Sorgen vor einem Auseinanderbrechen der EU oder des





*Der russische Krieg gegen die Ukraine hat auch die Konfrontation zwischen den USA und China verstärkt.*

Euro schüren, die bereits zugenommen haben.

**Droht also eine neue Eurokrise?** Der Ökonom Wilhelm H. Buiter beantworte diese Frage mit Ja. Auf der Liste der fiskalisch anfälligen Länder stehen für ihn nicht nur Italien (das das erste Quartal 2022 mit einer Bruttostaatsverschuldung von 152,6 Prozent des BIP abgeschlossen hat), Griechenland (189,3 Prozent), Portugal (127 Prozent), Spanien (117,7 Prozent), Frankreich (114,4 Prozent), Belgien (107,9 Prozent) und Zypern (104,9 Prozent). Das Risiko einer Staatsschuldenkrise wird aus Buiters Sicht durch die politische Reaktion auf die europäische Energiekrise noch erhöht: Transferzahlungen, Steuersenkungen und Energiepreiskontrollen, die alle zu einer Erhöhung der Staatsdefizite führen.

**Der Ökonom Daniel Gros hält eine Wiederholung der Eurokrise von 2011/12 dagegen für unwahrscheinlich.** Vor einem Jahrzehnt hatten die südlichen Länder der Eurozone große Leistungsbilanzdefizite, was bedeutete, dass sie große Kapitalzuflüsse benötigten. Als diese Zuflüsse ausblieben, brach ihre Wirtschaft ein und die Schwachstellen in ihren Bankensystemen

wurden offengelegt. Heute weist Italien beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse auf, seine Nettoauslandsposition hat sich gerade ins Positive gewendet, und seine Banken sind viel stärker. Der Anstieg der Risikoprämien für italienische Staatsanleihen beschränkte sich zudem vor allem auf die längeren Laufzeiten und war nur von kurzer Dauer. Die Risiken eines kurzfristigen Zahlungsausfalls werden vom Markt weiterhin als gering erachtet.

### Das Risiko eines sino-amerikanischen Konflikts

#### Der russische Krieg gegen die Ukraine hat auch die Konfrontation zwischen den USA und China verstärkt.

Die USA sind die größten Unterstützer der Ukraine, während sich Peking nicht nur damit schwertut, den russischen Angriffskrieg zu verurteilen, sondern den Aggressor auch immer wieder offen unterstützt. Chinas eigene territoriale Ambitionen wurden bei Nancy Pelosis Besuch in Taiwan einmal mehr deutlich. Die USA wiederum stehen auch deshalb an der Seite der Ukraine, um an ihrer Unterstützung Taiwans im Falle eines Angriffs durch China keinen Zweifel zu lassen.

#### US-Präsident Biden hat die wirtschaftlichen Sanktionen gegen China noch einmal deutlich verschärft.

Die US-Regierung hat neue Bestimmungen für den Export von Hochleistungschips nach China verhängt. Unternehmen, die hoch entwickelte Halbleiter produzieren, wie sie beispielsweise in Supercomputern zum Einsatz kommen, brauchen künftig eine Exportgenehmigung. Gleiches gilt für Bauteile, die zum Aufbau einer Chipfertigung benötigt werden. Zudem brauchen neben US-Firmen nun auch Personen mit amerikanischer Staatsbürgerschaft oder Ausländer mit Greencard oder Wohnsitz in den USA eine Erlaubnis, wenn sie in sensiblen Bereichen der chinesischen Chipindustrie arbeiten wollen.

Für viele Beobachter kommt dieser Schritt einer **ökonomischen Kriegserklärung** gleich. Die Parallelen zur Eindämmungspolitik der USA gegenüber der Sowjetunion ab 1947, die zum Kalten Krieg führte, sind offensichtlich. Die USA versuchen, den gesamten chinesischen Hightech-Sektor zu isolieren und von den internationalen Wertschöpfungsketten abzuschneiden. Die neuen Beschränkungen sind nicht auf die Ausfuhr hochwertiger US-Halbleiterschips beschränkt. Sie erstrecken sich auf alle Chips, die mit US-Ausrüstung hergestellt werden. Dies schließt fast alle nicht-chinesischen Exporteure von Spitzenprodukten ein, unabhängig davon, ob sie in Taiwan, Südkorea oder den Niederlanden ansässig sind. Das praktische Verbot gilt auch für „US-Personen“, was sowohl Inhaber einer Green Card als auch US-Bürger einschließt.

Ob die US-amerikanische Strategie aufgeht, ist unklar. Die Ökonomen der Citigroup glauben, dass die „Tech-Entkopplung“ der beiden Wirtschaftsmächte für China zum „Sputnik-Moment“ werden könnte, nach dem das Land dann umso entschlossener zur technologischen Aufholjagd bläst. Auch könnten sich die USA ins eigene Fleisch schneiden, da viele US-Unternehmen in China produzieren lassen. Erste Widerstände aus der US-Industrie könnten durchaus zu einer Abmilderung der ursprünglichen Pläne führen. Dennoch werden die neuen Bestimmungen die sino-amerikanischen Beziehungen schwer belasten. Das größte Risiko besteht allerdings darin, dass Biden den chinesischen Präsidenten Xi Jinping dazu veranlassen könnte, seinen Zeitplan für die **Annexion Taiwans** zu beschleunigen. Der Inselstaat ist der mit Abstand größte Hersteller von High-End-Chips in der Welt.

Der „Kalte Krieg“ zwischen den USA und China, der schon mit der Zollpolitik unter

Präsident Trump begann, könnte also relativ rasch zu einem echten Krieg ausarten. Zumindest aber ist absehbar, dass die militärischen Spannungen um Taiwan zunehmen werden. In der dystopischen Computer-Rollenspiel-Serie „Fallout“ gipfeln die Spannungen zwischen China und den USA in einem „Großen Krieg“, der am 23. Oktober 2077 als nuklearer Schlagabtausch stattfindet. Noch ist für beide Länder genug Zeit, um dieses Worst-Case-Szenario zu verhindern.

### Zusammenfassung

#### **Die Krise ist zum Normalfall geworden.**

Fast nahtlos ist die Ausnahmesituation während der Coronapandemie in die globale Krise übergegangen, die der russische Überfall auf die Ukraine ausgelöst hat. Aus beiden Krisen und auch aus den teilweise falschen politischen Reaktionen (wie beispielsweise der zu starken fiskalischen Unterstützung der US-Wirtschaft während der Coronakrise) haben sich massive wirtschaftliche Probleme ergeben: Hohe Inflation, die mit steigenden Zinsen bekämpft werden muss, ein Energienotstand in vielen Ländern und eine globale Wirtschaft, die auf eine Rezession zusteuert.

**Viele dieser Probleme sind lösbar.** Wenn sich die Geldpolitik gegen die fiskalische Dominanz behaupten kann, hat sie die nötigen Instrumente, um die Inflation wieder in den Griff zu bekommen. Die Energiekrise lässt sich durch einen Ausbau der erneuerbaren Energien lösen, jedoch nicht von heute auf morgen. Das Wirtschaftswachstum wird unter diesen Umständen länger schwach bleiben, doch ein kräftiger Anstieg der Arbeitslosigkeit ist vermutlich vermeidbar.

**Das schwache Wachstum und die hohen Zinsen stellen viele Unternehmen vor Probleme.** Geschäftsmodelle, die vor allem

*Die Krise ist zum Normalfall geworden, doch viele Probleme sind lösbar.*

auf billigen Krediten beruhen, kommen in Schwierigkeiten. Aber auch Pensionskassen und Staaten könnten zum Opfer der gestiegenen Zinsen werden. Daraus muss allerdings weder eine neue Finanz- noch eine neue Eurokrise resultieren.

Kurz vor Ende des Zweiten Weltkriegs sagte der britische Premierminister Winston Churchill: „Never let a good crisis go to waste“ – auf Deutsch: **Lass niemals eine gute Krise ungenutzt verstreichen.** Damit griff Churchill einen Gedanken auf, der in der asiatischen Kultur tief verwurzelt ist. So besteht das chinesische Schriftzeichen für das Wort „Krise“ aus zwei Teilen. Der eine Teil bedeutet Gefahr oder Risiko und der andere bedeutet Chance.

**Die innovative Kraft von Krisen ist vor allem in Europa immer wieder zu spüren.** Fast scheint es, als ob die europäischen Länder nur unter dem Druck einer Krise in der Lage sind, ihre oft großen Differenzen zu überwinden und sich auf neue Wege zu einigen.

Für das kommende Jahr besteht die Hoffnung, dass sich die Inflationsentwicklung beruhigt und die Zentralbanken damit auch den **Höhepunkt des Zinserhöhungszyklus** erreichen. Allerdings wird das neue Jahr auch zeigen, wie hoch die realwirtschaftlichen Kosten der Inflationsbekämpfung sind.

Auch im kommenden Jahr könnte die wirtschaftliche Entwicklung von **geopolitischen Spannungen** überschattet werden. Für den Krieg gegen die Ukraine zeichnet sich keine schnelle und dauerhafte Lösung ab. Und der sino-amerikanische Konflikt könnte sich im kommenden Jahr sogar weiter zuspitzen.

Die Krise wird also weiter der Normalfall bleiben. **Anleger müssen sich auf diese Situation einstellen, die nicht nur Risiken, sondern auch Chancen eröffnet.** Wo diese liegen, wird im Hauptteil des Jahresausblicks detailliert analysiert.



## JAHRESAUSBLICK 2023: VOLKSWIRTSCHAFT UND GELDPOLITIK

### Weltkonjunktur: Starker Gegenwind

These 1: Das Wachstum der Weltwirtschaft schwächt sich auf 2,0 Prozent ab.

Der Gegenwind, dem die Weltkonjunktur dieses Jahr ausgesetzt war, ist erstaunlich. Während man zu Beginn des Jahres noch von einer Corona-Erholung ausging, kamen im Verlauf des Jahres immer weitere Krisen hinzu – seien es hohe Inflation, der russische Krieg in der Ukraine oder Corona-Lockdowns in China. Darauf, dass diese Krisen auch noch im nächsten Jahr einen Einfluss auf das wirtschaftliche Geschehen haben werden, wurde bereits eingegangen. Die große Frage ist letztlich, in welchem Ausmaß sich diese womöglich entspannen werden.

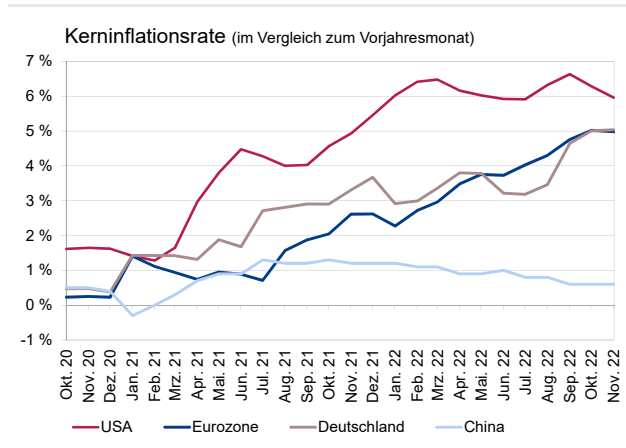
Die Weltwirtschaft leidet vor allem darunter, dass sich die Konjunktur in den wichtigsten Wirtschaftszonen abkühlen wird. **Sowohl in den USA, in China als auch in Europa hat man es mit einer nachlassenden Dynamik zu tun.** Während in den USA und Europa die Inflationsbekämpfung der Zentralbanken für geringeres Wachstum sorgen, stellt sich die Situation in China deutlich anders dar. Hier leidet man nach wie vor unter den sehr strengen Corona-Maßnahmen. Die Lockerungen, wie man sie aus westlichen Ländern kennt, haben in China nicht stattgefunden, sodass es bei

der wirtschaftlichen Aktivität in einzelnen Landesteilen immer wieder zu Unterbrechungen kommt. Dazu kommt, dass eine wirtschaftliche Schwäche der westlichen Staaten für eine niedrigere Nachfrage sorgen wird und die chinesische Exportwirtschaft dies zu spüren bekommen wird. Bei der Frage danach, wie stark die Abschwächung ausfällt, kommt es vor allem darauf an, wie lange die Zentralbanken die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Verbraucher durch Zinserhöhungen verschärfen.

Je länger und stärker sie dies vornehmen, desto eher wird es zu größeren Abschwüngen kommen. Ein Spagat der hierbei vollzogen werden muss, ist der Umstand, dass **expansive Staatsausgaben und kontraktive Geldpolitik** gegeneinander wirken. Nachdem sich viele Staaten in den letzten Jahren großzügige Ausgabenprogramme geleistet haben, müssen diese nun kürzertreten, um die geldpolitischen Maßnahmen nicht zu konterkarieren. Dies fällt nicht unbedingt leicht, in Zeiten in denen die Inflation galoppiert und Forderungen nach Entlastungen auf Staatskosten aufkommen. Es muss also zu einer selektiven Entlastung der Bürger kommen, um den Kaufkraftverlust der Menschen abzufedern, damit der Konsum nicht zu stark wegbricht. Diese staatlichen Unterstützungsmaßnahmen dürfen letztlich jedoch nicht so großzügig ausfallen, dass man die Inflationsbekämpfung hindert.

### Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

	2022	IWF	OECD	Sachverst. rat	2023				
					EU Kommis- sion	Goldman Sachs	UBS	Durch- schnitt	Marcard, Stein & Co
Welt	2,9	2,7	2,2	1,9	2,5	1,8	2,1	<b>2,2</b>	2,0
USA	1,8	1,0	0,5	0,4	0,7	1,0	0,1	<b>0,6</b>	1,1
Japan	1,6	1,6	1,4	1,5	1,6	1,3	1,0	<b>1,4</b>	1,4
Euroraum	3,1	0,5	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,2	<b>0,3</b>	0,3
Deutschland	1,6	-0,3	-0,7	0,0	-0,6	-0,6	-0,5	<b>-0,5</b>	-0,3
Großbritannien	4,2	0,3	0,0	0,0	-0,9	-1,2	-0,5	<b>-0,4</b>	-0,4
Russland	-4,0	-2,3	-4,5	-5,2	-3,2	-1,3	-3,0	<b>-3,3</b>	-2,8
China	3,3	4,4	4,7	5,8	4,5	4,5	4,5	<b>4,7</b>	4,5
Indien	7,1	6,1	5,7	6,0	6,0	5,9	5,5	<b>5,9</b>	6,0
Brasilien	2,7	1,0	0,8	0,9	0,8	1,2	1,3	<b>1,0</b>	0,9



Während die größten Volkswirtschaften mit einer sich abkühlenden Wirtschaftstätigkeit kämpfen, gibt es **einige Länder, die vergleichsweise robust dastehen**. Für Indien gilt die Erwartung, dass das Land weniger unter gestiegenen Rohstoffpreisen leidet, auch weil es bereitwillig billige Energierohstoffe aus Russland erhält. Daraus ergibt sich ein robusteres Wachstum, als es bei den meisten anderen Ländern zu erwarten ist. Saudi-Arabien ist durch seine Rohstoffexporte einer der wenigen wirtschaftlichen Gewinner der geopolitischen Lage. Da Ölexporte einen großen Teil zur Wirtschaft beitragen, ist das Land Nutznießer der erhöhten Ölpreise, die zwar von Höchstständen wieder entfernt sind, im historischen Vergleich jedoch immer noch ein Niveau haben, wie es nach dem Fracking-Boom in den USA nicht erreicht wurde. Die eigens beeinflussten Entscheidungen der OPEC, dieses Niveau zu festigen, helfen in dieser Hinsicht, auch im nächsten Jahr ein attraktives Wirtschaftswachstum zu erreichen.

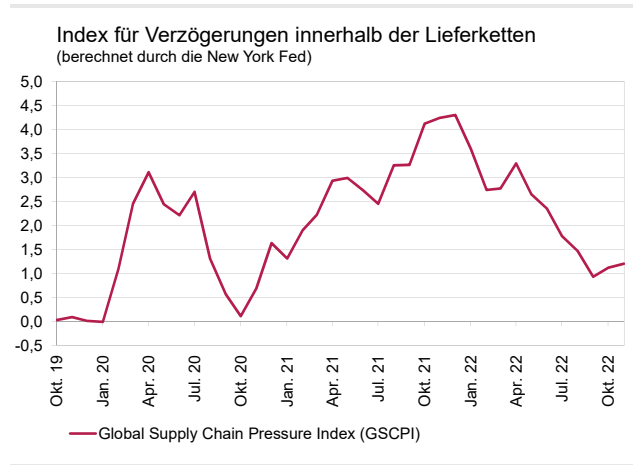
**These 2: Der Gegenwind für den Welthandel nimmt zu.**

In China stellt sich die Frage, wann die Regierung von ihren **drakonischen Lockdowns** abrückt und es zu einer effektiveren Impfung der Bevölkerung kommt, die ein solches Abrücken zulässt. Die Vorzeichen sind hier somit andere als im Westen. Die Gefahr ist jedoch, dass sich die weltweiten Abschwünge gegenseitig verstärken. Ein chinesischer Abschwung – selbst wenn er andere Ursachen hat als in den USA und Europa – hätte einen negativen Einfluss auf die westliche Konjunktur und umgekehrt.

Von großer Bedeutung wird zudem auch sein, wie sich das **Klima zwischen den USA und China** entwickelt. In den letz-

ten Jahren, und bis heute, standen die Zeichen auf Konfrontation, was sich zuletzt dadurch ausdrückte, dass die USA den Export von fortschrittlichen Computerchips an China eingeschränkt haben. Hier besteht die Gefahr, dass ein Handelskonflikt erneut aufflammt. Sollte es zu einem gegenseitigen Überbieten mit Sanktionen kommen, wäre dies ein weiterer Schlag für den Welthandel.

Bereits seit der Coronapandemie, der darauffolgenden Lieferkettenproblematik und spätestens seit dem russischen Krieg gegen die Ukraine, gibt es Forderungen, **Produktionsketten wieder vermehrt in befreundeten Ländern anzusiedeln**, um die Abhängigkeit von Ländern zu reduzieren, welche womöglich bereit sind, diese im Konfliktfall als Mittel der Erpressung einzusetzen. Für die Europäische Union und Deutschland steht in Bezug auf China die Entscheidung aus, ob man auf einen ähnlichen Kurs einschwenkt, wie es die USA getan haben und auf Konfrontation setzt oder ob man weiterhin die Devise „Wandel durch Handel“ verfolgt.



Die Frage nach dem **Umgang mit Handelspartnern** stellt sich jedoch nicht nur bei China. Die Unruhe, welche der russische Angriffskrieg in der Welt gestiftet hat, lässt westliche Regierungen zunehmend ihre Handelspartner hinterfragen. Da es sich bei vielen dieser Länder nicht vermeiden lässt, mit ihnen Handel zu treiben, hat bei westlichen Politikern zumindest eine Sensibilisierung eingesetzt, Handelsketten zu diversifizieren und dadurch mehr Sicherheit zu erlangen.

Aber auch unter den westlichen Staaten gibt es keine Einigkeit darüber, wieviel Handel angemessen ist. Zuletzt gab es **zwischen der EU und den USA Verstimmungen** wegen des Inflation Reduction Act, der in den USA verabschiedet

wurde. Vor allem die darin vorgesehenen Subventionen, die Unternehmen größtenteils nur erhalten können, wenn sie in den USA produzieren, wurden von der europäischen Seite kritisch aufgenommen. Zum Teil gibt es sogar Forderungen, die USA dafür bei der WTO zu verklagen, damit europäische Unternehmen keinen Wettbewerbsnachteil haben.

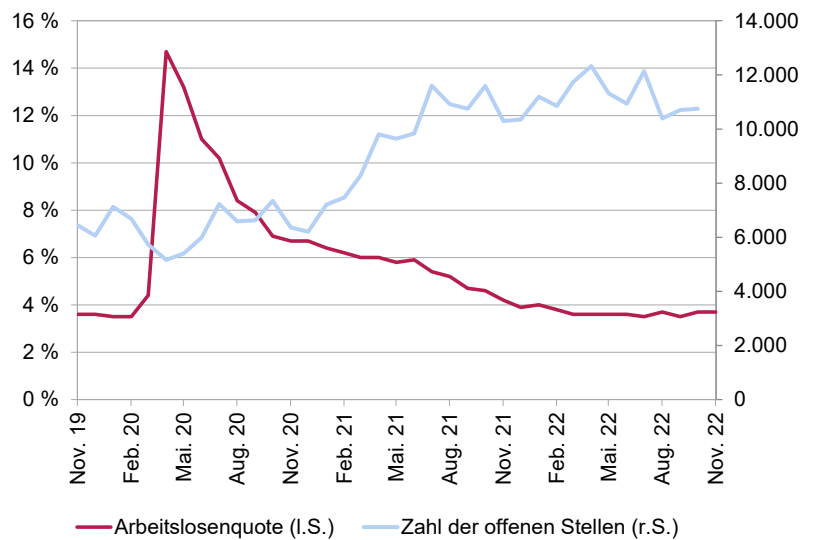
Für den Welthandel und somit auch für die Weltkonjunktur gibt es einige Unsicherheitsfaktoren, die schnell eine Eigendynamik entwickeln können. Die **Gefahr für Handelskriege oder Subventionswettläufe** verschärfen diese Unsicherheit noch einmal zusätzlich.

### USA: Hoffnung auf eine weiche Landung

These 3: Die US-Wirtschaft wird nächstes Jahr um 1,1 Prozent wachsen.

Das **Problem hoher Inflationsraten** im Nachgang der Coronapandemie kam zunächst in den USA auf. Anders als in Europa war es bereits zu Beginn des Jahres zu erkennen, weshalb die Fed die Zinswende schon früher einleitete als die EZB. Mittlerweile hat sich die Dynamik der Inflation in den USA abgeschwächt. Die Inflationsrate war einige Monate rückläufig und auch die Kernrate der Inflation ist von Höchstständen zurückgekommen. Auch wenn diese Zahlen noch kein Zeichen der endgültigen Entspannung sind und die Inflationsraten sich nach wie vor auf zu hohen Niveaus befinden, wird die Fed zumindest zur Kenntnis nehmen, dass diese sich in die richtige Richtung entwickeln. Ob das Tempo dieses Rückgangs für die Zentralbanker ausreichend ist, wird sich in den nächsten Monaten zeigen. Die große Frage für die US-Konjunktur im nächsten Jahr wird jedoch sein, wie stark sich die Zinserhöhungen der Fed auf diese auswirken. Bislang haben sich die Erhöhungen eher auf

### US-Arbeitsmarkt



zinsensensitive Bereiche der Wirtschaft ausgewirkt, wie beispielsweise den Immobilienmarkt. Vor allem bei dem US-Arbeitsmarkt, der nach wie vor sehr robust ist, scheinen die Zinserhöhungen bislang keine großen Spuren hinterlassen zu haben.

Eine **fiskalische Dominanz** ist in den USA innerhalb der nächsten zwei Jahre jedoch nicht zu erwarten. Nach den Midterm-Wahlen im November gibt es einen geteilten Kongress, in dem die Demokraten den Senat kontrollieren und die Republikaner das Repräsentantenhaus. Gesetzesvorhaben müssen jedoch durch beide Kammern, wodurch es die nächsten zwei Jahre zu überparteilicher Einigung kommen muss, will man Gesetze erlassen. Insofern ist zu erwarten, dass es künftig darum gehen wird den kleinsten gemeinsamen Nenner zu finden, anstatt einen großen Wurf zu landen. Ähnlich sieht es mit dem Haushalt der Regierung aus, der durch beide Kammern bestätigt werden muss. Hier kann man auch davon ausgehen, dass dieser von den Republikanern genau unter die Lupe genommen wird und die regelmäßige Drohung eines Government Shutdown wieder in den Alltag zurückkehrt.

*Der US-Arbeitsmarkt ist trotz der Zinserhöhungen der Fed weiterhin sehr robust.*

Hoffnung für die US-Wirtschaft macht der **Arbeitsmarkt**, der trotz der Zinserhöhungen der Fed weiterhin stark ist. Ein Problem in 2022 war das starke Lohnwachstum, bedingt durch eine niedrige Arbeitslosenquote und einer Vielzahl offener Stellen. Die Gefahr dieses Wachstums besteht letztlich darin, dass Unternehmen die höheren Löhne durch höhere Preise kompensieren und es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt. Um diesen Effekt zu verhindern, ist die Fed bemüht, durch ihre Politik die Nachfrage nach Arbeitskräften zu bremsen, welche sich am ehesten an den offenen Stellen ablesen lässt. Da in den letzten Monaten die Anzahl der offenen Stellen auf die niedrigsten Werte seit 2021 fiel, kommt deshalb leise Hoffnung auf, dass dies der Fed gelingt ohne eine parallel übermäßig steigende Arbeitslosenquote. Ein optimales Szenario für 2023 – eine weiche Landung – sieht deshalb vor, dass sich die Zahl der offenen Stellen deutlich reduziert, während die Arbeitslosenquote in moderatem Maße ansteigt. Da die Arbeitslosenquote immer noch sehr niedrig ist, sind die Voraussetzungen für eine solche weiche Landung durchaus gegeben.

Ein großer Vorteil der US-Wirtschaft ist, dass sie, im Gegensatz zu der europäischen, deutlich weniger von Energieimporten abhängig ist. Tatsächlich profitieren die USA auch von hohen **Rohstoffpreisen**, da sie mittlerweile bedeutender Exporteur von Ölprodukten und Flüssiggas sind. Eine Unsicherheit über Gaslieferungen oder die Einführung von Rationierungen sind also, anders als in Europa, nicht zu befürchten.

Unsicherheit besteht hingegen in dem Umgang mit China. In dem Wettstreit der beiden Großmächte bestreitet Präsident Biden denselben Weg wie sein Vorgänger Trump, indem die wirtschaftliche Konfrontation gesucht wird, zuletzt in Form von Sanktionen in Bezug auf High-Tech-Chips. Eine Zuspitzung konnte man bereits in der **Taiwan-Frage** sehen, als China in ungewohnt lautstarker Weise den Besuch von Nancy Pelosi auf der Insel verurteilt hat. Auch wenn dieser Konflikt im Augenblick beruhigt ist, so ist er alles andere als gelöst und könnte jederzeit wieder aufflammen. Eine Zuspitzung des Konfliktes zwischen den USA und China im Jahr 2023 ist durchaus möglich.

## China: Die Politik bremst das Wachstum

These 4: Das chinesische Wirtschaftswachstum gewinnt wieder an Fahrt und wird 4,5 Prozent betragen.

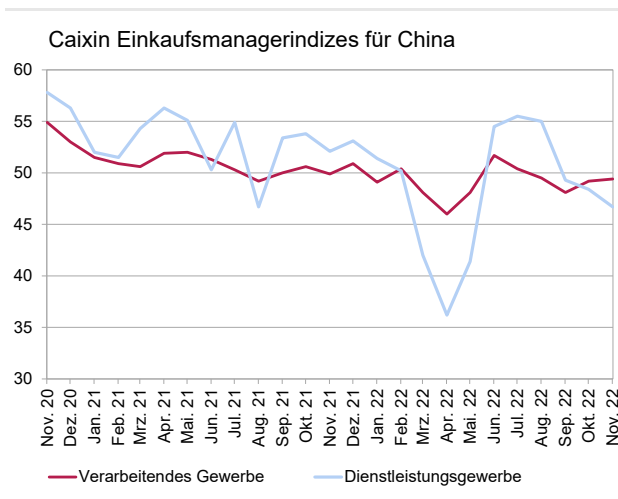
Die wirtschaftliche Entwicklung in 2022 war vor allem geprägt von den Auswirkungen von Corona-Lockdowns. Während westliche Volkswirtschaften öffneten und Aufhol-effekte zu erwarten waren, setzte man in China auf dieselbe Strategie wie seit Anfang der Pandemie. Es wurden strenge Lockdowns verhängt, die das gesellschaftliche und wirtschaftliche Leben zum Erliegen brachten. Einer der Gründe für dieses Vorgehen war der Impffortschritt innerhalb der Bevölkerung. Da China keine ausländischen Impfstoffe zuließ, sind die Menschen mit weniger wirksamen chinesischen Impfstoffen geimpft. Dazu kommt, dass es sich bei einem großen Teil der Ungeimpften vor allem um ältere Menschen handelt, die vulnerabler sind. Diese beiden Umstände sorgen dafür, dass die Regierung Lockdowns verhängen musste, um sich nicht die Blöße zu geben, bei der Corona-Politik versagt zu haben. **Wie sich dieser Zustand im Jahr 2023 entwickelt, wird entscheidend dafür sein, mit welcher Dynamik die chinesische Wirtschaft wachsen wird.**

In China ist die Wirtschaft noch einmal stärker davon abhängig, wie sich die Politik in Wirtschaftsfragen positioniert. Hier geht es vor allem um die Frage, ob diese einen **wirtschaftsfreundlichen oder sozialistisch-ideologischen Kurs** verfolgt. Aus diesem Grund war das Zusammenkommen des Nationalen Volkskongresses im Oktober ein wichtiger Fingerzeig für die Wirtschaftspolitik der nächsten Jahre. Wenig überraschend wurde hier Xi Jinping zum dritten Mal für eine fünfjährige Amtszeit zum Generalsekretär der Kommunistischen Partei gewählt. Die entscheidende Botschaft war jedoch weniger seine Person, sondern welche Personalentscheidungen es in der zweiten Garde der Partei geben würde. Und hier hat sich gezeigt, dass Xi weiterhin einen großen Einfluss innerhalb der Partei hat und mögliche Kritik an seiner strengen Corona-Politik zu keinerlei Machtverlust geführt hat. So stieg unter anderem Li Qiang in die Führungsriege auf. Der Schanghaierteilnehmer war verantwortlich für den teils kritisierten, sehr strengen Lockdown in Schanghai. Auch die übrigen Personalentscheidungen werden als eine Festigung von Xis Macht interpretiert. Die Lehre für die Zukunft, die man aus den Entscheidungen ziehen kann, ist, dass die chinesische Regierung einen größeren Fokus auf die Ideologie

legen wird. Parteigenossen, welche die Corona-Politik Xi Jinpings mitgetragen haben, steigen in der Hierarchie auf, während vermeintliche Kritiker absteigen.

Sollte es also keinen Durchbruch bei effektiveren chinesischen Impfstoffen geben, die erneut einem breiten Umfeld der Bevölkerung zur Verfügung gestellt werden, besteht die Gefahr, dass sich das bisherige Vorgehen länger hinzieht und es auch im Verlauf des Jahres 2023 zu Lockdowns kommen wird. **Weitere Gefahrenquellen** liegen in einer schwachen Binnennachfrage und in der Auslandsnachfrage, welche unter der Konjunkturschwäche der westlichen Länder leiden könnte. Dazu kommt die Möglichkeit eines sich verstärkenden Handelskonfliktes zwischen den USA und China.

Der **Immobilien**sektor, der nach wie vor überschuldet ist, hat zuletzt wieder an Bedeutung gewonnen. Hier hat die chinesische Regierung Unterstützungsmaßnahmen in Aussicht gestellt, sodass die Kreditvergabe erleichtert wird und chinesische Banken angewiesen werden, Rückzahlungsfristen von Immobilienunternehmen zu erweitern. Die Kalkulation von staatlicher Seite ist, dass der Immobiliensektor wieder einen größeren positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten kann, als dies in der letzten Zeit der Fall war. Letztlich ist es die Hoffnung, dass der Sektor im nächsten Jahr zu alter Stärke zurückfindet.



Nach einem holprigen Jahr 2022, in dem China unter ständigen Unterbrechungen durch Corona-Lockdowns gelitten hat, gibt es das **Potenzial für Aufholeffekte**, die jedoch nur zum Tragen kommen, wenn man die Impfsituation verbessert und es tatsächlich zu Phasen kommt, in denen diese Unterbrechungen ausbleiben. Es stellt sich zudem

die Frage, ob die chinesische Regierung einen Weg zurück findet zu dem Pragmatismus, der China in den letzten Jahrzehnten stark gemacht hat oder ob die Wahlen zur Führungsriege tatsächlich bedeuten, dass man der Ideologie alles unterordnet.

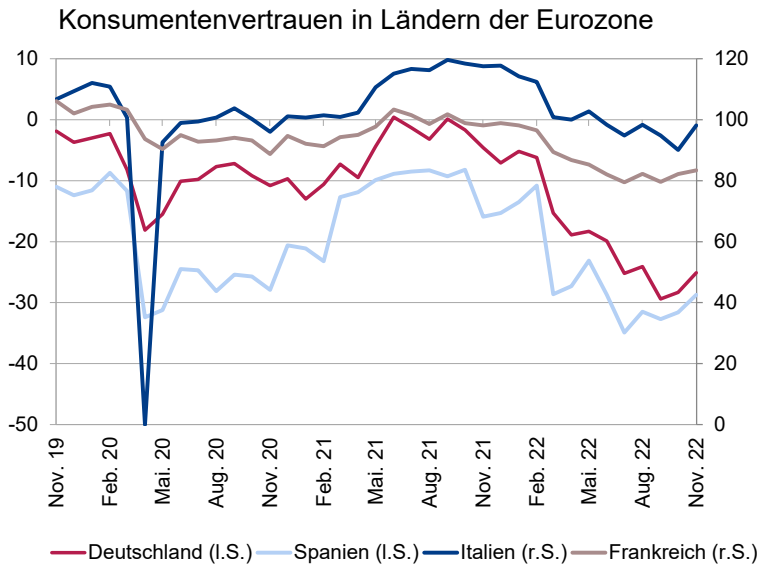
## Europa: Die Energiekrise belastet

These 5: Die Wirtschaft der Eurozone wird infolge der Energiekrise 0,3 Prozent wachsen.

Zu Beginn des Jahres 2022 waren die meisten Offiziellen entspannt bezüglich der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung in der Eurozone. Allen voran die EZB war trotz sehr hoher Inflationsraten um die fünf Prozent überzeugt, diese wären nur transitorisch und würden von selbst zurückgehen. Der russische Überfall auf die Ukraine zerstörte diese Gelassenheit und sorgte für die Gewissheit, dass die hohen Energiepreise die Inflationsraten ebenso erhöhen würden. Die **Ära von billigem russischen Öl und Gas** scheint zu Ende zu sein und die Folgen dessen werden uns im Jahr 2023, aber auch in den Jahren danach beschäftigen.

Dabei wirkt sich die dadurch ausgelöste Energiekrise vielfältig auf die Wirtschaft aus. Zum einen geht es, wie bereits erwähnt, für die politischen Akteure darum, Alternativen zu der Energieerzeugung mit russischen Rohstoffen zu finden. **Bis man diese Alternativen gesichert hat, muss man sich jedoch auf dem Weltmarkt mit Öl und Gas eindecken und das auch zu erhöhten Preisen**, da man keine Wahl hat, als die Rohstoffe dort zu kaufen. Für die Verbraucher bedeutet dies mittelfristig deutlich höhere Preise für Energie, als es in der jüngeren Vergangenheit der Fall war. Auf Seiten der Unternehmen sorgt dies dafür, dass die Kosten für Produktion oder Heizen steigen. Allerdings stellt sich auch die Frage, inwieweit sich diese Kosten auf Konsumenten umwälzen lassen. Diese leiden parallel natürlich auch unter höheren Energiekosten, wodurch ihr verfügbares Einkommen für anderen Konsum geringer ausfällt.

Es ist somit eine **trübe Gemengelage für die Gesamtwirtschaft**. Diese gedrückte Stimmung ließ sich bereits an den europäischen Einkaufsmanagerindizes in den letzten Monaten ablesen und wird sich bis ins nächste Jahr fortsetzen. Hier wurden Kontraktionsniveaus angezeigt, die Unternehmen fahren ihre Tätigkeiten somit bereits



zurück. Betrachtet man das Konsumentenvertrauen in den größten Staaten der Eurozone, ergibt sich ein ähnliches Bild. Das Konsumentenvertrauen befindet sich in diesen Staaten sogar unterhalb der Niveaus, die man während der ersten Corona-Lockdowns im Frühjahr 2020 erreicht hatte. Aus diesem Grund war bereits zu beobachten, dass die Verkäufe im Einzelhandel zunehmend geringer ausfallen. Da noch immer nicht alle Preissteigerungen an die Konsumenten weitergegeben sind, ist zu erwarten, dass dieser Rückgang im Einzelhandel sich auch im Jahr 2023 fortsetzen wird.

*Die Kaufkraftverluste belasten das Verbraucher-  
vertrauen.*

Um die **größten Belastungen für die Verbraucher abzufedern**, haben die Staaten der Eurozone Maßnahmen eingeführt, um vor allem die ärmsten Haushalte, aber auch Unternehmen zu unterstützen. In Deutschland greift beispielsweise diesen Winter die Gaspreisbremse, wodurch Abschlagszahlungen von Haushalten und Unternehmen gedeckelt werden. Diese Maßnahmen leisten einen Beitrag dazu, dass das Konsumentenvertrauen, aber auch das verfügbare Einkommen der Verbraucher und die Stimmung der Unternehmen sich nicht noch weiter verschlechtern und federn somit tat-

sächlich die unruhigen Wintermonate ab. Da auch das gesamte nächste Jahr nicht davon auszugehen ist, dass man russische Energielieferungen adäquat ersetzen kann und da der nächste Winter ähnlich unsicher werden wird, wie der jetzige, ist vorgesehen, die Maßnahme bis mindestens April 2024 laufen zu lassen.

**Allerdings gibt es auch Nebeneffekte.**

Durch diese Übernahme der Kosten durch den Staat haben die hohen Preise für Energie, die eine Knappheit anzeigen, weniger Anpassungseffekte zur Folge. Normalerweise führen hohe Preise dazu, dass weniger konsumiert wird oder dass ein alternatives Konsumgut gekauft wird. Da der Staat diese Preise verzerrt, also niedriger hält als sie eigentlich sind, muss er somit dafür sorgen, dass Verbraucher trotzdem einen Anreiz haben, weniger Energie zu verbrauchen. Einen solchen Mechanismus gibt es bei der Übernahme der Abschlagszahlungen tatsächlich. Die Zahlung basiert auf dem Vorjahresverbrauch und wird nicht angepasst, wodurch man einen Gewinn machen kann, wenn man Energie einspart. Trotzdem können solche Leistungen kein Dauerzustand sein und es wird vor allem darauf ankommen, wie für die darauffolgenden Jahre die Energie-Perspektive der europäischen Staaten aussehen wird.

Die **Schwäche des Euro** in den vergangenen Monaten hat zusätzlich einen Beitrag geleistet, die Energiekrise zu vergrößern. Die Abwertung gegenüber dem US-Dollar hat letztlich dazu geführt, dass Importe von Energierohstoffen, die auf den Weltmärkten oftmals in US-Dollar abgerechnet werden, noch einmal teurer wurden. Ein Teil des Anstiegs der Inflation, die vor allem durch Energie getrieben wurde, war somit durch diesen Wechselkurseffekt bedingt – es gab eine Art importierter Inflation. Da die EZB die Märkte mittlerweile auf eine härtere Gangart bei der Inflationsbekämpfung eingestimmt hat, bleibt die Frage für 2023, inwieweit man



einen gegenläufigen Effekt sehen könnte. Wenn es aufgrund der Zentralbankpolitik und einer nachlassenden Nachfrage nach Dollars als Krisenwährung tatsächlich zu einer Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar käme, gäbe es somit auch eine leichte Entlastung bei dieser importierten Inflation.

**Politische Unsicherheit** in Europa kam 2022 vor allem durch die Wahlen in Frankreich und Italien auf sowie durch die Regierungskrise in Großbritannien. Da Macron die Wahl in Frankreich für sich entscheiden konnte, hat sich die Situation dort etwas entspannt. Auch wenn er seine parlamentarische Mehrheit verloren hat, gab es eine Erleichterung darüber, dass eine Präsidentin Le Pen vermieden werden konnte. In Italien haben sich die Befürchtungen bewahrheitet und die Fratelli d'Italia konnten die Regierungskrise nutzen, welche Mario Draghi aus dem Amt drängte und die Wahlen mit ihrem rechten Bündnis für sich entscheiden. Sie stellen nun mit Giorgia Meloni die Ministerpräsidentin Italiens. Bisher blieben mögliche Drohszenarien gegenüber der EU aus. Für 2023 stellt sich somit die Frage, ob dies so bleibt oder letztlich doch eine Konfrontation gesucht wird, um Interessen durchzusetzen.

In **Großbritannien** hat es Rishi Sunak geschafft, vor allem die Finanzmärkte zu beruhigen, sodass dort im nächsten Jahr vor allem relevant wird, in welchem Ausmaß die britische Wirtschaft tatsächlich unter der Energiekrise leiden wird. Die Inflationsraten sind ähnlich hoch wie in dem von der Energiekrise stark getroffenen Deutschland. Das Pfund hat gegenüber Euro und US-Dollar an Wert verloren, während die Zentralbank trotz weiterhin steigender Inflation die Zinssteigerungen bereits eindämmen will, um die Wirtschaft nicht zu stark abzuschwächen. Dazu kommt, dass die Regierung nach dem Ende Boris Johnsons und der chaotischen 55-tägigen Amtszeit von Liz Truss, darauf aus sein sollte, den Finanzmärkten Konstanz zu signalisieren. Es hat sich bereits gezeigt, dass die Märkte ein genaues Auge darauf haben, welche Kommunikation die Regierung an den Tag legt. Allerdings ist es fraglich, wie in der derzeitigen Situation Gelassenheit ausgestrahlt werden kann.

Gegen Ende des Jahres stehen, wahrscheinlich im Dezember, **Parlamentswahlen in Spanien** an. Allerdings gibt es bislang keine Befürchtungen, dass eine extreme Partei hier den Wahlsieg davontragen könnte. Aktuelle Umfragen deuten eher darauf hin, dass die konservative Partei die Regierung wieder von der sozialistischen Partei übernehmen könnte. Bisher macht es Mut, dass extremistische

Parteien von Höhenflügen weit entfernt sind, allerdings ist es schwer abzuschätzen, wie sich eine konjunkturelle Abschwächung in der Eurozone auf das Wahlverhalten auswirken wird. Für Spanien gilt, dass es vergleichsweise wenig von einer Energiekrise betroffen ist, verglichen mit anderen großen Volkswirtschaften der Eurozone.

Sollte es keine zusätzliche politische Unsicherheit geben, wird es vor allem darauf ankommen, wie Europa sich der Energiekrise annimmt. Nachdem die Inflationsraten in den Wintermonaten noch weiter steigen könnten, sollte sich ab dem Frühjahr dort eine Entlastung ergeben. **Die Hoffnung wäre, dass dies auch die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen aufhellt.** Allerdings gibt es genügend Krisen, die im nächsten Jahr zu den bisherigen dazukommen könnten.

## Devisenmarkt: Der Euro wird stärker

These 1: Der Euro wertet bis Ende 2023 auf 1,10 gegenüber dem US-Dollar auf.

Im Kampf gegen die Inflation haben die Zentralbanken unterschiedlich schnell reagiert. Während die US-amerikanische Fed den **Zinserhöhungszyklus** relativ früh einläutete, zögerte die EZB lange, bevor sie in diesem Sommer die Leitzinsen erhöhte.

Der Zinsvorteil des Greenback gegenüber dem Euro hat sich daher deutlich ausgeweitet. Mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine wurde Europa zudem die Konsequenz seiner Abhängigkeit von russischen Energieimporten aufgezeigt. Seitdem fragten Investoren **sichere Häfen** wie den US-Dollar stärker nach als die europäische Gemeinschaftswährung. Zusätzlich zeigt sich die amerikanische Konjunktur deutlich robuster als die europäische Wirtschaft. Alles zusammen führte dazu, dass der Euro-Wechselkurs zum Dollar im September unter die Parität fiel.

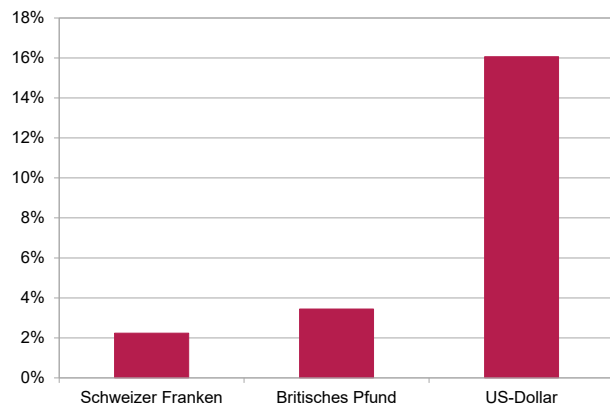
Die **Euroschwäche** wurde auch auf der EZB-Sitzung im September diskutiert. Der durch den schwachen Euro induzierte Exportvorteil wird durch die importierte Inflation überkompensiert. Um die Inflation nicht noch mehr anzuhetzen, darf die EZB den Zinsnachteil gegenüber anderen Währungen nicht noch größer werden lassen. Damit fällt künftig ein wichtiger Faktor weg, der den Außenwert des Euro bislang belastet hat.

Die **fundamentale Überbewertung des US-Dollar zum Euro** liegt nach dem auf Konsumentenpreisen basierenden Kaufkraftparitäten-Modell inzwischen bei 16 Prozent. Aus dieser Sicht hat der Euro daher ein großes Aufwertungspotenzial. Die europäische Energiekrise und die äußerst trüben wirtschaftlichen Aussichten für das Winterhalbjahr dürften jedoch verhindern, dass dieses Potenzial schon in den nächsten Monaten gehoben wird. Im Laufe des nächsten Jahres dürften sich die Wachstumsaussichten im Euroraum allerdings aufhellen und die Risikobereitschaft an den Kapitalmärkten wieder zunehmen.

Gleichzeitig haben die **Zwischenwahlen in den USA** ergeben, dass der Kongress für die kommenden zwei Jahre geteilt sein wird. Fiskalpolitisch spricht vieles dafür, dass es nur ein geringes Ausgabenwachstum geben wird. Im

Fall einer Rezession könnte zwar ein Fiskalpaket auf den Weg gebracht werden, dennoch dürfte dessen Umfang limitiert bleiben. Auch wird es kaum Änderungen in der Steuerpolitik geben. Aufgrund der Einigkeit von Demokraten und Republikanern in Sachen Außenpolitik, vor allem in Bezug auf Russland und China, dürften leichte Ausgabenerhöhungen für die Verteidigung eine Ausnahme darstellen. In Sachen Sozial- und Klimapolitik wird es derweil kaum Fortschritte geben, ebenso bei der Entwicklung der Staatsschulden, die auszufern drohen. Unlängst warnte der amerikanische Rechnungshof davor, dass die Staatsschuldenquote gemessen am BIP bis 2050 auf 175 Prozent ansteigen könnte. In Summe dürfte es in den USA also weniger politisch induzierte Wachstumsimpulse geben. Durch die nachlassende Inflation dürfte bald der Höhepunkt bei den Leitzinsen erreicht werden.

Überbewertung gegenüber dem Euro  
(gemessen nach Kaufkraftparitäten, in Prozent)



These 2: Das Britische Pfund wertet bis Ende 2023 weiter ab und steht per Jahresende bei 0,93 EUR/GBP.

Noch früher als die Fed vollzog die Bank of England (BoE) ihren geldpolitischen Kurswechsel und versuchte sich damit gegen die im Vergleich zu anderen G-7 Staaten sehr viel **stärkere Inflationsentwicklung** zu stemmen, allerdings bislang mit wenig Erfolg. Zusätzlich belastete der russische Angriffskrieg auch die britischen Energiepreise. Dadurch trübten sich die konjunkturellen Indikatoren schneller ein als gedacht.

Zu allen Überflus verkündete die Regierung der ehemaligen Premierministerin Liz Truss Mitte September 2022 ihre **Steuersenkungs- und Ausgabenpläne, die die Finanz-**



**märkte schockten.** Das Leistungsbilanzdefizit Großbritanniens ist auf 6,3 Prozent des BIP angewachsen, sodass das Land auf den Zufluss von Kapital angewiesen ist. Durch die bereits relativ hohe Staatsverschuldung von 95,4 Prozent des BIP und einer Inflation von 9,9 Prozent ist es wenig verwunderlich, dass die ursprünglichen Pläne der Regierung Truss auf wenig Gegenliebe bei internationalen Investoren stießen. Die Renditen britischer Staatsanleihen schossen in die Höhe und das Britische Pfund verlor weiter an Wert. Britische Pensionsfonds mussten Staatsanleihen verkaufen, um durch steigende Zinsen ausgelöste Nachschusspflichten zu erfüllen, und heizten dadurch den Zinsanstieg noch mehr an.

Die BoE verkündete daraufhin zeitlich befristete drastische Eingriffe in Form von massiven Anleihekäufen. Die Neubesetzung des Amtes des Premierministers durch den ehemaligen Finanzminister Rishi Sunak in Kombination mit den von der BoE ergriffenen Maßnahmen beruhigte die Finanzmärkte und stabilisierte das Pfund. Die BoE hat kein Interesse an einer schwachen Währung, da dies das Inflationsproblem noch verschärft. Unter dem neuen Premierminister Sunak ist das Vertrauen der Märkte ein Stückweit zurückgekommen. Mittlerweile hat der neue Finanzminister Hunt die britische Bevölkerung auf Steuererhöhungen eingestellt, zudem sollen andere Steuern nicht so schnell gesenkt werden wie ursprünglich geplant.

Die Sorge vor einer erneuten Finanzkrise in Großbritannien könnte den Wechselkurs allerdings weiter belasten. Die Ratingagenturen S&P und Fitch stuften den Ausblick für britische Staatsanleihen bereits auf „negativ“ herunter. Obwohl der Euro zum Pfund bereits etwas aufgewertet hat, spricht die **bestehende fundamentale Unterbewertung des Euro** für eine Fortsetzung dieses Trends.

These 3: Der Schweizer Franken wertet zum Euro ab und erreicht per Jahresende 2023 1,00 EUR/CHF

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) zögerte lange mit **Zinserhöhungen**, hob aber dann wenige Wochen vor der EZB überraschend die Leitzinsen an. Der große Zinsnachteil, der die Aufwertung des Franken schon in der Vergangenheit nicht bremsen konnte, nahm dadurch wieder etwas ab.

Dies stützte die eidgenössische Währung ebenso wie die Tatsache, dass sich der Franken gegenüber dem Euro in politisch herausfordernden Zeiten ebenfalls als **sicherer Hafen** eignet. Darüber hinaus ist die aktuelle Inflationsrate mit 3,2 Prozent im europäischen Vergleich nicht nur relativ gering, sondern bereits rückläufig. Der Franken wertete daher seit Anfang des Jahres gegenüber dem Euro auf und handelt seit Juli unterhalb der Parität.

Die SNB rechnet damit, dass der Höhepunkt der Inflation bereits im September erreicht wurde und Ende 2023 die Teuerungsrate bei unter zwei Prozent liegen wird. Zwar werden weitere Zinserhöhungen nicht ausgeschlossen, mit Blick auf die vergleichsweise **moderate Inflation** erscheinen aggressive Schritte allerdings unwahrscheinlich.

Vergleichbar mit dem US-Dollar wird auch die eidgenössische Währung angesichts der Energiekrise und der sich eintrübenden konjunkturellen Aussicht vorerst als sicherer Hafen gefragt bleiben. Vor dem Hintergrund der im kommenden Jahr nachlassenden Konjunktursorgen und einer Entschärfung der Energiekrise nach dem Winter sehen wir ein **leichtes Aufwärtspotenzial für den Euro** gegenüber dem Schweizer Franken.

### Devisenmarkt: Maßnahmen

#### Maßnahme 1: US-Dollar Übergewicht abbauen

Wir raten zu einem Abbau bzw. zu einer Teilsicherung von US-Dollar-Positionen.

#### Maßnahme 2: Untergewichtung im Britischen Pfund

Wir empfehlen ein Untergewicht des Pfund Sterling.

#### Maßnahme 3: Das Gewicht des Schweizer Franken nicht erhöhen

Wir gehen davon aus, dass die relative Stärke der eidgenössischen Währung vorerst anhält, im Verlauf des Jahres aber etwas abnimmt.

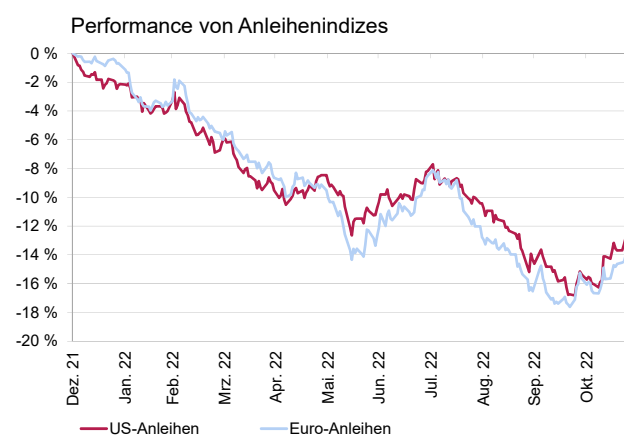
## JAHRESAUSBLICK 2023: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

### Rentenmarkt: Die Zinsen sinken wieder

These 1: Die Staatsanleiherenditen sinken im Verlauf des nächsten Jahres.

Kaum ein Thema hat die Menschen im Jahr 2022 so stark beschäftigt wie die Inflation. Während **die Zentralbanken das Thema lange Zeit noch herunterspielten**, änderten sie bald ihre Meinung und machten klar, dass sie entschieden gegen die hohen Inflationsraten vorgehen würden. Die Fed vollzog die Kehrtwende im Januar, während die EZB diesen Schritt erst im März ging, unter dem Eindruck des russischen Überfalls auf die Ukraine, der für zusätzlichen Inflationsdruck sorgte.

Zu Beginn des Jahres lagen die Leitzinsen in den USA noch bei 0,25 Prozent, während sie zum Ende des Jahres auf fünf Prozent zugehen. Durch die spätere Reaktion der EZB fiel der Anstieg in der Eurozone geringer aus. Hier startete man mit einem Zins von null Prozent und bewegt sich zwölf Monate später auf drei Prozent zu. **Zinsanstiege, die in einem solchen Ausmaß und in einer solchen Schnelligkeit ausgeführt wurden, und die noch dazu von solch niedrigen Zinssätzen ausgehen, hat man seit den 1980er Jahren nicht mehr erlebt.** Die große Frage ist, wie schnell die Leitzinsen noch angehoben werden und wo das finale Leitzinsniveau liegen wird?



Diese **Unsicherheit über das Ausmaß der Zentralbankreaktion** kann man an den Kursen für Anleihen gut ablesen. Zunächst fielen die Kurse, da sich ihre Realrenditen aufgrund der steigenden Inflation immer weiter verschlechterten. Zu einem späteren Zeitpunkt kamen die Zinsanhe-

bungen der Zentralbanken dazu, die für Renditeanstiege und somit fallende Kurse sorgten. So fielen die Kurse das erste Halbjahr über, bis es im Sommer zu einer Entspannung kam. Hier schöpften die Marktteilnehmer Hoffnung, dass sich die Inflation bereits abschwächt und dass die Zentralbanken ihre Zinsanhebungen drosseln könnten. Da diese Hoffnung gegen Ende des Sommers verfliegen, ging es weiter bergab für die Kurse der Anleihen.

Allerdings gab es zuletzt tatsächlich Zeichen, die darauf hoffen lassen, dass sich einerseits die Inflationsraten abschwächen und andererseits die Zentralbanken ihre Zinserhöhungen abschwächen. **In den USA sind die Inflationsraten bereits seit dem Sommer rückläufig**, nachdem es einen Höhepunkt im Juni gab. Hier stellt sich vor allem die Frage, ob die Kerninflationsrate nachhaltig zurückgehen wird. Sollte dies der Fall sein und auch weniger Inflationsdruck durch die Löhne entstehen, wird sich auch die Fed weniger dazu genötigt fühlen, die Geldpolitik noch weiter zu straffen. In der Eurozone ist man noch entfernt von einem Szenario rückläufiger Inflationsraten. Zuletzt gab es hier stetig steigende Raten und Werte von über zehn Prozent. Allerdings muss man auch hier festhalten, dass es im Jahr 2023 zu einer Entspannung kommen wird. Durch Basiseffekte und rückläufige Rohstoffpreise sollte es zu spürbaren Rückgängen kommen. Je nachdem, wie stark diese Rückgänge ausfallen, kann dies dazu führen, dass die EZB die Leitzinsen nicht mehr weiter erhöht.

Die EZB hat allerdings auch noch ein weiteres Thema, das sie im Auge behalten muss. Sie muss verhindern, dass bei den Marktteilnehmern Misstrauen an der **Solvenz der besonders hoch verschuldeten Staaten der Eurozone** aufkommt. Als erstes Instrument um dem entgegenzutreten, hat sie das Anleihekaufprogramm PEPP. Innerhalb dieses Programms können auslaufende Anleihen ohne Ländervorgabe gezielt reinvestiert werden, um Spread-Ausweitungen zu verhindern. So können beispielsweise auslaufende deutsche Anleihen in italienische reinvestiert werden, um den Spread zu verringern. Die Idee ist somit, die Inflation nicht auf Kosten einer neuen Eurokrise zu bekämpfen.

Unabhängig davon, wie sich die Spreads zwischen den Ländern entwickeln, sollte die **Kombination aus fallenden Inflationsraten und einer sich abschwächenden**

**Geldpolitik** 2023 dafür sorgen, dass die Renditen für Anleihen wieder etwas zurückgehen werden.

These 2: Die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen wird zum Ende des Jahres 2023 bei 1,7 Prozent liegen.

Für Deutschland steht eine schwere Zeit bevor. Die Energiekrise wird sich, auch wenn der Winter 2022/23 überstanden sein wird, noch nicht verflüchtigen. Auch in den nächsten Jahren wird sich die Frage stellen, wie Deutschland seine Energie-Versorgungssicherheit gewährleisten kann. Manche Beobachter, wie der Internationale Währungsfonds, gehen davon aus, dass der **Winter 2023/2024 noch schwieriger werden könnte als der jetzige**. Man wird, anders als in der Vergangenheit, kein billiges russisches Gas und Öl mehr beziehen können, sondern muss sich um alternative kostspieligere Lösungen bemühen, zumindest bis man die Volkswirtschaft grundlegend anders aufstellen kann. Aus diesem Grund werden auch zukünftig die Energiepreise erhöht bleiben. Die Preise werden somit nicht auf Niveaus zurückkehren, die man von vor dem Ukrainekrieg kannte. Allerdings ist nicht damit zu rechnen, dass die Preise sich wieder den Höchstständen annähern, die sie in den Phasen der größten Panik im Jahr 2022 erreichten.

**Somit wird sich auch der Inflationsschub, den die gestiegenen Energiepreise verursacht haben, wieder abschwächen.**

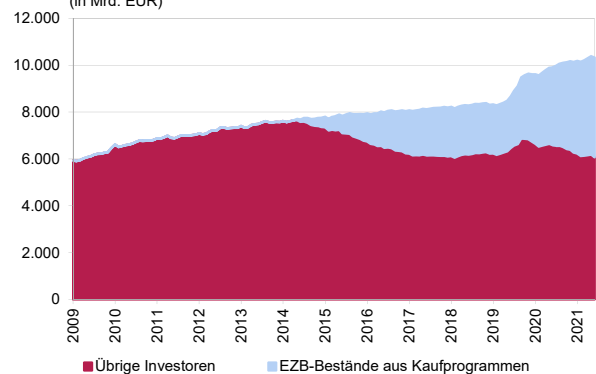
Dazu kommen eine Entspannung bei der Lieferkettenproblematik, die uns noch bis in dieses Jahr begleitet hat und preisdämpfende Maßnahmen des Staates, wie die Energiepreisbremse oder das 49-Euro-Ticket für den Nahverkehr. Durch all diese Faktoren ist bereits für das nächste Jahr zu erwarten, dass die Inflationsraten deutlich fallen werden.

Neben der Inflation hängt die Renditeentwicklung vor allem davon ab, wie sich die Geldpolitik der EZB im nächsten Jahr gestaltet. Im Augenblick befindet sich die **EZB noch inmitten ihres Zinserhöhungszyklus**. Dies geschieht vor dem Hintergrund der höchsten Inflationsraten seit Einführung des Euro. Allerdings dürfte die EZB das Tempo der Zinserhöhungen drosseln, wenn die Inflationsraten anfangen zu fallen. Wenn die Rezession stärker als erwartet ausfallen sollte, würde der Druck auf die EZB steigen, mit ihrer Geldpolitik nicht noch zusätzlich Öl in das Feuer zu gießen und die Konjunktur zusätzlich zu schwächen. Die Marktteilnehmer gehen momentan davon aus, dass die EZB einen Zinssatz von drei Prozent anstrebt, gemessen an der Haupt-

refinanzierungsfähigkeit. Wenn die Inflation tatsächlich zurückgeht, aber die Zinsen auf einem hohen Niveau bleiben, bedeutet dies, dass die Realzinsen steigen. Bei steigenden Realzinsen nimmt die relative Attraktivität von Anleihen zu.

Insbesondere **Bundesanleihen werden bei Anlegern gefragt bleiben**. Bei einer Rezession in der Eurozone, also zusätzlicher Unsicherheit, ist davon auszugehen, dass Bundesanleihen als sichere Anlage einen hohen Stellenwert behalten. Zuletzt gab es bereits eine leichte Invertierung der deutschen Zinsstrukturkurve. Die langfristigen Zinsen liegen also unter den kurzfristigen. Das ist das übliche Signal des Zinsmarkts, wenn eine Rezession vor der Tür steht.

Bestände von Staatsanleihen in der Eurozone  
(in Mrd. EUR)



Eine zusätzliche Frage, die sich sowohl bezüglich Staatsanleihen wie auch für Unternehmensanleihen stellt, ist, inwieweit die **EZB ihre Bilanz** reduzieren wird. Die Wahrscheinlichkeit großer Zinsschritte von Seiten der EZB hat zwar abgenommen, allerdings wurde angedeutet, dass sie ihre Bilanzsumme reduzieren könnte. Abhängig davon, wie stark diese Reduzierung ausfallen wird, kann dies einen preisdämpfenden Effekt auf die Kurse der Anleihen haben.

Es gibt also verschiedene Einflussfaktoren, die sich auf die Rendite von Bundesanleihen im nächsten Jahr auswirken werden. Durch die steigenden Realrenditen werden Anleihen attraktiver, was die Nachfrage erhöht und somit die Rendite verringert. Im Gegensatz dazu, würde, wenn die EZB ihre Bilanzreduzierung ernsthaft angeht, dies die Nachfrage nach Bundesanleihen noch einmal zusätzlich reduzieren. Eine Rezession in der Eurozone würde dazu führen, dass Anleger wieder vermehrt nach einer sicheren Geldanlage suchen. Dies würde die Nachfrage nach Bundesanleihen letztlich erhöhen. Insgesamt glauben wir, dass diese Effekte

dazu führen, dass es zu einer leichten Verringerung der Rendite führt. **Wir erwarten zum Jahresende 2023 eine Rendite zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von 1,7 Prozent.**

These 3: Zehnjährige US-Staatsanleihen werden zum Jahresende 2023 eine Rendite von 2,9 Prozent haben.

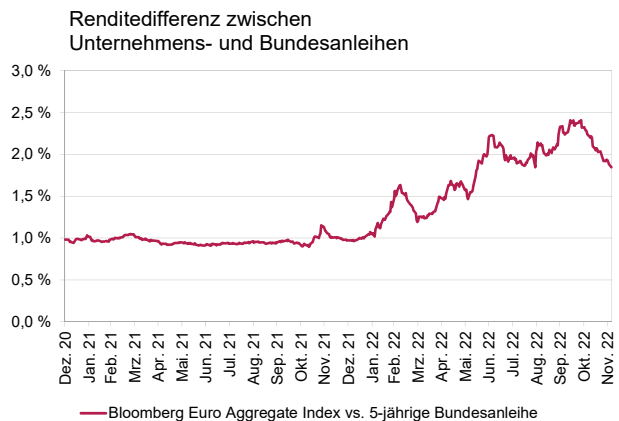
Verglichen mit der Situation in Europa sind die USA in einer besseren Lage. Die Inflation erreichte im Juni mit 9,1 Prozent ihren Höhepunkt und ist seitdem rückläufig, auf zuletzt Werte unter acht Prozent. Bei der Kerninflation rate gibt es diesen Trend bislang zwar nicht, allerdings besteht die Hoffnung, dass auch diese zurückgehen wird. Hier wurde der Höhepunkt mit 6,6 Prozent im September erreicht und war zuletzt leicht rückläufig. Während die Inflationsraten in Europa bisher größtenteils nur eine Richtung kannten, befinden sich die USA somit in einer komfortableren Lage. Da die Headline-Inflationsrate sich noch weiter entspannen sollte, wenn sich die Energierohstoffpreise stabilisieren, wird das **Hauptaugenmerk der Federal Reserve auf den Treibern der Kerninflation rate** liegen.

Da bei der Kerninflation rate, ähnlich wie in der Eurozone, der Einfluss von Effekten aus der Lieferkettenproblematik weiter zurückgeht, wird die Fed sich vor allem auf den Arbeitsmarkt fokussieren, der laut eigener Aussage aus dem Gleichgewicht ist. Dass sich dort in letzter Zeit die Kennzahlen langsam in die gewünschte Richtung bewegen, kann man dabei positiv auffassen. Die weiche Landung ist in dieser Hinsicht weiterhin möglich und **eine langsame Entspannung des Arbeitsmarkts würde dafür sorgen, dass die Fed weniger Notwendigkeit sieht, um größere Zinserhöhungen durchzuführen.**

Die Marktteilnehmer erwarten derzeit, dass die Fed Zinserhöhungen bis zu einem Niveau von fünf Prozent durchführen wird. Hierbei ist insbesondere **die Erwartung, dass dieses Niveau bis zum März 2023 erreicht wird und die Fed in der Folge eine Pause einlegt**, um die schnellen und starken Zinsanstiege zunächst auf die Wirtschaft wirken zu lassen. Bisher machen sich die hohen Zinsen vor allem auf dem Immobilienmarkt bemerkbar, aber da der übrige Teil der Volkswirtschaft verzögert reagiert, dürften sich die Effekte auch dort im Verlauf des nächsten Jahres zeigen.

Bei den Staatsausgaben ist ein Rückgang im Vergleich zu den Vorjahren zu erwarten. Nachdem es auch noch im Jahr

2021 zu einem Rekorddefizit kam, dürfte dieses 2022 stark zurückgegangen sein. Das Resultat der Kongresswahlen im November 2022 wird dafür sorgen, dass es in den nächsten zwei Jahren zu keinen größeren Ausgabensteigerungen kommen wird. Da der Kongress den Haushalt der Bundesregierung verabschieden muss und der Kongress geteilt ist, werden die Republikaner alle zusätzlichen Ausgaben der Demokraten auf den Prüfstand stellen und damit drohen, die Schuldenobergrenze nicht anzuheben. Da es für keine der beiden Parteien eine ernsthafte Option ist, einen Government Shutdown herbeizuführen, sollte es letztlich zu Kompromissen kommen. **Die Neuverschuldung sollte somit deutlich niedriger als in den vergangenen Jahren ausfallen.**



Die Fed gibt bereits Anzeichen, dass sie das Tempo der Leitzinserhöhungen drosseln könnte, auch wenn sie sich beim finalen Zielzinsniveau nicht in die Karten schauen lässt. Wenn sich der Zinserhöhungszyklus, auch wegen der abnehmenden Inflation, dem Ende neigt, werden US-Staatsanleihen noch einmal attraktiver. **Wir erwarten einen Rückgang der Renditen auf 2,9 Prozent zum Jahresende 2023.**

These 4: Unternehmensanleihen sind attraktiv wie seit Jahren nicht mehr. Es wird im Jahr 2023 allerdings sehr stark auf die Selektion ankommen.

Mit den rasant steigenden Zinsen der letzten Monate haben sich auch die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verändert. Das Umfeld für Unternehmen ist schwierig, da die Finanzierungskosten hoch sind und der konjunkturelle Abschwung die Unternehmensgewinne schmälert.

Die Unternehmen in Europa haben nicht nur mit der schwächeren Konjunktur, sondern auch mit den hohen Kosten durch die Energiekrise zu kämpfen. Dieses Umfeld sollte jedoch nicht dafür sorgen, dass man einen Bogen um Unternehmensanleihen macht. Die Renditen sind so attraktiv wie lange nicht mehr. Vielmehr geht es nun darum, **sehr selektiv vorzugehen** und darauf zu achten, welche Sektoren besonders unter der aktuellen Lage leiden. Denn es sind vor allem zyklische Branchen wie der Automobilsektor oder die Industrie, aber auch Energieversorgungsunternehmen, die den Kostendruck spüren. Sektoren wie Banken oder Energieerzeuger sind weitaus weniger betroffen. In den USA gelten gemeinhin Branchen wie die Telekommunikation oder der Gesundheitssektor als Stabilisatoren.

Aber auch abseits der Sektorzugehörigkeit ist darauf zu achten, welche Risiken das Geschäftsmodell der einzelnen Unternehmen vorweist. Durch die sich eintrübende konjunkturelle Entwicklung werden die **Ausfallraten bei Unternehmensanleihen** steigen. Aus demselben Grund dürfte es vermehrt einen Abwertungsdruck bei den Ratings der Unternehmensanleihen geben. Insbesondere dürften einige Unternehmen aus dem Investment-Grade- in das High-Yield-Segment abrutschen.

Bei den **Emissionsvolumina** ist trotz des schwierigeren Umfelds nicht zu erwarten, dass sie einbrechen. Sie dürften rückläufig sein, allerdings nicht in einem Maße, wie dies bei dem aktuellen Umfeld zu erwarten wäre. Es gibt zwar einige Faktoren, die das Volumen drücken sollten. Die hohen Refinanzierungskosten machen es für Unternehmen attraktiver, Schuldendisziplin an den Tag zu legen anstatt leichtfertig Anleihen zu emittieren. Da auch die Mergers-and-Acquisitions-Aktivität zurückgehen dürfte und diese oftmals mit der Emission von Anleihen einhergeht, sollte dies einen negativen Effekt haben. Gegen ein signifikantes Sinken des Volumens spricht allerdings, dass im Jahr 2023 ein Rekordvolumen an fälligen Euro-Anleihen ansteht. Die Folge davon dürfte sein, dass es zumindest bei einem Großteil des Volumens auch zu Refinanzierungen kommen wird und es somit einen gegenläufigen Effekt gibt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Markt für Unternehmensanleihen attraktiv ist wie lange nicht mehr. Der Anteil der Large-Cap-Unternehmen in S&P 500 und Stoxx Europe 600, deren **Anleiherendite höher ist als ihre Dividendenrendite**, ist so hoch wie seit der Eurokrise nicht mehr. Für den S&P 500 ist dieser Anteil sogar so hoch wie

seit der Zeit vor der Finanzkrise 2008 nicht mehr. Aus diesem Grund sind Unternehmensanleihen seit Jahren wieder eine echte Alternative zu Aktien.

## Rentenmarkt: Maßnahmen

### Maßnahme 1: Anleihen neutral gewichten.

Die Renditeniveaus bei Anleihen haben so attraktive Niveaus wie seit Jahren nicht mehr. Sobald die Inflationsraten zurückgehen, steigen die Realzinsen der Anleihen, was ihre Attraktivität zusätzlich steigert.

### Maßnahme 2: Durationsrisiken können übergewichtet werden.

Da die Zentralbanken sich zunehmend ihrem angestrebten Zinsniveau nähern, werden überraschende Zinssteigerungen unwahrscheinlicher. Dadurch kann auch wieder in zinssensiblere Anleihen investiert werden, ohne dass man größere Kursverluste fürchten muss.

### Maßnahme 3: Europäische Staatsanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Aufgrund der stark gestiegenen Renditen gibt es attraktive europäische Staatsanleihen mit vertretbarem Risiko.

### Maßnahme 4: Unternehmensanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Verlockende Renditeniveaus stehen den wirtschaftlichen Risiken gegenüber. Bei einer wohlüberlegten Selektion gibt es gute Kaufgelegenheiten.

### Maßnahme 5: US-Staatsanleihen sollten neutral gewichtet werden.

Auch in den USA sind die Renditen so hoch wie seit Jahren nicht mehr. Hier ist allerdings das Risiko einer Aufwertung des Euro zu berücksichtigen.

### Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2023

Durch ihr derzeitiges Zinsniveau sind Anleihen so attraktiv wie seit Jahren nicht mehr. Insofern fällt es leichter, sie als Ergänzung zu Aktien im Portfolio zu halten. Die Diversifikationseffekte zwischen Anleihen und Aktien sollten sich in Zukunft wieder verbessern, sodass sie sowohl aus Rendite- als auch aus Risikogesichtspunkten eine wertvolle Rolle im Portfolio spielen.



## Aktienmarkt: Die Geduldsprobe

Auch wenn die diesjährige Wertentwicklung von Aktien enttäuschend ausfiel, haben die Aktienmärkte zum Jahresende eine beeindruckende Rallye hingelegt. Insbesondere europäische Aktien, wie beispielsweise der EuroStoxx 50, konnten von Ende September bis Anfang Dezember um bis zu 20 Prozent zulegen. Die Aussicht auf ein Ende der Leitzinserhöhungen im kommenden Jahr und der Ausgang der Zwischenwahlen in den USA gaben den Aktienmärkten Rückenwind.

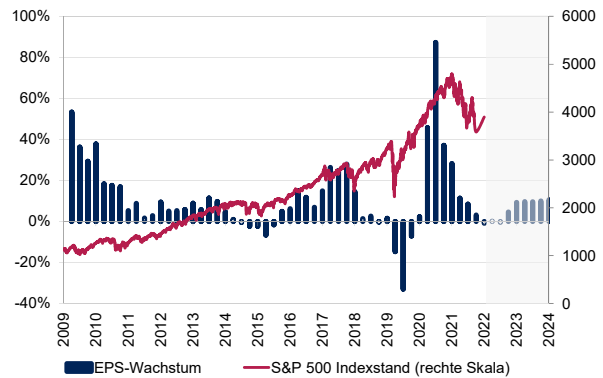
Bei aller Freude über das sich abzeichnende Ende der Zinserhöhungen kann man leicht übersehen, dass sich die wirtschaftlichen Aussichten zunehmend eintrüben. Und das wird **Spuren bei den Unternehmensgewinnen** hinterlassen. Es besteht die Gefahr, dass Margendruck und sinkende Umsätze die Gewinne stärker belasten, als die Analysten derzeit erwarten. Wenig günstig sieht zudem die **Bewertung** der Aktienmärkte im Vergleich zu Anleihen aus.

Für Aktienanleger wird das kommende Jahr eine echte **Geduldsprobe** werden. Nach der kräftigen Rallye zum Jahresende ist die Wahrscheinlichkeit eines Rückschlags hoch. Allerdings könnte ein solcher Rücksetzer der ideale Kaufzeitpunkt sein. Da Wendepunkte schwierig abzupassen sind, sollten Anleger noch etwas Pulver trocken halten, um ihre Aktienquoten im Laufe des nächsten Jahres weiter erhöhen zu können.

These 1: Die Margen geraten unter Druck.

Während in den ersten beiden Quartalen 2022 die **Unternehmensgewinne** in den USA noch um rund sieben Prozent stiegen, nahmen sie im dritten Quartal nur um 3,8 Prozent zu. In dieser Verlangsamung spiegelt sich die Eintrübung der konjunkturellen Aussichten wider. Wir prognostizieren für das kommende Jahr eine Abschwächung des Wachstums für den Großteil der Weltwirtschaft. Eine Rezession scheint für einige Staaten unvermeidbar. Für die Unternehmensgewinne steht daher weniger die Frage im Raum, ob die wirtschaftliche Schwächephase kommen wird, sondern wie lange sie anhält.

Wertentwicklung und EPS-Wachstum des S&P 500



Die Mehrzahl der Analysten erwartet **stagnierende Gewinne in den nächsten drei Quartalen**. Erst zum Ende des Jahres 2023 dürften sich diese wieder erholen. Das Wachstum der Gewinne pro Aktie dürfte im S&P 500 im kommenden Jahr stagnieren. In Europa, wo der konjunkturelle Einbruch wohl stärker sein wird, ist ein Rückgang um minus acht Prozent möglich.

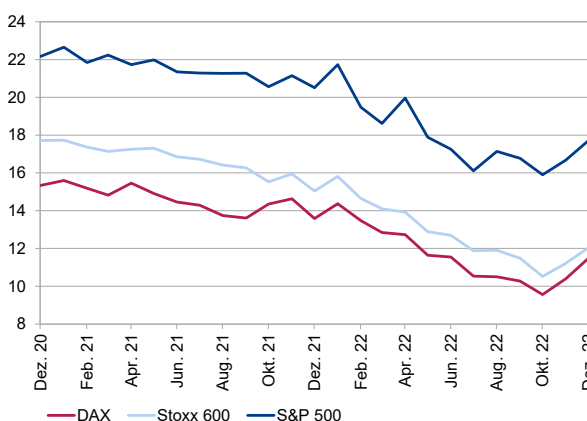
Die vergangene Berichtssaison hat vor allem in den USA gezeigt, dass es einige Unternehmen geschafft haben, die gestiegenen Kosten an ihre Kunden weiterzureichen. Durch die Inflation ist das Nominalwachstum in Europa und den USA gestiegen. Da Gewinne und Umsätze ebenfalls Nominalgrößen sind, lassen sich bei einer entsprechend stark ausgeprägten **Preisdurchsetzungsmacht** Umsatz- und Gewinnzuwächse verzeichnen. Mit Blick auf das kommende Jahr zeigte sich aber in den Unternehmensausblicken zunehmend die Einschätzung, dass die Grenze der Kostenüberwälzung auf Kunden erreicht ist.

Die **operativen Margen** der S&P 500-Unternehmen dürften sich in den nächsten 12 Monaten verringern, und zwar insbesondere bei Unternehmen außerhalb der Energiebranche. In Europa hingegen sind die Margenerwartungen noch recht stabil. Historisch betrachtet führen Rückgänge bei den Margen meist zu fallenden Kursen. Allerdings liegen die derzeitigen operativen Margen sowohl für die Unternehmen des S&P 500 als auch für die des Stoxx 600 auf Hochständen. Leicht sinkende Margen bei einer gleichzeitigen Umsatzbelebung im Laufe des Jahres sollten insgesamt zu moderaten Gewinneinbußen führen. Wir erwarten daher, dass die Gewinne der großen US-Unternehmen im Jahr 2023 stagnieren und in die der großen europäischen Unternehmen leicht zurückgehen werden.

These 2: Die Aktienmärkte sind nicht in jeder Hinsicht günstig bewertet.

Auf den ersten Blick sehen die Aktienmärkte günstig bewertet aus. Sowohl in den USA als auch in Europa sind die auf Gewinnerwartungen beruhenden **Kurs-Gewinn-Verhältnisse** um rund 25 Prozent zurückgegangen und liegen damit unter den durchschnittlichen Werten der letzten 15 Jahre. Der Rückgang der Bewertungen wurde vom starken Anstieg der Zinsen in diesem Jahr ausgelöst. Im kommenden Jahr wird der Druck auf die Zinsen nachlassen und die Risikoneigung könnte wieder zunehmen. Beide Argumente sprechen dafür, dass die Aktienmärkte wieder teurer werden. Durch die leichte Bewertungsexpansion haben insbesondere die europäischen Aktienmärkte ein gewisses Aufwärtspotenzial.

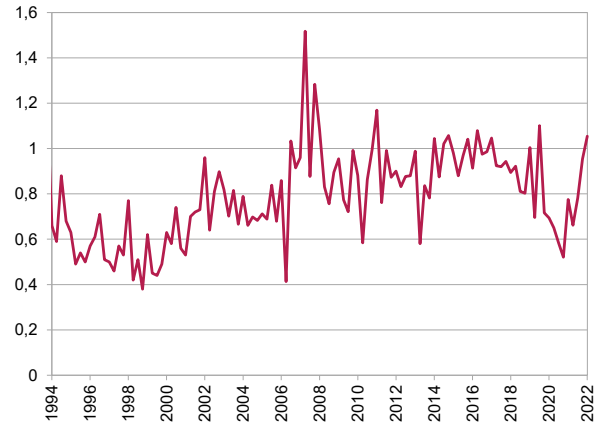
Kurs-Gewinn-Verhältnisse (12-Monats-Schätzungen)



Weniger günstig sieht zudem die Bewertung der Aktienmärkte im **Vergleich zu Anleihen** aus. Durch den kräftigen Zinsanstieg im laufenden Jahr ist die Anleiherendite so attraktiv wie lange nicht. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist inzwischen etwa doppelt so hoch wie die Dividendenrendite des S&P 500. In Europa liegen die Dividendenrenditen zwar immer noch über der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, aber der Abstand war in den letzten zehn Jahren wesentlich weiter. Ungünstig sieht auch der Vergleich zu Unternehmensanleihen aus. Im europäischen STOXX 600 haben nur noch rund 30 Prozent der Unternehmen eine höhere Dividendenrendite als die durchschnittliche Verzinsung von Unternehmensanleihen. In den USA schlägt die Rendite von Unternehmensanleihen die Dividendenrendite fast aller Aktien im S&P 500.

Die Aussicht auf sinkende Inflationsraten im kommenden Jahr könnte den Rentenmarkt zusätzlich beflügeln.

Anlegerstimmung gemessen an der Put-Call Ratio



Für die Aktienmarktentwicklung im kommenden Jahr spielt die **Risikoeinstellung der Marktteilnehmer** eine wichtige Rolle. In diesem Jahr haben zahlreiche Krisen die Anleger verunsichert. Die Anlegerstimmung war zeitweise sehr schlecht. Die Hoffnung besteht, dass sich diese Situation im kommenden Jahr verbessert. Wie im Schwerpunktteil aufgeführt, gibt es durchaus Wege, den Krieg in der Ukraine zu beenden oder die Energiekrise zu bewältigen. Die jüngsten Entwicklungen am Kapitalmarkt haben bereits gezeigt, dass die Marktteilnehmer auf gute Nachrichten, wie beispielsweise die sinkenden US-Inflationsraten, mit starker Euphorie reagieren. Risiken bestehen zwar weiterhin, doch wir erwarten, dass die Unsicherheit im kommenden Jahr nachlassen wird. Das gilt insbesondere für die Inflationsentwicklung.

Als Gradmesser der Risikoneigung kann das sogenannte **„Put-Call-Verhältnis“** dienen, das die Zahl der gehandelten Verkaufsoptionen relativ zur Zahl der gehandelten Kaufoptionen ausdrückt. Wenn die Verkaufsoptionen überwiegen, deutet dies auf eine negative Marktstimmung hin. Unter normalen Bedingungen werden weniger Verkaufsoptionen als Kaufoptionen gehandelt. Ein ausgeglichenes Put-Call-Verhältnis nahe eins gilt daher schon als Anzeichen einer leicht negativen Marktstimmung. Das ist aktuell der Fall. Das Put-Call-Verhältnis ist allerdings ein Kontraindikator. Wenn es besonders hoch ist, steigen die Aktienkurse in der Regel wieder. Gute Nachrichten können bei einem Aktienmarkt, der von sehr negativ gestimmten Anlegern dominiert wird, kräftige Kursanstiege auslösen.

### These 3: Die Dividendenrendite verändert sich kaum.

Während in der Finanztheorie durchaus kontrovers diskutiert wird, inwiefern **Dividendenzahlungen** einen Einfluss auf den Aktienkurs haben, werden sie in der Praxis in der Regel positiv gesehen. Mit hohen, kontinuierlichen und wachsenden Dividenden senden Unternehmen den Anlegern bestimmte Signale. Während Dividendenwachstum eine nachhaltige und positive Geschäftsentwicklung signalisiert, ist die Kontinuität eher als Mindestanforderung zu sehen. Eine Kürzung hingegen wird stets als Alarmsignal gewertet.

In diesem Jahr waren die Ausschüttungen für die Investoren sehr erfreulich. Die hundert größten Unternehmen am deutschen Aktienmarkt schütteten die Rekordsumme von 57 Milliarden Euro aus, rund 30 Prozent mehr als im Vorjahr. Das konjunkturelle Umfeld lässt darauf schließen, dass die Unternehmensgewinne im laufenden Geschäftsjahr nicht so positiv ausfallen wie im vergangenen. Dividendenzahlungen sind aber weniger volatil als die Gewinnentwicklung. Es ist zu bezweifeln, dass Unternehmen ihre Dividenden trotz sinkender Gewinne deutlich kürzen werden. Schließlich soll kein Alarmsignal gesendet werden. Da viele Unternehmen angesichts des sich eintrübenden Umfeldes vor einigen Herausforderungen stehen, wird das **Niveau der Rekordausschüttungen im nächsten Jahr sehr wahrscheinlich nicht wieder erreicht werden**. Wir erwarten für den deutschen Leitindex DAX eine Dividendenrendite von 2,8 Prozent.

In den USA sind die Dividendenrenditen niedriger, da **Aktienrückkäufe** eine größere Rolle spielen. Angesichts der gesunkenen Aktienkurse könnten viele Unternehmen die Rückkäufe erhöhen, da die Aktien derzeit zu verhältnismäßig günstigen Preisen zu bekommen sind. Der Rückkauf führt dazu, dass die Anzahl der am Markt erhältlichen Aktien sinkt. Für die Anleger sind das gute Nachrichten, weil das geringere Angebot und die höhere Nachfrage den Kurs nach oben treiben. Die milliardenschweren Rückkaufprogramme der letzten Jahre waren ein wichtiger Faktor für die Kursrallye am US-Aktienmarkt. Ein Nebeneffekt der geringeren Anzahl der im Streubesitz befindlichen Aktien ist, dass feindliche Übernahmen erschwert werden. Auch für den amerikanischen Aktienmarkt gilt, dass der Rekordwert aus dem vergangenen Jahr wohl nicht wieder erreicht wird, da auch die amerikanischen Unternehmen vor großen Herausforderungen und Investitionen stehen.

In den USA wurde in diesem Jahr der Rekordwert für Aktienrückkäufe in Höhe von einer Billion US-Dollar erreicht. Auch wenn die Demokratische Partei eine **Steuer auf Aktienrückkäufe** vorbereitet, darf angesichts des Ausgangs der Zwischenwahlen bezweifelt werden, ob diese überhaupt umgesetzt werden kann. Konzerne sollen dadurch ermutigt werden, in ihr Geschäft zu investieren. Außerdem soll die Steuer die Unternehmen dazu motivieren, ihre Gewinne eher in Dividenden auszuschütten, die in den USA in Höhe von 15 bis 20 Prozent besteuert werden. Es ist allerdings davon auszugehen, dass die Steuer keinen großen Einfluss auf die Praxis des Aktienrückkaufs der Konzerne haben wird.

### These 4: Das Umfeld spricht für Qualitätsaktien.

2022 war kein gutes Jahr für Aktien. Insbesondere Wachstumswerte gerieten unter die Räder. Bei steigenden Zinsen ist dies wenig verwunderlich, denn die Cashflows von Wachstumswerten reichen weiter in die Zukunft als die der Substanzwerte. Steigen die Zinsen, sinkt der abgezinste Wert zukünftiger Cashflows von Wachstumswerten stärker. Wachstumswerte haben eine höhere **Duration** als Substanzwerte und leiden daher stärker unter steigenden Zinsen.

Wir gehen für das kommende Jahr davon aus, dass die Notenbanken ihren restriktiven Kurs noch mindestens bis ins erste Quartal 2023 fortsetzen werden. Dies liefert Value-Werten etwas Rückenwind. Im Laufe des Jahres dürfte jedoch der Wachstumsfaktor die Oberhand gewinnen. In einem Umfeld nachlassender Unternehmensgewinne, aber mit der Aussicht auf eine Verbesserung der Risikoneigung, dürfte der Markt an Unternehmen interessiert sein, die schneller und gewinnbringender wachsen. Darüber hinaus sind die **Bewertungen von Wachstumswerten** seit Jahresbeginn deutlich zurückgegangen. Mit einem KGV von 26 ist der MSCI World Growth Index zwar nicht günstig, aber deutlich günstiger als zu Jahresbeginn. Wir erwarten, dass die Bewertungen zunächst noch etwas weiter sinken, bevor es zu einer Bewertungsexpansion kommt.

Nicht nur Wachstums-, sondern auch **Qualitätswerte** haben in diesem Jahr unter dem Anstieg der Zinsen gelitten. Während es bei Wachstumswerten vor allem um die Höhe des erwarteten Gewinnwachstums geht, zeichnen sich Qualitätswerte durch ein stetiges Gewinnwachstum aus.



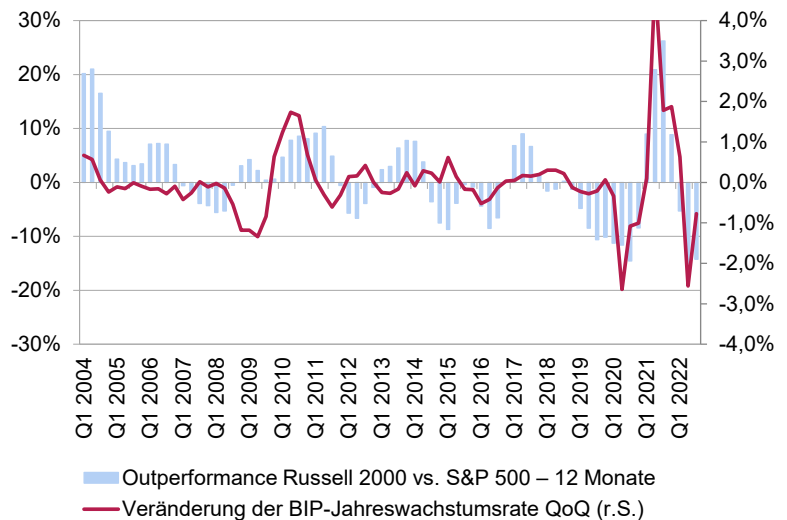
Diese Eigenschaft wird sich im kommenden Jahr als sehr wertvoll erweisen. Ein qualitativ hochwertiges Geschäftsmodell zeichnet sich dadurch aus, dass es auch während einer Rezession profitabel ist. Qualitätstitel haben zudem einen geringen Verschuldungsgrad, sodass der kräftige Anstieg der Finanzierungskosten die Gewinne dieser Unternehmen nicht gefährdet. Wir erwarten daher für das kommende Jahr eine Outperformance von Qualitätstiteln.

These 5: Small- und Mid Cap-Aktien werden im Laufe des nächsten Jahres attraktiv.

Aktien von Unternehmen mit geringer und mittelgroßer Marktkapitalisierung (Small- und Mid Caps) erwirtschaften über einen längeren Zeitraum eine Prämie gegenüber großen Unternehmen (Large Caps). Im laufenden Jahr haben sie sich aber deutlich schlechter entwickelt. In Stressphasen schneiden **Small- und Mid Cap-Aktien** schlechter ab, da sie deutlich zyklischer sind. Nach den kräftigen Verlusten ist der Small Cap-Markt nun aber so günstig bewertet wie zuletzt zur Jahrtausendwende. Aus Bewertungssicht ist der Sektor daher sehr attraktiv. Allerdings braucht dieses Marktsegment ein positives Wirtschaftswachstum, um sein Potenzial zu entfalten. Wir sind daher vorerst verhalten gegenüber dem Small- und Mid Caps, sehen aber mit Blick auf die leichte Erholung der Weltwirtschaft im Jahresverlauf durchaus die Chance auf einen günstigen Einstieg im kommenden Jahr.

Für eine erhöhte Beimischung von Small- und Mid Caps, insbesondere aus den USA, sprechen neben der aktuellen Bewertung **drei weitere Faktoren**. Der anhaltende Trend zur Deglobalisierung wird zu einer stärkeren Fokussierung auf den Binnenmarkt führen und eine zunehmende Abkehr vom Ausland („Near-Shoring“). Für

### USA: Wachstumsdynamik versus Outperformance von Small- und Mid Caps



kleine und mittelständische Betriebe, die primär auf das Inland ausgerichtet sind, ist dies ein Vorteil. Im Gegensatz zu Europa importieren die USA zudem weitaus weniger Energie und Nahrungsmittel. Die Energiekosten in den USA betragen nur ein Fünftel der europäischen. Durch die Förderung der Energiewende in den USA, die mit dem „Inflation Reduction Act“ in diesem Jahr beschlossen wurde, werden zudem massive Subventionen an US-Unternehmen fließen, die den nachhaltigen Umbau der US-Wirtschaft ermöglichen können.

*Small- und Mid Cap-Aktien werden wieder attraktiver.*

These 6: Der US-amerikanische Aktienmarkt outperforms den europäischen, aber ein schwacher US-Dollar schmälert die Rendite für europäische Investoren.

Die Entwicklung der US-amerikanischen Aktienmärkte wird grundsätzlich davon beeinflusst werden, inwiefern ein **„Soft-Landing“ der Konjunktur** gelingen wird. In einem solchen konjunkturellen Umfeld sollten die Aktienmärkte sehr viel stärker prosperieren als in einem Szenario des „Hard-Landings“. Trotz aller sich eintrübenden wirtschaftlichen Indikatoren zeigt

sich die amerikanische Wirtschaft noch immer äußerst robust. Insbesondere der Arbeitsmarkt ist weiterhin sehr stark. So liegt die Arbeitslosenquote mit 3,7 Prozent auf einem sehr niedrigen Niveau.

Auch in Europa schwächt sich die Konjunktur ab. Im Gegensatz zu den USA sind die europäischen Unternehmen aber zusätzlich mit dem Risiko einer Energiekrise konfrontiert. So ist die Kreditaufnahme in Europa in den letzten Wochen gestiegen, allerdings nicht um Investitionen zu finanzieren, sondern um die hohen Energiekosten zu decken. Gestiegene Energiekosten werden die europäischen Unternehmen auch im kommenden Jahr belasten. So zeigt sich auch bei den Analystenerwartungen, dass die Gewinne europäischer Unternehmen geringer ausfallen werden als die US-amerikanischer.

Ein entscheidender Unterschied zwischen den Regionen wird auch die Entwicklung der **Inflationsraten** sein. Im Gegensatz zu Europa scheint die Gesamtinflation in den USA bereits ein Plateau erreicht zu haben. Wir gehen allerdings davon aus, dass beide Inflationsraten im Zeitablauf fallen werden. Der Markt spekuliert daher bereits auf Leitzinssenkungen der Fed im zweiten Halbjahr 2023. Dieses Szenario ist grundsätzlich positiv für die US-amerikanischen Aktienmärkte. Dagegen zeigen sowohl die Gesamtinflation- als auch die Kerninflation in Europa noch steigende Tendenzen, sodass der Höhepunkt noch nicht überschritten ist. Leitzinssenkungen scheinen in Europa in weiter Ferne zu liegen.

In einem Umfeld steigender Inflationsraten ist die **Preisdurchsetzungsmacht von Unternehmen** von entscheidender Bedeutung. Diese Fähigkeit wird eher Growth-Werten zugeschrieben als Value-Werten. Da Europa im Vergleich zu Amerika wohl länger mit hoher Inflation zu kämpfen haben wird, der hiesige Aktienmarkt aber von Value-Werten dominiert wird, spricht auch dies für eine Outperformance des amerikanischen gegenüber dem europäischen Aktienmarkt. Diese Einschätzung wird auch dadurch bestätigt, dass die Gewinne pro Aktie laut Konsensschätzung im S&P 500 im Vergleich zu denen des Stoxx Europe etwa doppelt so hoch ausfallen werden.

Auch der enorme Investitionsbedarf, der sich nicht nur aus den **Klimazielen**, sondern allgemeiner aus den Social Development Goals (SDGs) der Vereinten Nationen ergibt, spricht für die USA. „Green Capex“ wird in den USA mas-

siv durch staatliche Subventionen gefördert. Allerdings gilt dies nur für Unternehmen, die auch in den USA produzieren und die auch einen Großteil ihrer Vorleistungen aus den USA beziehen. Die US-amerikanische Klimapolitik ist daher gleichzeitig eine Industriepolitik, die den Standort USA fördert. Viele Investitionen dürften daher nicht in Europa, sondern in den USA getätigt werden und somit auch US-Unternehmen zugutekommen.

Aus Sicht eines Euro-Investors muss bei der Investitionsentscheidung aber auch die Entwicklung des **US-Dollar** berücksichtigt werden. So hat der US-Markt in lokaler Währung in diesem Jahr schlechter performt als die europäischen Märkte. Aufgrund des starken US-Dollar haben US-Aktien aus Sicht eines Euro-Investors aber besser abgeschnitten. Ein stärkerer US-Dollar bedeutet für die großen US-amerikanischen Unternehmen, die global aufgestellt sind, eine Belastung der Gewinne. Da wir davon ausgehen, dass sich der US-Dollar im kommenden Jahr etwas abwerten wird, würde dies einen positiven Effekt auf US-amerikanische Large Cap-Aktien haben. Für den Euro-Investor wird der schwächere US-Dollar hingegen auf die Performance drücken. Eine Absicherung des Währungsrisikos, die etwa durch währungsgesicherte Fonds möglich ist, verursacht allerdings Kosten. Da die US-Zinsen auch im kommenden Jahr über den Euro-Zinsen liegen werden, entstehen bei einer Währungsabsicherung Kosten in Höhe dieser Zinsdifferenz.

These 7: Der chinesische Aktienmarkt ist in Teilbereichen attraktiv, aber für viele westliche Investoren ein Tabu geworden.

Im laufenden Jahr zählte China zu den schlechtesten Aktienmärkten. Nach Bekanntgabe der **US-Sanktionen gegen den chinesischen Halbleitersektor** reagierten insbesondere Aktien aus dem Offshore-Bereich (Unternehmen, die auf dem Festland angesiedelt, aber in Hongkong oder den USA gelistet sind) sensibel und büßten deutlich an Wert ein. Weniger stark fiel der Rücksetzer bei den sogenannten A-Aktien aus, dem Inlandsmarkt Chinas. Dies liegt daran, dass die A-Aktien eine deutlich niedrigere Sensitivität gegenüber globalen Makrodaten aufweisen und zudem deutlich geringer mit internationalen Märkten korreliert sind als der Offshore-Bereich.

Die Analysten von Goldman Sachs haben anlässlich des diesjährigen Parteikongresses den **Zusammenhang von chinesischen Parteitagen und der darauffolgenden Wertentwicklung von chinesischen Aktien** untersucht. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass es seit 1992 insbesondere in den darauffolgenden drei Monaten zu positiven Wertentwicklungen kam. Aktuell notieren chinesische Aktien rund 15 Prozent unterhalb des fairen Werts. Die erhöhten Risikoprämien infolge der verhaltenen Wachstumsaussichten sind hierfür ausschlaggebend.

Der eingeschlagene politische Pfad der Regierung lässt zwar befürchten, dass die Risikoprämien hoch bleiben werden. Dennoch spricht vieles dafür, dass die KPCh im derzeitigen Umfeld gezwungen sein wird, enorme Wachstumsimpulse zu setzen, die nach Ansicht von Goldman Sachs insbesondere Staatsunternehmen sowie Small- und Mid Caps nutzen dürften.

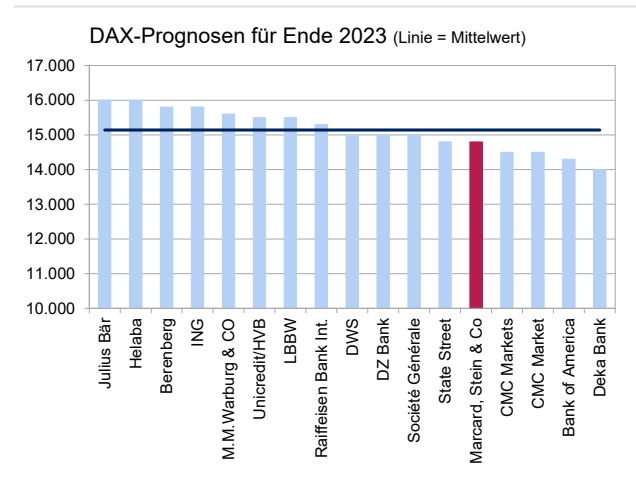
Chinas **Abkehr vom Pragmatismus**, die Spannungen mit Taiwan und die chinesische Unterstützung Russlands haben jedoch das Bild des Landes im Westen massiv verschlechtert. Viele Anleger verzichten aus diesem Grund inzwischen gänzlich auf Investments in chinesische Aktien.

These 8: Bis zum Jahresende 2023 wird der DAX auf 14.800 Punkte steigen.

Die Wertentwicklung des DAX war im vergangenen Jahr absolut gesehen wenig erfreulich. Im Vergleich zur Performance des S&P 500 und vielen anderen Indizes in lokaler Währung hat der deutsche Leitindex dennoch weniger stark verloren. Das lag vor allem daran, dass die im Index enthaltenen **Einzelwerte grundsätzlich eher dem Value-Segment** angehören, die in diesem Jahr weniger von Zinsanstiegen betroffen waren als Wachstumswerte.

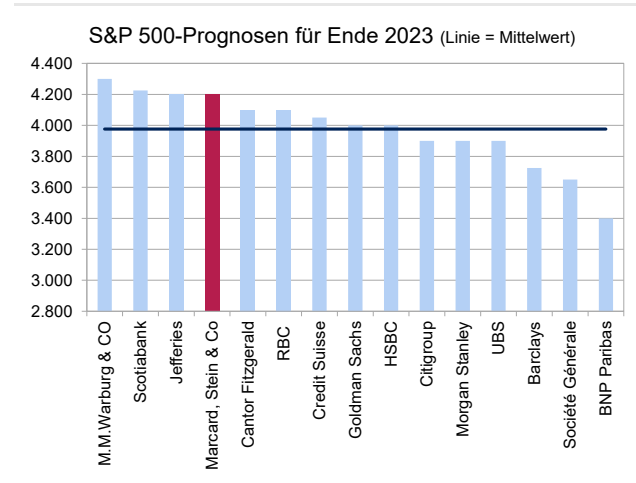
Mit Blick auf das kommende Jahr sehen wir für den DAX ein begrenztes Wachstumspotenzial. Die deutsche Wirtschaft steht vor einer Rezession und auch bei wichtigen Handelspartnern sind die Wachstumsaussichten schlecht. Aufgrund der starken Exportausrichtung deutscher Unternehmen und dem Trend der Deglobalisierung sehen wir ein relativ **geringes Umsatz- und Gewinnwachstum** für die deutschen Unternehmen. Darüber hinaus werden insbesondere Industrieunternehmen, die mit rund 19 Prozent die größte Gewichtung innerhalb des DAX besitzen, aber

auch Sektoren wie Grundstoffe und Autohersteller noch einige Zeit unter der Energiekrise zu leiden haben.



These 9: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 4.200 Punkten.

Mit Blick auf das kommende Jahr deutet sich das Ende des Zinserhöhungszyklus an. Die Inflationsraten werden im Laufe des Jahres fallen und unter dem Niveau im Euroraum bleiben. Die USA werden zudem stärker wachsen als der Euroraum. All dies lässt darauf schließen, dass sich auch die **Gewinne und Umsätze in den USA** positiver entwickeln werden als in Europa.



## Aktienmarkt Maßnahmen

### Maßnahme 1: Aktien bleiben zunächst leicht untergewichtet.

Wir rechnen mit einem schwierigen ersten Quartal 2023 für die Aktienmärkte, erwarten aber Einstiegschancen im Laufe des Jahres.

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

Das robustere konjunkturelle Umfeld in den USA spricht für eine Übergewichtung der Region. Allerdings erwarten wir auch eine leichte Abwertung des US-Dollar. Wir empfehlen daher, das US-Dollar-Exposure teilweise abzusichern.

### Maßnahme 3: In Qualitätswerte investieren.

Qualitätswerte profitieren von ihrer Krisenresilienz und der geringen Verschuldung.

### Maßnahme 4: US-amerikanische Small-Caps im Laufe des Jahres erhöhen.

Der Trend der Deglobalisierung, das sich im Laufe des Jahres aufhellende konjunkturelle Bild und die massive Subvention der Energiewende in den USA sprechen mittelfristig für US-Small-Caps.

### Maßnahme 5: Chinesische Aktien, wenn überhaupt, nur selektiv beimischen.

Investoren, die in den chinesischen Aktienmarkt investieren wollen, sollten A-Aktien präferieren und sich dabei vor allem auf Staatsunternehmen sowie Small- und Mid Caps fokussieren.

#### Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2023

Mit Investitionen in Aktien profitieren Anleger vom langfristigen Wirtschaftswachstum. Aktien sind daher ein Grundbaustein in jedem Portfolio. Als Sachwerte bieten sie zudem einen gewissen Inflationsschutz.

## Rohstoffmarkt: Bessere Aussichten für Gold

These 1: Gold steigt bis Jahresende auf 1.900 US-Dollar je Unze.

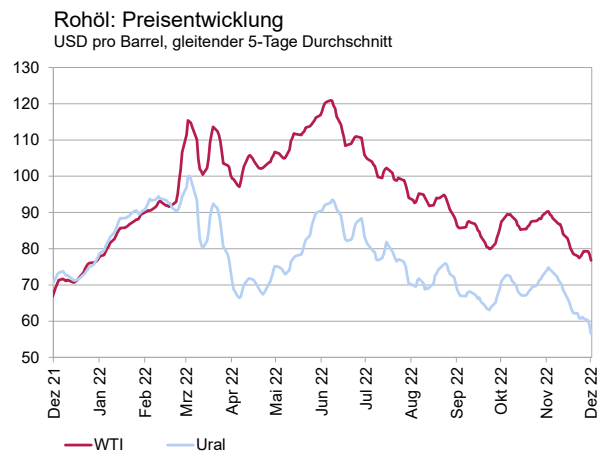
Seinem Ruf als Inflationsschutz und sicherer Hafen ist Gold im Jahr 2022 nicht gerecht geworden. Der **stärkere US-Dollar**, aber auch die **steigenden Zinsen** haben den Goldpreis dominiert und für einen Kursrückgang gesorgt. Die restriktive Geldpolitik der Notenbanken führt zu steigenden Nominalzinsen, was die Konjunktur abbremst und die Inflationserwartungen dämpft. Auch die Realzinsen sind gestiegen, was Anleihen gegenüber Gold attraktiver macht. Für kommendes Jahr erwarten wir aber, dass der Zinserhöhungszyklus sein Ende erreicht. Für einen steigenden Goldpreis spricht zudem, dass die starke Aufwertung des US-Dollar im kommenden Jahr ein Ende nehmen dürfte. Da die EZB nun auch deutlich stärker gegen die Inflation vorgeht, dürfte die Reduzierung der Zinsdifferenz gegenüber den USA für eine leichte US-Dollar-Schwäche und damit für eine stärkere Goldnachfrage sorgen.

**Angebotsseitig sieht der Goldmarkt gut versorgt aus.** Risiken wie zum Beispiel die Schließung chinesischer Minen im Zuge der Null-Covid-Politik dürften die Goldproduktion nur leicht beeinträchtigen. So hat der größte chinesische Goldproduzent Zijin Mining Group sein Produktionsvolumen in den letzten Quartalen trotz des Lockdowns weiter ausgeweitet. Die Nachfrage erholte sich im letzten Quartal allerdings trotz massiver Abflüsse bei Gold-ETF-Anlagen ebenfalls. Grund dafür waren die stärkeren Goldkäufe seitens der Zentralbanken und die stärkere Schmucknachfrage. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage stabil bleibt. Mit Blick auf die möglicherweise nachlassenden Risiken im kommenden Jahr dürfte die Anlegernachfrage sogar eher zurückgehen. Der schwächere US-Dollar macht Gold aber für Anleger außerhalb der USA attraktiver, was insgesamt zu einem leichten Nachfrageanstieg und zu einem steigenden Goldpreis führen sollte.

These 2: Zum Jahresende 2023 liegt der Öl-Preis (WTI) pro Barrell bei 85 US-Dollar.

Am Rohölmarkt sind die Preise seit ihrem Hoch im Juli um rund 30 Prozent gesunken, da die Verschärfung der Geldpolitik zur Eindämmung der hohen Inflation die **Sorgen**

vor einer Rezession und damit einer geringeren Energienachfrage verstärkt hat. Für das kommende Jahr wird aber ebenso relevant sein, wie der Markt auf die **Preisobergrenze für russisches Öl** reagieren wird. Wenn Russland als Reaktion sein Angebot dauerhaft kürzt und andere OPEC-Staaten die Förderung nicht erhöhen, droht zumindest temporär ein deutlicher Preisanstieg.



Da mehr als 95 Prozent der weltweiten Öltankerflotte von Schiffversicherern in den G7-Ländern abgedeckt werden und viele Hafenbetreiber Sanktionen fürchten, dürfte die Preisobergrenze greifen. Einige Stimmen bezweifeln jedoch die Wirksamkeit, da die derzeit größten russischen Abnehmer, darunter **China und Indien, sich vermutlich nicht anschließen werden**. Letztlich kann man aber argumentieren, dass die Preisobergrenze auch dann funktionieren könnte, wenn Abnehmer diese als Druckmittel bei Vertragsverhandlungen mit Moskau einsetzen, um niedrigere Preise festzulegen. Russisches Ural-Rohöl wird bereits deutlich günstiger verkauft als die US-amerikanische Marke WTI. Mitte Dezember lag der Preis für ein Barrel Ural-Rohöl bei ca. 55 US-Dollar. Wenn Russland mit den asiatischen Ländern langfristige Verträge aushandelt, werden diese im Gegenzug für eine Marktgarantie wohl einen noch niedrigeren Preis verlangen. Bisher fällt die Aufgabe, **Europas Ölnachfrage** zu bedienen, hauptsächlich den Golfstaaten und Nordamerika zu. Diese dürften ihr Angebot im kommenden Jahr nur geringfügig anheben können. So hat die OPEC+ mit ihrer Entscheidung, ab November die vereinbarte Produktionsmenge im Vergleich zu August um zwei Mio. Barrel pro Tag zu kürzen, die Angebotsperspektiven deutlich eingetrübt. Da die meisten OPEC+-Länder bereits damit zu kämpfen haben, ihre Quoten zu erreichen, wird zwar nicht viel Angebot verloren gehen. Es zeichnet sich aber ab, dass man bereit ist, die Produk-

tion zu verringern, um höhere Preise zu erzielen. Die OPEC als wichtigster Produzent dürfte 2023 am längeren Hebel sitzen. Die **Fähigkeit der OPEC, die Preise zu beeinflussen**, wurde in der Vergangenheit durch die rasche Ausweitung des Ölangebots in den USA konterkariert, was zu einer langen Phase niedriger Ölpreise beitrug. Seit 2020 zeigt sich aber, dass die Produktionsmenge in den USA lange nicht so schnell steigt. Während die OPEC-Staaten bereits das Vor-Corona-Niveau erreichen, liegen die USA noch deutlich darunter. Die Anzahl der Förderstätten liegt immer noch unter den Niveaus von 2019.

Dass sich die Produktion im kommenden Jahr deutlich beschleunigen wird, ist anzuzweifeln. Viele amerikanische Produzenten legen den Fokus nicht mehr auf Investitionen und Wachstum, sondern geben stattdessen die Gewinne aus den höheren Preisen an die Aktionäre weiter. Die US-amerikanische Öl-Industrie leidet zudem unter dem **zunehmenden Fokus auf Nachhaltigkeit**. So sieht der im August verabschiedete Inflation Reduction Act in den USA nicht nur den Ausbau von Erneuerbarer Energie vor, sondern zum Beispiel auch die Förderung des Umstiegs auf E-Autos. Das Risiko von Investitionen in die Öl-Industrie hat sich für Banken und Beteiligungsgesellschaften erhöht, da die Nachfrage nach Produkten aus fossilen Brennstoffen langfristig zurückgehen wird.

**Das knappe Angebot trifft aber auch auf eine stockende Nachfrage.** Es ist zu befürchten, dass die Inflationsbekämpfung der US-Notenbank zu einer Konjunkturabkühlung führen wird und auch in Europa stehen die Zeichen auf Rezession. Die Null-Covid-Politik Pekings sowie eine schwächelnde chinesische Wirtschaft dürften die Nachfrage zusätzlich beeinträchtigen. Wir erwarten, dass das Angebot und die Nachfrage in 2023 relativ ausgeglichen bleiben werden. Sollte sich ein Abklingen der Wirtschaftssorgen Ende nächsten Jahres abzeichnen, dürfte der Preis für Rohöl leicht über den heutigen Niveaus liegen.

These 3: Industriemetalle leiden unter Wirtschaftssorgen.

Die durch Sanktionen gegen Russland ausgelösten Angebotsorgen hievten die Industriemetallpreise Anfang des Jahres auf **Höchststände**. Seither hat der LME-Index, der die Preisentwicklung der sechs wichtigsten Metalle Kupfer, Aluminium, Blei, Zinn, Zink und Nickel abbildet, rund

25 Prozent verloren. Der Rückgang spiegelt in erster Linie die sich abschwächende Konjunktur und die Sorge vor einer globalen Rezession wider.

Es gibt durchaus Argumente, die für höhere Preise im kommenden Jahr sprechen. So könnten höhere Energiepreise die Schließungen von energieintensiven Produktionsanlagen erzwingen und damit zum Beispiel das Angebot von Aluminium und Zink reduzieren. Zudem dürfte der kürzlich angekündigte **chinesische Plan für Infrastrukturinvestitionen** in Höhe von mehreren Billionen US-Dollar zu einer höheren Nachfrage führen.

Wir erwarten jedoch, dass die Wirtschaftssorgen die Märkte dominieren werden. Solange China Abriegelungsmaßnahmen und Beschränkungen im Rahmen seiner Null-Covid-Politik vorsieht, dürften die Effekte der geplanten Investitionen gering sein. China, das über 50 Prozent der globalen Metallnachfrage ausmacht, leidet unter einer schwächeren Binnenwirtschaft und einem überhitzten Immobilienmarkt. Aber auch der US-Immobilienmarkt, der die Auswirkungen höherer Zinsniveaus zu spüren bekommt, dürfte die Nachfrage nach Industriemetallen und damit auch die Preise belasten.

### Rohstoffmarkt: Maßnahmen

**Maßnahmen 1: Gold sollte leicht übergewichtet werden.** Der schwächere US-Dollar dürfte den Goldpreis unterstützen.

**Maßnahmen 2: Rohöl sollte neutral gewichtet werden.** Die OPEC dürfte mit Angebotskürzungen den Ölpreis trotz Rezessionsorgen stabilisieren.

**Maßnahmen 3: Industriemetalle sollten leicht untergewichtet werden.** Die abkühlende Wirtschaftslage belastet die Metallmärkte. Preisanstiege sind kaum wahrscheinlich.

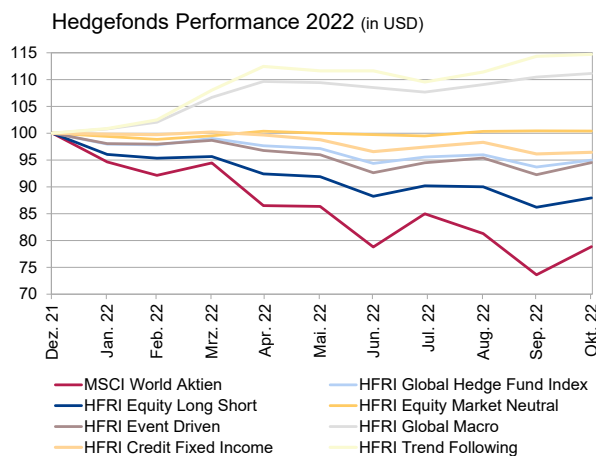
### Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2023

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



## Hedgefonds: Wichtiger denn je

Das schwierige Kapitalmarktumfeld in den ersten zehn Monaten des Jahres 2022 prägte auch den Hedgefondsmarkt. Gemessen am HFRI, einem Referenzindex für die Wertentwicklung von Hedgefonds, verzeichneten Hedgefonds bis Oktober 2022 (aktuellere Daten liegen noch nicht vor) einen Rückgang von minus 5,0 Prozent. Im Vergleich zu anderen Anlageklassen ist dies jedoch eine **stattliche relative Outperformance**, denn Aktien büßten im gleichen Zeitraum minus 21,2 Prozent (MSCI World) ein und Anleihen minus 20,4 Prozent (Bloomberg Global-Aggregate TR Index Value Unhedged).



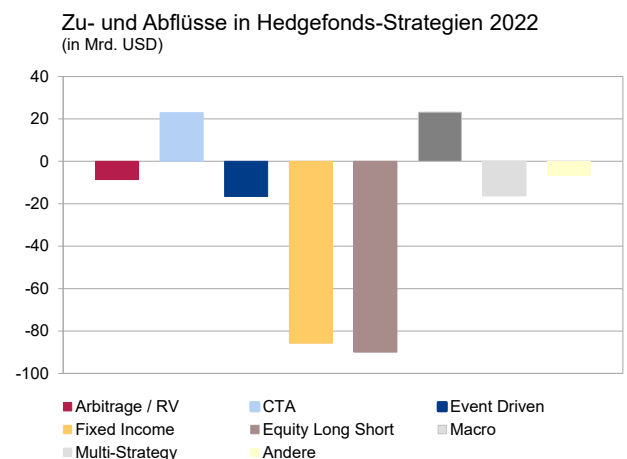
Hedgefonds konnten sich dem Abwärtstrend der großen Assetklassen nicht vollständig entziehen. Warum hat der „Hedge“ nur bedingt funktioniert? Tatsächlich kommt der globale Hedge Fund Index dem Absolute Return-Versprechen nicht ganz nach, was hauptsächlich an seiner Zusammensetzung liegt. Er weist ein starkes Gewicht an Long-Short-Aktien-Managern auf, die ein durchschnittliches Marktbeta von 0,5 haben. Dies ergibt für den gesamten Hedge Fund Index einen **relativen „long bias“** zum Markt von durchschnittlich 0,35 Beta. Das bedeutet, dass sich der Index nicht neutral zum Markt verhält, sondern mehr als ein Drittel der Marktbewegungen nach oben und nach unten mitvollzieht.

Innerhalb des Index kam es in diesem Jahr zu einer sehr großen **Performancedispersion**. Nicht überraschend funktionierten vom Markt unkorrelierte Strategien wie Global Macro oder Trend Following sehr gut. Der Liquiditätsentzug an den Märkten löste in allen Anlageklassen Bewegungen

aus, die teils schon seit Jahrzehnten nicht mehr in solcher Ausprägung beobachtet worden sind. Ein optimales Umfeld für systematische Trend Follower, die auf dieser Basis verlässliche Signale generieren konnten. Global Macro Manager arbeiteten diskretionär mit Strategien, die es ihnen ermöglichten, von den steigenden Zinsen zu profitieren (Short Duration). Und sie konnten auch die Veränderungen der Zinsstrukturkurve in profitable Trades ummünzen. Global Macro-Manager verfolgten zudem Strategien wie Short Aktien, Long Volatilität, Long Rohstoffe und Long US-Dollar. Generell hielten Manager mit einem marktneutralen Markt-exposure ihr Versprechen, und zwar auf der Aktien- wie auch auf der Fixed Income Seite. In diesen beiden Anlageklassen litten allerdings Manager mit einem „long bias“.

## Hedgefonds-Industrie: Abflüsse in 2022

Die Hedgefonds-Industrie verzeichnete im Jahr 2022 (bis September) **markante Abflüsse** von insgesamt 178 Milliarden US-Dollar. Das Gesamtvolumen beläuft sich nach Daten von EurekaHedge auf nun 3,95 Billionen US-Dollar nach dem Höchstwert per Ende 2021 von 4,13 Billionen US-Dollar. Im dritten Quartal wurden 62 Milliarden US-Dollar entzogen, der größte Quartalsabfluss seit der Pandemie im ersten Quartal 2020.



Ein Grund für die Abflüsse ist, dass Investoren ihre Portfolios „re-balancen“, also gut gelaufene Strategien reduzieren und die im Wert gefallen Aktien und Anleihen nachkaufen. Ein Teil der Abflüsse ist der relativen Liquidität der Hedgefonds zu anderen alternativen Anlageklassen wie Private Equity oder Private Debt geschuldet. Investoren ziehen Gelder aus verfügbaren Quellen ab, um sich auf

verschärfte Inflation und eine mögliche Rezession vorzubereiten.

Auf Strategieebene wurde den Equity Long Short-Managern (minus 90,0 Milliarden US-Dollar) und den Fixed Income Managern (minus 85,7 Milliarden US-Dollar) die meisten Anlagegelder entzogen, über das ganze Jahr gesehen verzeichneten Global Macro (23,1 Milliarden US-Dollar) und die Trend Follower bzw. CTA-Manager Zuflüsse (22,9 Milliarden US-Dollar).

### Convertible Arbitrage könnte 2023 positiv überraschen

Convertible Arbitrage Manager hatten 2022 Mühe, ihr Nischenwissen profitabel umzusetzen. Zwar haben die meisten Manager ihre Risiken frühzeitig reduziert, jedoch gab ihnen der Markt an sich wenig Möglichkeiten, Ineffizienzen zu arbitrieren. Es gab schlicht **zu wenig Opportunitäten**, da Neuemissionen zu dünn gesät waren. In Antizipation höherer Zinsen hatten Firmen mit Kapitalbeschaffungsbedarf schon 2021 begonnen, sich frühzeitig günstig zu finanzieren. Im Jahr 2022 sind die Neuemissionen vollends eingebrochen. Bis Oktober 2022 wurden global 28 Milliarden US-Dollar Wandelanleihen emittiert. Im Vorjahreszeitraum wurden bis Oktober 125 Milliarden US-Dollar an den Markt gebracht, dies entspricht einem Minus von 78 Prozent.

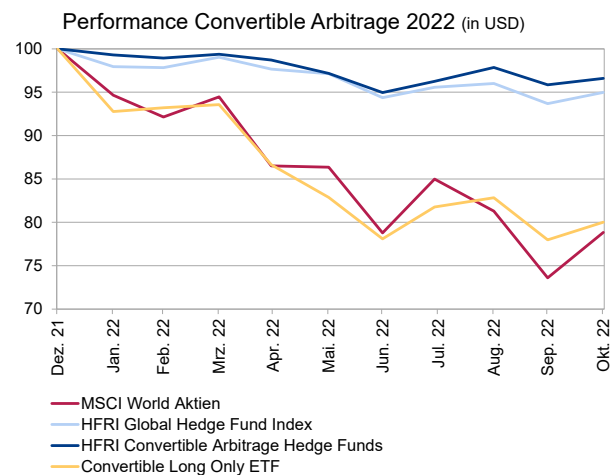
Zahlreiche Manager erwarten, dass sich die Neuemissionen im Jahr 2023 in Richtung Durchschnitt normalisieren werden. Es besteht ein nicht zu unterschätzender Finanzierungs-Nachholbedarf. Daten deuten darauf hin, dass schon im November 2022 mehr emittiert wurde.

Warum könnte Convertible Arbitrage im Jahr 2023 **positiv überraschen**?

- Der Hauptgrund ist die erwartete Normalisierung der Neuemissionen.
- Convertible Bonds handeln nahe am Bondfloor, was bessere "upside Convexity" bedeutet. Der Bondfloor selbst ist zudem nicht mehr so vulnerabel wie im Jahr 2022, als Druck von der Durations- und der Kreditqualitätsseite kam.
- Über Jahre wurden Zero-Coupon Convertibles emittiert. Das neue Zinsumfeld ändert dies. Neue Wandel-

anleihen kommen mit attraktiven Kupons von zwei bis sechs Prozent an den Markt.

- Die verhältnismäßig große Korrektur am Convertibles Markt brachte Namen mit sehr hohem Delta (oft im Tech-Bereich) zum Straucheln. Attraktives Bottom Fishing ist nun möglich.
- Dank mannigfaltiger Opportunitäten erzielten Manager attraktive Returns, ohne dabei ihr Leverage hochzunehmen.
- Convertible Arbitrage ist ein Nischenmarkt. Wenige Manager sind nach den schwierigen Jahren im Markt übriggeblieben. Manager, die dank stringenter und bedachter Strategie noch aktiv sind, treffen auf ein positives Marktumfeld mit zugleich geringerem Wettbewerb.



### Hedgefonds bleiben attraktiv

Das schwierige Marktumfeld von 2022 zeigte die Vorzüge von Absolute Return-Strategien und Hedgefonds. Schlüssel zum Erfolg sind ein sehr aktives Management und die Diversifikation der Renditequellen über alle Anlageklassen und Strategien hinweg. Die Attraktivität von Hedgefonds wird voraussichtlich auch im Jahr 2023 anhalten.

- **Makrobild:** Die Zentralbanken werden tendenziell weiterhin dem Markt Liquidität entziehen, sei es über Zinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation oder die Reduzierung ihrer Bilanzen. Rezessionsängste könnten das Sentiment bestimmen.
- **Finanzierung:** Die gestiegenen Zinsen stellen Unternehmen mit Kapitalbedarf vor Probleme. Es ist mit Verlierern und Gewinnern zu rechnen. Das ist ein ideales

Umfeld für talentierte Aktien- oder Fixed Income-Manager.

- **Stress:** Einige Unternehmen könnten in extreme Schieflage geraten, was Stressed/Distressed Fixed Income-Strategien attraktive Opportunitäten bereitet.
- **Volatilität:** Hohe Zinsen, geopolitische Spannungen, Energiekrise, Rezessionsängste: Grundlagen für Markt-Volatilität sind gesät. Trotzdem erwarten wir, im Vergleich zu 2022, dass sich die Volatilität normalisiert und leicht reduzieren wird.
- **Normalisierung:** Etliche Indikatoren und Indizes sind auf Extremniveaus. Die Chance für eine Normalisierung ist hoch, wenn auch begleitet durch Volatilität. Es ist ein gutes Umfeld für Relative Value- und Arbitrage-Strategien, wenn nach Perioden von Stress eine Annäherung zum Durchschnitt (Mean-Reversion) stattfindet.
- **Zinsniveau:** Höhere Zinsen bedeuten Rückenwind für manche Hedgefonds-Strategien und für Hedgefonds generell. Die Kupons bei Fixed Income Strategien sind gestiegen, der Zinsertrag auf dem Cash-Konto bei Derivative-Strategien (CTA, Makro) ist höher, genauso wie der Zinsertrag auf dem Short-Konto beim Prime Broker bei den Long Short Strategien.

Der Schluss liegt nahe, dass in einem solchen Umfeld passive Exponierung am Markt große Risiken birgt. Sehr **aktives Management** ist nötig, um sich erfolgreich durch diese Opportunitäten zu navigieren. Wie auch in 2022 erwarten wir für kommendes Jahr eine erhöhte Dispersion innerhalb der Hedgefonds-Strategien. Ein aktives Bewirtschaften und maximale Nähe zum Manager und deren Portfolios sind wichtig.

### Equity Long Short: Positives Umfeld

Die Indizes der Equity Long Short-Manager zeigen oft Schwäche in Phasen von Stress. Das Gros der Fonds hat einen „long bias“ und ist dementsprechend exponiert. In dieser Strategie ist es demnach eminent wichtig, Managern zu vertrauen, die in verschiedensten Umfeldern bestehen können. Im Fokus stehen **Mehrwert im Aufwärtmarkt und striktes „Drawdown-Management“**. Leider vereinen nur wenige Manager diese beiden Tugenden. Bei großen Trendwechseln im Markt sind fundamental orientierte Manager oft zu langsam, zu dogmatisch, und trading-orientierte Händler im Vorteil. Hier gilt es, die richtige Balance zu finden.

Daten von Morgan Stanley (größter Prime Broker für Hedgefonds) zeigen, dass sich bis vor kurzem (November) das Gros der Manager noch nicht wirklich wohl fühlte mit der Hausse zum Jahresende 2022. Sie haben ihre Longs behalten, aber ihre Shorts reduziert (Short-Squeezes). Das „Net-Exposure“ wurde leicht erhöht, aber gleichzeitig fand ein „De-grossing“ statt, das Gesamtexposure wurde also zurückgenommen. Dies kann sich schnell wieder ändern, denn die Grundlagen für ein erfolgreiches Jahr 2023 in dieser Strategie sind gegeben. Große regionale Streuungen auf Sektor-, Stil- und Unternehmensebene bieten den talentierten Managern auf der Long- wie auf der Short-Seite viele Opportunitäten.

„Long biased“ Long Short-Strategien sind klarerweise stark vom Abschneiden der Aktienmärkte abhängig. Viele Manager wurden im Jahr 2022 hart abgestraft, denn die Mehrheit der Fonds war zu langsam, um sich auf das schnell verschlechternde Marktumfeld zu positionieren. Findet im Jahr 2023 eine **Verbesserung des Marktsentiments** statt, werden mehr direktionale Strategien profitieren.

### Equity Market Neutral: Neutraler Ausblick

Im zweiten Halbjahr 2022 verschlechterte sich das Umfeld etwas, da die Krisenverlierer an den Aktienmärkten bereits stark unter die Räder gekommen waren. In manchen Fällen wurden dann Short-Positionen wieder mit Gewinn geschlossen, was zu einer Trendumkehr führte. Solche „**Short-Squeezes**“ setzten den Managern zu. Der Ausblick bleibt neutral.

### Event Driven: Attraktives Umfeld für Merger Arbitrage und Special Situations-Strategien

Die gegenwärtige Marktunsicherheit manifestiert sich noch immer in relativ **hohen Merger Arbitrage-Spreads**. Das Deal-Volumen hat sich wieder leicht erholt, teils fanden große Mergers statt. Prominentestes Beispiel im Jahr 2022 war der Kauf von Twitter durch Elon Musk. Bei etwas niedrigerer Marktvolatilität im Jahr 2023 könnte die Strategie solide risikoadjustierte Returns zeigen, die Visibilität für Finanzierungen wird in der Tendenz zunehmen, die grenzüberschreitenden Deals reflektieren die geopolitischen Spannungen. Es werden aber wieder vermehrt Zusammenschlüsse von Firmen eng verbundener Länder vereinbart. „Special Situations-Manager“ profitieren von den Umstrukturierungen der Unternehmen und den zuneh-

menden Verkäufen von Vermögenswerten zur Reduktion der Verschuldung in der Bilanz. Firmen spüren den Druck der Investoren zu Zusammenschlüssen, um in einem rezessiven und inflationären Umfeld die Kosteneffizienz zu steigern.

### Credit Fixed Income: Sehr positives Umfeld

Das völlig neue Zinsumfeld, begleitet von einer Ausweitung der Credit-Spreads, führte zu großen Verlusten in dieser Anlageklasse. Für Hedgefonds im ganzen Fixed Income-Bereich geht nun jedoch ein Opportunitätsfenster auf, das schon lange nicht mehr so groß war. Auf der Long-Seite locken qualitativ gute Kredite auf attraktiven Levels. Auf der Short-Seite kommen Unternehmen zusehends unter Druck, die sich bei so hohen Zinsen nicht mehr vernünftig refinanzieren können. Dies kreiert große Streuungen im Markt, die von den aktiven Hedgefonds ausgenutzt werden kann. Abgesehen von Fixed Income Long Short, sind Opportunitäten im Relative Value- oder Arbitrage-Bereich sehr attraktiv.

### Global Macro: Leicht positive Einschätzung

Global Macro könnte weiterhin als **hilfreicher Portfoliodiversifizierer** dienen. Jedoch müssen die Erwartungen im Vergleich zum Jahr 2022 zurückgenommen werden. Das ideale Marktumfeld mit großen Bewegungen in allen Anlageklassen wird sich wohl nicht in diesem Ausmaß wiederholen („once in a decade short duration trade“). Trotzdem ist zu erwarten, dass sich gewisse Märkte wieder normalisieren. Manager, die spezifisches Knowhow auf der Währungsseite oder einen Wissensvorsprung in Emerging Markets haben, könnten profitieren. Jedoch gilt bei Global Macro gegenwärtig: Manager mit flexiblem, opportunistischen Anlagestil und schneller Reaktionsfähigkeit sind dogmatischen und zu fundamental orientierten Managern vorzuziehen. Diskretionäre Manager sind gegenüber systematischen Global Makro-Modellen im jetzigen Umfeld zu bevorzugen.

### Trend Following: Leicht untergewichten

Nach Jahren der Durststrecke konnten die Trend Follower dank klarer und stark ausgeprägter Bewegungen an den Aktien-, Bond-, Zins-, Rohstoff- und Währungsmärkten profitieren. Ein **schwieriges Umfeld für Trend Follower** sind jedoch Zeiten, in denen sich Trends gerade umkehren oder

sich über die Zeit in Zickzack-Bewegungen verflachen. Die Modelle der Manager können die „Turning Points“ meist nicht treffen und die Gefahr von Seitwärts-Trends ist das konstante Neupositionieren auf der falschen Seite. Dieses Risiko besteht im Jahr 2023, da die ganz großen Trends dieses Jahres auslaufen.

### Maßnahmen Hedgemarkt

#### Maßnahme 1: Hedgemarkt übergewichten

Die Attraktivität von Hedgefonds wird voraussichtlich auch im Jahr 2023 anhalten. Schlüssel zum Erfolg sind ein sehr aktives Management und die Diversifikation der Renditequellen über alle Anlageklassen und Strategien hinweg.

#### Maßnahme 2: Credit Fixed Income übergewichten

Für Hedgefonds im ganzen Fixed Income Bereich geht ein Opportunitätsfenster auf, das schon lange nicht mehr so groß war.

#### Maßnahme 3: Trend Following leicht untergewichten

Ein schwieriges Umfeld für Trend Follower sind Zeiten, in denen sich Trends gerade umkehren oder sich über die Zeit in Zickzack-Bewegungen verflachen. Dieses Risiko besteht im Jahr 2023, da die ganz großen Trends dieses Jahres auslaufen.

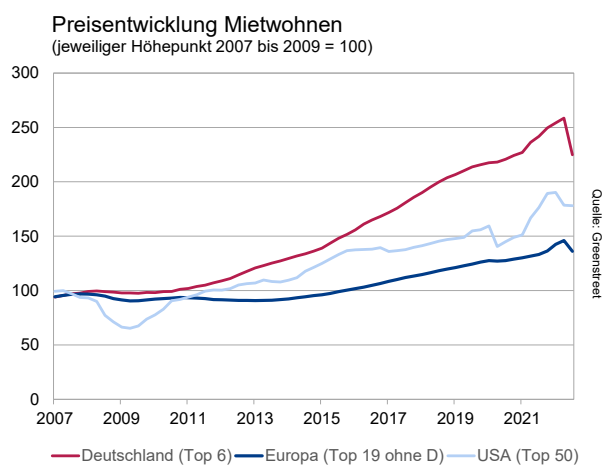
#### Strategiebeitrag Hedgefonds in 2023

Die jüngsten Marktverwerfungen haben gezeigt, dass sich Hedgefonds in einem Portfolio als Stabilisator und als wertvolle Diversifikation eignen. Die Portfolio-Resilienz kann mit Hedgefonds gesteigert werden. Das Konzept von „Absolute Return“ hat vor allem in Phasen von erschwerten Marktbedingungen Potenzial. Jedoch zeigen die großen Streuungen der Renditen der einzelnen Strategien und Manager, dass eine aktive Selektion wichtig ist. „Buy & Hold“ funktioniert bei Hedgefonds nicht, die engagierte Steuerung der Anlagen ist unbedingt notwendig.

## JAHRESAUSBLICK 2023: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

### Wende auf dem Immobilienmarkt

Im zweiten Quartal 2022 hatte sich angekündigt, was nun bestätigt ist: Nach 13 Jahren steigender Immobilienpreise markiert das Jahr 2022 einen **Wendepunkt** sowohl in Deutschland als auch in Europa und in den USA. Dies zeigt beispielhaft die Preisentwicklung für das Segment Mietwohnen.



Preisentwicklung Mietwohnungen	10 Jahre (2012 – 2022)	5 Jahre (2017 – 2022)	1 Jahr (2021 – 2022)	3 Monate (nach Höhepunkt)
Deutschland (Top 6)	+96%	+24%	-7%	-13%
Europa (Top 19 ohne D)	+50%	+22%	+2%	-7%
USA (Top 50)	+69%	+29%	+1%	-6%

Quelle: Greenstreet, jeweils bezogen auf das 3. Quartal

Ursächlich hierfür sind zwei Entwicklungen. Die aktuell bedeutendste fand auf dem Investmentmarkt statt und betrifft die **gestiegenen Zinsen**. Alternative Investitionen wie beispielsweise Anleihen rentieren wieder höher, dementsprechend höhere Renditeanforderungen werden auch an Immobilien als Anlageobjekte gestellt. Hinzu kommt, dass die für Immobilieninvestitionen besonders relevanten langfristigen Finanzierungszinsen, wie zum Beispiel indikativ die zehnjährigen Swapraten, sich innerhalb eines Jahres vervielfacht haben, nun teilweise zu einem negati-

ven Leverage-Effekt führen und somit weiteren Druck auf die Immobilienpreise ausüben.

Aber auch die Mietmärkte sind verstärkt betroffen. Es wird für die kommenden Jahre ein **schwächeres Mietwachstum** vorausgesagt, weil hohe Inflationsraten die Spielräume auch bei stabiler Nachfrage wie im Segment Mietwohnen begrenzen. Zudem trüben sich infolge von Pandemie, Ukraine-Krieg, gestiegenen Energiepreisen, Lieferkettenproblemen, Personalengpässen und erhöhten globalen Risiken die Konjunkturaussichten und damit auch die Erwartungen an die zukünftige Flächennachfrage ein.

These 1: Die Preise für Anlageimmobilien in Deutschland und Europa werden im Jahr 2023 weiter sinken.

Die Auswirkungen der Zinsentwicklung auf die Immobilienpreise zeigen sich wegen einer verlangsamten Transaktionstätigkeit auf den Immobilienmärkten mit einer gewissen Verzögerung. So wird sich zum Beispiel in Deutschland die **Vervierfachung der Finanzierungskosten** binnen Jahresfrist weiter auf die Preise in 2023 auswirken – wenn auch deutlich langsamer als in den letzten Monaten.

Der Preisanpassungsdruck ist mathematisch umso größer je niedriger die Renditen bislang waren. Ende des ersten Quartals 2022 zählten die Anfangsrenditen in Deutschland in den Nutzungsarten Mietwohnen (rund 2,2 Prozent), Logistik (rund 3,8 Prozent) und Büro (rund 3,7 Prozent) zu den jeweils niedrigsten in Europa (in der Vergangenheit waren hier die höchsten Preiszuwächse Europas zu verzeichnen). Deshalb erwarten wir die prozentual höchsten Preisanpassungen bei diesen Nutzungsarten in Deutschland.

Da Immobilien in Deutschland überwiegend langfristig zu fixen Zinssätzen finanziert sind und der derzeitige Wertverlust bislang lediglich der Wertsteigerung der letzten 12 Monate entspricht, erwarten wir – von Schwierigkeiten einzelner, insbesondere in der Entwicklung befindlicher Projekte abgesehen – **keine flächendeckende Immobilienkrise**.

Diese Einschätzung setzt allerdings voraus, dass sich die langfristigen Finanzierungsbedingungen nicht über das derzeit absehbare Maß weiter erhöhen und insbesondere

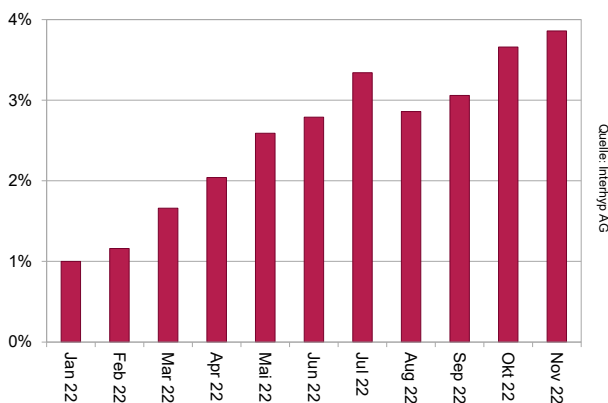
die Mietmärkte sich über die erwartete konjunkturelle Abkühlung hinaus nicht deutlich negativ entwickeln. Dies könnte dann der Fall sein, wenn die drohende Rezession sich als tiefgreifender und länger andauernd erweisen sollte als bislang angenommen. Der von der Investmentseite ausgelöste Preisdruck würde dann von sinkenden Mieten und erhöhten Leerständen auf den Mietmärkten verstärkt. Hiervon wären unserer Einschätzung nach insbesondere die Segmente Einzelhandel und Büro betroffen.

**These 2: Das Transaktionsvolumen wird in Deutschland hinter dem Vorjahresergebnis zurückbleiben.**

Die steigende Attraktivität von Anleihen und Festgeldern entzieht dem Immobilienmarkt Kapital. Auch das Rebalancing der Portfolios institutioneller Anleger im Zuge der korrigierten Aktienmärkte geht vielfach zu Lasten der Immobilienquote.

Da die Investition in Immobilien kapitalintensiv und in der Regel kreditfinanziert ist, reagieren nicht nur die Immobilienpreise, sondern damit eng im Zusammenhang stehend auch die Immobilienumsätze sensitiv auf die im Jahresverlauf deutlich gestiegenen Finanzierungskosten.

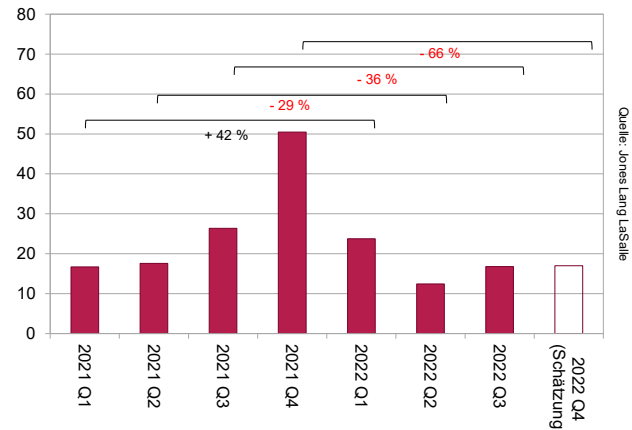
Zinsentwicklung Immobiliendarlehen (Neugeschäft, 10-jährige Zinsbindung)



Nach einem Rekordumsatz im Jahr 2021 beobachtet das unabhängige Beratungs- und Forschungsinstitut GEWOS unter Berücksichtigung aller Immobiliensektoren seit Mai 2022 sowohl einen **Rückgang der Kauffälle als auch der Umsatzvolumina**. Die Zahlen des Immobiliendienstleisters Jones Lang LaSalle (JLL) weisen in die gleiche Richtung. Nach JLL wurden in Deutschland auf dem institutionell geprägten Markt für Anlageimmobilien in den ersten neun

Monaten des Jahres 2022 Immobilien im Umfang von 53 Milliarden Euro gehandelt, ein Minus von 13 Prozent im Vergleich zu den ersten neun Monaten des Vorjahres. Während in aufwärts gerichteten Märkten das Schlussquartal traditionell das umsatzstärkste ist, dürfte die Jahresend rally 2022 ausfallen. Verzögerte Transaktionsprozesse sowie abnehmende Transaktionszahlen sind die Folge **zunehmend selektiver Investitionsentscheidungen von Investoren** in einem unsicheren Marktumfeld.

Transaktionsvolumen Anlageimmobilien (in Mrd. EUR)



Wir erwarten auch für **2023 weitere Einbußen bei den Immobilienumsätzen**. Institutionelle Anleger stellen Verkäufe soweit wie möglich zurück. Manager von Immobilienfonds, die gemäß Strategie in den Abverkauf ihrer Portfolios gehen müssten, einigen sich mit ihren Anlegern auf Laufzeitenverlängerungen, um nicht in einen schwachen Markt hinein verkaufen zu müssen. Private Haushalte und Anleger, die gezwungen sind, die Finanzierungen ihrer eigen- oder fremdgenutzten Immobilien auf heutigem Zinsniveau zu prolongieren, tun dies vielfach auf Niveaus, die denen bei Abschluss der Finanzierung vor zehn oder mehr Jahren entsprechen, sodass die Finanzierungskostenbelastung annähernd stabil bleibt. **Finanzierungsinduzierte Impulse für Notverkäufe** gibt es **allenfalls bei Projektentwicklern**, wenn kurzfristige Projektfinanzierungen fällig werden und keine Anschlussfinanzierung gefunden wird.

Opfer fordern die rückläufigen Immobilienumsätze bereits bei Maklerunternehmen. So meldete der Einzelhandelsmakler Comfort Anfang September im Zuge ausbleibender Investmentumsätze Insolvenz an. Die Maklerunternehmen Homeday und McMakler, die stark auf die Digitalisierung des Vermittlungsgeschäfts im privaten Wohnimmobilien-



markt setzten, vollzogen in der zweiten Jahreshälfte 2022 einen einschneidenden Stellenabbau.

These 3: Der Preisabschwung wird in den USA weniger stark ausgeprägt sein als der in Deutschland.

Der Höhepunkt der Preisentwicklung wurde in Deutschland und Europa im zweiten Quartal 2022 überschritten, in den USA bereits ein Quartal früher. Damit gehen die USA der Entwicklung voraus. Ein Quartal ist noch keine belastbare Zahlenbasis, dennoch zeichnet sich ein **geringerer Abschwung der Immobilienpreise in den USA** als in Europa und insbesondere in Deutschland ab.

Preisreduktion 1 Quartal nach Peak 2022	Mietwohnen	Logistik	Büro
Deutschland (Top 6)	-13%	-8%	-21%
Europa (Top 19, ohne Deutschland)	-7%	-7%	-17%
USA (Top 50)	-6%	-7%	-6%

Quelle: Greenstreet

Ein Grund für einen höheren Preisabschwung hierzulande ist das deutlich **niedrigere Renditeniveau in Deutschland**. Der Renditeunterschied zwischen den USA und Deutschland lag zum Höhepunkt der Preisentwicklung bei 160 Basispunkten im Segment Mietwohnen und bei 280 Basispunkten im Segment Büro, wie die Tabelle der Anfangsrenditen 2022 veranschaulicht. Der durch eine höhere Renditeforderung induzierte Preisabschlag macht bei einer Steigerung um beispielsweise 50 Basispunkte bei einer Ausgangsrendite von zwei Prozent 20 Prozent aus (Preismultiplikator reduziert sich von 50x auf 40x), bei einem Ausgangswert von vier Prozent (Preismultiplikator reduziert sich von 25x auf 22,2x) mit 11 Prozent nur knapp halb so viel.

Spitzenwerte der Anfangsrenditen 2022	Mietwohnen	Logistik	Büro
Deutschland (Top 6)	2,2%	3,7%	3,7%
Europa (Top 19, ohne Deutschland)	3,4%	4,2%	4,7%
USA (Top 50)	3,8%	3,8%	6,5%

Quelle: Greenstreet

Ein weiterer Grund für eine höhere Preiskorrektur in Europa und Deutschland besteht unseres Erachtens darin, dass sowohl die kurzfristigen als auch die längerfristigen **kon-**

**junkturrellen Risiken in Deutschland** und Europa höher sind als in den USA. Dementsprechend sind die Aussichten für Mietwachstum in Deutschland und Europa gerade in den kommenden Jahren geringer, während die besseren Aussichten in den USA helfen, den Preisdruck dort abzumildern.

These 4: Projektrisiken nehmen weiter zu. Die Zahl der Insolvenzen von Bauunternehmen und Projektentwicklern steigt 2023 weiter an.

Die Melange aus stark gestiegenen Finanzierungszinsen, hohen Energiekosten, steigenden Baukosten, drohenden Rezessionsgefahren, abnehmender Bezahlbarkeit von Wohneigentum, sinkenden Immobilienpreisen und verlängerten Bau- sowie Vermarktungszeiträumen lässt die **Margen vieler Immobilienprojekte zusammenschmelzen**. Entsprechende Meldungen zu reduzierten Gewinnerwartungen der Entwickler sind da wenig überraschend. So vermeldete der börsennotierte Projektentwickler Gateway Real Estate für 2022 eine deutlich reduzierte Gewinnerwartung in Folge verzögerter Projektverkäufe. Die ebenfalls börsennotierte UBM Development wies für die ersten drei Quartale 2022 einen gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 60 Prozent reduzierten Nettogewinn aus. Einen Verlust vor Steuern von 271 Millionen Euro für das erste Halbjahr 2022 vermeldete der Projektentwickler Aggregate als Folge von Schwierigkeiten im laufenden Geschäft.

Bereits seit Ende 2021 lassen sich aber auch eine ganze Reihe von prominenten **Insolvenzen im deutschen Projektentwicklungsumfeld** ausmachen. Im November 2021 erwischte es den börsennotierten deutsch-österreichischen Projektentwickler Eyemaxx, der zunächst in Österreich und daraufhin auch in Deutschland Insolvenz erklären musste. Ende Juni 2022 meldete der Entwickler von Seniorenimmobilien, die Terragon AG, Insolvenz in Folge von Projektverzögerungen und gesteigerten Baukosten an. Im November hat nun der Essener Immobilienentwickler Fakt AG den Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gestellt. Maßgeblich haben stark verzögerte Verkaufsprozesse zur Insolvenz beigetragen.

Die größten Schlagzeilen macht derzeit aber der aufgrund umfangreicher Refinanzierungsprobleme insolvenzbedrohte börsennotierte Immobilienkonzern Corestate, der seine Schweizer Kreditfonds-Tochter HFS vollständig ab-

schreiben musste. HFS verbrieft hochverzinsten Nachrangdarlehen an Projektentwickler in Anleihen und bündelt diese in Fonds, an denen sich institutionelle und semi-institutionelle Anleger beteiligen. Aufgrund der stark risikobehafteten und sich unter Plan entwickelnden unterliegenden Projekte haben nun viele Anleger dem Manager das Vertrauen entzogen. Der HFS wurde das margenreiche Verwaltungsmandat für die Fonds gekündigt.

Im aktuellen Marktumfeld erweist sich das **Nachfinanzieren von Projekten**, die ihr Kostenbudget überschritten haben, **oftmals** als **unmöglich**. Während in einem steigenden Markt möglicherweise mit einem gegenüber der Bewertung bei Projektinitiierung höheren Projektwert argumentiert werden kann, um eine zusätzliche Beleihung zu rechtfertigen, ist dies in einem fallenden Markt kaum möglich, wenn der Beleihungsgrad auf angepasstem Bewertungsniveau bereits ohne weitere Kreditaufnahme auf über 100 Prozent gestiegen ist.

Zum Flächenbrand entwickeln sich schief liegende Projekte dann, wenn die Finanzierungen mehrerer Projekte miteinander verknüpft sind und Besicherungen auf mehrere Projekte abstellen. Dann steht nicht nur das einzelne Projekt eines Entwicklers im Feuer, sondern die Auswirkungen reichen in das komplette Unternehmen hinein.

Wir gehen davon aus, dass sich die **Zahl der Insolvenzen** von Bauunternehmen und Projektentwicklern **in 2023** gegenüber 2022 **nochmals erhöht**.

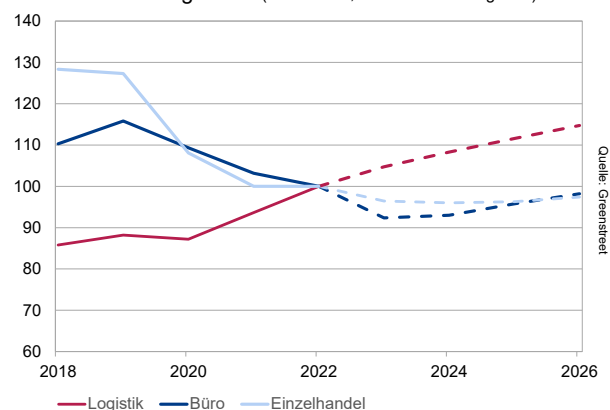
Für die Beteiligung am Eigen- oder am Fremdkapital von Projektentwicklungen bedeutet dies eine nochmals schärfere Prüfung in Bezug auf die Kostenansätze und Risikopositionen einerseits sowie die Finanzier- und Vermarktbarkeit andererseits. Gleichzeitig aber können sich Opportunitäten für Investoren ergeben, beispielsweise im Zuge der Restrukturierung von Projektgesellschaften oder durch Ausnutzen von Finanzierungslücken, die durch klassisches (Banken-) Kapital nicht mehr gefüllt werden. Die Zinskonditionen für Projektfinanzierungen im Mezzanine- oder Equity-Bereich dürften sich spürbar ausweiten. Auch für Forward Deals dürften sich die Konditionen der Erwerber spürbar verbessern – sowohl hinsichtlich der Preise als auch hinsichtlich der kaufvertraglichen Garantien und Sicherheiten.

These 5: In Europa bietet die Nutzungsart Logistik kurz- und mittelfristig die besten Aussichten für eine überdurchschnittliche Rentabilität.

Die derzeit steigenden Renditeanforderungen auf dem Investmentmarkt bewirken grundsätzlich einen Preisdruck bei Anlageimmobilien sämtlicher Nutzungsarten. Bei neuen Investments wird die Renditeanforderung durch den geringeren Preis erfüllt, im Bestand kann der Wertreduktion nur durch eine Steigerung der Immobilien-Cashflows entgegengewirkt werden.

Für die **kurzfristigen Aussichten** bieten im Rahmen bestehender Mietverträge an die Inflation gekoppelte Anpassungsklauseln (Indexmietverträge), wie sie bei Gewerbemietverträgen regelmäßig vereinbart werden, einen guten Mechanismus, um Mieterhöhungen durchzusetzen. Allerdings ist die Umsetzung wirtschaftlich nur dann nachhaltig, wenn die Kostentragfähigkeit beim Mieter gegeben ist und Neuvermietungen auf ähnlichem Niveau erfolgen. Im Logistiksektor machen die Gebäudemieten nur drei bis sechs Prozent der Gesamtkosten der Mieter aus, während die Transportkosten für 45 bis 70 Prozent stehen. Mieterhöhungen fallen demnach für Logistikunternehmen relativ weniger ins Gewicht und sind leichter tragbar. Noch wichtiger aber sind die fundamentalen Aussichten des Mietniveaus vor dem Hintergrund der sich eintrübenden wirtschaftlichen Lage.

Entwicklung der Immobilien-Cashflows in Europa nach Nutzungsarten (2022 = 100, 2023 – 2026: Prognose)



Während in den kommenden vier Jahren europaweit weder im innerstädtischen Einzelhandel noch im Bürosegment ein Wachstum der Immobilien-Cashflows (Kombination aus der Steigerung von Mieten und Belegung) erwartet

wird, werden für den Logistiksektor Steigerungen von 15 Prozent prognostiziert. Deshalb können nur hier Mieterhöhungen im Rahmen laufender Mietindexierung als nachhaltig eingestuft werden.

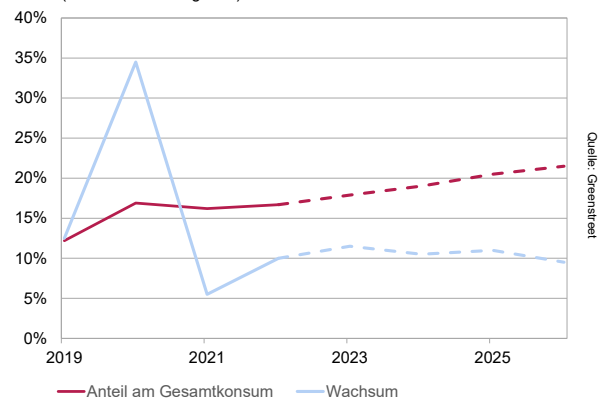
Für die **mittel- bis langfristigen Aussichten** ist die für die Wieder- bzw. Neuvermietung relevante Entwicklung der Marktmiete entscheidend, die von langfristigen Trends auf die Nachfrage und das Angebot von Logistikimmobilien bestimmt wird. Auf diese soll im Folgenden näher eingegangen werden.

In der Vergangenheit galt die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) als Gradmesser für die **Nachfrage nach Logistikflächen** und für die Entwicklung der Logistikmieten. Im Jahr 2020 jedoch setzten die Logistikmieten ihr Wachstum unbeeindruckt vom pandemiebedingten Einbruch fort, Mitte 2021 nach Aufholung des BIP-Einbruchs sogar noch einmal deutlich beschleunigt. Der Grund hierfür liegt in einem stabilen Nachfragewachstum nach Logistikflächen infolge von Transformationsprozessen bei Handel (E-Commerce), Produktion (Nearshoring) und Lagerhaltung (Just-in-Case statt Just-in-Time), die unabhängig vom wirtschaftlichen Wachstum zu vermehrter Nachfrage führen. Diese Entwicklungen werden aller Voraussicht nach auch die kommenden Jahre prägen, sodass selbst bei einer rückläufigen Wirtschaftsleistung weiterhin mit einer fundamental begründeten, stabilen Nachfragesituation zu rechnen ist.

**E-Commerce:** Die Umsätze im E-Commerce mit Endverbrauchern sind in Europa von rund 370 Milliarden Euro in 2015 auf rund 750 Milliarden Euro in 2020 gestiegen. Das entspricht einer Wachstumsrate von jährlich 16,5 Prozent. In 2021 machen sie europaweit rund 16 Prozent der gesamten Konsumausgaben aus, wobei dieser Anteil am Gesamtkonsum (Durchdringungsrate des E-Commerce) in den einzelnen Ländern Europas recht unterschiedlich ist und von neun Prozent in Italien bis zu 28 Prozent in Großbritannien reicht. Für die Jahre 2023 bis 2026 wird in Europa ein weiteres Wachstum der Umsätze von jährlich rund zehn Prozent prognostiziert, bei einer Steigerung der Durchdringungsrate von 16 auf 21 Prozent. Da sich das E-Commerce-Wachstum überwiegend zulasten des stationären Handels entwickelt, ist es weniger abhängig vom allgemeinen Wirtschaftswachstum und damit auch weniger von Rezessionsrisiken. Im Einzelfall (wie während der Pandemie 2020/2021) kann E-Commerce sogar profitieren, weil es einen sicheren und kosteneffizienten Distri-

butionskanal darstellt. Darüber hinaus zeigen die unterschiedlichen Durchdringungsraten der einzelnen Länder Europas das weitere Wachstumspotenzial allein im Zuge einer Aufholung.

Wachstum des E-Commerce in Europa  
(2023 – 2026: Prognose)



Diverse Ereignisse der letzten Zeit wie der russische Krieg gegen die Ukraine, die Blockade des Suezkanals oder extreme Wetterereignisse haben die Abhängigkeiten des Wirtschaftslebens von globalen Lieferketten offenbart. Die eingegangenen Abhängigkeiten der Unternehmen sind so groß, dass bereits diese verschiedenen Einzelrisiken zu Beeinträchtigungen von Produktion und Handel führten und weitreichende Folgen auf das gesamte Wirtschaftsgeschehen hatten. Unternehmen streben deshalb eine Verringerung ihrer Abhängigkeiten an. Neben einer stärkeren Diversifikation der Lieferketten sind Nearshoring und Just-In-Case zwei Trends, die helfen, Abhängigkeiten von Unternehmen zu reduzieren. Sie setzen dabei positive Impulse für die Nachfrage nach Logistikimmobilien.

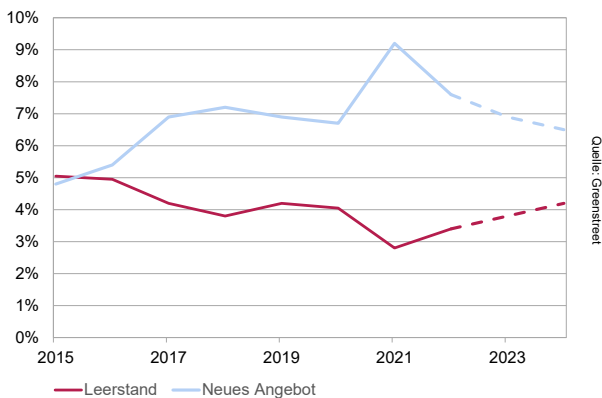
**Nearshoring:** Die Verlagerung von Teilen der Produktion in Niedriglohnländer Asiens (Offshoring) war ein großer Trend der letzten Jahrzehnte, bei dem Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Konkurrenten erzielen, die ihre Arbeit in teureren Arbeitsmärkten verrichten lassen. Da dieser Vorteil häufig zulasten der Arbeitsbedingungen in den Niedriglohnländern erzielt wurde und ethische Aspekte bei Verbrauchern an Bedeutung gewinnen, ist diese Politik heute nicht unumstritten. Erhöhte weltweite Spannungen und Risiken veranlassen Unternehmen, ihr Netzwerk von Fabriken und Vertriebszentren zu überarbeiten und betriebliche Aktivitäten ins nahegelegene und nahestehende Ausland zu verlagern. Dabei schauen europäische Unter-

nehmen vor allem auf Mittel- und Osteuropa. Die Tschechische Republik, Ungarn, Polen und auch Portugal haben im Vergleich zu vielen Ländern Westeuropas wettbewerbsfähige Lohnkosten und bieten neben der festen Einbindung in den europäischen Wirtschaftsraum eine hohe Flexibilität. Produktionsverlagerungen in Nearshoring Destinationen erhöhen in diesen Ländern Europas die Nachfrage nach entsprechenden Produktions- und Logistikflächen.

**Just-In-Case Bestandslagerhaltung:** Als weitere Maßnahme gegen die Folgen der Lieferkettenprobleme greift eine Änderung der Lagerhaltungsstrategie, was zudem kurzfristiger und einfacher umsetzbar ist, als die Verlagerung ganzer betrieblicher Aktivitäten. Während bei der Just-In-Time Strategie die Lagerhaltung quasi auf die Straße verlagert und damit insgesamt minimiert wurde, gewinnt die strategische Lagerhaltung von kritischen Materialien/Komponenten an Bedeutung, um materialbedingte Produktionsstopps zu vermeiden. Diese erhöhte Bestandslagerhaltung, um für „den Fall der Fälle“ gewappnet zu sein, hat eine direkte Steigerung der Logistikflächennachfrage zur Folge.

Das **Angebot von Logistikflächen** zeichnet sich aktuell durch einen Leerstand von lediglich gut drei Prozent aus. Die Leerstandsrate ist in den letzten Jahren kontinuierlich gefallen und steigt nach einem Tiefpunkt in 2021 derzeit leicht an. Dies ist vor dem Hintergrund einer Steigerung des Flächenbestandes um über 40 Prozent in den letzten fünf Jahren zu sehen und verdeutlicht die gute Aufnahme des Neubauangebots.

Angebotsentwicklung Logistik in Europa  
(in Prozent des Bestands, 2023 – 2024: Prognose)



Für die Zukunft wird erwartet, dass das Angebot neuer Flächen, das im Jahr 2021 um gut neun Prozent des Bestandes

gewachsen ist, mit jährlich sechs bis sieben Prozent leicht abnehmen wird. Der Grund dafür ist, dass stark gestiegene Bau- und Finanzierungskosten spekulative Entwicklungstätigkeiten bremsen. Dies wiederum wirkt sich tendenziell positiv auf die Entwicklung der Mieten aus.

These 6: Die hohe Belastung der Wohnungsmieter durch steigende Energiekosten macht weitere regulative Eingriffe des Staates in den Wohnungsmarkt wahrscheinlich.

Der deutsche Mietwohnungsmarkt ist seit Jahren von hoher Nachfrage und einem zu geringen Angebot geprägt. Die Politik versucht den daraus resultierenden starken Mietanstieg durch immer weitere Regulierungen zu begrenzen. Auslöser für eine weiter steigende Belastung der Mieter ist aktuell jedoch nicht das knappe Angebot, sondern sind die **hohen Energiekosten**. Diese treffen Mieter, deren Mietverträge Indexklauseln enthalten, gleich doppelt: Zum einen führt der starke Anstieg des Verbraucherpreisindex (VPI) zu höheren Kaltmieten und zum anderen steigen die Nebenkosten aufgrund deutlich höherer Heiz- und Stromkosten.

Seit der Mietrechtsreform im Jahr 2001 ist die Kopplung der Miete an den Verbraucherpreisindex im Wohnbereich zulässig. Davor war diese Regelung nur im Gewerbemietrecht bekannt. Lange Zeit wurde von der Indexmiete im Wohnsegment kaum Gebrauch gemacht, da die Inflation niedrig war, sie eines höheren Verwaltungsaufwands bedarf und die Indexmiete andere Mietanpassungen nach §558 (ortsübliche Miete) und 559 BGB (Modernisierung) quasi ausschließt. Wirklich durchgesetzt hat sich die **Indexmiete** erst mit dem Gesetz zur Mietpreisbremse, das im Juni 2015 in Kraft trat. Mit diesem Gesetz wurde eine Mietobergrenze bei Neuvermietungen festgelegt, die ausschließlich durch die Vereinbarung von Indexmieten durchbrochen werden kann. Da die Inflation moderat verlief, hatte eine solche Vereinbarung für Mieter in der Vergangenheit keine großen Auswirkungen. Mit dem starken Anstieg der Inflation zu Beginn des Jahres 2022 besteht bei Indexmietverträgen für Vermieter nun jedoch die Möglichkeit, die Miete deutlich anzuheben.

Der Anstieg des Verbraucherpreisindex hat auch Folgen für Mieter ohne Indexvereinbarung, denn viele Städte und Gemeinden stützen sich auf den Verbraucherpreisindex, um

**Mietspiegelniveaus** fortzuschreiben. Der starke Anstieg des Verbraucherpreisindex führt damit mittelfristig auch zu einem Anstieg der Werte in den Mietspiegeln, die die Grundlage für Mietanpassungen bei „normalen“ Mietverträgen bilden.

Zeitgleich führen die stark gestiegenen Energiekosten zu höheren **Nebenkosten**. Die Doppelbelastung aus höheren Mieten und höheren Nebenkosten kann Mieterhaushalte in ihrer Zahlungsfähigkeit oder ihrer Zahlungswilligkeit überfordern. In der Folge ist vermehrt mit **Mietrückständen und Streitigkeiten mit Mietern** aufgrund von hohen Nebenkostennachzahlungen zu rechnen.

Die Politik hat die Brisanz des Themas erkannt. Eine **Initiative zur Einführung einer „wirksamen dämpfenden Regelung für die Erhöhung von Indexmieten“** wurde im Juni 2022 vom Land Bayern und der Stadt Hamburg angeregt. Zudem rufen bereits mehrere Verbände die Vermieter von Wohnraum dazu auf, die eingangs beschriebenen Indexanpassungen sozialverträglich durchzuführen und die Mieter nicht zu sehr zu belasten. Wir gehen daher davon aus, dass es im Bereich der Indexmietanpassungen zeitnah zu einem regulierenden Eingriff durch den Staat kommen wird.

Vermieter, die Indexmietverträge in ihren Wohnungsbeständen nutzen, müssen nun zwei **Argumente gegeneinander abwägen**. Einerseits konnten Vermieter in den Jahren der niedrigen Inflation bei Indexmieten kaum signifikante Anpassungen durchführen, sodass nun erstmalig die Chance dafür besteht. Mit den Mieteinnahmen müssen Vermieter die ebenfalls stark gestiegenen Instandhaltungskosten finanzieren und einen Ausgleich dafür schaffen, dass Modernisierungskosten bei Indexmietverträgen nicht auf die Mieter umgelegt werden können. Andererseits sind von der Möglichkeit der Indexmietanpassungen insbesondere Mietverhältnisse betroffen, die ab 2015 abgeschlossen wurden und die sich bereits auf einem relativ hohen Mietniveau befinden. Eine weitere Anpassung der Mieten über das Marktniveau hinaus kann dazu führen, dass Mieter ihre Verträge kündigen. Eine Neuvermietung verursacht beim Vermieter in der Regel Kosten, sodass **Mieterwechsel**, bei denen in der Neuvermietung keine deutliche Mietsteigerung erzielt werden kann, vermieden werden sollten. Der Wunsch, soziale Härten zu vermeiden, dürfte ebenfalls bei der Mehrzahl der Vermieter eine Rolle spielen.

These 7: Die Klimaziele der Bundesregierung zwingen Immobilieneigentümer zu privater Initiative, um dem Wertverfall ihres Immobilienvermögens entgegenzuwirken.

Bereits seit einigen Jahren formulieren wir Thesen zur **Notwendigkeit der Berücksichtigung von Klimazielen im laufenden Asset Management** als Voraussetzung für den Werterhalt von Immobilienbeständen. Deutschland hat sich gesetzlich zur Klimaneutralität des gesamten deutschen Gebäudebestands bis 2045 verpflichtet, der Einsatz fossiler Energieträger soll spätestens zu diesem Datum enden. Die massive Verteuerung der Energiekosten in Folge des Ukraine-Kriegs hat der Thematik eine zusätzliche Dringlichkeit verliehen, sodass der Gesetzgeber vorsieht, dass neue Heizungen bereits ab Januar 2024 zu mindestens 65 Prozent auf Basis erneuerbarer Energien betrieben werden.

Während die Ziele und in Teilen auch die Maßnahmen klar formuliert sind, erweist sich die **Umsetzung in vielen Fällen als schwierig**. Insbesondere im Bestand sind die vorgeschlagenen technischen Lösungen oftmals nicht oder nur mit erheblichem Aufwand realisierbar. Einzelmaßnahmen erfordern die Einbettung in ein energetisches Gesamtkonzept, das die Gebäudehülle, die technische Gebäudeausrüstung und das Nutzerverhalten mit einbezieht. Neben der mangelnden Verfügbarkeit von Fachberatern, ausführenden Unternehmen und Bauteilen sowie den stark gestiegenen Baukosten **fehlt es vielfach an der finanziellen Leistungsfähigkeit der Eigentümer**. Die Ankündigung großer Immobilienbestandshalter wie der Vonovia oder der LEG, Investitionen in den Bestand gegenüber den Vorjahren deutlich zurückzufahren, zeigt, dass die betriebswirtschaftlichen Spielräume vielfach begrenzt sind. Für Investoren rechnet sich der hohe Investitionsaufwand trotz öffentlicher Förderung in der Regel zunächst einmal nicht, denn eine Umlagefähigkeit der Kosten auf die Mieter ist allenfalls zum Teil gegeben bzw. durchsetzbar.

Dabei wird die **energetische Qualität eines Gebäudes immer wertrelevanter**. Nach einer Analyse des Immobiliendienstleisters Jones Lang LaSalle für das erste Halbjahr 2022 lagen die Wertabschläge für Gebäude mit einer schlechten gegenüber einem Gebäude mit guter Energieeffizienz im Mittel zwischen 12 und 33 Prozent und sind gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Die **energetische Qualität** einer Immobilie ist inzwischen auch ein



**standardisierter Aspekt bei Ankaufsprüfungen.** Schlechte Ergebnisse wirken sich mindernd auf den Kaufpreis aus. Nichts zu tun vernichtet also Immobilienwert. Ein Blick über die Landesgrenze in die Niederlande zeigt, wie es auch gehen kann, denn hier gilt ab 2023 ein Vermietungsverbot für Büros, die einen bestimmten Energiestandard unterschreiten. Dieser Mindeststandard wird sukzessive angehoben. Der private Immobilieneigentümer sollte also nicht abwarten, bis der Gesetzgeber ihm irgendwann neben der Zieldefinition auch den Maßnahmenkatalog mit dem entsprechenden Förderinstrumentarium zur Verfügung stellt, der kostenneutral abgearbeitet werden kann.

Der Klimapfad der Bundesregierung zwingt Immobilieneigentümer zur Agilität. Das Ziel ist formuliert, kann sich auf der Strecke aber noch ändern und insbesondere verschärfen. Die Maßnahmen sind in Teilen bekannt, reichen aber für die Zielerreichung und insbesondere im Bestand noch nicht aus. Im ersten Schritt gilt es, die Ausgangslage aufzubereiten, **Informationen** über den Status der Energieverbräuche, die technische Gebäudeausstattung und den energetischen Zustand der Gebäudehülle zu **erheben**. Einige Daten sollten

jedem Eigentümer bereits vorliegen, andere können ggf. in Bauakten oder durch Expertenbegehungen ergänzt werden. Der Aufbau eines Katasters zur Erhebung klimarelevanter Daten ist der erste Schritt, den jeder Eigentümer bereits heute mit überschaubarem Aufwand und Budget umsetzen kann, um im zweiten Schritt eine **Maßnahmenplanung** daraus abzuleiten, die möglichst offen ist für Anpassungen an sich verändernde Rahmenbedingungen. In den Jahresbudgets können dann konkrete Maßnahmen berücksichtigt werden und bilanziell gilt es, entsprechende Rückstellungen zu bilden.

Klar ist aber, dass Klimaneutralität im Bestand allein auf Initiative der privaten Immobilieneigentümer nicht zu erreichen sein wird. Schaut man beispielsweise in den Energiemix des städtischen Energieversorgers Hamburger Energiewerke, der rund 500.000 Wohnungen mit Fernwärme versorgt, stellt man fest, dass die Wärme aktuell noch zu rund zwei Dritteln aus der Verbrennung von Steinkohle erzeugt wird. Gerade in hoch verdichteten städtischen Räumen gilt Fernwärme als eine sehr geeignete, zentralisierte Lösung für eine möglichst klimaneutrale Wärmeversorgung, allerdings nur dann, wenn die Wärme auch

*Die energetische Qualität einer Immobilie ist inzwischen auch ein standardisierter Aspekt bei Ankaufsprüfungen.*

### Staatliche Eingriffe in den Wohnungsmarkt seit 2013

05/2013: Mietrechtsänderungsgesetz; **Reduzierung der Kappungsgrenze** von 20% auf 15%

06/2015: **Mietpreisbremse**; Vorgabe für Mieten bei Neuvermietung

01/2020: **Reform des Mietspiegels**; Betrachtungszeitraum von 4 Jahre auf 6 Jahre ausgeweitet

02/2020 – 04/2021: **Mietendeckel**; weitreichende Eingriffe, teilweise Senkung von Mieten

05/2021: **Baulandmobilisierungsgesetz**; u.a. Umwandlungsverbot

Ausweitung **sozialer Erhaltungsgebiete** (bspw. stieg die Anzahl in Berlin von 2010 bis 2020 von 18 auf 64 an)

**Individuelle Vereinbarungen** (bspw. Zusage der Stadt Hamburg aus Nov. 2022 jedes Jahr 1.000 Wohnungen mit 100-jähriger Mietbindung bereitzustellen)

Einführung und Aufteilung der **CO<sub>2</sub>-Kosten** auf Vermieter und Mieter, abhängig vom CO<sub>2</sub>-Ausstoß (bis zu 95% vom Vermieter zu tragen)



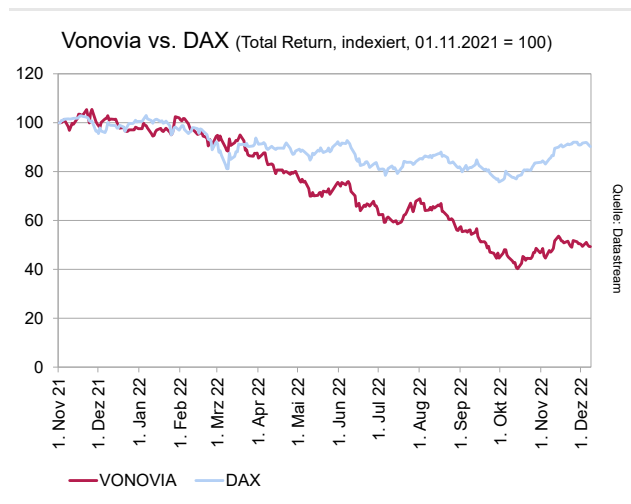
klimaneutral erzeugt wird. Es braucht weiterhin massive öffentliche Unterstützung bei Auswahl und Umsetzung von Maßnahmen ebenso wie bei deren Finanzierung, damit die Klimaziele keine Luftschlöcher bleiben, jedoch ohne damit die Privatwirtschaft und die vielen privaten **Immobilien-eigentümer** aus der **Verantwortung** zu nehmen.

These 8: Viele börsennotierte Immobilienkonzerne in Deutschland sehen sich erheblichen Herausforderungen gegenüber. Eine Outperformance des Sektors gegenüber dem breiten Markt ist nicht zu erwarten.

Die börsennotierten deutschen Wohnimmobilienkonzerne standen in den zurückliegenden Jahren auf der Gewinnerseite. Sie waren Profiteure des in Folge niedriger Zinsen billigen Geldes und kontinuierlich steigender Immobilienbewertungen in einem durch Nachfrageüberhang geprägten Wohnungsmarkt.

Inzwischen haben sich die **Marktrahmenbedingungen komplett verändert**. Stark steigende Finanzierungskosten, das Erreichen der Bezahlbarkeitsgrenzen auf Mieterseite, massiv gestiegene Bau- und Sanierungskosten, zunehmende energetische Anforderungen an Altbestände sowie fallende Immobilienwerte treffen die börsengelisteten Unternehmen fundamental genauso wie andere Immobilieneigentümer.

Sucht man einen **Proxy für das Segment der deutschen Immo-AGs**, führt kaum ein Weg an Vonovia vorbei, dem größten europäischen Wohnungsvermieter, im DAX gelistet, mit knapp 550.000 Wohnungen im Bestand, davon 86 Prozent in Deutschland, und einem Portfoliowert von über 99 Milliarden Euro. Der **Kurs der Vonovia** erreichte im November 2021 sein Allzeithoch, um dann bis Oktober 2022 um **mehr als 60 Prozent abzustürzen**, während der DAX von seinem Höchststand Mitte November 2021 bis zum Tief Ende September 2022 lediglich rund ein Viertel an Wert einbüßte. Damit gehörte **Vonovia zu den schlechtesten DAX-Werten** der letzten zwölf Monate.



Stellt man den Kursdaten die **fundamentale Preisentwicklung** in den sechs führenden deutschen Wohnungsmärkten gegenüber, war nach Angaben des Datendienstleisters Greenstreet im Zwölfmonatszeitraum bis Ende September 2022 ein **Preisrückgang von lediglich sieben Prozent** messbar. In den Portfolios vieler nicht börsennotierter institutioneller Immobilienfonds waren die Bewertungen deutscher (Wohn-)Immobilien bis zuletzt sogar weiter aufwärtsgerichtet.

Woraus resultiert also die extrem **abweichende Bewertung der Börse**? Zunächst einmal hat sich in den zurückliegenden Immobilienkrisen bewiesen, dass viele Marktstatistiken und insbesondere die Immobilienbewertungen nach Wertermittlungsverordnung dem tatsächlichen Marktgeschehen weit nachlaufen. Marktstatistiken leiden in fallenden Märkten unter stark abnehmender Transaktionszahl und damit Evidenz, Bewertungen sind – methodisch gewollt – eher glättend und allein schon durch die Bewertungsstichtage mit einem zeitlichen Nachlauf versehen. **Die Börse bewertet hingegen die Erwartung zukünftiger Entwicklungen**. Im Börsenkurs ist zudem der Leverage berücksichtigt, also die Hebelwirkung des Einsatzes von Fremdkapital auf die Immobilienrendite.

Scheint die Abschlagshöhe am Aktienmarkt von bis zu 60 Prozent als Richtschnur für die Entwicklung des fundamentalen Immobilienmarktes gerechtfertigt? Sicher nicht, denn hier überlagern sich Immobilien- und Aktienmarkteffekte. **Wichtige Bewertungskennziffern** wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder die Funds from Operations (FFO) im Verhältnis zum Kurs stellen sich im Zuge des Kursrutsches **deutlich attraktiver dar als zuletzt** (Stand Mitte November

2022), sodass sich aus der überverkauften Situation am Aktienmarkt durchaus Kaufsignale ableiten lassen.

Glauben wir aber, dass der Sektor in 2023 eine fundamentale begründete Chance auf eine Outperformance gegenüber den breiten Börsenindizes hat? Eher nein, denn die eingangs beschriebenen fundamentalen **Probleme der Immobilienmärkte werden sich** im bevorstehenden Jahr **nicht auflösen**. Dabei dürfte ein Aspekt, dem die Kapitalmarktanalysten große Bedeutung zumessen, die deutschen Immo-AGs zusätzlich belasten. Zuletzt gelang es den Gesellschaften trotz Aufnahme neuer Schulden bei zugleich steigenden Immobilienwerten den Verschuldungsgrad abzubauen. Wenn nun aber dem Markt folgend die **Immobilienwerte in den Bilanzen der Unternehmen sinken**, wird zwangsläufig der **Verschuldungsgrad weiter steigen**, was die Wachstumschancen der Unternehmen stark limitiert. Die höheren Refinanzierungskosten der fällig werdenden Unternehmensanleihen und Bankkredite wiederum belasten den Cashflow. Das in der Folge **sinkende operative Ergebnis** beschränkt letztlich das Potenzial der Unternehmen für Dividendenzahlungen.

These 9: Am Immobilienmarkt bleibt die Disruption durch PropTechs aus.

Vor rund zehn Jahren traten die ersten PropTechs an, um die Immobilienwirtschaft zu revolutionieren:

*„Große Datenbanken schaffen endlich Transparenz im Transaktionsgeschäft!“*

*„Mit dem Building Information Modeling (BIM) entsteht ein digitaler Zwilling einer Immobilie und revolutioniert die Planung, die Ausführung und die Bewirtschaftung von Immobilien!“*

*„Innovative Maklerkonzepte mischen mit virtuellen Besichtigungen die eingesessenen Unternehmen auf!“*

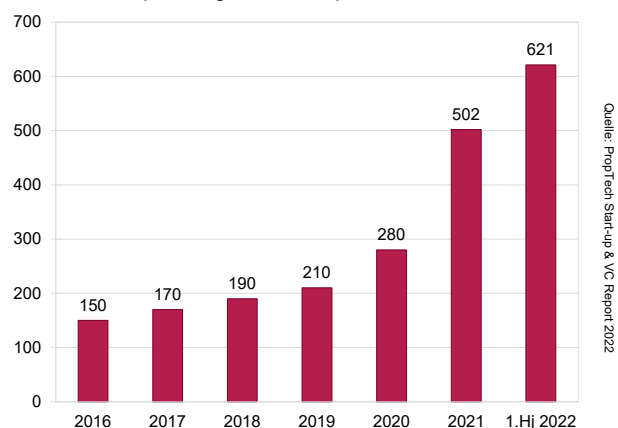
*„Hausverwaltungen werden endlich digital und ermöglichen automatisierte Prozesse!“*

So lauteten die Erwartungen an die schnell wachsende Zahl der innovativen Unternehmensneugründungen.

PropTechs sind Unternehmen, deren Geschäftsmodell darauf beruht, **digitale Technologien für die Bau- und Immobilienwirtschaft nutzbar zu machen**. Sie entwickeln und initiieren **neue Produkte und Dienstleistungen**, um bestehende Prozesse zu optimieren oder neue Geschäftsfelder zu erschließen. Die Produktpalette reicht hier von Online-Plattformen für Crowd-Investing über Softwarelösungen für das Baumanagement bis zu Sensortechnik zur Energieoptimierung. Nur wenige Unternehmen sind dem Endverbraucher bekannt, da die überwiegende Zahl im B2B-Geschäft tätig ist. In den letzten Jahren gab es einen regelrechten **Hype um Immobilien-Startups**. Von den 851 PropTech-Unternehmen, die in Deutschland Mitte des Jahres 2022 bestanden, wurde die Hälfte erst in den letzten drei Jahren gegründet.

Die Finanzierung der Unternehmen erfolgt vielfach über Wagniskapital, das von millionenschweren Venture Capital Fonds zur Verfügung gestellt wird. Nachdem Kapitalgeber 2021 etwa 502 Millionen Euro in deutsche PropTechs investiert haben, waren es allein im ersten Halbjahr 2022 bereits 621 Millionen Euro.

Risikokapitalvergabe an PropTechs (in Mio. EUR)



Das Wachstum der Finanzierungsvolumina belegt die zunehmende Relevanz der Startups. Die angekündigte Revolution blieb jedoch aus. **Statt Disruption** zu bewirken, also das vollständige Verdrängen bestehender Geschäftsmodelle, Produkte oder Dienstleistungen, beschränken sich PropTechs bislang eher auf das **Optimieren von Prozessen**, wie bspw. die Datenerfassung und das Reporting von ESG-

Themen, den digitalisierten Vertrieb oder das Optimieren von Datenraumlösungen.

Die **Immobilienbranche** ist seit jeher dafür bekannt, dass sie **träge auf Veränderungen reagiert**. Das liegt im Wesentlichen an den besonderen Eigenschaften von Immobilien, wie etwa der Individualität und Standortgebundenheit, dem hohen Komplexitätsgrad, langlaufenden Verträgen und der Intransparenz der Märkte. Die stark zersplitterte Eigentümerstruktur stellt eine riesige Herausforderung für PropTechs dar, ihre Produkte oder Dienstleistungen zu vertreiben. Bei den vielfach privaten Eigentümern stoßen die Unternehmen auf eine geringe Risikobereitschaft sowie auf fehlendes Vertrauen und Verständnis für die jeweiligen Technologien. Eine weitere Hürde liegt im **schwierigen Zugang zu den Entscheidungsträgern**. Innovationen setzen sich zumeist nur dann durch, wenn sie von außen gefordert werden (politische Vorgaben, Forderungen von Mietern) oder die Wirtschaftlichkeit für den Eigentümer nachvollziehbar verbessern.

Die gravierenden Veränderungen auf den Immobilienmärkten im Jahr 2022 werden für die PropTechs nicht ohne Folgen bleiben. Immobilieneigentümer, die durch gestiegene Zinsen, Baukosten und Energiepreise hoch belastet sind, werden alle Möglichkeiten zur Kosteneinsparung ausnutzen. Zukunftsprojekte, die nicht unmittelbar einen wirtschaftlichen Vorteil versprechen, werden als erstes eingestellt. Auch dürfte sich der Zugang der jungen Unternehmen zu Wachstumskapital deutlich verschlechtern, sodass einigen der jungen Unternehmen die Insolvenz droht. **Innovationen**, die die Immobilienbranche dringend benötigt, **bleiben damit aus**.

These 10: Der Absturz der Kryptowährungen dürfte den Handel mit virtuellen Immobilien auf Jahre hinweg belasten.

Im Oktober 2021 hat Mark Zuckerberg dem Mutterkonzern von Facebook den Namen „Meta“ verpasst, ein marketingwirksamer Hinweis darauf, wo einer der führenden Tech-Unternehmer die digitale Zukunft sieht: im „Metaversum“.

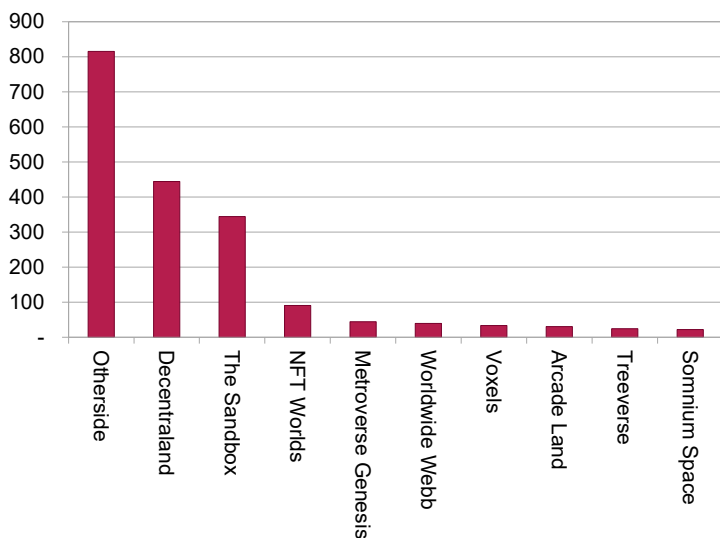
In wenigen Worten beschreibt die Vision des **Metaverse** einen **digitalen Zwilling unserer real wahrgenommenen Welt**, eine Art dreidimensionales Internet, auf das eine unbegrenzte Anzahl von Nutzern von überall auf der Welt

jederzeit Zugang hat. Das Metaverse ist **dezentral organisiert**. Es gibt keine zentrale Steuerung, keine übergeordnete Kontrolle. Die Nutzer des Metaverse bewegen sich in dieser Welt in Echtzeit und mit einer durchgängigen Identität. Sie können sich unterhalten lassen, sozial interagieren, spielen, Handel treiben, Grundstücke erwerben, diese gewerblich oder kulturell nutzen und wieder veräußern. Die unterschiedlichsten Anwendungen sind über offene Schnittstellen miteinander verbunden. Virtueller Besitz kann aus einer Anwendung in eine andere mitgenommen werden. **Besitz, Rechte oder Zahlungsmittel basieren auf der Blockchain-Technologie**, der Eigentumsnachweis erfolgt durch non-fungible token (NFTs).

Onlinespiele wie Roblox oder Fortnite gelten als Vorläufer eines Metaverse in der Hinsicht, dass sie Elemente wie das Spielen, soziale Interaktion und den Erwerb von Gütern bereits sehr erfolgreich innerhalb einer Anwendung verbinden. Es existieren bereits eine Reihe virtueller Onlinewelten wie The Sandbox oder Decentraland, deren Bekanntheit stark von medienwirksamen Auftritten von Unternehmen oder Künstlern profitierte. So hat Barbados eine Botschaft im Decentraland eröffnet, JPMorgan eine Lounge, Snoop Dog ist Immobilienbesitzer auf The Sandbox und Ariana Grande hat als Avatar auf der Fortnite-Plattform ein Konzert gegeben.

Von der oben geschilderten Vision des Metaverse sind diese Plattformen aber noch unendlich weit entfernt, die Nutzererfahrungen sind enttäuschend und die Nutzerzahlen gering. Dennoch haben sie bereits eine erheblich wirtschaftliche Dimension erreicht. Nach Angaben von Statista belief sich das **globale Handelsvolumen für virtuelle Güter** über alle verfügbaren Plattformen hinweg zuletzt auf **55 Milliarden US-Dollar**. Für 2025 wird nach Angaben von Adroit Market Research ein Handelsvolumen von 190 Mrd. US-Dollar erwartet. Auch der Umsatz mit virtuellen Grundstücken und Gebäuden legt zu. **Auf den zehn größten bestehenden Onlinewelten** wurden seit ihrer Einführung **Immobilien im Wert von 1,9 Milliarden US-Dollar** (Stand: Juni 2022) **gehandelt**. Der bislang höchste gezahlte Kaufpreis für eine Immobilie im Metaverse belief sich auf fünf Millionen US-Dollar. Das monatliche Handelsvolumen erreichte im November 2021 einen Umfang von 229 Millionen US-Dollar.

Metaverse Immobilienumsätze (in Mio. USD)



Quelle: Dune.com, Technavio, Rubyhome

*Die Umsätze auf den virtuellen Immobilienmärkten werden weiter zurückgehen.*

Sind virtuelle Immobilien damit bereits eine Subassetklasse, die Investoren in ihrer Immobilienallokation berücksichtigen sollten? Innerhalb von sechs Monaten ist nun nicht nur das **Handelsvolumen** von November 2021 auf Juni 2022 **um 97 Prozent eingebrochen**, auch der durchschnittliche Transaktionswert fiel von 16.300 US-Dollar Anfang des Jahres auf 3.300 US-Dollar im Juni 2022.

Spätestens mit dem Absturz der Kryptobörse FTX im November 2022 ist die Nachhaltigkeit von Geschäftsmodellen, die auf Kryptowährungen basieren, grundlegend erschüttert. Die Marktkapitalisierung von Kryptowährungen insgesamt ist nach coinmarketcap.com von rund 2,8 Billionen Euro im November 2021 bis auf 800 Milliarden Euro Mitte November 2022 zurückgegangen, ein Minus von mehr als 71 Prozent.

Sicherlich war die bisherige Entwicklung der virtuellen Immobilienmärkte stark marketing- und spekulationsgetrieben. Unser Negativausblick auf die weitere Entwicklung speist sich aber in erster Linie aus dem erheblichen und **grundlegenden Vertrauensverlust in die Zukunft der Kryptowährungen** und darauf basierender Handelsplätze. Denn ein wesentliches Ver-

sprechen scheint sich als Illusion zu erweisen: die Technologie als dezentrales System, das von Algorithmen kontrolliert wird und damit frei von zentralisierter Einflussnahme ist. Wir erwarten, dass die Umsätze auf den virtuellen Immobilienmärkten in 2023 gegenüber 2022 weiter zurückgehen und sehen die Märkte nicht ansatzweise als reif für eine ernstzunehmende laufende Marktbeobachtung an. Dennoch fasziniert die Idee einer virtuellen Zweitwelt, die für uns einmal so selbstverständlich werden könnte wie unsere reale Umgebung.

### Immobilienmarkt: Maßnahmen

#### Maßnahme 1: Selektive Investitionen auf Basis korrigierter Einstandspreise tätigen.

In der längerfristigen Rückschau auf die Zinsentwicklung wird deutlich, dass das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre eine Ausnahmesituation darstellte. Insofern stellen die nun im Zuge der steigenden Zinsen sinkenden Kaufpreise für Immobilien eine Normalisierung der Marktverhältnisse dar. Zukünftige Investitionen sind wieder zu einem attraktiveren Einstand möglich. Zu welchem Zeitpunkt die Talsohle der Preiskorrektur erreicht sein wird, lässt sich aktuell nur schwer abschätzen, zumal die Anzahl an Transaktionen abgenommen hat. Da aber bei einem langen Investitionszeitraum nicht so sehr das exakte Timing sondern die Auswahl des richtigen Objektes über den Anlageerfolg entscheidet, sollten die kommenden Jahre für ausgewählte Neuinvestitionen in hochwertige Immobilien und gute Lagen genutzt werden.

#### Maßnahme 2: Bei Investitionsentscheidungen die Entwicklung der fundamentalen Angebots- und Nachfrageparameter in den Vordergrund stellen.

Die Renditekompression hat in den zurückliegenden Jahren nahezu alle Segmente des Immobilienmarkts erfasst. Selbst zweifelhafte Nutzungskonzepte, Gebäudequalitäten und Lagen profitierten von Preissteige-

rungen. Das ist nun vorbei. In den kommenden Jahren wird die Preisstabilität und Wertentwicklung einer Immobilie maßgeblich dadurch bestimmt werden, ob die Immobilie ein attraktives Flächenangebot für Mieterbranchen bereithält, die an fundamentalen makroökonomischen und demografischen Trends partizipieren und ob die Flächenkonkurrenz durch Neubauproduktion nicht über den Bedarf hinauschießt. Neben ausgewählten Wohnungsmärkten erachten wir insbesondere das Thema Logistik als interessant.

#### Maßnahme 3: Auf- bzw. Ausbau des Exposure in Logistikimmobilien.

Zwar längst kein Geheimtipp mehr, weisen Logistikimmobilien trotzdem die fundamental besten Aussichten für Immobilieninvestments in Europa und den USA auf. In institutionellen Portfolios hat sich diese Nutzungsart fest etabliert und nimmt einen Anteil von rund 30 Prozent ein. Wir empfehlen die weitere Stärkung der Nutzungsart Logistik in allen Immobilienportfolios.

#### Maßnahme 4: Allenfalls selektive Begleitung von Projektentwicklungen.

In einem Umfeld sinkender Preise, steigender Bau- und Finanzierungskosten und unsicheren Konjunkturaussichten unterliegen Projektentwicklungen aktuell erhöhten Ausfallrisiken, weswegen die Beteiligung am Eigen- oder am Fremdkapital von Projektentwicklungen sowie auch der Erwerb von Projektentwicklungen nur äußerst selektiv erfolgen sollte. Ausschließlich Projekte mit einem attraktiven Einstand, auskömmlichen Puffern in den Risikopositionen, guten fundamentalen Aussichten und erfahrenen, kapitalstarken Immobilienentwicklern sollten in Erwägung gezogen werden.

#### Maßnahme 5: Erhöhung der geografischen Diversifikation des Immobilienportfolios.

In der letzten Dekade haben sich die Immobilienwerte in Deutschland bei den Nutzungsarten Mietwohnen und Büro deutlich dynamischer entwickelt als in Europa und in den USA. Hierfür spielen in erster Linie Nachholeffekte eine Rolle, weil im Vorfeld der globalen Finanzkrise die Wertentwicklung in Deutschland hinter der in Europa und den USA zurückblieb. Die starke Wertentwicklung in Deutschland der letzten zehn Jahre ist also keineswegs als Indikator der zukünftigen Wertentwicklung zu sehen. Vielmehr ist eine erhöhte geografische Diversifizierung anzustreben: Starke fundamentale Aussichten in verschiedensten Märkten Europas aber insbesondere auch in den USA sollten zukünftig stärker für Immobilieninvestitionen genutzt werden.

#### Maßnahme 6: Mietpreisanpassungen mit Augenmaß durchführen.

Aufgrund der hohen Belastungen durch steigende Unterhaltskosten und regulatorische Eingriffe des Staates sind Vermieter zunehmend gezwungen, alle Möglichkeiten zur Steigerung der Mieteinnahmen auszuschöpfen. Bei Mietverträgen, die eine Mietanpassung auf Basis der Inflationsentwicklung zulassen („Indexklauseln“), sind im Zuge der hohen Inflationsraten aus 2022 nun sehr hohe Anpassungen möglich. Wir empfehlen dieses Vorgehen mit Einschränkung. So sollten soziale Härten bei Wohnungsmietern vermieden werden. Ebenfalls sollte eine Vermietung oberhalb des Marktniveaus individuell entschieden werden, um Leerstandsrisiken nicht zu erhöhen.

#### Maßnahme 7: Energetische Qualität des Immobilienbestands erheben.

Investoren müssen sich mit der energetischen Qualität ihrer Bestände beschäftigen, um steigenden regulativen Anforderungen zu begegnen. Hierfür ist im ersten Schritt die Erfassung des Status quo der Verbräuche, der technischen Gebäudeausstattung sowie der Qualität der Gebäudehülle sinnvoll. Bei Ankäufen gehört die Erhebung und die Bewertung der energetischen Qualität zwingend in den Prüfungsumfang der Due Diligence.

#### Maßnahme 8: Keine unternehmerische Beteiligung an PropTechs.

PropTechs haben sich auf den Immobilienmärkten etabliert und tragen mit Ihren Innovationen dazu bei, neue Geschäftsfelder zu erschließen und Managementprozesse zu optimieren. Aufgrund der erheblich erschwerten Rahmenbedingungen für Startups insbesondere hinsichtlich des Zugangs zu Kapital haben sich die Geschäftsaussichten vieler Gesellschaften deutlich verschlechtert. Wir raten deshalb von Beteiligungen an PropTechs derzeit eher ab. Die angebotenen Produkte und Softwarelösungen sollten von Immobilieneigentümern hingegen weiter beobachtet und auf Relevanz für den eigenen Immobilienbestand geprüft werden.

#### Strategiebeitrag Immobilien in 2023

Immobilien bleiben im Jahr 2023 als Diversifikator und Cashflow-Lieferant im Gesamtportfolio von hoher Relevanz. Bei tendenziell fallenden Bewertungen liegt das Hauptaugenmerk auf der Sicherung und Steigerung der laufenden Erträge.

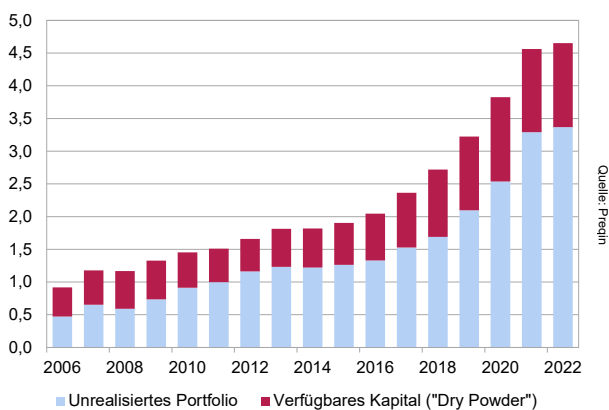


## JAHRESAUSBLICK 2023: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

These 1: Kapitaleinwerbung könnte sich für Private-Equity-Manager zukünftig schwieriger gestalten

Mit knapp 1,3 Billionen US-Dollar verfügten Private-Equity-Manager zum Ende des ersten Quartals 2022 erneut über einen neuen Rekordwert an investierbarem Kapital (sog. „Dry Powder“). Nachdem sie lange Zeit vom niedrigen Zinsniveau profitierten, haben zuletzt vor allem die vergleichsweise stabilen Bewertungen die Attraktivität der Asset-Klasse Private Equity erhöht. Obwohl sich das Angebot an investierbaren Private-Equity-Fonds stetig erhöhte, konnten etablierte Manager zuletzt in immer kürzeren Intervallen immer größere Fonds auflegen. Viele Beteiligungsgesellschaften mit etabliertem Namen nutzten zudem ihre Marke, um ihr Angebot um Produkte im kleineren Größensegment (sog. „Heritage-Vehikeln“) oder angrenzenden Themenfeldern (Growth, Infrastruktur, Private Debt) zu erweitern. Dies hat ebenso zu einer Professionalisierung des Segments geführt wie die Gründung neuer Gesellschaften durch erfahrene Private-Equity-Manager, die sich oftmals durch eine Spezialisierung (etwa auf eine bestimmte Branche) vom bisherigen Angebot differenzieren und damit für zusätzliche Tiefe sorgen.

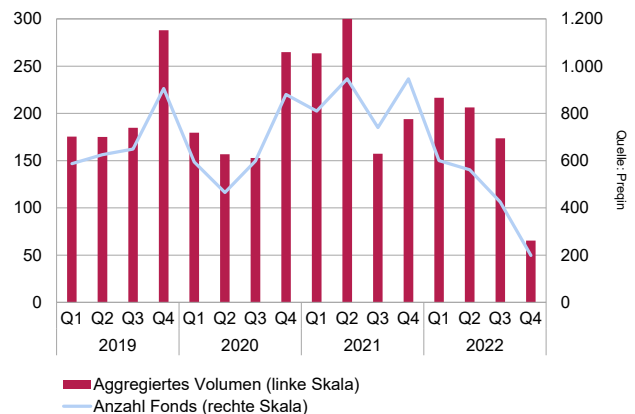
Private Equity Assets under Management  
(in Bio. USD)



Nach den jüngsten politischen und makroökonomischen Entwicklungen stellt sich allerdings die Frage, inwieweit sich dieser Trend zukünftig abschwächen, wenn nicht sogar umkehren wird. Die Aktienkursabschläge infolge der im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg verhängten

Sanktionen gegen Russland haben insbesondere institutionelle Investoren gezwungen, ihre Private-Equity-Quote aufgrund regulatorischer Vorgaben zu reduzieren und sich so bei Neuengagements zurückzuhalten. Denn aufgrund weniger stark gesunkener Bewertungen ist die Asset-Klasse Private Equity in vielen Portfolios zeitweilig überproportional gewichtet. Private-Equity-Gesellschaften reduzieren zum Teil gezwungenermaßen das Investitionstempo, um so die Kapitaleinwerbe-Prozesse nach hinten zu verschieben. Dieser Effekt macht sich bereits seit dem zweiten Quartal 2022 bemerkbar: Gegenüber dem Vorjahresquartal hat sich das aggregiert eingeworbene Kapital um 33 Prozent und die Anzahl der neu aufgelegten Fonds um 40 Prozent reduziert.

Fundraising Momentum  
(in Mrd. USD und Anzahl Fonds)



Nicht nur eine **Reduzierung des aggregierten eingeworbenen Kapitals** könnte auf ein für die Beteiligungsgesellschaften erschwertes Umfeld hindeuten. Während sich im Zeitraum von 2017 bis 2019 die Platzierungsphase insbesondere bei Buyout-Fonds teilweise auf unter zwölf Monate reduziert hatte, beträgt die Dauer mittlerweile rund 22 Monate.

Einer Umfrage von Preqin zufolge vertrauen Investoren gerade in unsicheren Zeiten ihr Kapital lieber einem bereits bekannten Manager an, als eine Beziehung zu einer neuen Gesellschaft zu etablieren, was zusätzliche personelle Kapazitäten bindet. Dies spiegelt sich auch im jüngsten



Konsolidierungstrend, der First-Time-Manager zukünftig zusätzlich unter Druck setzen könnte.

These 2: Cross-Fund-Sales und Continuation Vehicles werden als Exit-Kanäle auch 2023 eine wichtige Rolle spielen.

Typischerweise können Private-Equity-Fonds ihre Portfolio-Unternehmen über verschiedene Kanäle realisieren. Neben der Veräußerung an strategische Investoren und Börsengängen („Initial Public Offering“ bzw. „IPO“) gehören dazu auch Verkäufe an Finanzinvestoren wie beispielsweise andere Private-Equity-Fonds. Eine Sonderform der letztgenannten Transaktionsart ist die Veräußerung von Portfolio-Unternehmen zwischen zwei Fonds desselben General Partners (GP), sogenannte „**Cross-Fund-Sales**“. Deren Anteil am Gesamttransaktionsvolumen hat sich in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Zu diesem Ergebnis kam bereits 2021 das Beratungsunternehmen Duff & Phelps (heute Kroll) im Rahmen einer Untersuchung einer dreistelligen Zahl von Exits in den Jahren 2015 bis 2020. Vorrangiger Grund für diese Entwicklung dürfte das Bestreben vieler Fondsmanager sein, das weitere Wertschöpfungspotenzial der besonders erfolgreichen Assets selbst zu heben, wenn dies aufgrund zusätzlicher Kapitalanforderungen mit dem gegenwärtigen Fonds nicht mehr möglich ist.

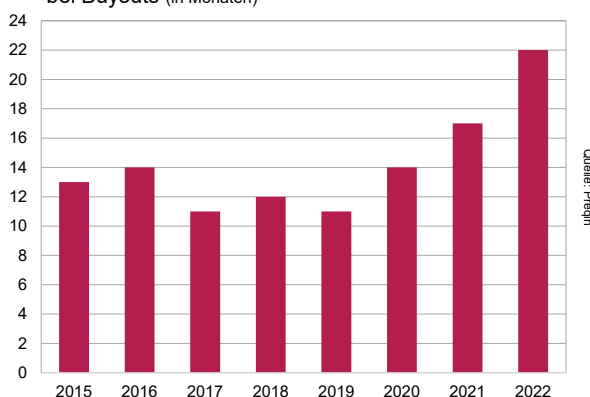
Cross-Fund-Sales sind aus Investorensicht aus mehreren Gründen kritisch zu bewerten. So bergen sie beispielsweise das **Risiko von Interessenkonflikten** zwischen den Investoren der beteiligten Fonds. Während die Investoren des verkaufenden Fonds ein Interesse an einem möglichst hohen Veräußerungspreis haben, sind die Investoren des

als Käufer auftretenden Fonds naturgemäß an einer möglichst niedrigen Einstiegsbewertung interessiert. Sofern der Kaufpreis nicht durch Co-Investoren auf Käufer- bzw. Verkäuferseite bestätigt wird, wird den widerstreitenden Interessen typischerweise mit der Bewertung eines unabhängigen Gutachters („Fairness Opinion“) begegnet, die als Grundlage für die Kaufpreisfindung dient.

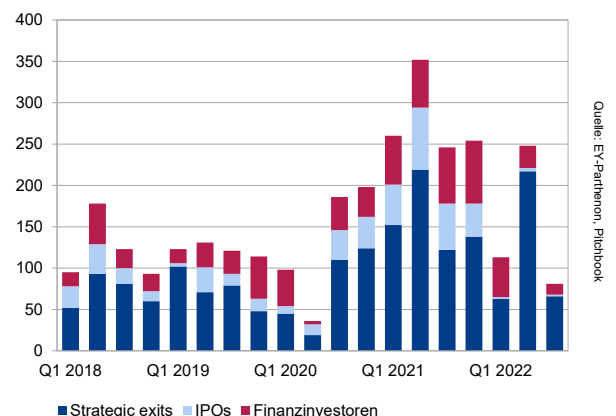
Eine Sonderform des Cross-Fund-Sales sind **Verkäufe an Continuation Vehicles**. Hierbei handelt es sich um neu aufgelegte Investmentvehikel, die Bestandsinvestoren eine Ausstiegsoption für einzelne Portfolio-Unternehmen oder ganze Restportfolios zum Laufzeitende eines Fonds bieten. Während interessierte Anleger genau wie der GP engagiert bleiben, werden die Anteile der verkaufswilligen Investoren durch einen spezialisierten Secondary-Fonds übernommen, mit dem sich der Buyout-Fonds bereits im Vorwege auf einen Kaufpreis geeinigt hat. Durch den Einstieg eines bislang unbeteiligten Dritten werden bei dieser Art der Transaktion die Interessenkonflikte abgemildert. Auch diese Praxis hat in den vergangenen Jahren an Häufigkeit und Bedeutung gewonnen.

Die Gründe für das Auflegen von Continuation Vehicles können vielfältig sein. So können sie einerseits einem Manager ermöglichen, das weitere Potenzial besonders erfolgreicher Beteiligungen zu heben, ohne dabei die Interessenkonflikte eines Cross-Fund-Sales einzugehen. Andererseits weisen die zum Laufzeitende an Continuation Vehicles veräußerten Restportfolios (sog. „Tail-end-Lösungen“) beim abgebenden Fonds zumeist eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung auf. Für Investoren kann es sinnvoll sein, über das Nachfolgevehikel investiert zu bleiben, um eine marktbedingte Schwächephase

Durchschnittliche Dauer Kapitaleinwerbung bei Buyouts (in Monaten)



PE Verkäufe nach Verkaufskanälen weltweit



zu überbrücken und so das volle Potenzial der Beteiligung heben zu können. Allerdings können derartige Fortführungskonzepte auch durch den Wunsch des Managers motiviert sein, den eigenen Track Record aufzubessern – sei es durch frühzeitige Rückflüsse oder das Vermeiden von Notverkäufen. Obwohl die Investments im Vorwege bekannt sind, sollten Anleger eines Private-Equity-Fonds vor der Beteiligung an einem Continuation Vehicle jedoch stets eine Due Diligence durchführen, um sowohl die Beweggründe des GPs für das Aufsetzen der Nachfolgesellschaft als auch den Wertschöpfungsplan für die entsprechenden Beteiligungen zu verstehen.

Angesichts zuletzt insgesamt deutlich gesunkener Bewertungen bei börsennotierten Unternehmen, ist mit zeitlicher Verzögerung auch von rückläufigen Bewertungen der von PE-Fonds gehaltenen Beteiligungen auszugehen. Dies spricht einerseits für ein anhaltend hohes Interesse von Fonds an Tail-end-Lösungen, mit denen die Realisierung von Verlusten oder unterdurchschnittlichen Gewinnen in einer schwierigen Marktphase vermieden werden und vielversprechende Assets stattdessen bis in eine perspektivisch wieder freundlichere Marktphase mit attraktiveren Bewertungen hineingehalten werden können.

Auf der anderen Seite dürften gesunkene Bewertungsniveaus das frühzeitige Realisieren besonders gut gelaufener Beteiligungen tendenziell erschweren bzw. unattraktiver machen. Vor diesem Hintergrund scheint eine weiterhin hohe Bedeutung von Cross-Fund-Sales und Continuation Vehicles als Exit-Kanäle wahrscheinlich. Signifikant weiter an Bedeutung gewinnen dürfte dieser Exit-Kanal im kommenden Jahr allerdings nicht.

These 3: Die Valuation Bridge ist ein hilfreiches Instrument zur EBITDA-orientierten Performancemessung von Private-Equity-Managern. Für die umfassende Beurteilung einer Investmentstrategie müssen aber weitere Aspekte analysiert werden.

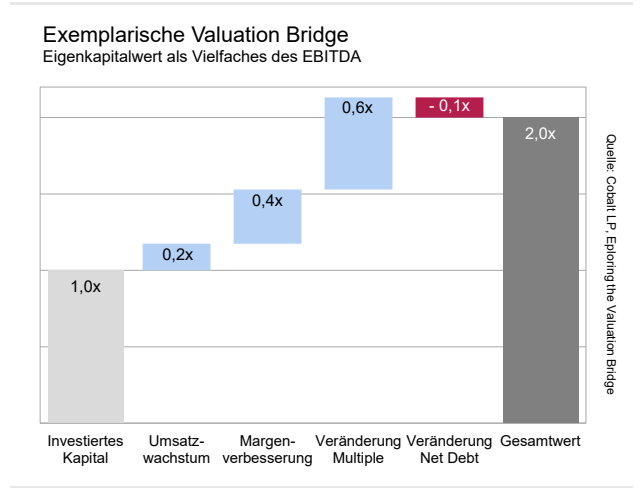
Als „**Playbook**“ bezeichnet man das Bündel der wiederholbaren Maßnahmen, die ein Private-Equity-Manager zur Umsetzung seiner Investitionsstrategie anwendet, um den Wert seiner Beteiligungen zu steigern („Value Creation“). Zugleich wird das Playbook als werbliches Argument zur Differenzierung von Wettbewerbern und damit zur Gewinnung von Investoren genutzt.

Im Sinne eines Soll-Ist-Vergleichs sollte ein Investor vor einer Kapitalzusage prüfen, inwieweit das angepriesene Playbook in vorigen Fondsgenerationen erfolgreich umgesetzt werden konnte. Die **Werttreiberbrücke** („Valuation Bridge“) dient dabei als Instrument, um den Einfluss ausgewählter Faktoren auf die Wertschöpfung zu ermitteln und diese grafisch – zumeist in Form eines Wasserfall-Diagramms – darzustellen.

Dabei kann die Valuation Bridge bei hoher Datenverfügbarkeit nahezu beliebig filigran unterteilt werden. Zumeist wird jedoch ein auf die folgenden Kategorien vereinfachter Ansatz genutzt, bei dem die Ergebnisgröße EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Abschreibungen und Amortisationen) im Mittelpunkt steht:

- **Umsatzwachstum:** Anteil des EBITDA-Wachstums, das auf die Steigerung der Umsätze zurückzuführen ist
- **Margenverbesserung:** Anteil des EBITDA-Wachstums, das durch die Margenzunahme bedingt ist
- **Veränderung der Multiples:** Differenz im Bewertungsniveau zwischen Erwerb und Verkauf des Portfoliounternehmens
- **Veränderung der Nettofinanzverbindlichkeiten** („Net Debt“): Veränderung der zinstragenden Verbindlichkeiten (nach Abzug der liquiden Mittel) zwischen Erwerb und Verkauf des Portfoliounternehmens

Anhand eines vereinfachten Zahlenbeispiels des Datenanbieters Cobalt lassen sich die Effekte wie folgt darstellen. Die linke Säule steht für das investierte Kapital. Zusammen mit den aggregierten Wertbeiträgen der einzelnen Effekte ergibt sich der Verkaufserlös als rechte Säule.



Zusätzliche Faktoren, beispielsweise der Einfluss von Änderungen der Anteilsverhältnisse oder die Unterscheidung von intern generiertem (organischem) und zugekauftem Umsatzwachstum (durch Add-on-Akquisitionen), können ergänzenden Aufschluss über die Werttreiber geben. Doch bei aller Eleganz und Handlichkeit des Rechenschemas zeigt die Valuation Bridge Schwächen oder stößt an die Grenzen der Analysemöglichkeiten.

So blendet die Valuation Bridge beispielsweise einen wichtigen Aspekt aus: Der Beitrag der Verschuldung wird nur als Saldo in Form der Nettofinanzverbindlichkeiten berücksichtigt. Das Risiko einer hohen Verschuldung muss durch weitere Untersuchungsschritte gemessen werden, beispielsweise durch die Analyse des Verhältnisses vom EBITDA zum Schuldendienst.

Zudem wird die Anwendbarkeit einer vereinfachten Valuation Bridge durch die Fokussierung auf das EBITDA eingeschränkt, da dieses primär eine geeignete Kennzahl für Buyout- oder Wachstumsbeteiligungen ist. Für Venture Capital beispielsweise scheinen andere Instrumente, wie etwa auf (wiederkehrende) Erlöse abgestellte Kennzahlen, der Performancemessung geeigneter, da frühphasige Unternehmen zumeist keine positiven Ergebnisse erwirtschaften.

Mittels einer Valuation Bridge kann zudem nicht immer jeder einzelne Treiber der Wertsteigerung identifiziert werden, da die Möglichkeit und Qualität der Analyse natürlich von der Granularität der verfügbaren Daten abhängt. Für manche Wertbeiträge sind Daten nur mit unverhältnismäßig großem Aufwand zu erheben. Hilfsweise bleibt die Darstellung einer Kategorie „Sonstiges“, die zwar undifferenziert, jedoch selten vermeidbar ist. Dennoch sollten Investoren auf eine höhere Detailtiefe bestehen, sofern PE-Manager zu Beginn einer Prüfung lediglich oberflächliche Zahlen liefern.

Neben die Valuation Bridge sollte der Blick von außen treten. Hier ist die Frage zu stellen, ob die operative Wertsteigerung wirklich maßgeblich dem PE-Manager und seinen Maßnahmen zuzurechnen ist oder ob vergleichbare Unternehmen in anderen Besitzverhältnissen nicht eine ähnliche oder bessere Performance gezeigt haben.

Auch die Betrachtung der Vergangenheit eines Portfoliounternehmens hilft bei der Bewertung der Value Creation.

Wies beispielsweise ein Unternehmen bereits vor dem Einstieg eines PE-Managers ein jährliches Wachstum von 20 Prozent auf, so ist eine Fortsetzung dieser Rate vermutlich nur in Teilen dem PE-Manager zuzurechnen.

Die Valuation Bridge ist ein wichtiges Instrument zur Performance-Analyse von PE-Managern. Investoren sollten sich aber ihrer Grenzen bewusst sein. Helfen kann sie insbesondere durch einen Abgleich mit dem aufgrund der Investitionsstrategie zu erwartenden Bild. In ihre Prüfungen sollten Investoren grundsätzlich aber weitere Methoden einbeziehen. Die differenzierte Betrachtung aller Aspekte bleibt der Schlüssel zur Auswahl von Private-Equity-Managern, die dauerhaft eine überdurchschnittliche Performance liefern sollen.

These 4: Bei der Bewertung der Leistungsbilanz eines Fondsmanagers sollten sich Investoren der Grenzen eines Benchmark-Vergleichs bewusst sein.

Die **Beurteilung der historischen Leistung eines Private-Equity-Managers** ist eher Kunst als Wissenschaft. Denn da keine laufenden Handelskurse existieren, sind allgemeine Marktdaten nur eingeschränkt verfügbar, weshalb sich die meisten Analysewerkzeuge für liquide Kapitalmärkte nicht auf illiquide Vermögenswerte übertragen lassen. Es gibt zwar einige wenige Anbieter von Vergleichsdaten (etwa Preqin, Cambridge Associates, Burgiss oder Pitchbook), die sich aber jeweils nur auf eine Stichprobe des Gesamtmarkts stützen. In Abhängigkeit von Größe und Zusammensetzung der Stichproben können die Daten unterschiedlicher Anbieter somit erheblich voneinander abweichen.

Selbst wenn die Musterportfolios der Datenanbieter eine repräsentative Stichprobengröße aufweisen, erfüllen sie wesentliche vom CFA Institute, einer gemeinnützigen Organisation von Finanzanalysten, definierte Kriterien für eine **geeignete Benchmark** nicht: So sind sie nicht im Voraus bekannt („known in advance“), verfügen oftmals über keine eindeutige und bekannte Zusammensetzung („unambiguous“), sind nicht investierbar („investable“) und nur eingeschränkt messbar („measurable“). Darüber hinaus stimmt das Profil in der Regel nicht exakt mit dem des zu vergleichenden Fonds überein („reflective“).

Insofern sind die Daten stets mit sehr viel Vorsicht zu genießen. Dies gilt umso mehr, als Private-Equity-Gesellschaften mit unterschiedlichen, zum Teil fragwürdigen Maßnahmen versuchen, ihren eigenen Track Record aufzubessern:

**1. Weglassen einer Gruppe historisch wenig erfolgreicher Beteiligungen:**

Lassen sich die Verlustpositionen der Vergangenheit vorwiegend einem bestimmten Segment (etwa einer Branche) zuordnen, so kann eine vergleichsweise moderate Änderung der Investmentstrategie zu einer deutlich besseren Performance führen. Aufgrund des zukünftigen Verzichts auf diese Teilgruppe lassen sich die historischen Misserfolge durch Präsentation von hypothetischen Werten aus der Leistungsbilanz herausrechnen.

**2. Nutzung der Nettoabrufe als Basis für die Berechnung des Multiples:**

Sofern ein Fonds frühzeitig Rückflüsse an seine Anleger leisten konnte, stehen die Beträge in der Regel für erneute Abrufe zur Verfügung. Eine Nutzung dieser Option ermöglicht es Fondsmanagern, als Bezugsgröße für die Berechnung des Erfolgs-Multiples („Total Value to Paid-in“ oder „TVPI“) nicht die Gesamtabrufe, sondern die niedrigeren maximalen Nettoeinzahlungen zu verwenden. Begründet wird dies damit, dass Anleger nie mehr einzahlen mussten und damit ein auf diesen Betrag limitiertes Risiko getragen haben. Allerdings berücksichtigt dieses Vorgehen nicht, dass Teilbeträge mehrfach im Risiko standen und die Kapitalbindung steigt.

**3. Nutzung einer Kreditlinie zur Erhöhung der IRR:**

Gerade in Zeiten niedriger Zinsen lässt sich durch die Nutzung von Zwischenfinanzierungen mit vergleichsweise geringen Kosten die Kapitalbindung reduzieren. Dadurch kann die IRR für die gesamte Laufzeit optisch aufgebessert werden. Auf den TVPI wirkt sich diese Maßnahme zumindest temporär aus, da sich frühe Aufwertungen vorübergehend nur auf eine geringere Abrufquote beziehen. Besonders deutlich ist der Effekt auf die Kennzahlen gerade dann, wenn der Manager das nächste Mal im Fundraising ist.

**4. Ermessensspielraum bei der Bewertung:**

Durch die gezielte Auswahl von Vergleichsunterneh-

men oder auch die Anwendung verschiedener Bewertungsverfahren mit unterschiedlichen Annahmen lassen sich im Rahmen gesetzlicher und regulatorischer Vorgaben Ermessensspielräume nutzen, um für die nicht-realisierten Beteiligungen Netto-Vermögenswerte (NAVs) herzuleiten. Hierdurch können vor allem zu Zeiten eines Fundraising potenzielle Bewertungsreserven stärker ausgereizt werden als sonst üblich. Generell gilt, dass europäische Gesellschaften vorwiegend auf Ergebnis-Multiples (z.B. auf Basis des EBITDA) börsennotierter Vergleichsunternehmen zurückgreifen. US-Manager hingegen nutzen zumeist auch DCF-Verfahren („Discounted Cash Flow“), was die Fonds weniger anfällig für (kurzfristige) Marktschwankungen, aber aufgrund der Vielzahl von zu definierenden Parametern auch leichter manipulierbar macht.

Während die historische Performance des Managements mit etwas Aufwand um die ersten zwei Faktoren bereinigt werden kann, hilft zum Ausblenden des Zwischenfinanzierungseffektes ein Blick auf die Brutto-Performance der zugrundeliegenden Beteiligungen. Am schwierigsten ist eine Einschätzung, ob ein Manager eher konservativ oder aggressiv bewertet. Zwar lässt sich auch dies durch einen Abgleich der erzielten Verkaufspreise realisierter Beteiligungen mit den in den vorausgegangenen Quartalsberichten ausgewiesenen Bewertungen näherungsweise ermitteln. Generell gilt allerdings, dass die Validität mit zunehmendem Alter und Realisierungsfortschritt zunimmt. Im Gegensatz dazu sind bei deutlich älteren Fonds oftmals jedoch die verantwortlichen Personen andere gewesen, weshalb der Schwerpunkt beim Datenvergleich tendenziell auf Fonds liegen sollte, die vor fünf bis zehn Jahren aufgelegt worden sind.

Doch selbst wenn man all das Genannte berücksichtigt und eine sinnvolle Vergleichsgröße zur Verfügung steht, birgt die Gegenüberstellung von lediglich einer oder zwei Performancedaten erhebliche Gefahren, da sie nicht die einer Investitionsmöglichkeit inhärenten Risiken berücksichtigt. Deshalb trägt bei Marcard, Stein & Co die absolute Performance lediglich einen vergleichsweise geringen Teil zur Beurteilung der Leistungsbilanz eines Managers bei. Einen deutlich größeren Stellenwert besitzt die Risikoanalyse, die neben der Portfoliodiversifizierung und der Performancestreuung auch Faktoren wie Konstanz des Investitionstempos, Bedeutung einzelner Investments oder die Abhängigkeit von bestimmten Einflussgrößen wie etwa der Unternehmens-

größe einbezieht und die Investitionsstrategie mit den tatsächlichen Treibern der Wertschöpfung abgleicht.

## Maßnahmen Beteiligungen

### Maßnahme 1: Kein Market Timing

Market Timing ist aufgrund der sich über mehrere Jahre erstreckenden Investitionsphasen der Fonds im Private Equity kaum zu realisieren. Daher sollte der Aufbau eines Private-Equity-Portfolios kontinuierlich auch während Phasen höherer Volatilität an den liquiden Märkten erfolgen und das Investitionstempo dabei konstant gehalten werden.

### Maßnahme 2: Die Manager-Selektion gewinnt an Bedeutung

Eingetrübte gesamtwirtschaftliche Aussichten und ein restriktiveres Finanzierungsumfeld dürften die Streuung von Renditen im Private-Equity-Markt und die Anforderungen an Private-Equity-Manager tendenziell erhöhen, wodurch der Manager-Selektion eine nochmals höhere Bedeutung für den Anlageerfolg beigemessen werden kann. Dabei sollte ein besonderes Augenmerk auf mögliches „Window Dressing“ beim Performanceausweis gelegt werden.

### Maßnahme 3: Fokus auf operative Ansätze

Manager mit einem Fokus auf operative Ansätze zur Wertsteigerung mit Hilfe der Expertise von Industrieexperten oder Operating Partner sollten sich an ein von gestiegenen Zinsen und wirtschaftlichen Unwägbarkeiten geprägtes Umfeld besonders gut anpassen können, sodass sich ihre Fonds als widerstandsfähig erweisen und eine Überrendite gegenüber dem Markt erzielen können sollten. Dies sollte bei der Selektion von Zielinvestments berücksichtigt werden.

### Strategiebeitrag Beteiligungsmarkt in 2023

Für ein diversifiziertes Portfolio liefern Beteiligungen einen zuverlässigen Performancebeitrag. Durch die Langfristigkeit der Engagements ist die Konstanz der Investitionstätigkeit ein Schlüsselement dieser Strategie.

# JAHRESRÜCKBLICK

## Volkswirtschaft

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Die Weltwirtschaft wird 2022 mit 4,3 Prozent wachsen.	✘
2. Die EZB wehrt sich noch gegen die Trendwende.	(✓)
3. Die Fed forciert die Wende.	✓
4. Die US-Wirtschaft wird 2022 mit 4,5 Prozent wachsen.	✘
5. Die chinesische Wirtschaft wird 2022 mit 5,0 Prozent wachsen.	✘
6. Die deutsche Wirtschaft wird 2022 mit 3,7 Prozent wachsen.	✘
7. Die Wirtschaft im Euroraum wird 2022 mit 4,0 Prozent wachsen.	✘
<b>Fazit</b>	

Das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr war geprägt von den immer weiter steigenden Inflationsraten, die der russische Überfall auf die Ukraine verstärkte. Der zusätzliche Preisdruck zwang die Zentralbanken, noch einmal stärker zu reagieren. Für die Fed bedeutete dies größere Zinsschritte, die EZB musste früher, als es ihr lieb war, mit der Zinswende beginnen. Die Kombination aus hohen Preisen und allgemeiner Unsicherheit sorgte dafür, dass Unternehmen und Verbraucher verunsichert wurden. Es setzte schnell eine wirtschaftliche Abkühlung ein, sodass positive Effekte aus der Corona-Erholung und der Entspannung der Lieferketten an Einfluss verloren. Gleichzeitig plagte die chinesische Wirtschaft vor allem das Coronavirus. Durch immer mehr Ausbrüche, die sich auf das ganze Land verteilten, aber vor allem auch die Wirtschaftszentren trafen, kam es immer wieder zu strengen Lockdowns, die das öffentliche Leben zum Erliegen brachten und die wirtschaftliche Entwicklung stark beeinträchtigten.

## Devisenmarkt

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Der US-Dollar wertet bis Ende 2022 auf 1,08 gegenüber dem Euro auf.	(✓)
2. Das Britische Pfund kann moderat auf 0,80 EUR/GBP aufwerten.	✘
3. Der Schweizer Franken wertet weiter zum Euro auf und erreicht am Jahresende 2022 1,04 EUR/CHF.	(✓)
<b>Fazit</b>	

Der Euro war 2022 tatsächlich schwach, da die Europäische Zentralbank lange zögerte, den Kampf gegen die Inflation aufzunehmen. Die Aufwertung war jedoch noch kräftiger als von uns vorhergesagt. Das Britische Pfund wertete dagegen zum Euro ab, da die Regierungskrisen und insbesondere die verfehlte Fiskalpolitik unter Premierministerin Truss zu einem Vertrauensverlust bei den internationalen Anlegern führte.

✘ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen



## Liquide Vermögensklassen: Geld- und Rentenmarkt

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Die EZB wird keine Veränderung der Leitzinssätze vornehmen.	✘
2. Die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe wird am Jahresende 2022 bei null Prozent liegen.	✘
3. Die Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe steigt auf 1,8 Prozent.	✘
4. Euro-Peripherieanleihen performen besser als Bundesanleihen.	✘
5. Investment Grade-Unternehmensanleihen profitieren von der robusten Konjunktur. Dies gilt mit Einschränkungen auch für High Yield-Titel.	(✓)
6. Bei Schwellenländeranleihen ist Vorsicht geboten.	✓
7. Inflationsindexierte Anleihen sind zu teuer geworden.	(✓)

### Fazit

Nachdem der russische Krieg gegen die Ukraine einen weiteren Inflationsschub auslöste, musste auch die EZB reagieren. Sie begann im Sommer, die Leitzinsen anzuheben. Durch die stark steigende Inflation und die Zinserhöhungen stieg die Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen auf über zwei Prozent, ehe sie letztlich auf Werte in der Region um 1,8 Prozent zurückkehrten. Zehnjährige US-Staatsanleihen erreichten eine Rendite von über vier Prozent und fielen danach auf Werte um 3,5 Prozent. Durch die Unsicherheit im Jahresverlauf kam es zu einer hohen Nachfrage nach sicheren Anleihen. Deshalb performten Bundesanleihen leicht besser als jene von Peripheriestaaten. Unternehmensanleihen profitierten vor allem gegen Ende des Jahres von robusten Gewinnen und den attraktiven Zinsniveaus. Viele Schwellenländer litten vor allem unter dem starken US-Dollar, weshalb ihre Zinslast anstieg und somit das Risiko. Inflationsindexierte Anleihen konnten zwischenzeitlich von dem starken Anstieg der Inflation profitieren.

✘ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

## Liquide Vermögensklassen: Aktienmarkt

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Moderates Gewinnwachstum stützt weiterhin den Aktienmarkt.	(✓)
2. Bewertungsveränderungen begrenzen das Aufwärtspotenzial.	✓
3. Die Dividendenrendite bleibt konstant.	(✓)
4. Value- und Wachstumswerte dürften im kommenden Jahr phasenweise profitieren.	✓
5. Der US-amerikanische Aktienmarkt schlägt den europäischen.	(✓)
6. Chinas Aktienmarkt ist attraktiv.	✗
7. Technologie profitiert von Preissetzungsmacht, Banken von steigenden Zinsen.	(✓)
8. Bis zum Jahresende 2022 wird der DAX auf 17.300 Punkte steigen.	✗
9. Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 5.050 Punkten.	✗

### Fazit

Der massive Zinsanstieg hat zu Verlusten an den Aktienmärkten geführt, sodass unsere Jahresendziele weit verfehlt wurden. Die Gewinne haben in den ersten drei Quartalen im Durchschnitt allerdings nicht enttäuscht, was die Verluste eingegrenzt hat. Besonders gelitten haben hoch bewertete Technologietitel, während der Energiesektor der größte Gewinner war und der Finanzsektor teils von den höheren Zinsen profitieren konnte. Insgesamt konnten Value-Titel besser als Wachstumstitel abschneiden, was sich auch in der Outperformance von Europa gegenüber den USA ausdrückt. Da aber der US-Dollar gegenüber dem Euro deutlich aufwertete, bescherten US-Aktien in Euro gerechnet geringere Verluste. Chinesische Aktien schnitten besonders schlecht ab, da sie unter der strikten Null-Covid-Politik, Chinas Unterstützung des russischen Kriegs gegen die Ukraine und den US-Sanktionen gegen die chinesische High-Tech-Industrie litten. Die Dividendenrendite des DAX ist 2022 gestiegen, da die Unternehmen trotz der vielen Krisen rekordhohe Ausschüttungen getätigt haben.

## Liquide Vermögensklassen: Rohstoffmarkt

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.730 US-Dollar je Feinunze.	(✓)
2. Der Preis eines Barrels Rohöl der Sorte WTI liegt am Jahresende 2022 bei 70 US-Dollar.	(✓)
3. Industriemetalle haben kaum noch Potenzial.	✓

### Fazit

Der Goldpreis litt in diesem Jahr unter den gestiegenen Realzinsen und dem starken US-Dollar, konnte sich aber zum Jahresende erholen. Der Ölpreis profitierte nur temporär von den geopolitischen Verwerfungen und ging in der zweiten Jahreshälfte aufgrund der deutlichen Wachstumsabschwächung wieder zurück. Ähnliches gilt für Industriemetalle, deren Preisanstieg nicht von Dauer war.

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

## Liquide Vermögensklassen: Hedgefondsmarkt

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Positives Umfeld für Equity Long Short.	✘
2. Äußerst attraktives Umfeld für Merger-Arbitrage und Special-Situations-Strategien.	(✓)
3. Weiterhin positives Umfeld für Credit Fixed Income mit stärkerem Fokus auf Relativ Value-Strategien.	✓
4. Sehr positives Umfeld für Global Macro.	✓
5. Leicht positives Umfeld für Trendfolger und Managed Futures-Manager (CTAs).	✓

### Fazit

1. Innerhalb des Hedgefonds-Universums hat Equity Long Short nicht gut abgeschlossen, wobei zwei Faktoren beachtet werden sollten: Die Dispersion in der Strategie ist riesig, die meisten marktneutralen Hedgefonds-Manager haben gut abliefern können. Je mehr "net long" ein Manager war (Marktbeta), desto mehr enttäuschte der Fonds. Der Equity Long Short-Index hat ein durchschnittliches Marktbeta von 51 Prozent. Gemessen daran funktionierte die Strategie sogar recht gut. Relativ zum Gesamtmarkt war Equity Long Short zudem solide.
2. Dies traf teilweise zu, wobei das äußerst negative Umfeld nicht hilfreich war. Spreads erhöhten sich und Merger Deals wurden zeitlich verschoben.
3. Der ganze Fixed Income Komplex erfuhr eine drastische Zäsur. Im Vergleich hierzu konnten sich die meisten Manager positiv abheben, im speziellen Relative Value-Strategien.
4. Vollends zutreffend war die Prognose bezüglich Global Macro. Die Bewegungen in den verschiedenen Anlageklassen gaben den Managern eine Fülle an Opportunitäten.
5. Die CTAs erzielten sehr hohe Renditen. Die hohe Volatilität im Markt und Persistenz in den Trends konnten erfolgreich kapitalisiert werden.

✘ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

## Vermögensklasse: Immobilien

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Der Neubau findet (zwangsläufig) den Weg zur Klimaneutralität, im Bestand bleibt dies hingegen ein kaum erreichbares Fernziel.	✓
2. Eine Umstellung von Öl- und Gasheizungen auf alternative Energiequellen ist sinnvoll und wird gefördert.	✓
3. Mieterstrom-Modelle etablieren sich bei Neubauten. Bei Bestandsgebäuden bleibt die Anzahl der Neuinstallationen jedoch gering.	✓
4. Jetzt ist der richtige Zeitpunkt, um seine Stellplätze mit Ladestationen auszurüsten.	✓
5. Instandhaltungskosten steigen im Vergleich zu Mieten überproportional an.	(✓)
6. Real Estate Private Debt gewinnt zunehmend an Relevanz.	✓
7. Am Markt entstehen neue Investitionsmöglichkeiten in Form von Beteiligungen an Verrentungsmodellen.	(✓)

### Fazit

Die Notwendigkeit bleibt hoch, die Klimateffizienz von Gebäuden und insbesondere auch die Heizungstechnik zu verbessern. Die Preisanstiege auf dem Strommarkt beflügeln auch die Nachfrage nach Photovoltaikanlagen. Beim Mieterstrommodell hat die Regierung erneut nachgebessert, um das Konzept für Vermieter und Mieter attraktiver zu machen. Ein Durchbruch bei Bestandsgebäuden ist jedoch bislang ausgeblieben. Die Anzahl der in Deutschland neu zugelassen Elektroautos ist 2021 gegenüber 2020 um 83 Prozent gestiegen, der Bestand hat sich verdoppelt. Daraus resultiert unweigerlich ein stark steigender Bedarf für Elektroladestationen. Als Engpass für den Ausbau könnte sich allerdings die beschränkte Kapazität der lokalen Niederspannungsnetze erweisen.

Die Kosten für die Instandhaltung von Immobilien sind auch in 2022 weiter angestiegen. Aufgrund einer rückläufigen Neubauaktivität ist jedoch aktuell eine leichte Entspannung bei der Entwicklung der Bau- und Handwerkerkosten zu beobachten.

Die Nachfrage nach Private Debt war auch in 2022 hoch. In Folge des unsichereren Marktausblicks sind in diesem Bereich bei steigenden Risiken auch wieder höhere Verzinsungen durchsetzbar.

Die Anbieter von Modellen zur Immobilienverrentung wurden in 2022 am Markt sichtbarer. Für Investoren, die am Wachstum des Geschäftsmodells partizipieren möchten, indem sie entweder Kapital für Immobilienankäufe oder für die Finanzierung des Unternehmenswachstums zur Verfügung stellen, bieten sich hier aber lediglich in Ausnahmefällen Gelegenheiten für ein Engagement.

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

## Vermögensklassen Beteiligungen

Thesen für 2022	Beurteilung
1. Im aktuellen Marktumfeld könnten auf den Konsumsektor spezialisierte Private-Equity-Manager Marktvorteile gegenüber anderen Sektorspezialisten entwickeln.	✘
2. Der zurückgekehrte Trend zu sogenannten „Club Deals“ dürfte sich noch eine Weile fortsetzen	✓
3. Möglichen Sorgen vor einem inflationären Umfeld können Anleger am besten durch die Begrenzung möglicher Risiken begegnen.	✓
4. Durch eine fortgesetzte Konsolidierung des Vermögensverwaltungssegments verschwimmen die Grenzen zwischen klassischen und alternativen Managern zunehmend.	✓
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.	(✓)

### Fazit

Während sich zum Ende des letzten Jahres eine Normalisierung der Wirtschaftslage andeutete, führten vor allem die im Zuge des Ukraine-Kriegs verhängten Sanktionen gegen Russland zu einem Anstieg der Unsicherheit, insbesondere infolge einer Verschärfung der Inflation sowie einer deutlich gesunkenen Energiesicherheit speziell in Europa. Aufgrund dessen sind die meisten Unternehmen und somit auch Private-Equity-Manager vor große Herausforderungen gestellt worden.

Am besten konnten Buyout-Gesellschaften mit operativen Einheiten auf die veränderte Situation reagieren. Carve-out-Spezialisten profitierten von der Notwendigkeit großer Unternehmen, sich zur Generierung der benötigten Liquidität von Nicht-Kernbereichen zu trennen.

Ungeachtet dessen blieb die Nachfrage nach alternativen Investments hoch. Gerade großen institutionellen Investoren ist daran gelegen, möglichst viele Anlagelösungen aus einer Hand zu erhalten, wodurch sich der Trend zur Konsolidierung im Investment-Segment fortsetzte.

✘ Prognose nicht eingetroffen ✓ Prognose eingetroffen (✓) Prognose teilweise eingetroffen

## IMPRESSUM

### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

### Autoren

Nils Breckling, Christian Bußmann, Yannick Düring, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Björn vom Hofe, Dr. Christoph Kind, Malte Knigge, Thomas Kühl, Immo Siemers, Christian Sternberg, Annette Streicher

### Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

### Redaktionsschluss

12. Dezember 2022

### Urheberrechtshinweis

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

### Haftungsausschluss

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

### Datenquellen

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



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

[www.marcard.de](http://www.marcard.de)

Ein Unternehmen der

  
M.M. WARBURG & CO  
GRUPPE