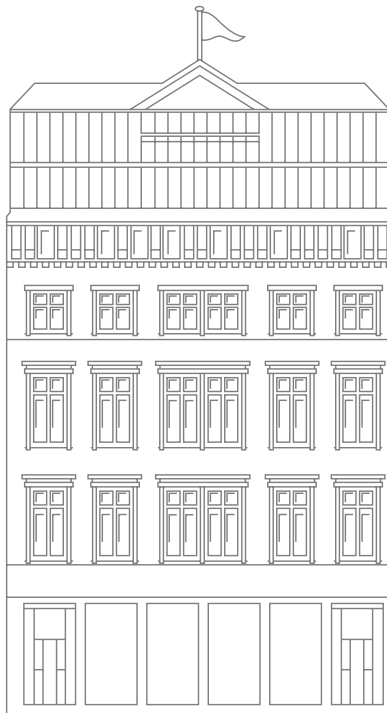

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresrückblick 2020 und Ausblick 2021

Die neue Anatomie der Aktienmärkte

VORWORT

Das Jahr 2020 wird in die Geschichtsbücher eingehen. Die globale Ausbreitung des neuartigen Coronavirus forderte 1,8 Millionen Menschenleben. Um die Ausbreitung des Virus und die drohende Überlastung der intensivmedizinischen Kapazitäten zu verhindern, wurde weltweit die Mobilität drastisch eingeschränkt, Kontaktbeschränkungen wurden eingeführt und strenge Hygienemaßnahmen verordnet. Das verursachte im ersten Halbjahr die tiefste Rezession der Weltwirtschaft seit dem zweiten Weltkrieg, der sich aufgrund beherzter wirtschaftspolitischer Gegenmaßnahmen aber auch eine sehr schnelle und kräftige Erholung anschloss. Rekordverdächtig waren auch die Aktienmärkte. Nach dem schnellsten Crash aller Zeiten setzte eine rasante Erholung ein, sodass viele Indizes das Jahr mit einem Plus abschließen konnten.

Mit der Entwicklung eines hochwirksamen Impfstoffs durch das deutsche Unternehmen Biontech zeichnet sich das Ende der Pandemie für 2021 ab. Dazu kommt die Ablösung des US-Präsidenten Donald Trump, dessen Management der Covidkrise entscheidende Stimmen in der Wahl gekostet haben dürfte. Trotz der aktuell weiterhin hohen Infektionszahlen gibt der weltweite Start der Impfungen Anlass genug, um optimistisch auf das Jahr 2021 zu blicken. Auch die immer noch massive Unterstützung durch die Geld- und Fiskalpolitik lässt eine kräftige wirtschaftliche Erholung bis Ende des Jahres erwarten. Die expansive Fiskalpolitik spielt eine Schlüsselrolle bei der Bewältigung der Krise, da sie Einkommensverluste temporär ausgleichen kann. Zumindest in den USA scheinen die ehrgeizigen Ausgabenprogramme der Biden-Administration durch die gewonnene Mehrheit auch im Senat gesichert zu sein. Die Geldpolitik unterstützt dies nicht nur mit niedrigen Zinsen und Sonderkreditlinien für Banken, sondern vor allem auch durch den Ankauf der zusätzlichen Staatsschulden.

Dennoch dürfen die Risiken nicht unterschätzt werden. Der Staat kann zwar Einkommensverluste eine Zeit lang ausgleichen, doch nicht auf Dauer die Wertschöpfung sichern. Steigende Kreditausfälle und Konkurse werden daher eine Begleiterscheinung der konjunkturellen Erholung im laufenden Jahr sein. Nicht alle Arbeitsplätze werden sich erhalten lassen, insbesondere nicht in Branchen, die schon vor der Krise schwächelten oder vom Strukturwandel betroffen waren. Gesamtwirtschaftlich besteht jedoch die Chance, dass dieser Wandel die Produktivität verbessert, wenn es zu

einer Verlagerung von Arbeitsplätzen in effizientere Bereiche kommt.

Sorgen bereitet vielen auch der Anstieg der Staatsverschuldung bei gleichzeitigem kompletten Aufkauf dieser zusätzlichen Schulden durch die Notenbanken. Schließlich könnte hier der Rubikon der monetären Staatsfinanzierung überschritten worden sein und der Keim einer Hyperinflation gedeihen. Dem ist entgegenzuhalten, dass die staatlichen Hilfen einer Sonder-situation geschuldet sind und nicht den neuen Normalzustand darstellen. Der Schuldendienst lässt sich zudem in einer Wirtschaft, deren Wachstumsrate oberhalb des Zinsniveaus liegt, gut leisten.



Entscheidend für unser wirtschaftliches Erholungsszenario im laufenden Jahr ist die zügige und erfolgreiche Impfung eines Großteils der Bevölkerung, um eine Herdenimmunität herzustellen. Nicht nur impfesistente Virusmutationen können dieses Ziel bedrohen, sondern auch die mangelnde Verfügbarkeit eines Impfstoffs und die zu geringe Impfbereitschaft in der Bevölkerung. Weitere Risiken bestehen durch die sehr hohe Bewertung von Technologiewerten. In dieser Branche sind größere Rückschläge nicht ausgeschlossen. Zudem wissen wir nicht, ob sich die Spannungen zwischen den USA und China weiter verschärfen. Auch das könnte die derzeit positive Stimmung am Kapitalmarkt nachhaltig verhegeln. Insgesamt überwiegt jedoch das positive Bild einer deutlichen Konjunkturerholung.

Langfristig sollte man beachten, dass große Epidemien in der Vergangenheit Vorboten großer gesellschaftlicher Veränderungen waren. Werden die Staaten das freie Spiel der Märkte weiterhin zulassen? Werden liberale Demokratien es schaffen, Spannungen in der Gesellschaft zu lösen oder werden populistisch-autoritäre Lösungsangebote mehr Zulauf haben? Hier gilt es, die eigene Vermögensstrategie zu überprüfen.

Thomas Fischer

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

Vorwort	1
Zusammenfassung	5
Schwerpunktthema: Die neue Anatomie der Aktienmärkte	9
Jahresausblick 2021: Volkswirtschaft und Geldpolitik	24
Weltkonjunktur: Kräftige Erholung	24
USA: Die Wirtschaftspolitik stützt die Konjunktur	26
China: Die Krise ist längst überwunden	27
Europa: Comeback nach dem tiefen Einbruch	28
Die Risiken	29
Devisenmarkt: Die Fortsetzung der Dollar-Schwäche	34
Jahresausblick 2021: Liquide Vermögensklassen	36
Geldmarkt: Die Zinsen bleiben unverändert	36
Rentenmarkt: Wenig Druck auf die Renditen	36
Aktienmarkt: Aktien profitieren von der wirtschaftlichen Erholung	41
Rohstoffmarkt: Wenig Phantasie	46
Hedgefonds: Eine sinnvolle Ergänzung des Portfolios	49
Jahresausblick 2021: Vermögensklasse Immobilien	51
Wohnimmobilien	51
Gewerblicher Immobilienmarkt	54
Strategische Aspekte der Immobilieninvestition	58
Jahresausblick 2021: Vermögensklasse Beteiligungen	65
Jahresrückblick 2020	77
Volkswirtschaft	77
Devisenmarkt	78
Geldmarkt	78
Rentenmarkt	79
Aktienmarkt	80
Rohstoffmarkt	81
Hedgefondsmarkt	81
Immobilienmarkt	82
Beteiligungen	83
Impressum	84

ZUSAMMENFASSUNG

Die Coronakrise hat ihre Spuren auch an den Aktienmärkten hinterlassen. Sie hat die Geschäftsmodelle von Unternehmen auf eine harte Probe gestellt und zu einer beispiellosen fiskal- und geldpolitischen Reaktion geführt. Die Trends und Entwicklungen, die COVID-19 befördert hat, sind nicht in jedem Fall auch ursächlich durch sie ausgelöst. Dennoch haben sich die Kapitalmärkte während der Coronakrise dauerhaft verändert, sodass es nicht übertrieben erscheint, von einer **neuen Anatomie der Aktienmärkte** zu sprechen. Wir untersuchen in unserem **Schwerpunktthema**, welche Veränderungen die Pandemie ausgelöst oder beschleunigt hat.

In unserem **volkswirtschaftlichen Ausblick** zeigen wir, dass die Voraussetzungen für eine kräftige Belebung des globalen Wachstums im laufenden Jahr gegeben sind. Die zunehmenden Impfungen werden dazu führen, dass der negative Einfluss der Pandemie auf die Konjunktur bereits im zweiten Quartal deutlich nachlässt. Die dann einsetzende Erholung wird durch die unverändert expansive Geldpolitik und fiskalische Stimuli unterstützt. Da die Ressourcen in Folge der Krise immer noch unterausgelastet sind, wird das kräftige Wachstum im Jahr 2021 die Inflation noch nicht in die Nähe der Zielwerte der Zentralbanken bringen. Und auch der starke Anstieg der Staatsverschuldung wird den Aufschwung nicht bremsen, da das Zinsniveau niedrig bleibt.

Am **Devisenmarkt** wird sich die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, die im letzten Jahr begann, in diesem Jahr weiter fortsetzen. Vor allem der kräftige Verfall des Zinsvorteils US-amerikanischer Anleihen wird sich weiter negativ auf den US-Dollar auswirken und den Euro aufwerten lassen. Wir rechnen mit einer weiteren Abschwächung auf 1,25 US-Dollar pro Euro

bis zum Jahresende. Das Britische Pfund und der Schweizer Franken dürften dagegen gegenüber dem Euro aufwerten.

Bedingt durch die Coronakrise ist in diesem Jahr mit einem gewaltigen Angebot an neuen **Staatsanleihen** zu rechnen. Die europäischen Staaten und die Europäische Union haben zur Bekämpfung der Krisenfolgen umfangreiche Maßnahmenpakete aufgelegt, für deren Finanzierung neue Anleihen begeben werden müssen. Dass solch große Summen relativ problemlos platziert werden können, hat das letzte Jahr bereits gezeigt, in dem die Emissionstätigkeit sehr stark angestiegen war. Neben dem hohen Kapitalanlagebedarf der institutionellen Investoren hat auch die Europäische Zentralbank durch die Aufstockung ihrer Ankaufprogramme zur Refinanzierung beigetragen. Die Zinsen dürften im nächsten Jahr dennoch etwas nach oben klettern, wenn die Pandemie spätestens im zweiten Halbjahr beendet ist und die Konjunktur wieder Tritt fassen kann. Auslöser eines moderaten Zinsanstiegs dürften die Inflationserwartungen sein, die zum Jahresende nach wie vor auf tiefen Niveaus liegen.

Die **Aktienmärkte** haben letztes Jahr zeitweise stark unter der Corona-Pandemie gelitten. Der Einbruch im Frühjahr 2020 lag bei 40 Prozent und mehr. Die schnellen Reaktionen der Notenbanken und der Fiskal-

Die Voraussetzungen für eine kräftige Belebung des globalen Wachstums im laufenden Jahr sind gegeben.

Konjunkturprognosen Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2020 Ist-Werte	2021 Konsens	2021 Prognose Marcard
Welt	- 3,4%	5,1%	5,5%
USA	- 3,7%	3,8%	4,0%
China	2,7%	7,9%	8,6%
Euroraum	- 7,5%	4,7%	5,5%

politik haben jedoch eine rasche Erholung herbeigeführt. Insbesondere von den Zinssenkungen der Fed haben die Bewertungen profitiert, was die Märkte trotz starker Gewinneinbrüche in vielen Sektoren wieder auf Höchststände katapultierte. In diesem Jahr werden dagegen nicht mehr die Bewertungen, sondern die sich erholenden Gewinne die Kurse beflügeln. Wir rechnen damit, dass viele Aktienindizes neue Höchststände erreichen werden.

Die **Rohstoffmärkte** sehen sich in diesem Jahr unterschiedlichen Einflussfaktoren ausgesetzt. Der Goldpreis wird von niedrigen Realzinsen ebenso unterstützt wie von einem etwas schwächeren US-Dollar. Die bevorstehende zyklische Erholung und das positive Umfeld für risikoreiche Anlageformen sollten dagegen die Nachfrage nach Gold dämpfen. Die konjunkturelle Entwicklung wird die Nachfrage nach Rohöl erhöhen, der jedoch ein sehr flexibles Angebot gegenübersteht. In Summe ist auch beim Öl und genauso bei Industriemetallen mit wenig veränderten Preisen zu rechnen.

Die Performance der **Hedgefonds** im vergangenen Jahr zeigt, dass sich die meisten Strategien nicht von der sehr negativen Aktienmarktentwicklung im März abkoppeln konnten. Wenn man den Betrachtungszeitraum aber auf drei Jahre erweitert und die Calmar Ratio berechnet, also das Verhältnis der Erträge zu den Drawdowns, können praktisch alle Hedgefonds-Strategien den MSCI All Country World Index schlagen. Hedgefonds bleiben auch aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus eine wichtige Diversifikationskomponente im Portfolio. Konservative Hedgefonds-Strategien sollten jedoch eher als Stabilitätsanker denn als Renditebaustein verstanden werden.

Auch der **Immobilienmarkt** hat die Coronakrise relativ gut überstanden. Die Preise für deutsche Wohnimmobilien steigen weiter. Die Regulierung der Mieten in den Metropolen wirkt allerdings dämpfend auf die Neuvertragsmieten. Im Neubau ist das Limit der Bezahlbarkeit für die breite Masse erreicht. Der Speckgürtel der Metropolen gewinnt weiter an Bedeutung. Der Einbruch der Büroflächenumsätze in Folge der Corona-Pandemie wird sich in diesem Jahr deutlich erholen. Die Kreditbedingungen für gewerbliche Immobilien und Projektentwicklungen bleiben allerdings restriktiv. Für den langfristigen Erfolg von Immobilieninvestitionen werden ESG-Aspekte immer wichtiger. REITs, insbesondere der Reise- und Beherbergungssektor, bieten weiteres Rebound-Potenzial.

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

PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

Vermögensklassen	2021 Prognose Marcard	Erläuterung
Liquide		
DAX	14.250 Punkte	Die kräftige Erholung der Konjunktur unterstützt den Aktienmarkt. Allerdings ist das Sentiment bereits sehr gut, die Gewinnerwartungen sind hoch und die Bewertungen sind oberhalb der historischen Durchschnitte. Der Kursanstieg in diesem Jahr resultiert vor allem aus der Gewinnerholung, während das Bewertungspotenzial eher gering ist.
Bundesanleihen (10 Jahre)	-0,4 %	Die EZB wird praktisch das gesamte Volumen neuemittierter Euro-Staatsanleihen im laufenden Jahr aufkaufen und dadurch den angebotsseitigen Druck auf die Zinsen eliminieren. Ein leichter Anstieg der Bundrendite zum Jahresende aufgrund steigender Inflationserwartungen ist dennoch möglich.
US-Dollar	1,25 EUR/USD	Der Zinsvorteil von US-Staatsanleihen hat stark abgenommen, während der Euroraum durch die umfangreichen Hilfen der EU stabilisiert worden ist. Zudem ist der US-Dollar weiterhin fundamental überbewertet.
Gold	1.800 US-Dollar je Feinunze	Niedrige Realzinsen stützen den Goldpreis ebenso wie ein etwas schwächerer US-Dollar. Die bevorstehende zyklische Erholung und das positive Umfeld für risikoreiche Anlageformen sollten aber die Nachfrage nach sicheren Anlagen dämpfen.
Immobilien		
Deutsche Immobilien (Wohnen, Gewerbe) in Top-Lage und Top- Qualität	Mögliche Rendite: < 2 %	Das Niveau der erzielbaren laufenden Ausschüttungen ist weiterhin sehr gering. Nachhaltig sind weniger als 2% laufende Rendite zu erwarten.
Value- bzw. Strategien der aktiven Wertschöpfung	Mögliche Rendite: 4–6 %	Das geringe Angebot und die hohe Nachfrage nach Immobilieninvestitionen haben dazu geführt, dass Risiken bzw. Management-Aufgaben vielfach nicht mehr adäquat bepreist werden. Bei jeder Investitionsmöglichkeit ist daher eine detaillierte Prüfung erforderlich.
Beteiligung an Immobilieninvestitionen über Real Estate Private Equity	Mögliche Rendite: 6–12 %	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60% und bei Risikokapital bestehen für Investoren weiter interessante Beteiligungsmöglichkeiten.
Beteiligungen		
Private Equity	Durchschnittliche jährliche Rendite (Netto-IRR) von knapp über 10 %	Langfristige Analysen zeigen solide zweistellige Renditen über die jeweiligen Laufzeiten sowie Mehrrenditen gegenüber Aktieninvestments. Die jüngeren Auflagejahre (2017 und 2018) zeigen zum Jahresende 2020 unterdurchschnittliche Renditen. Wir erwarten vor dem Hintergrund der zwischenzeitlich vielfach gesunkenen Bewertungsniveaus günstige Akquisitionsmöglichkeiten für PE-Fonds und demnach wieder steigende Renditen.
Listed Private Equity	Durchschnittlicher jährlicher Anstieg des NAV um etwa 10 %	LPE und Private Equity unterscheiden sich lediglich strukturell. Die Investitionsstrategien sind gleich, daher gehen wir von einer ähnlichen langfristigen Wertentwicklung aus. Aufgrund der für Anleger entscheidenden Kursentwicklung können sich die Renditen der Segmente kurzfristig jedoch stark unterscheiden.
Private Debt / „Senior Secured“	Durchschnittliche jährliche Rendite von knapp über 5 %	Auf Basis der aktuellen Marktverzinsung von erstrangigen Mittelstandskrediten sowie historischer Ausfallraten unterstellen wir eine jährliche Rendite von knapp über 5% mit laufenden Auszahlungen von ca. 4% p.a.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

TAKTISCHE GRUNDALLOKATION		Untergewichtung		Neutral	Übergewichtung	
		stark	leicht		leicht	stark
Liquide Anlageklassen	Geldmarkt					
	Renten					
	Aktien					
	Rohstoffe					
	Hedgefonds					
Illiquide Anlageklassen	Immobilien					
	Beteiligungen					

ALLOKATION INNERHALB DER LIQUIDEN ANLAGEKLASSEN		Untergewichtung		Neutral	Übergewichtung	
		stark	leicht		leicht	stark
Renten						
	Staatsanleihen Europa AAA – AA					
	Pfandbriefe					
	Staatsanleihen Europa Investment Grade (< AA)					
	Unternehmensanleihen Europa Investment Grade					
	High Yield Unternehmensanleihen					
	US-Staatsanleihen					
	Schwellenländeranleihen					
	Inflationsindexierte Anleihen					
	Variabel verzinsliche Anleihen / Floater					
	Wandelanleihen					
Aktien						
	Deutschland					
	Europa					
	USA					
	Japan					
	Schwellenländer					
	Discount-Zertifikate					
Rohstoffe						
	Gold					
	Rohöl					
	Industriemetalle					
Hedgefonds						
	Long/Short Equity					
	Marktneutral					
	Credit					
	Multi Strategy					
	Volatilität					
	Managed Futures					

EMPFEHLUNGEN INNERHALB DER ILLIQUIDEN ANLAGEKLASSEN FÜR DIE NEUANLAGE

- Immobilien** Bei grundsätzlich neutraler Gewichtung der Anlageklasse, Untergewichtung reiner Core-Strategien.
- Beteiligungen** Listed Private Equity neutral gewichten.

SCHWERPUNKTTHEMA: DIE NEUE ANATOMIE DER AKTIENMÄRKTE

Die Coronakrise verändert die Aktienmärkte. Sie wirkt wie ein Brandbeschleuniger, der Tendenzen und Entwicklungen verstärkt. Aber sie schafft auch neue Trends oder macht sie sichtbar. Vieles davon wird auch nach der Coronakrise die Unternehmen und die Aktienmärkte prägen. Eine **neue Anatomie der Aktienmärkte** zeichnet sich ab.

Als sich das Coronavirus Mitte Februar 2020 auch in Europa rasant auszubreiten begann, löste dies zunächst einen **Schock an den Aktienmärkten** aus. Innerhalb von vier Wochen büßten die europäischen Aktienindizes 40 Prozent und mehr ein. Als sich abzeichnete, dass sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik mit aller Macht den Einbruch der Wirtschaft abmildern werden, begann eine ebenso rasante Erholung.

Durch Kurzarbeiterregelungen und vergleichbare Maßnahmen wurden die Auswirkungen der Krise auf Unternehmen und Angestellte abgemildert. Doch es gibt Branchen, in denen Corona bis heute zu einem fast vollständigen Stillstand der Aktivitäten geführt hat. So kann zum Beispiel die Luftfahrtbranche nur noch mit massiven staatlichen Hilfen am Leben erhalten werden. Je länger die Krise anhält, desto schwieriger sind diese Hilfen zu rechtfertigen. Die Frage stellt sich, ob der Aktienmarkt nicht mittlerweile von „**Zombieunternehmen**“ bevölkert ist, die eigentlich in das Reich der Toten gehören.

Den Zombies stehen die großen Gewinner der Krise gegenüber. Die Kurse der **US-Technologie-Giganten** haben schwindelerregende Höhen erreicht. Diese Kursgewinne spiegeln jedoch nicht nur die Wachstumsraten des operativen Geschäfts wider, sondern vor allem den kräftigen Anstieg der Bewertungsmultiplikatoren. Die Börse honoriert krisensichere und rentable Geschäftsmodelle inzwischen mit Aufschlägen, die zum Teil völlig übertrieben erscheinen.

Umso mehr scheint die Suche nach unterbewerteten Aktien wieder Sinn zu machen. Dieser als „**Value-Investing**“ bekannte Anlagestil bereitete allerdings in den letzten Jahren und auch während der Coronakrise wenig Freude. In einem Umfeld fallender Zinsen, das den Barwert zukünftiger Gewinne erhöht, hatten auch in diesem Jahr die Wachstumswerte die Nase vorn. Angesichts der hohen

Bewertungsdifferenzen, die historische Höchststände erreicht haben, fragen sich viele, ob es nicht bald zu einer Renaissance der Value-Aktien kommt.

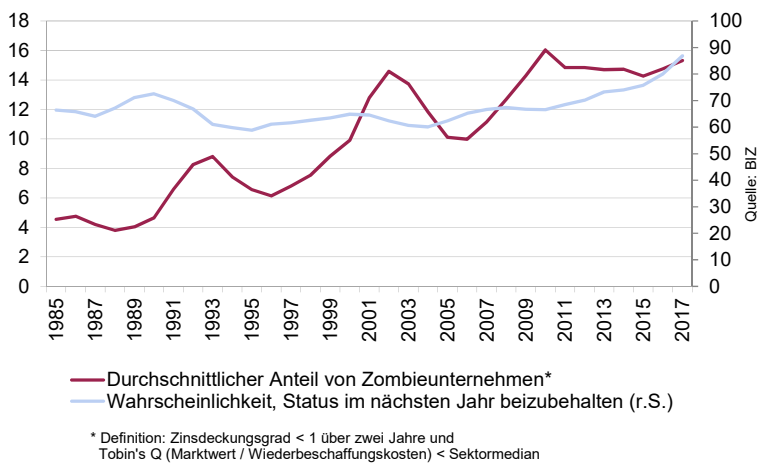
Growth und Value sind Beispiele dafür, wie Corona relative Gewinner und Verlierer hervorgebracht hat. Es lassen sich weitere Faktoren finden, die darüber entschieden haben, wie sich Unternehmen in der Krise bewährt haben. Solche Faktoren, zu denen auch die **Nachhaltigkeit** zählt, werden auch über die aktuelle Krise hinaus einen wachsenden Einfluss auf die Attraktivität von Aktien haben. Gewinner und Verlierer gibt es auch auf der Länderebene. So hat China die Krise besser als andere gemeistert, was auch den chinesischen Aktienmarkt für immer mehr Anleger attraktiv macht.

Getrieben wurde die Entwicklung an den Aktienmärkten einmal mehr von der **Geldpolitik**. Die quantitative Ausweitung der Anleihekäufe, aber vor allem auch die Entscheidung der US-amerikanischen Notenbank, auch Unternehmensanleihen direkt zu erwerben, waren der Startschuss für die Erholung des Aktienmarkts. Zudem befeuerten die Leitzinssenkungen in den USA, mit denen der Erhöhungstrend der vergangenen Jahre rückgängig gemacht wurde, die Kursentwicklung. Zu Aktien scheint es aus Sicht eines renditesuchenden Investors nun endgültig keine Alternative mehr zu geben. Doch auch die Risiken von Aktien haben sich verändert. Sie reagieren nicht mehr nur sensitiv auf die Konjunktur, sondern immer stärker auch auf die Zinsentwicklung.

Die Kursbewegungen der Aktien während der Coronakrise spiegeln das Verhalten der Anleger wider. Der extrem schnelle Einbruch der Aktienmärkte wurde durch institutionelle Corporate Bond-Investoren verstärkt, die ihre Positionen durch derivative Verkäufe von Aktien abzusichern versuchten. Die Erholung wurde dagegen von privaten Retail-Investoren getrieben. Die **Millennials** traten als Investorengruppe dabei das erste Mal deutlich in Erscheinung. Mit ihrer Technologieaffinität und Risikofreude sowie ihren antizyklischen Käufen haben sie einen großen Anteil an der schnellen Markterholung gehabt.

Wir werden im Folgenden diese einzelnen Aspekte der neuen Anatomie der Aktienmärkte genauer herausarbeiten.

Zombieunternehmen in entwickelten Ländern
(in Prozent)



Zombieunternehmen suchen die Aktienmärkte heim

Zombieunternehmen sind Firmen, die durch staatliche oder private Kredite am Leben gehalten werden, obwohl sie eigentlich nicht mehr lebensfähig sind. Die Coronakrise hat das Problem der lebenden Leichen verschärft. Zahlreichen Unternehmen brachen in der Krise die Umsätze weg und sie sind seitdem auf externe Hilfen angewiesen. Diese werden ihnen auch gewährt, da ihre Notlage nicht selbstverschuldet ist. Doch je länger der Ausnahmezustand dauert, desto problematischer werden die lebensverlängernden Maßnahmen.

Unternehmenszombies sind in der Regel ehemals profitable Firmen, deren Geschäft aber inzwischen nicht mehr rentabel ist und bei denen auch kein Wachstumspotenzial mehr vorhanden ist. Meist sind sie hochverschuldet und die Profite reichen in der Regel nicht aus, um die laufenden Zinszahlungen zu decken. Dennoch verhindern externe Geldgeber die Insolvenz, weil das Unternehmen entweder als systemrelevant angesehen wird oder aber ein Zahlungsausfall schwerwiegende Folgen für Dritte hätte.

Ein Sechstel der gelisteten Unternehmen wird den Status eines Zombieunternehmens haben.

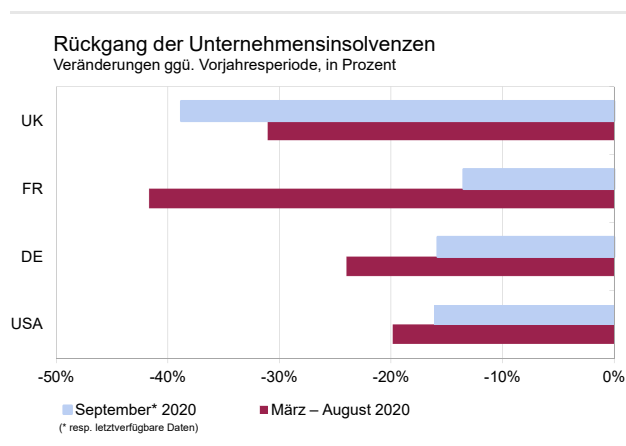
These 1: Corona hat das Problem der Zombieunternehmen verschärft.

Laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) werden nach der Corona-Zeit ein Sechstel der gelisteten Unternehmen in den entwickelten Volkswirtschaften den Status eines Zombieunternehmens haben. In den 1980er Jahren betrug der Anteil noch ein Zwanzigstel. Vor allem die USA und Großbritannien werden von solchen Zombieunternehmen geplagt. So gehörten dort im Jahr 2017 rund 20 Prozent der gelisteten Unternehmen zu den Walking Dead. Bei europäischen Märkten liegt dieser Wert zwischen 10 und 15 Prozent. Erklären lässt sich dieser nationale Unterschied mit den Marktstrukturen. Im anglosächsischen Bereich liegt der **Anteil von kleinen gelisteten Unternehmen**, die deutlich anfälliger für eine „Zombisierung“ sind, mit durchschnittlich 50 Prozent wesentlich höher als im europäischen Markt, wo der Wert bei 28 Prozent liegt. Diese Zahlen zeigen auch, dass die meisten Zombiefirmen nicht wegen ihrer Systemrelevanz am Leben erhalten werden, da diese für kleine und mittlere Unternehmen in der Regel nicht gegeben sein dürfte.

Unternehmenszombies kommen in bestimmten Sektoren besonders häufig vor. Vor allem der Rohstoff-Bereich und der Gesundheitssektor sind hier zu nennen. Weniger betroffen sind der Einzelhandel und der Transportsektor. Doch auch hier hat Corona die Spielregeln geändert. Der Gesundheitssektor ist in diesem Jahr einer der Gewinner der Krise, wohingegen im Einzelhandel und im Transportbereich so manches Unternehmen künstlich am Leben gehalten wird. Dies gilt sowohl für den europäischen als auch für den US-amerikanischen Markt.

Viele von der Pandemie betroffene Unternehmen erhalten aktuell staatliche Unterstützungen, da Corona als exogene und temporäre Krise verstanden wird und die Erhaltung von Arbeitsplätzen im Vordergrund

steht. Durch die temporäre Aussetzung der Insolvenzanzeigepflicht sind in vielen Ländern die Insolvenzraten rückläufig. Zombieunternehmen sind das Ergebnis solcher „**verschleierter Insolvenzen**“. Langfristig sollten allerdings die Produktivität und die Profitabilität wieder Priorität haben. Die künstliche Erhaltung von Unternehmen führt nämlich dazu, dass neuen und effizienteren Wettbewerbern nicht der nötige Platz eingeräumt wird. Knappe Ressourcen wie qualifizierte Mitarbeiter oder Kredite werden sonst nicht für neue und effizientere Unternehmen eingesetzt, sondern verbleiben in alten Strukturen. Auch geraten Investitionen und Innovationen ins Stocken, da diese für Zombieunternehmen in den Hintergrund rücken und die gesunden Wettbewerber ihre Ressourcen eher für den Margenkampf einsetzen. Die gesamte wirtschaftliche Produktivität und Dynamik erlahmt dadurch. Laut BIZ führt der Anstieg der Zahl von Zombieunternehmen um einen Prozentpunkt zu einem Investitionsrückgang um einem Prozentpunkt bei gesunden Wettbewerbern, sowie zu einem Produktionsrückgang von 0,3 Prozentpunkten.



In einer Studie der UBS wird versucht, das Problem der Zombieunternehmen auf andere Art zu quantifizieren. Die Analysen verwenden das mit den Vermögenswerten gewichtete Insolvenzrisiko, um die ökonomische Relevanz der Unternehmen zu erfassen. Nach dieser Methode lag im zweiten Quartal dieses Jahres der Anteil der Zombieunternehmen in den USA und Europa lediglich bei sechs bzw. bei acht Prozent.

These 2: Viele Unternehmen werden sich vom Corona-Schock wieder erholen können.

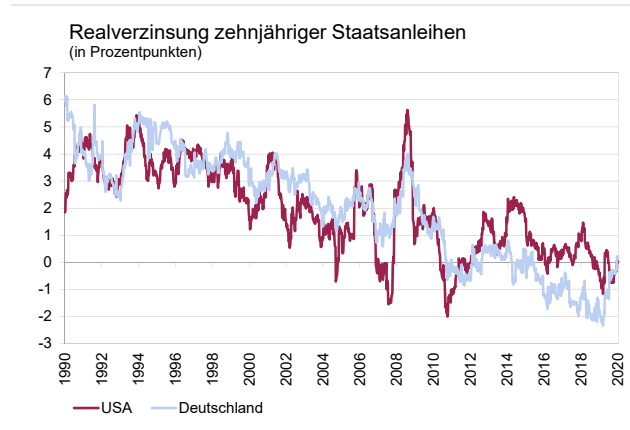
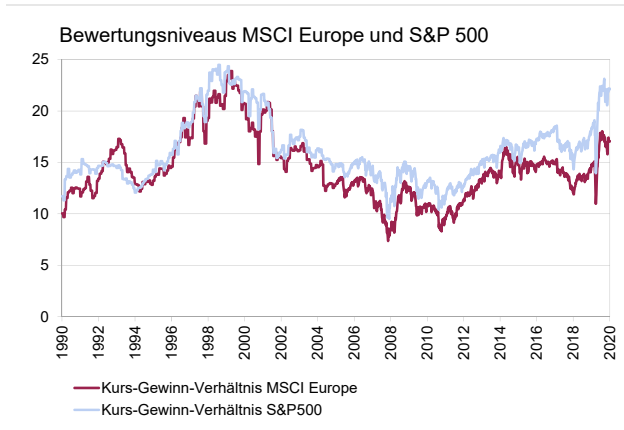
Für viele Sektoren kann man argumentieren, dass sich die Geschäftsmodelle in der Vergangenheit bewährt hatten

und nur die derzeitige extreme Situation das Geschäft zum Schwanken bringt. Das gilt zum Beispiel für die Deutsche Lufthansa. Darüber hinaus zeigt die Forschung, dass sich die Mehrzahl der Zombieunternehmen von diesem Status erholen kann. Seit den 1980er Jahren sind 60 Prozent der als Zombies klassifizierten Unternehmen wieder unter die Lebenden zurückgekehrt.

Ein Happy End der Horrorshow ist damit aber nicht garantiert, denn auch nach der Normalisierung erweisen sich die Unternehmen oft als schwach und fragil. Das Gewinnwachstum, die Produktivität und das Investitionsverhalten sind deutlich schwächer als bei den Wettbewerbern. Auch ist die Gefahr groß, dass ein **Rückfall** auftritt. Lag die Wahrscheinlichkeit eines erneuten Zombie-Status 1995 noch bei fünf Prozent, ist diese 2017 auf 17 Prozent angestiegen. Sie liegt damit dreimal höher als bei gesunden Wettbewerbern. Die Anteile gelten zudem lediglich für gelistete Unternehmen. Kleine und mittelständische Unternehmen sind nicht erfasst, sodass eine bedeutende Dunkelziffer vorhanden ist. Der Handlungsbedarf ist daher vor allem bei solchen Unternehmen groß.

Steigende Zinsen würden Zombieunternehmen zusätzlich belasten, sind jedoch in der kommenden Zeit unwahrscheinlich. Dass man sich von einer Zombieapokalypse auch wieder erholen kann, zeigte Japan in den 1990er Jahren. Ende des Jahrtausends lag der Anteil von Zombieunternehmen bei 24 Prozent. Durch eine Bankenreform sowie steigende Profite konnten sich die Unternehmen erholen. Im Jahr 2017 lag der Anteil bei lediglich drei Prozent. Um das Problem der Zombieunternehmen zu vermeiden, muss sich die Vergabe von Krediten und die Gewährung staatlicher Unterstützung an der langfristigen Profitabilität eines Unternehmens orientieren.

Insgesamt drängt sich eine **Analogie zum Corona-Krankheitsverlauf** auf. Einige Unternehmen sind vom Virus infiziert und befinden sich in der intensivmedizinischen Betreuung. Manche von ihnen werden die Krankheit überstehen und das Hospital wieder verlassen können. Wirklich gefährdet sind dagegen jene Unternehmen mit „Vorerkrankungen“. Wenn Geschäftsmodelle bereits vor Corona kaum noch funktionierten, kann das Virus tatsächlich zum Untergang führen. In diesem Sinne könnte die Pandemie sogar zu einer wünschenswerten Bereinigung führen, die die Allokation der gesamtwirtschaftlichen Ressourcen verbessert und die Produktivität erhöht.



Hat Corona zu übertriebenen Bewertungen geführt?

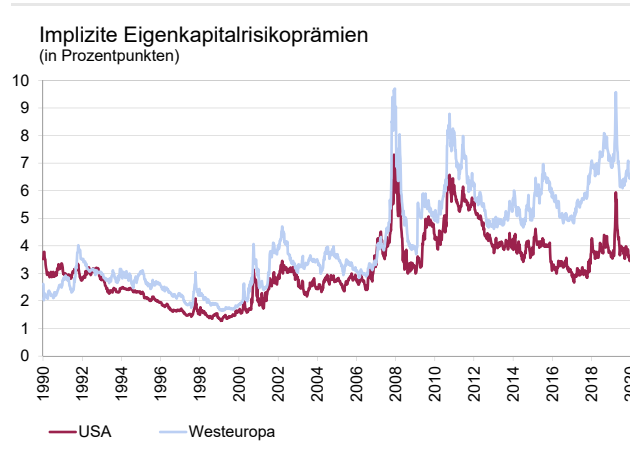
Die Coronakrise hat die Gewinnerwartungen vieler Unternehmen für dieses Jahr prozentual zweistellig einbrechen lassen. Gleichzeitig haben sich die meisten großen Aktienmärkte soweit erholt, dass einige Indizes schon wieder auf oder über den Jahresanfangswerten notieren. Im Ergebnis haben sich die **Bewertungsindikatoren** vieler Aktienmärkte erhöht, dass nicht wenige Anleger – insbesondere vor dem Hintergrund weiterhin hoher Unsicherheiten – eine Korrektur befürchten.

Auf den ersten Blick scheinen die Aktienmärkte Bewertungsniveaus wie zuletzt zu Zeiten der Technologie-Blase während der Jahrtausendwende erreicht zu haben. Die Details zeigen aber, dass anders als damals die hohen Bewertungen in der aktuellen Situation durchaus gerechtfertigt sein können. So hängen die „fairen“ Bewertungsniveaus von Aktien hauptsächlich von drei Einflussfaktoren ab: dem (Real-)Zinsniveau, der Risikoaversion von Anlegern sowie dem erwarteten Wachstum der Cashflows der Unternehmen.

Das **reale Zinsniveau** kannte in den letzten drei Dekaden nur eine Richtung: abwärts. So lag die um die Inflation bereinigte Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Jahr 1990 in Deutschland noch bei knapp sechs Prozent und in den USA immerhin bei vier Prozent. Mittlerweile liegt die Realverzinsung sowohl in Europa als auch in den USA nahe Null oder darunter. Bei sonst gleichbleibenden Bedingungen sollte sich diese Entwicklung positiv auf die Bewertungsniveaus auswirken. Da der risikofreie Zins einen Teil der Eigenkapitalkosten bei Aktien ausmacht, steigt bei sinkenden Zinsen der Barwert zukünftiger Cashflows und damit auch das faire Bewertungsniveau.

Ein Blick auf die Bewertungsentwicklung der letzten Jahrzehnte zeigt jedoch, dass es – anders als bei Anleihen – keinen klaren Aufwärtstrend bei typischen Bewertungsmultiplikatoren gab. Dies deutet darauf hin, dass gegenläufige Faktoren einen noch stärkeren zinsinduzierten Bewertungsanstieg am Aktienmarkt verhindert haben. In erster Linie kommen hierfür **verringerte Wachstumserwartungen** und eine **höhere Risikoaversion** infrage.

Die Entwicklung der **Wachstumsaussichten** kann die im Verhältnis zur Zinsentwicklung nur schwachen Anstiege der Bewertungsmultiplikatoren nicht gänzlich erklären. Zwar haben sich die langfristigen Wachstumserwartungen in Europa und den USA seit der Finanzmarktkrise 2008/2009 tatsächlich um etwa einen bzw. einen halben Prozentpunkt verringert. Die massiven Zinssenkungen hätten aber dennoch eine deutlich positivere Auswirkung auf die Bewertungsmultiplikatoren haben müssen.



These 3: Steigende Risikoprämien haben einen noch stärkeren Anstieg der Aktienmärkte verhindert.

Eine wesentlich höhere Erklärungskraft besitzt die **Entwicklung der Risikoaversion** der Aktienanleger. Neben der Höhe des Zinsniveaus spielt für die Bestimmung von Eigenkapitalkosten die von den Anlegern verlangte Eigenkapitalprämie eine entscheidende Rolle. In der Summe bilden der risikofreie (reale) Zins und die Eigenkapitalprämie den Diskontsatz, mit dem in der Unternehmensbewertung zukünftige Cashflows abgezinst werden. Je höher also die Risikoaversion von Anlegern ist, desto höher sind ceteris paribus auch die Eigenkapitalkosten. Im Extremfall können steigende Risikoprämien unterliegende Zinsrückgänge sogar gänzlich konterkarieren.

Sowohl in Europa als auch in den USA befinden sich die verlangten **Risikoprämien** aktuell über dem langjährigen Durchschnitt. In Europa zeigt sich über die letzten zwei Jahrzehnte sogar ein deutlicher Aufwärtstrend. Die stark gestiegene Risikoprämie der Anleger erklärt, warum sich das gesunkene Zinsniveau nicht vollständig in den Aktienbewertungen widerspiegelt. Die verlangte Gesamtvergütung für Eigenkapitalinvestments hat sich im Ergebnis nur wenig verändert.

These 4: Selbst bei steigenden Zinsen muss es nicht zwangsläufig zu einer Korrektur der Aktienmärkte kommen.

Für Aktienanleger bedeutet dies, dass trotz der im Vergangenheitsvergleich augenscheinlich hohen Bewertungen immer noch **bewertungsseitiges Renditepotenzial** vorhanden ist. Die Voraussetzung für das Ausschöpfen dieses Renditepotenzials ist eine Normalisierung der Risikoprämien. Aufgrund des sehr niedrigen Zinsniveaus könnten sogar Bewertungen, die deutlich über vergangenen Werten liegen, als fair betrachtet werden. Nimmt man zum Beispiel für den europäischen MSCI Europe an, dass die eingepreisten Eigenkapitalrisikoprämien wieder in Richtung des langfristigen Durchschnitts von vier Prozent (aktuell über sechs Prozent) laufen, dann wäre ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 29 ein faires Bewertungsniveau. In den USA läge dies bei über 26. Vor dem Hintergrund der aktuellen KGV von 18 bzw. 22 bliebe also noch reichlich Luft nach oben.

Im Umkehrschluss impliziert die Argumentation auch, dass das Bewertungsniveau von Aktien auch bei steigenden Zinsen nicht notwendigerweise unter Druck geraten muss, wenn gleichzeitig die Zuversicht der Anleger zunimmt und die verlangten Risikoprämien abnehmen. Geografisch gibt es jedoch Unterschiede. So ist das noch vorhandene Bewertungspotenzial in Europa deutlich höher als in den USA.

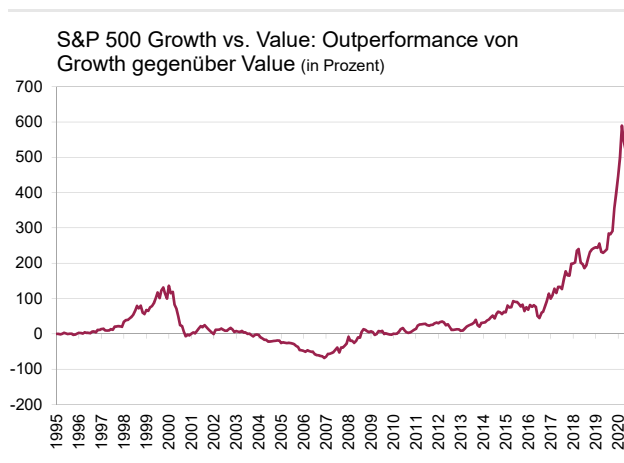
Schlägt nach dem Ende der Coronakrise die Stunde der Value-Aktien?

Value-Investing ist eine der beliebtesten Strategien bei der Aktienanlage. Dieser Stil scheint das unternehmerische Denken in bester Weise auf den Aktienmarkt zu übertragen. Nur wer Aktien günstig einkauft, kann auch Gewinne machen. Das ist dieselbe Logik, mit der Unternehmer beim Erwerb von Vorleistungen vorgehen. „Im Einkauf liegt der Gewinn“ lautet die analoge Regel des Kaufmanns. Die Grundlagen des Value-Investing wurden von Benjamin Graham und David Dodd bereits 1934 geschaffen und mit Warren Buffett gibt es einen weltbekannten Star dieser Investmentphilosophie.

In seiner einfachsten Form besteht Value-Investing darin, in unterbewertete Unternehmen zu investieren und abzuwarten, bis sich diese Fehlbewertung korrigiert. Die Frage, wie genau eine Unterbewertung identifiziert wird und wie tatsächlich günstige von nur vermeintlich günstigen Firmen unterschieden werden können, ist Gegenstand zahlloser Debatten. Dass ein solches Vorgehen auf Dauer aber eine **Risikoprämie** erwirtschaften sollte, ist dagegen Konsens. Im Gegensatz zu Wachstumsunternehmen, die im Fokus der Öffentlichkeit stehen, sind Value-Unternehmen eher unscheinbar und unspektakulär. Die Unterbewertung resultiert genau daraus, dass die meisten Investoren diese Unternehmen „übersehen“. Für seine Mühe, ein unterbewertetes Geschäftsmodell identifiziert zu haben, kann der Value-Investor daher eine Prämie erwarten.

Wie jede Risikoprämie wird auch die Value-Prämie nicht stetig vereinnahmt. Phasen der Outperformance wechseln sich mit Phasen der Underperformance ab. Seit einiger Zeit wird die Geduld der Value-Investoren jedoch auf eine harte Probe gestellt. Nach 2007 war Value- dem Growth-Investing unterlegen, wobei das **Ausmaß der Underperformance** immer stärker wurde und in diesem Jahr geradezu dramatisch zugenommen hat. Es gehört zu den Eigenarten des

Value-Investing, dass eine Underperformance gegenüber dem Gesamtmarkt die Value-Titel nur noch attraktiver macht. Auch die Logik der Risikoprämien scheint dafür zu sprechen, dass nach einer längeren Phase der Underperformance nun bald die Renaissance der Value-Prämie bevorstehen müsste.

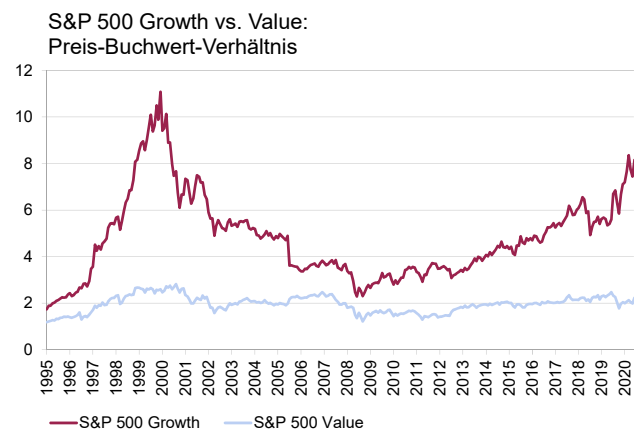


Die beste Phase für den Value-Stil sind typischerweise die **konjunkturellen Aufschwungphasen** nach dem Ende einer Rezession. Value-Unternehmen haben oft zyklische Geschäftsmodelle, sind wenig zinssensitiv oder profitieren sogar von steigenden Zinsen. In den vergangenen 13 Jahren, in denen die Zinsen permanent fielen, waren diese Voraussetzungen nicht gegeben. Nach dem Ende der Coronakrise, so die Hoffnung der gebeutelten Value-Investoren, müsste sich das Blatt jedoch endlich wenden.

These 5: Disruptionen können eine Value-Illusion erzeugen.

Es gibt allerdings auch gute Gründe, die gegen eine rasche Trendwende sprechen. Ein bekanntes Problem beim Value-Investing sind die „Value-Traps“: Unternehmen, die günstig aussehen, jedoch aus guten Gründen mit einem Abschlag gehandelt werden. Solche Firmen sind keine „Schnäppchen“, sondern haben Geschäftsmodelle, die durch strukturelle Veränderungen dauerhaft gefährdet sind. In diese Kategorie fallen auch einige der bereits diskutierten Zombieunternehmen. **Disruptionen**, die Value-Traps erzeugen, können technologische Fortschritte, regulatorische Auflagen oder eine generelle Veränderung des Marktumfelds sein, die etablierte Geschäftsmodelle plötzlich in Frage stellen. Beispiele hierfür sind traditionelle Automobilhersteller oder Großbanken, deren Aktien

oft weit unter dem Buchwert gehandelt werden. Was wie Value erscheint, ist in Wirklichkeit schlicht der Zweifel des Markts an der Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells.



Die Profiteure der Disruption finden sich genau in jenen Sektoren, die das Gegenteil von Value darstellen. Es sind die hochbewerteten **Wachstumsunternehmen**, die der Markt für zukunftsfähig hält. Der Technologiesektor, der in vielen Fällen Auslöser und Gewinner von Disruptionen ist, lebt keineswegs nur von hehren Versprechungen auf zukünftige Gewinne. Im Gegenteil: Er ist bereits jetzt hoch profitabel und weitgehend ohne Alternative. Denn außerhalb des Tech-Sektors fand in den vergangenen Jahren selbst in den USA praktisch kein Gewinnwachstum statt. Das unterscheidet die aktuelle Situation fundamental von der „Tech-Blase“, die vor zwanzig Jahren zerplatzte.

Das Ausmaß der Outperformance von Growth und die schwindelerregenden Bewertungen einiger Tech-Aktien lassen dennoch die Frage aufkommen, ob nicht gerade jetzt der richtige Zeitpunkt für eine **Sektorrotation** gekommen ist. Nach dem scharfen zyklischen Einbruch zu Beginn der Coronakrise befindet sich die globale Konjunktur auf einem Erholungspfad. Die massiven Stimuli durch Geld- und Fiskalpolitik könnten zu mittelfristig steigenden Zinsen und höheren Inflationsraten führen – und das ist das ideale Umfeld für Value-Werte.

Viele Value-Investoren hatten auf ein solches Szenario für den Fall gesetzt, dass Joe Biden in den USA mit einem demokratisch kontrollierten Kongress regieren und seine ambitionierten Ausgabenpläne für Infrastruktur, Gesundheitssystem und soziale Sicherung umsetzen kann. Als sich zunächst abzuzeichnen schien, dass der US-Kongress gespalten bleibt, fielen die langfristigen Zinsen und die Kurse

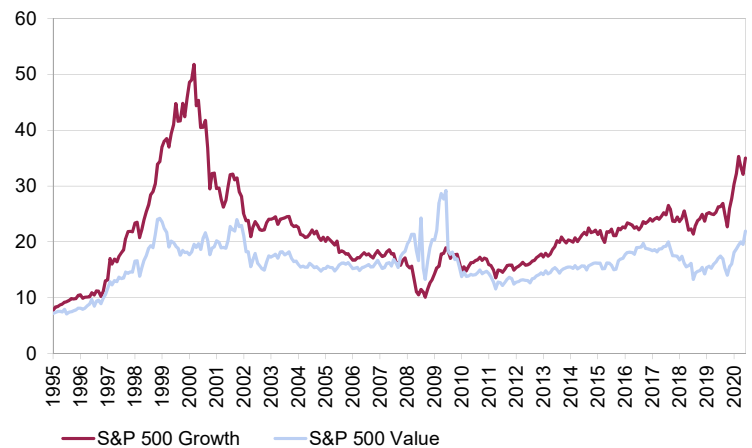
der Tech-Werte stiegen. Für Value-Investoren war das ein erneuter Dämpfer, aber immer noch kein Grund, die Flinte ins Korn zu werfen. Denn sie verweisen darauf, dass die Underperformance von Value eine große historische Ausnahme darstellt, die irgendwann ihr Ende finden wird.

These 6: Ein Trend zu stark steigenden Kapitalmarktzinsen, der Value-Aktien begünstigen würde, ist momentan nicht zu erkennen.

Das Problem ist jedoch, dass sich insbesondere der US-Aktienmarkt fundamental verändert hat. Das zunehmende Gewicht der Tech-Werte im Index und deren hohe Zinssensitivität haben zu einem massiven **Anstieg der Indexduration** geführt. Den Begriff kennt man eher von festverzinslichen Wertpapieren, doch er prägt inzwischen auch das Verhalten vieler Aktienmärkte. In der Vergangenheit führte ein Zinsanstieg während einer konjunkturellen Erholungsphase zu Verlusten bei Renten, aber zu Gewinnen bei Aktien. Inzwischen ist die Zinssensitivität vieler Aktienmärkte aber positiv geworden, sodass steigende Zinsen nicht nur Renten, sondern auch Aktien in den Keller schicken können.

Das bedeutet aber, dass Zinsanstiege, die zu einer Renaissance von Value führen würden, die Gefahr bergen, heftige Verluste an den Kapitalmärkten auszulösen. Das „taper tantrum“ vom Mai 2013, das von der Befürchtung einer restriktiveren US-Geldpolitik ausgelöst wurde, mag als Anschauung für solch ein Szenario ebenso dienen wie der starke Einbruch der Aktienmärkte Ende 2018. Mit Blick auf die Kapitalmärkte sind rasche und starke Zinserhöhungen kaum noch vorstellbar. Mit ihrer neuen Strategie eines durchschnittlichen Inflationszieles hat die US-Notenbank ihre geldpolitische Reaktion ein Stück weit von der aktuellen Inflationsentwicklung abgekoppelt, sodass

S&P 500 Growth vs. Value:
Kurs-Gewinn-Verhältnis



selbst ein Anstieg der Inflationsraten nicht zwangsläufig zu kräftigen Reaktionen der Notenbank führen muss.

Mit Blick auf die Kapitalmärkte sind rasche und starke Zinserhöhungen kaum noch vorstellbar.

Für Value-Investoren sind dies keine guten Nachrichten. Denn selbst in der für sie günstigsten zyklischen Phase könnte es nun schwer für sie werden. Dass es dennoch immer wieder auch Phasen gibt, in denen Value gegenüber Growth outperforms, lässt am Ende nur eine Schlussfolgerung zu: Da das **Faktortiming** schwierig ist, sollte ein ausgewogenes Portfolio beide Stile repräsentieren. Um weder in Value- noch in die Growth-Falle zu tappen, lautet daher der Rat: Bei Wachstumswerten auf angemessene Bewertungen und bei Value-Werten auf zukunftsfähige Geschäftsmodelle achten.

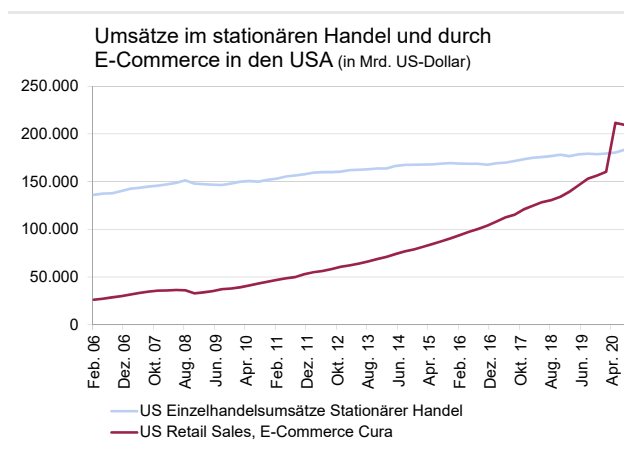
Gewinner und Verlierer

These 7: Corona hat die Stärken und Schwächen von Unternehmen offengelegt.

Die Coronakrise traf alle Unternehmen. Auf der **Angebotsseite** hat Corona die internationalen Lieferketten (temporär) unterbrochen. Auf der **Nachfrageseite** führte der Lockdown zu einer zwangsweisen Einschränkung oder

Verlagerung des Konsums. Je nach Geschäftsmodell hatten diese Veränderungen positive oder negative Auswirkungen auf einzelne Unternehmen.

Besonders auffällig war die Veränderung der Konsumwege. Tatsächlich überholten während der Coronakrise in den USA, wie die Grafik zeigt, die E-Commerce-Umsätze das erste Mal die Umsätze im stationären Einzelhandel. Mit Blick auf die Dynamik in den vergangenen Jahren wäre dies ohnehin bald passiert. Die Coronakrise hat hier – wie in vielen anderen Bereichen auch – zu einer **Beschleunigung bereits bestehender Trends** geführt.



Das gilt auch mit Blick auf die **Branchen und Sektoren**. Die US-Tech-Giganten, die schon vor der Krise die Indizes dominierten, konnten von Corona profitieren und ihren Vorsprung noch weiter ausbauen. Sie haben dazu beigetragen, dass die Bevölkerung weiterhin arbeitet (Microsoft, Google oder Zoom), weiter einkauft (Amazon) und sich die Zeit während des Lockdown vertreibt (Netflix, Gaming-Sektor). Online-Broker profitierten vom wachsenden Interesse am Kapitalmarkt während des Lockdown. Ebenfalls ein Gewinner war der Pharmasektor, der von der gestiegenen Nachfrage nach Medizingeräten und Coronatests, aber auch von den Spekulationen auf einen Impfstoff profitierte. Die größten Verlierer stammten aus der Reise- und Freizeitbranche. Die Nachfrage nach Hotelübernachtungen fiel in kurzer Zeit um zwei Drittel und die Aktivitäten von Kreuzfahrtanbietern brachen komplett ein. Der Einbruch der Ölpreise und der Ölnachfrage trafen den Energiesektor schwer, der Einbruch der zyklischen Nachfrage den Automobilsektor. Banken zählten ebenfalls zu den Verlierern, da drohende Kreditausfälle belasteten und die Zinsen weiter sanken.

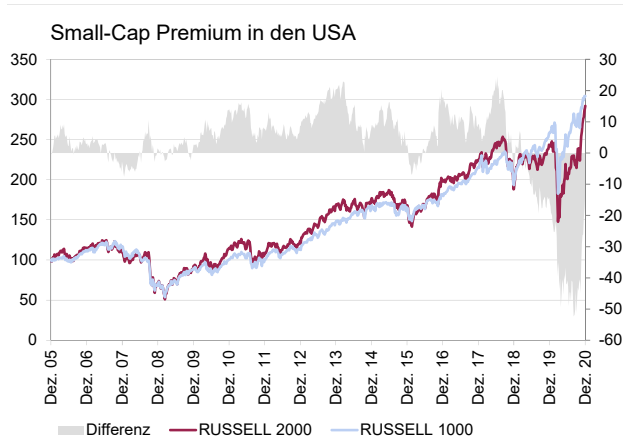
These 8: Nachhaltigkeit, solide Finanzierung und die Unternehmensgröße helfen bei der Bewältigung der Coronakrise.

Aber auch innerhalb einzelner Branchen hat die Krise sehr unterschiedliche Auswirkungen gezeigt. Es macht daher Sinn, jene Faktoren herauszuarbeiten, die Unternehmen relativ immun gegen COVID-19 gemacht haben. Mehrere Autoren der kalifornischen Haas Business School haben in einer großangelegten Studie die Frage untersucht, welche Faktoren die Entwicklung des Aktienkurses einzelner Firmen während der Coronakrise begünstigt haben. Das analysierte Universum umfasst 6.700 Firmen aus über 61 Staaten. Folgende Faktoren haben sich demnach als relativer Vorteil in der Krise erwiesen:

- Eine **solide Finanzlage** (hohe Cash-Bestände, ungezogene Kreditlinien, geringe Verschuldung, hohe Gewinne)
- **Robuste Lieferketten** und ein **Kundenzugang**, der durch Lockdowns nicht eingeschränkt wird
- Stärkeres Engagement im Bereich der unternehmerischen Verantwortung („**corporate social responsibility**“)
- **Stabiles und erfahrenes Management**
- **Eigentümerstruktur** (familiengeführte Unternehmen, große Unternehmen, Staatsunternehmen)

Die solide Finanzlage ist ein klassisches **Qualitätskriterium** bei der Aktienauswahl. Eine geringe Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen erweist sich in Phasen wegbrechender Nachfrage ebenso als Quelle der Stabilität wie kontinuierliche Cashflows. Tech-Unternehmen haben die Krise nicht nur wegen ihres digitalen Geschäftsmodells gut überstanden, sondern auch aufgrund ihrer soliden Finanzstruktur. Facebook konnte während der Krise von einem Cash-Polster in Höhe von knapp 55 Milliarden US-Dollar zehren, bei Google waren es sogar 100 Milliarden US-Dollar.

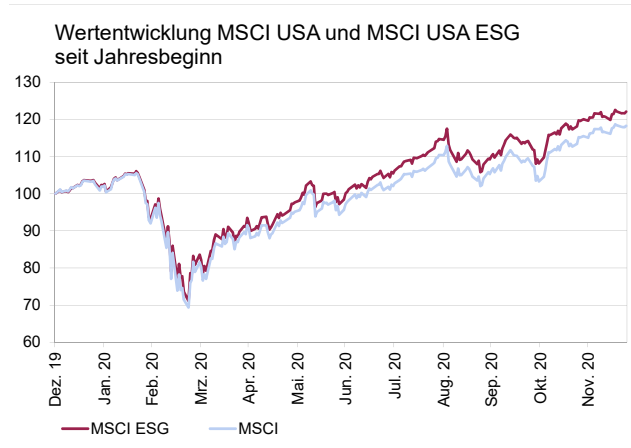
Beim Kriterium der Eigentümerstruktur fällt auf, dass größere Unternehmen besser durch die Krise kamen als kleinere. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass größere Unternehmen vielfältigere Finanzierungsmöglichkeiten besitzen und die krisenbedingten Umstellungen des Produktions- und Absatzprozesses (wie etwa die Umstellung auf Heimarbeit) leichter bewältigen können. Dies zeigt sich deutlich in der Profitabilität. Im Russell 2000 Index, der die 2.000 kleinsten US-Unternehmen aus dem brei-



ten Russel 3000 Index umfasst, sind ein Drittel der Firmen im Jahr 2020 nicht rentabel. Der entsprechende Wert beim S&P 500 beträgt lediglich sieben Prozent. Bei der Investition in kleinere Firmen nehmen Investoren Risiken auf sich, die langfristig mit einer positiven Risikoprämie entlohnt werden. Die Coronakrise hat die **Small-Cap-Prämie** jedoch negativ werden lassen. Auch diese Tendenz bestand schon vor der Coronakrise und wurde durch sie noch verstärkt.

Die Studie der Haas Business School zeigt interessanterweise auch, dass **Nachhaltigkeit** die Krisenresilienz verbessert hat. Von den drei ESG-Kriterien Ökologie, Soziales und Governance ist es vor allem letzteres, welches dabei die größte Relevanz hat. Neben einem stabilen und erfahrenen Management spielt hier auch die Betonung der unternehmerischen Verantwortung eine Rolle. Größere Nachhaltigkeit verstärkt die Bindung zwischen dem Unternehmen und seinen Mitarbeitern, Kunden und anderen Interessensgruppen, sodass sie in Krisenzeiten loyaler zu diesem halten.

Ob diese These wirklich stimmt, ist in der Wissenschaft durchaus umstritten. Weniger kontrovers ist dagegen die Aussage, dass das Coronavirus die Bedeutung von ESG-Kriterien noch weiter erhöhen wird. So werden staatliche Hilfspakete teilweise an nachhaltige und umweltfreundliche Ziele geknüpft. Das dürfte auch der Grund sein, warum die meisten Unternehmen während der Krisenzeit nicht auf ESG-Projekte verzichtet haben. Laut einer Umfrage der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PwC standen ESG-Projekte ganz unten auf der Liste derjenigen Aktivitäten, die krisenbedingt gestrichen werden sollten.



These 9: Auf der Länderebene ist China der große Gewinner der Coronakrise.

China profitiert wie kein anderes Land von den gewaltigen **Konjunkturprogrammen**, die insbesondere in Europa und den USA aufgelegt wurden. In den westlichen Staaten stieg die öffentliche Verschuldung um zehn bis 15 Prozent, während in China lediglich ein Wert von 4,5 Prozent erreicht wurde. Dies ist sicherlich auch darauf zurückzuführen, dass das Virus in China deutlich weniger Schaden angerichtet hat als in vielen westlichen Staaten. China profitiert aber nun davon, dass die Unterstützungsmaßnahmen in der westlichen Welt den Konsum ankurbeln.

Gleichzeitig besteht momentan eine sehr große Nachfrage nach Masken, medizinischem Gerät sowie Elektronik wie Laptops, Smartphones oder Bildschirmen – alles Dinge, die zu einem sehr großen Teil in China gefertigt werden. Positiv entwickelt hat sich zuletzt auch die Nachfrage nach Automobilen, was die deutschen Autobauer freut und dazu geführt hat, dass die Nachfrage nach Industrierohstoffen zulegte. Momentan sieht es danach aus, dass China aus der Coronakrise gestärkt hervorgehen wird. Im Wettbewerb der Systeme scheint der **staatsautoritäre chinesische Ansatz** im Moment die besseren Ergebnisse zu liefern, was angesichts der speziellen Herausforderungen, die eine Pandemie mit sich bringt, wenig überrascht.

Unbeeindruckt von der Coronakrise haben 15 Länder des Asien-Pazifik-Raums Mitte November letzten Jahres das RCEP-Abkommen, eines der größten **Freihandelsbündnisse** in der Historie, unterzeichnet. Die „Regionale Umfas-

sende Wirtschaftspartnerschaft“ (im Englischen abgekürzt mit RCEP) vereint damit ein Drittel der Weltbevölkerung sowie knapp ein Drittel des Welthandels. Noch größer wäre diese geworden, wenn Indien sich letztes Jahr nicht von der Partnerschaft abgewendet hätte. Einen Erfolg können die zehn ASEAN-Staaten (Association of South East Asian Nations) sowie China, Japan, Südkorea, Australien und Neuseeland trotzdem feiern, denn sie haben damit einen weiteren Meilenstein für die Integration des Wirtschaftsraums gelegt.

Die wirtschaftlichen Auswirkungen werden in den kommenden zehn Jahren spürbar sein. Gemäß einer Simulation des Peterson Instituts für internationale Wirtschaft wird der **positive Effekt des Abkommens** auf das globale BIP bis zum Jahr 2030 186 Milliarden US-Dollar betragen. Der Handel zwischen den RCEP-Staaten wird bis zum Jahr 2030 um 428 Milliarden US-Dollar anwachsen. Für die Größe der partizipierenden Volkswirtschaften sind die simulierten Effekte über den Zeitraum relativ gering, doch das Abkommen spielt vor allem für den zukünftigen Trend der Integration in der Region eine wichtige Rolle. Davon werden im Wesentlichen China, Japan und Südkorea profitieren. Zum einen, weil diese als große Wirtschaftsmächte 80 Prozent des BIP in der RCEP-Region ausmachen, zum anderen, weil bisher keine Handelsabkommen zwischen diesen drei Ländern bestanden. In der Vergangenheit haben viele politische Diskrepanzen die bilaterale Zusammenarbeit erschwert. Ein Zusammenschluss mit anderen Staaten scheint dabei die Wogen zu glätten. Das RCEP vereint damit nicht nur eine der stärksten Wirtschaftsregionen, es wird auch in Zukunft die Handelskooperation zwischen China, Japan und Südkorea fördern.

Dem **Ziel einer vereinten Handelsregion** ist man mit dem RCEP einen Schritt nähergekommen. Die Befürchtung, dass China einen zu großen Einfluss auf die Region und die Handelsspielregeln nehmen wird, besteht dennoch. Das RCEP ist für China das erste multilaterale Abkommen. Und obwohl es bei den Verhandlungen nicht federführend war, wird China in der Zukunft eine führende Position einnehmen. Für die Großmacht hat das Bündnis damit auch geopolitisches Potenzial. Die anderen Vertragspartner dürften daher auch auf die Rückkehr der USA hoffen. Seit dem Austritt aus der Transpazifischen Partnerschaft in 2016, die eine der ersten Amtshandlungen von US-Präsident Trump war, haben sich die USA als Partner von der Region abgewendet. Der neue Präsident Biden wird zwar

dem wachsenden Einfluss Chinas durch andere Partnerschaften entgegenwirken wollen, ein Beitritt zu dem Abkommen ist jedoch unwahrscheinlich. Mit oder ohne die USA, das beschlossene RCEP-Abkommen wird die Zukunft Asiens gestalten und damit auch die Bedeutung des chinesischen Aktienmarkts weiter erhöhen.

Aktien sind relativ günstig

Aktien sind risikoreicher als sichere Staatsanleihen und sollten daher langfristig einen höheren Ertrag erwirtschaften. Zum einen sind die Preisschwankungen von Aktien vergleichsweise höher und zum anderen werden Aktiönäre gegenüber Anleihegläubigern nachrangig bedient. Risikoaverse Anleger verlangen daher eine Risikoprämie gegenüber Anleihen, wenn sie in Aktien investieren. Die Höhe der verlangten Prämie hängt von der Risikoaversion des Investors ab.

Die **Risikoaversion** von Investoren lässt sich experimentell leicht messen, in dem man sie zwischen einer risikofreien und einer risikobehafteten Anlage wählen lässt. Selbst risikoaverse Anleger werden irgendwann die risikobehaftete Anlage wählen, wenn der Ertrag der risikofreien Alternative sukzessive gesenkt wird. Der Zusatzertrag, den Aktien gegenüber sicheren Anleihen bringen müssen, liegt bei einer durchschnittlichen Risikoaversion bei weniger als einem Prozent pro Jahr.

In einem einflussreichen Artikel aus dem Jahr 1985 kamen die Autoren Rajnish Mehra and Edward C. Prescott zu dem Ergebnis, dass die tatsächlichen Zusatzerträge von Aktien gegenüber Anleihen in der Vergangenheit weit höher waren, als es die typische Risikoaversion eines Anlegers rechtfertigen würde. Je nach betrachtetem Aktienmarkt und gewählter Zeitperiode lagen die Aktienprämien nicht bei weniger als einem, sondern bei drei bis sieben Prozent. Dieses Ergebnis wurde als „**equity premium puzzle**“ bekannt.

In den letzten drei Jahrzehnten sind die realisierten Aktienprämien jedoch stetig gesunken. In den USA lagen sie ab den 2000er Jahren und in Europa schon seit den 1990er Jahren deutlich unter einem Prozent. Inzwischen könnte man sogar schon von einem „umgekehrten“ Aktienprämienrätsel sprechen, denn in Japan sind die realisierten Zusatzerträge der Aktien seit den 1990er Jahren negativ und in Europa seit den 2000er Jahren.

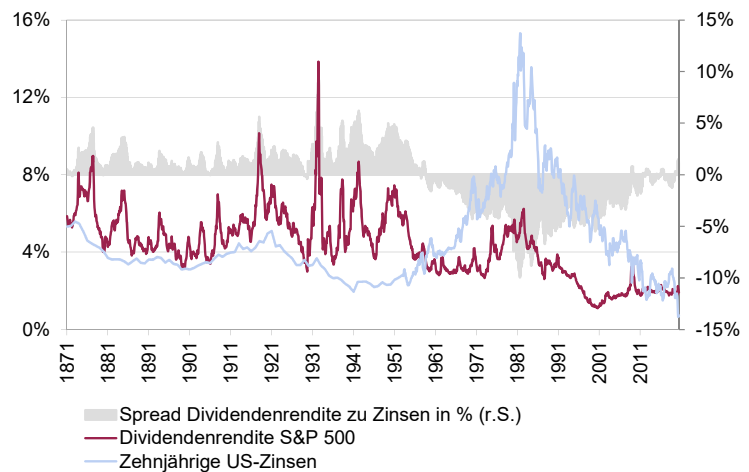
Die enttäuschenden realisierten Aktienrisikoprämien in Europa und Japan sind auf die stark gesunkenen Zinsen und das schwache Wachstum in den letzten drei Jahrzehnten zurückzuführen. Das annualisierte Gewinnwachstum seit 1990 betrug 5,8 Prozent für die USA, aber nur 2,3 Prozent für Japan und 2,8 Prozent für Europa. Bis zur Finanzkrise 2008/2009 lag das japanische Dividendenwachstum hinter Europa und den USA zurück, während Europa seither mit einem Dividendenwachstum von nahe Null ein großer Nachzügler ist.

Im letzten Zyklus wurden die US-Gewinne durch einen schnell wachsenden US-Tech-Sektor, Steuersenkungen und Aktienrückkäufe angekurbelt. Nach einer Schwächephase Anfang der 1990er Jahre haben die japanischen Gewinne das BIP-Wachstum inzwischen wieder übertroffen, unterstützt durch die aktionärsfreundliche Politik der „Abenomics“. Die europäischen Gewinne bekamen durch das verlangsamte Wachstum in Absatzmärkten wie China, die geringe Anzahl von Wachstumsunternehmen und natürlich die Krise im Euroraum Gegenwind.

Um die Einflussgrößen auf die Höhe der Aktienrisikoprämie genauer bestimmen zu können, lohnt sich eine **formale Herleitung**. Mit Hilfe eines Dividendendiskontierungsmodells lässt sich der Wert einer Aktie oder eines Aktienmarkts als Summe der diskontierten zukünftigen Dividendenzahlungen darstellen. In den Diskontierungsfaktor geht die Aktienrisikoprämie ein. Durch eine Umstellung der Formel lässt sich folgende Bestimmungsgleichung für die Aktienrisikoprämie ableiten:

Aktienrisikoprämie
 („equity risk premium“)
 = Langfristige Wachstumsrate
 + Dividendenrendite
 ./ . Langfristiger risikofreier Zins

Zinsen und Dividendenrendite des S&P 500

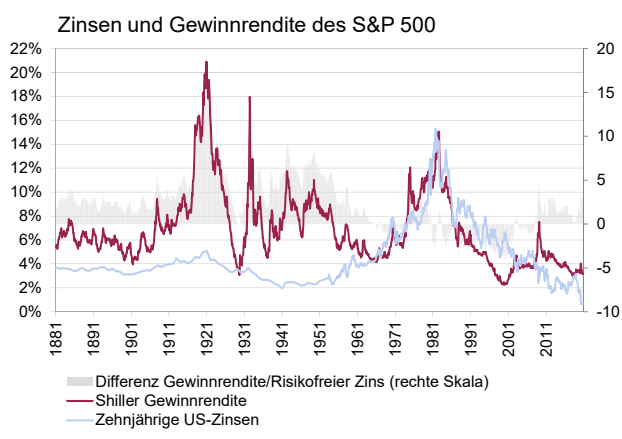


Die Aktienrisikoprämie hat also zwei Komponenten: Die langfristige Wachstumserwartung und die **Differenz aus Dividendenrendite und dem risikofreien Zins**. In der Grafik ist die zweite Komponente für den US-Aktienmarkt dargestellt. Zwischen 1960 und 2010 war die Differenz negativ. Da ab den 1990er Jahren auch die langfristigen Wachstumserwartungen zurückgingen, sank die Aktienrisikoprämie und wurde außerhalb der USA sogar negativ.

In den letzten drei Jahrzehnten sind die realisierten Aktienrisikoprämien stetig gesunken.

These 10: Die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Anleihen hat zugenommen.

Durch den starken Rückgang der Zinsen liegt nun allerdings die Dividendenrendite in den USA wieder über dem risikofreien Zins. Da es in absehbarer Zeit keine nennenswerten Zinserhöhungen geben wird, ist damit auch die **Aktienrisikoprämie** trotz verhaltener langfristiger Wachstumsaussichten **dauerhaft angestiegen**. Die Bedingungen für eine Outperformance von Aktien gegenüber Renten sind daher längerfristig sehr gut. Die Analysten von Goldman Sachs rechnen damit, dass der S&P 500 mit einer Wahrscheinlichkeit von 90 Prozent die Erträge zehnjähriger US-Staatsanleihen über die nächste Dekade übertreffen wird.



Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt man, wenn man die **Gewinnrendite** des Aktienmarkts mit dem Zinsniveau vergleicht. Dazu lässt sich der Kehrwert des zyklus- und inflationsbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses verwenden, das der Nobelpreisträger Robert J. Shiller für den S&P 500 in einer sehr langen Zeitreihe zur Verfügung stellt. Der Renditevorteil der Aktien ist inzwischen so hoch wie nach dem Zweiten Weltkrieg oder nach der Finanzmarktkrise 2008/2009. In beiden historischen Fällen kam es danach zu einer deutlichen Outperformance von Aktien gegenüber Renten.

Die relative Attraktivität der Aktien ist einer der Hauptgründe für die schnelle Erholung des Markts während der Coronakrise. „**There is no alternative**“, oder abgekürzt TINA, ist zum wichtigsten Kaufargument für Aktien geworden. Doch es ist wichtig, auch die Gegenargumente zu verstehen. Zum einen lässt sich aus der attraktiven relativen Bewertung keine Kurzfristprognose ableiten. Erst ab einem längeren Zeitraum von zehn Jahren steigt die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance von Aktien deutlich an. Zum anderen spielt für die längerfristige Performance auch die absolute Bewertung eine Rolle. Und die ist bei manchen Unternehmen und in manchen Sektoren so hoch, dass sie den relativen Vorteil konterkarieren kann.

Aktien bleiben trotz aller relativen Vorteile eine risikoreiche Anlageklasse. Die Risiken, die den Aktienmarkt belasten können, haben sich allerdings stark verschoben. In der Vergangenheit trugen Aktienanleger vor allem das Risiko eines Wachstumseinbruchs. Die im Aktienmarkt eingepreisten Wachstumserwartungen sind in den vergangenen Jahrzehnten jedoch deutlich zurückgegangen, sodass auch die potenziellen negativen Überraschungen

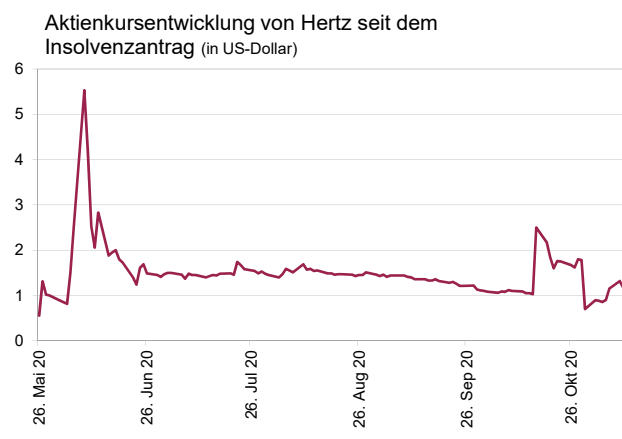
abgenommen haben. Stark zugenommen haben dagegen die Durationsrisiken am Aktienmarkt.

Vom Rückgang der Zinsen haben vor allem Wachstumswerte profitiert, deren künftige Gewinne nun einen höheren Gegenwartswert haben. Zwischen der Höhe der Marktbewertung (gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis) und der Aktienduration besteht ein stark positiver Zusammenhang. Beim S&P 500 liegt die Aktienduration inzwischen bei über 60 Jahren. Seit Mitte der 1990er Jahre hat sie sich damit verdoppelt. Die Aktienrisikoprämie stellt also zunehmend eine Kompensation für das Zinsänderungsrisiko dar, das ein Aktienanleger eingeht.

Die Millennials prägen zunehmend die Börsen

Am 23. Mai 2020 hat der **US-amerikanische Autovermieter Hertz** infolge von Umsatzrückgängen durch die COVID-19-Pandemie in den USA einen Insolvenzantrag gestellt. Bereits vor der Coronakrise schrieb das Unternehmen rote Zahlen und hatte hohe Schulden. 2019 lag der Nettoverlust bei 58 Mio. US-Dollar, es war das vierte Verlustjahr in Folge.

Rettungspläne für insolvente Unternehmen werden üblicherweise durch neue Kredite finanziert. Doch Hertz wählte nach seinem Konkurs einen anderen Weg. Der Kurs der Hertz-Aktie, der direkt nach Bekanntgabe der Insolvenz auf 55 Cent einbrach, war bis Anfang Juni um knapp 900 Prozent auf 5,53 US-Dollar gestiegen. Nach der Genehmigung durch ein Insolvenzgericht emittierte Hertz daher 250 Mio. neue Aktien. Potenzielle Investoren warnte das Unternehmen davor, dass ihr Geld „so gut wie sicher“ verloren gehen werde.



Getrieben wurde die verblüffende Kursentwicklung der Hertz-Aktie durch **Retail-Investoren** in den USA. Privatan-

leger haben in diesem Jahr eine große Anzahl von Konten bei Online-Brokerfirmen wie Charles Schwab, TD Ameritrade, E-Trade und Interactive Brokers eröffnet. Der von Millennials bevorzugte Broker Robinhood verzeichnete in den ersten vier Monaten des Jahres 2020 drei Millionen neue Kunden. Der Aktienhandel über diese Plattformen ist ohne Kommissionsgebühren und auch in sehr kleinen Stückelungen möglich. Durch den Retail-Boom am US-Aktienmarkt ist geradezu eine Sucht nach Penny-Stocks ausgebrochen, also nach Aktien, die für geringe Cent-Beträge zu haben sind. Hertz ist zudem eine sehr bekannte Marke und daher bei Privatanlegern beliebt.

Die Retail-Investoren reagierten in dieser Krise extrem **antizyklisch und risikofreudig**. Die Erholung des US-Aktienmarkts ab April geht zu einem Großteil auf private Käufe zurück. Besonders populär war es, über Derivate in Aktien zu investieren. Über Kaufoptionen, die weit aus dem Geld notieren, lässt sich mit wenig Geld an einer kräftigen Kurserholung partizipieren. Das Optionsvolumen in Single-Stock-Aktien belief sich im August durchschnittlich auf rekordverdächtige 18,4 Millionen Kontrakte pro Tag, was laut CBOE Global Markets etwa 80 Prozent über dem durchschnittlichen Monatsvolumen im Jahr 2019 lag. Die Risikofreude der Retail-Investoren hat nicht nur die Aktienmärkte beflügelt, sondern auch Kryptowährungen wie Bitcoin. Lotterie-artige Auszahlungsprofile, die bei kleinem Einsatz sehr hohe Gewinne mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit versprechen, sind bei Retail-Investoren grundsätzlich äußerst beliebt.

These 11: Der Einfluss der Retail-Investoren auf die globalen Aktienmärkte nimmt zu.

An den Aktienmärkten geben in der Regel die institutionellen Investoren den Ton an. Das Verhalten dieser Investorengruppe ist meist prozyklisch. Üblicherweise gibt es jährliche Risikobudgets, die nach einem Markteinbruch verbraucht sind und dadurch Verkäufe auslösen, die den Einbruch noch weiter verschärfen. Da sich die Risikobudgets nur sehr langsam aufbauen, verzögert dies den Wiedereinstieg in den Aktienmarkt und damit auch die Erholung selbst. Die Retail-Investoren, also Privatanleger mit relativ kleinen Vermögen, machen üblicherweise nur einen geringen Teil der Börsenumsätze aus und neigen ebenfalls zu prozyklischem Verhalten. Die Medienberichterstattung über Einbrüche am Aktienmarkt, aber auch über spektakuläre Gewinne wie etwa im Falle Tesla führen oft zu pri-

vaten Käufen und Verkäufen, die den bereits bestehenden Trends folgen.

Das antizyklische und risikofreudige Kaufverhalten der US-Retail-Investoren in der Coronakrise war also tatsächlich etwas Neues. Neben dem erleichterten und verbilligten Zugang zu den Aktien- und Derivatemarkten dürfte dabei auch eine Rolle gespielt haben, dass die verfügbaren Einkommen in den USA durch die großzügigen fiskalischen Maßnahmen in der Krise sogar gestiegen sind. Viele Anleger haben zudem während des Lockdown oder im Home Office mehr Zeit gehabt, sich mit den Aktienmärkten zu beschäftigen.

These 12: Die Millennials sind zu einer wichtigen Investorengruppe herangewachsen.

Dazu kommt, dass eine neue Generation von Investoren zunehmend an Einfluss gewinnt: Die „**Millennial Investors**“, die zwischen 1981 und 1996 geboren wurden. Bereits ein Drittel der Berufstätigen in den USA entstammt dieser Generation, obwohl sich einige von ihnen noch in der Ausbildung befinden. Die Millennials haben damit am Arbeitsmarkt inzwischen einen höheren Anteil als ihre Vorgängergeneration „Generation X“ (Jahrgänge 1965 bis 1980) und „Baby Boomer“ (Jahrgänge 1944 bis 1964). Die Summe von Vermögenswerten, über die die US-Millennials verfügen können, beträgt 9,1 Billionen US-Dollar. Das sind zwar nur sieben Prozent des privaten Gesamtvermögens, doch der Anteil wird durch Arbeitseinkünfte und Erbschaften stetig zunehmen. Nach Schätzungen von Cerulli Associates werden in den USA Millennials bis zum Jahr 2042 rund 22 Billionen US-Dollar vererbt bekommen.

Durch den wachsenden Einfluss der Millennials haben sich auch die Aktienmärkte verändert. Millennials sind technologieaffin und wickeln ihre Wertpapierkäufe und ihr Depotmanagement gerne über Smartphones ab. Da die Wechselkosten zwischen den großen Retail-Handelsplattformen gering und die Millennial-Investoren sehr kostenbewusst sind, hat dies zu einem harten Preiswettbewerb geführt. Inzwischen kann auf allen wichtigen Plattformen kommissionsfrei gehandelt werden.

Millennials sind risikofreudige Investoren, die einen langen Anlagehorizont haben und daher eine recht große Verlusttragfähigkeit besitzen. Ihr antizyklisches Anlage-

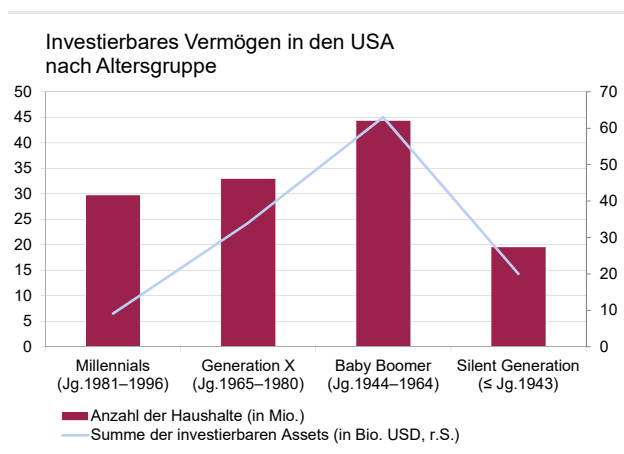
verhalten während der Coronakrise hat einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der Aktienmärkte geleistet. Das muss allerdings nicht immer so sein. Die hohen Risiken, die in den Portfolios schlummern und die durch den Einsatz von Optionen noch verstärkt werden, können auch dazu führen, dass es bei stärkeren Verlusten zu trendverstärkendem Verhalten kommt. Im Ergebnis nimmt die **Schwankungsintensität** der Märkte eher zu.

Der US-amerikanische Aktienmarkt könnte damit zunehmend dem chinesischen ähneln, wo Retail-Investoren schon seit langem den Ton angeben. Der durchschnittliche Tagesumsatz am **chinesischen Aktienmarkt** hat dieses Jahr nach Angaben von Goldman Sachs 874 Milliarden RMB (129 Milliarden US-Dollar) erreicht und liegt damit fast 60 Prozent über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre, da die Coronakrise das Interesse am Online-Aktienhandel erhöht hat. Amateurinvestoren machen mehr als 80 Prozent des Umsatzes an den Börsen des Landes aus. Der Retail-Boom hat die Aktienkurse von Online-Trading-Plattformen und Lieferanten von Finanzdaten beflügelt.

Ganz ähnliche Entwicklungen sind in Indien zu beobachten, wo Millionen neue Anleger in Aktien investierten. Der durchschnittliche Tagesumsatz an den indischen Börsen stieg in den fünf Monaten bis August auf 16,7 Billionen Rupien, 16 Prozent höher als der Wert für das vorherige volle Geschäftsjahr. Die Zahl der Einzelkonten von Investoren stieg laut dem indischen Wertpapierverwahrer CDS seit Jahresbeginn um 20 Prozent auf 24 Millionen im Juli. Der Anteil der Retail-Investoren am indischen Aktienmarkt lag im gleichen Monat bei über 85 Prozent.

del nicht nur ums Geldverdienen. Auch der **soziale Austausch mit anderen Anlegern** spielt eine wichtige Rolle. In zahlreichen Chatrooms und Messenger-Gruppen werden Erfahrungen ausgetauscht, Stories geteilt und Empfehlungen gegeben. Gerade während des Lockdown, als die sozialen Kontakte erheblich eingeschränkt waren, spielte dieser Aspekt eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Es wäre jedoch falsch, die Millennials als irrationale „Zocker“ abzutun, die sich mit waghalsigen Aktientrades die Zeit totschiessen. Durch die intensive Beschäftigung mit den Aktienmärkten ist ihre **Kenntnis in Finanzfragen** in vielen Fällen deutlich höher als in den Vorgängergenerationen. Gleichzeitig sind auch die Gestaltungsmöglichkeiten stark gestiegen. In den USA wächst die Zahl der Altersvorsorgepläne, bei denen die Anleger einen großen Einfluss auf die Art der getätigten Investments haben. Bei Millennials spielen dabei nicht nur die klassischen Kennziffern von Unternehmen eine Rolle, sondern auch ökologisches, soziales und organisatorisches Verhalten von Firmen. Dies dürfte auch einer der Gründe sein, warum sich Aktien mit guten Nachhaltigkeitswerten in der Coronakrise wie ein sicherer Hafen verhalten haben.



Für die Millennial-Investoren, die auch in China und Indien hinter dem Retail-Boom stehen, geht es beim Aktienhan-

Zusammenfassung

Die Coronakrise hat ihre Spuren auch an den Aktienmärkten hinterlassen. Sie hat die Geschäftsmodelle von Unternehmen auf eine harte Probe gestellt und zu einer beispiellosen fiskal- und geldpolitischen Reaktion geführt. Die Trends und Entwicklungen, die COVID-19 befördert hat, sind nicht in jedem Fall auch ursächlich durch sie ausgelöst. Dennoch haben sich die Kapitalmärkte während der Coronakrise dauerhaft verändert, sodass es nicht übertrieben erscheint, von einer neuen Anatomie der Aktienmärkte zu sprechen.

Die wirtschaftliche Coronakrise wurde nicht durch Verwerfungen im Unternehmenssektor ausgelöst, sondern durch die Folgen des Lockdown. Da die Unternehmen nicht Ursache, sondern Opfer der Gesundheitskrise sind, wurden sie durch umfangreiche staatliche und geldpolitische Maßnahmen unterstützt. Das hat jedoch zur Folge, dass einige Unternehmen zu „Zombies“ geworden sind, die ohne diese Unterstützungen nicht mehr überlebensfähig sind. Das Problem betrifft vor allem kleinere und mittelgroße Unternehmen, die gerade in Europa häufig nicht börsennotiert sind. Größere Unternehmen, die das Geschehen an den Aktienbörsen dominieren, sind von wenigen sektoralen Ausnahmen wie Luftfahrt oder Touristik abgesehen weniger davon betroffen. Die Erfahrungen aus Ländern wie Japan zeigen zudem, dass sich Zombieunternehmen nach dem Ende einer Krise auch wieder erholen können.

Der rasche Aufschwung an den Aktienmärkten ab April 2020 hat zu einem deutlichen **Anstieg der Bewertungen** vieler Indizes geführt. Manche Investoren schließen daraus, dass die Kursbewegung nicht fundamental begründet und anfällig für Korrekturen ist. Tatsächlich aber spiegelt der Anstieg der Bewertungsmultiplikatoren den Rückgang der Zinsen wider. Angesichts der Stärke des Zinsrückgangs wäre sogar eine noch kräftigere Ausweitung der Multiplikatoren gerechtfertigt gewesen. Konterkariert wurde die Zinsentwicklung von einem Anstieg der Risikoprämien. So gesehen können abnehmende Risikoprämien die Bewertungen erhöhen oder als Puffer gegen steigenden Zinsen wirken.

Die **Outperformance von Growth- gegenüber Value-Aktien** hat während der Krise extreme Ausmaße angenommen. Doch letztlich hat sich damit nur ein Trend fortgesetzt, der sich bereits seit zehn Jahren zeigt. Auch wenn sich

die Voraussetzungen für eine Trendwende verbessert haben, gibt es noch einige Fragezeichen. Disruptionen haben in einigen Sektoren zu einer „Value-Illusion“ geführt: Was günstig aussieht, ist in Wirklichkeit der Ausdruck von Geschäftsmodellen, die nicht zukunftsfähig sind. Und auch die Hoffnungen auf steigende Zinsen, die den Value-Aktien helfen würden, könnten sich als trügerisch erweisen. Denn weiterhin stehen die Zentralbanken Gewähr bei Fuß, um durch Anleihekäufe das Niveau der Kapitalmarktzinsen niedrig zu halten.

Wenn man die (relativen) **Gewinner der Coronakrise** an den Aktienmärkten analysiert, zeigen sich bestimmte Gemeinsamkeiten. Profitiert haben Firmen mit gesunden Bilanzstrukturen, robusten Gewinnen und geringer Verschuldung. Große Unternehmen konnten die Krise besser meistern als kleine. Und auch eine stärkere Nachhaltigkeit wurde vom Kapitalmarkt belohnt. Auf der Länderebene zählt der chinesische Kapitalmarkt zu den größten Gewinnern.

Starke Spuren hinterlässt die Coronakrise auch bei der **relativen Attraktivität von Aktien** gegenüber Renten. Der Rückgang der Zinsen in den USA war so kräftig, dass sie inzwischen unter der Dividendenrendite des Aktienmarkts liegen. Die Risikoprämien von Aktien gegenüber Renten sind derzeit auf historisch sehr hohen Niveaus. Das ist ein wichtiger Grund, warum Aktien weitgehend alternativlos sind.

Die Coronakrise hat noch einen weiteren Trend sichtbar gemacht. **Retail-Investoren** gewinnen an vielen Aktienmärkten immer mehr an Bedeutung. Insbesondere die Generation der Millennials übt inzwischen einen starken Einfluss auf die Kapitalmärkte aus. Diese Investorengruppe, die technikaffin und risikofreudig ist, wird in den kommenden Jahren über immer mehr Vermögen verfügen können und die Nachfrage an den Aktienmärkten prägen.

JAHRESAUSBLICK 2021: VOLKSWIRTSCHAFT UND GELDPOLITIK

Weltkonjunktur: Kräftige Erholung

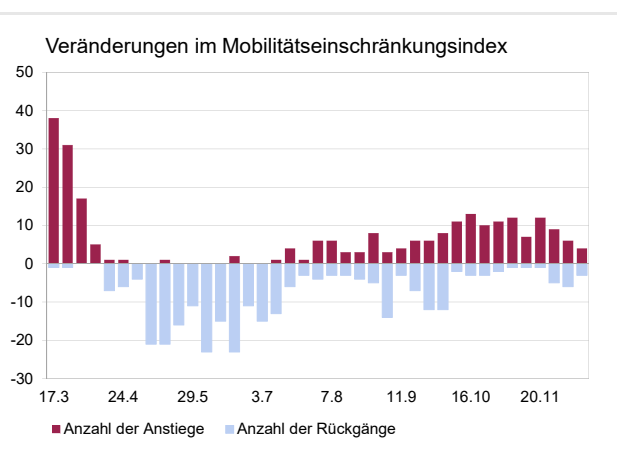
These 1: Das Ende der Pandemie sorgt für eine kräftige Erholung der Weltwirtschaft.

Die Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum im Jahr 2021 hängen in großem Ausmaß vom weiteren Verlauf der Corona-Pandemie ab. Der **Zusammenhang zwischen COVID-19 und der Konjunkturentwicklung** ist nicht direkt, sondern erfolgt über mehrere Zwischenstufen:

1. Ohne Interventionen und ohne einen Impfstoff breiten sich das Coronavirus und seine Mutationen global mit teils exponentiellem Tempo aus.
2. Durch die Ausbreitung des Virus steigt auch die Zahl der schweren Fälle, die intensivmedizinisch behandelt werden müssen.
3. Die begrenzte Zahl der zur Verfügung stehenden Intensivbetten bzw. des vorhandenen Pflegepersonals zwingt die Politik dazu, die Mobilität der Bevölkerung und Kontakte einzuschränken.
4. Durch die Mobilitätseinschränkungen kommt es zu Einschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität.
5. Mit geld- und fiskalpolitischen Gegenmaßnahmen wird versucht, die daraus entstehenden ökonomischen Schäden einzudämmen.

Für 2021 erwarten wir, dass die inzwischen entwickelten Impfstoffe in vielen Ländern zugelassen sowie in ausreichender Menge produziert, verteilt und verabreicht werden. Damit würde die hier beschriebene Corona-Kausalkette bereits im **ersten Schritt** unterbrochen. Die entscheidende Frage ist jedoch, wann genau die Pandemie durch Impfungen so weit eingedämmt werden kann, dass sie keine nachteiligen ökonomischen Folgen mehr hat. In unserem optimistischen Basisszenario gehen wir davon aus, dass dies bereits im zweiten Quartal 2021 der Fall sein wird, wofür neben den dann bereits erfolgten Impfungen auch das Einsetzen der wärmeren Jahreszeit auf der Nordhalbkugel spricht. In der zweiten Hälfte des Jahres könnte die globale Wirtschaft dann tatsächlich ohne größere pandemiebedingte Einschränkungen wachsen.

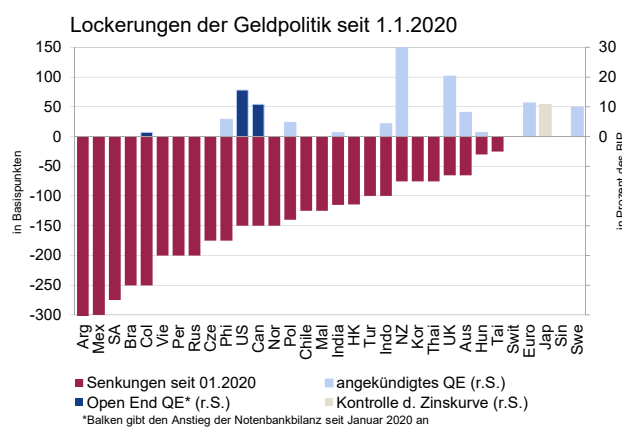
Das heißt aber auch, dass mindestens das erste Halbjahr 2021 noch im Zeichen der Pandemie stehen wird. Wie sehr dies die wirtschaftlichen Aussichten trüben wird, hängt von den weiteren Gliedern der Corona-Kausalkette ab. Eine verbesserte medizinische Versorgung hat zwar den Anteil der schweren Krankheitsverläufe etwas reduzieren können, aber es wird wohl nicht gelingen, die Kette im **zweiten Schritt** zu durchbrechen. Im **dritten und vierten Schritt** gibt es einen klassischen „trade-off“: Radikale Einschränkungen können die Ausbreitung des Virus verlangsamen, haben aber enorme volkswirtschaftliche Kosten. Obwohl es in vielen Ländern zweite und dritte Infektionswellen gab, die das Ausmaß der ersten Welle erreichten oder sogar übertrafen, waren die Mobilitätseinschränkungen in der Summe im Herbst letzten Jahres deutlich schwächer als im Frühjahr. Dies verdeutlicht die Grafik, die die wöchentlichen Veränderungen der Mobilitätseinschränkungen in 42 Ländern misst. Während im März vergangenen Jahres fast alle dieser Länder die Mobilität zunehmend einschränkten, waren es im Herbst nur noch etwa ein Viertel. Entsprechend geringer waren daher auch die gesamtwirtschaftlichen Schäden. In unserem Basisszenario wird es in den meisten Ländern im Winterhalbjahr nicht zu Mobilitätseinschränkungen kommen, die das Ausmaß vom Frühjahr 2020 erreichen. Das Wachstum wird im Winterhalbjahr in vielen Volkswirtschaften stagnieren oder leicht rückläufig sein, aber nicht mehr einbrechen.



These 2: Die globale Geldpolitik bleibt expansiv.

Für das Wachstum im kommenden Jahr sind neben dem Pandemieverlauf die wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen entscheidend (**fünfter Schritt**). Der **extrem expansive geldpolitische Kurs**, den fast alle Zentralbanken im vergangenen Jahr eingeschlagen haben, wird sich auch 2021 fortsetzen. Im vergangenen Jahr standen weltweit 206 Zinssenkungen nur sieben Zinserhöhungen gegenüber. Dazu kamen Erhöhungen der Ankäufe von Wertpapieren, die in vielen Fällen zehn Prozent des BIP oder sogar mehr erreichten. Im Dezember hat auch die Europäische Zentralbank noch einmal nachgelegt. Erstens bietet die EZB den Banken eine neue Serie zielgerichteter Langfristkredite (TLTRO). Der Sonderzins von derzeit minus ein Prozent für Banken, die die Kreditvorgaben der EZB erfüllen, soll zwölf Monate länger gelten, nämlich bis Juni 2022. Zweitens wurde das Volumen des PEPP-Anleihekaufprogramms um 500 Milliarden auf 1.850 Milliarden Euro aufgestockt und die Laufzeit um neun Monate bis Ende März 2022 verlängert. Wie wir in unserer Analyse der Rentenmärkte ausführen, ist die EZB damit in der Lage, das Volumen aller im kommenden Jahr im Euroraum neu begebenen Staatsanleihen aufzukaufen.

Da die volkswirtschaftlichen Ressourcen nach dem Corona-Schock des Jahres 2020 in den meisten Ländern immer noch deutlich unterausgelastet sind, droht 2021 trotz der massiven wirtschaftspolitischen Stimuli keine Inflation. Die Inflationsraten werden sich zwar schrittweise normalisieren, aber unter ihren Zielwerten bleiben. In einer solchen Situation gibt es **keinen Grund für einen geldpolitischen Kurswechsel**, sodass die monetäre Unterstützung eine wichtige Triebfeder für das Wachstum im Jahr 2021 sein wird.

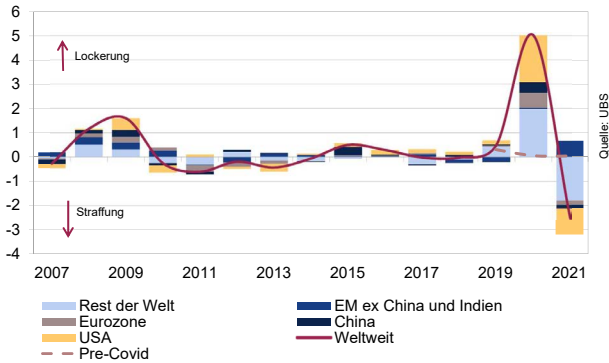


These 3: Die fiskalische Unterstützung lässt 2021 nach, gibt aber noch positive Impulse.

Die enorme globale **fiskalische Unterstützung** war 2020 neben der Geldpolitik der wichtigste Grund für die rasche konjunkturelle Erholung nach dem Einbruch im Frühjahr. Stabilisierend wirkt die Fiskalpolitik über zwei Kanäle. Höhere Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung bei steigender Arbeitslosigkeit oder niedrigere direkte Steuern bei Lohnrückgängen sind Beispiele für **automatische Stabilisatoren**, die den ersten Kanal bilden. Automatische fiskalische Stabilisatoren sind naturgemäß temporär und wirken sich nicht auf die strukturelle Haushaltsposition aus. Der andere Kanal sind **antizyklische diskretionäre Maßnahmen**, die den Abschwung dämpfen sollen. Wenn sie nicht explizit zeitlich befristet sind, erhöhen sie das strukturelle Defizit. Die temporäre Senkung der Mehrwertsteuer in Deutschland ist ein Beispiel für eine befristete diskretionäre Maßnahme.

Die skandinavischen und auch viele kontinentaleuropäische Länder verfügen über vergleichsweise starke automatische Stabilisatoren. Eine geringere Rolle spielen sie dagegen in Nordamerika und Asien. Um die diskretionären fiskalischen Maßnahmen messen und international vergleichen zu können, muss ein von konjunkturellen Einflüssen und Zinszahlungen bereinigter Staatshaushalt berechnet werden. Dieser **konjunkturbereinigte Primärsaldo** ist, wie die Grafik zeigt, im Jahr 2020 weltweit um fünf Prozent des globalen BIP ausgeweitet worden. Im Zuge der konjunkturellen Erholung wird einerseits der expansive Impuls der automatischen Stabilisatoren abnehmen. Gleichzeitig zeigen die Haushaltsplanungen für 2021, dass auch die diskretionären Stimuli zu einem Teil zurückgenommen werden. Die globale Straffung der diskretionären Ausgaben beträgt zwar mehr als drei Prozent des globalen BIP, doch mit Blick auf die starke Ausweitung im Vorjahr bleibt ein positiver Nettoimpuls von knapp zwei Prozent des globalen BIP. Hinzu kommen große regionale Unterschiede. In den Schwellenländern außerhalb Chinas und Indiens kommt es sogar zu einer Ausweitung des fiskalischen Impulses. In der Europäischen Union werden die im vergangenen Jahr beschlossenen Hilfsmaßnahmen in den stark von der Pandemie betroffenen Ländern wie Italien und Spanien ebenfalls zu zusätzlichen Impulsen führen.

Veränderung des konjunkturbereinigten primären Haushaltssaldos (in Prozent des globalen BIP)



These 4: Die Weltwirtschaft wächst 2021 mit 5,5 Prozent.

Insgesamt bleibt damit das wirtschaftspolitische Umfeld im Jahr 2021 sehr unterstützend für das globale Wachstum. Ebenfalls positiv ist der Machtwechsel in den USA, der zu einer abnehmenden Unsicherheit über die Entwicklung der internationalen Handelsbeziehungen führen dürfte. In Verbindung mit unserer optimistischen Einschätzung des weiteren Pandemieverlaufs ergibt sich daraus ein **positiver Ausblick** auf das Wachstum. Wir erwarten ein globales Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2021 von 5,5 Prozent.

USA: Die Wirtschaftspolitik stützt die Konjunktur

These 5: Die US-Wirtschaft wird 2021 mit 4,0 Prozent wachsen.

Die **US-Geldpolitik** hat im März 2020 den Grundstein für die Trendwende an den Aktienmärkten und die schnelle Erholung der globalen Konjunktur gelegt. Mit ihrer Entscheidung, direkt den Markt für Unternehmensanleihen zu stützen, hatte sie eine rote Linie überschritten, die noch während der Lehman-Krise 2008 für sie galt. Die Maßnahmen der Fed nahmen den Verkaufsdruck vom Aktienmarkt, führten zu sinkenden Risikoaufschlägen bei Unternehmensanleihen und öffneten für angeschlagene Firmen das Fenster zur Kapitalmarktrefinanzierung.

Nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die **Fiskalpolitik** reagierte in den USA sehr effektiv auf die Corona-Pandemie. Trotz eines starken Rückgangs der privaten Einkommen stieg die Höhe des gesamten nominalen verfügbaren Einkommens im zweiten Quartal 2020 um fast zehn Prozent, was auf rasche und außergewöhnlich großzügige staatliche Transfers zurückzuführen ist. Durch diese Programme wurden die Ausgaben erheblich gesteigert, die Beschäftigung erhöht und das Überleben von Kleinunternehmen gesichert. Aber die dafür vorgesehenen Mittel sind nun vorerst versiegt.

Nach den Stichwahlen in Georgia Anfang Januar haben Demokraten und Republikaner jeweils 50 Sitze im Senat. Da im Falle eines Patts die Stimme der designierten Vize-

Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

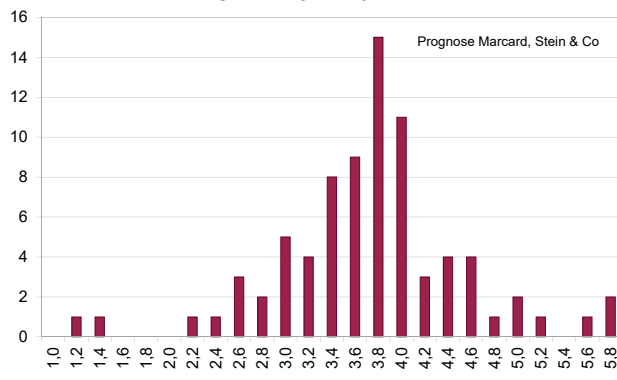
	2020	2021							
		IWF	OECD	Sachverst.rat	EU Kommission	Goldman Sachs	UBS	Durchschnitt	Marcard, Stein & Co
Welt	- 3,4	5,2	4,2	5,1	4,6	6,0	5,6	5,1	5,5
USA	- 3,7	3,1	3,2	3,8	3,7	5,0	3,3	3,8	4,0
Japan	- 5,4	2,3	2,3	2,9	2,7	3,3	3,2	2,8	3,0
Euroraum	- 7,5	5,2	3,6	4,9	4,2	5,3	5,2	4,7	5,5
Deutschland	- 5,8	4,2	2,8	3,7	3,5	3,7	4,1	3,7	4,5
Großbritannien	- 11,6	5,9	4,2	4,6	3,3	6,1	5,0	4,9	6,5
Russland	- 3,4	2,8	2,8	2,7	2,0	5,0	2,7	3,0	3,5
China	2,7	8,2	8,0	8,9	7,4	7,5	7,5	7,9	8,6
Indien	- 9,5	8,8	7,9	8,3	7,6	10,0	10,0	8,8	8,0
Brasilien	- 6,0	3,5	2,6	3,6	3,0	4,0	3,0	3,3	3,5

präsidentin Kamala Harris entscheidet, kann Joe Biden nach seiner Amtsübernahme mit einem **demokratisch kontrollierten Kongress** regieren. Ende letzten Jahres hatte der Kongress bereits ein großes Konjunkturpaket im Gesamtvolumen von rund 900 Milliarden US-Dollar (rund vier Prozent des BIP) beschlossen, um die Folgen der Corona-Pandemie zu bekämpfen. Mit den neuen Mehrheitsverhältnissen im Kongress sind weitere Ausgabenprogramme in den Bereichen Gesundheit, Bildung und Infrastruktur wahrscheinlich geworden. Sie könnten im laufenden Jahr ein zusätzliches Volumen von rund 600 Milliarden US-Dollar erreichen.

In unserem Basisszenario werden die zusätzlichen Hilfen bereits im ersten Quartal 2021 nachfragewirksam. Doch erst ab dem Frühjahr, wenn die Infektionsgefahren jahreszeitbedingt abnehmen und die Impfungen Wirkung zeigen, werden sich die **Konsumbedingungen** zunehmend normalisieren. In dieser Situation ist mit einem Rückgang der immer noch außergewöhnlich hohen Sparquote zu rechnen, die den privaten Konsum antreibt. Die Immobiliennachfrage wird durch niedrige Zinsen, ein geringes Angebot und eine strukturelle Nachfrageverschiebung in Richtung Einfamilienhäuser begünstigt.

Unterstützt wird die Erholung des Konsums von der Entwicklung des **Arbeitsmarkts**. 60 Prozent der von der Pandemie geschaffenen Beschäftigungslücke entfällt auf besonders vom Virus betroffene Branchen, in denen die meisten Arbeitsplätze zurückkehren sollten, wenn in der Breite geimpft wird. Zudem ist das Verhältnis von Arbeitslosen, die einen Arbeitsplatz suchen, zu offenen Stellen bereits auf 1,4:1 gesunken, gegenüber 6:1 nach der Finanzkrise. Wir gehen davon aus, dass die Arbeitslosenquote von heute 6,7 auf 5,5 Prozent bis Ende 2021 sinken wird. Die Rückkehr zur Vollbeschäftigung wird allerdings erst 2024 erreicht werden.

Histogramm der Bloomberg-Schätzungen für das BIP-Wachstum in den USA im Jahr 2021



Die **Kerninflationsrate** fiel im vergangenen Frühjahr unter ein Prozent, bedingt durch Preisrückgänge in besonders betroffenen Kategorien wie Flugreisen und Hotels. Sie sollte im nächsten Frühjahr, wenn die Talsohle der Pandemie durchschritten ist, kurzzeitig über zwei Prozent steigen, danach aber wieder zurückfallen. Die Inflation im Gesundheitswesen ist aufgrund einmaliger Zahlungen des Kongresses für Coronavirus-Patienten auf ein Zehnjahreshoch angestiegen, wird aber nach Auslaufen der Gesetzgebung zurückgehen. Indikatoren für das Lohnwachstum deuten auf einen moderaten Lohndruck im kommenden Jahr hin. Eine dauerhafte Rückkehr zu Kerninflationsraten von zwei Prozent sind erst 2024 wahrscheinlich, wenn wieder Vollbeschäftigung erreicht wird. Mit ihrer neuen Strategie orientiert sich die Fed zukünftig an der durchschnittlichen Inflationsrate, sodass Inflationsraten von zwei Prozent und mehr noch kein Grund für einen geldpolitischen Kurswechsel sein müssen. Leitzinserhöhungen in den USA sind daher vor 2025 unwahrscheinlich.

Insgesamt rechnen wir für die USA mit einem Wachstum von 4,0 Prozent im laufenden Jahr.

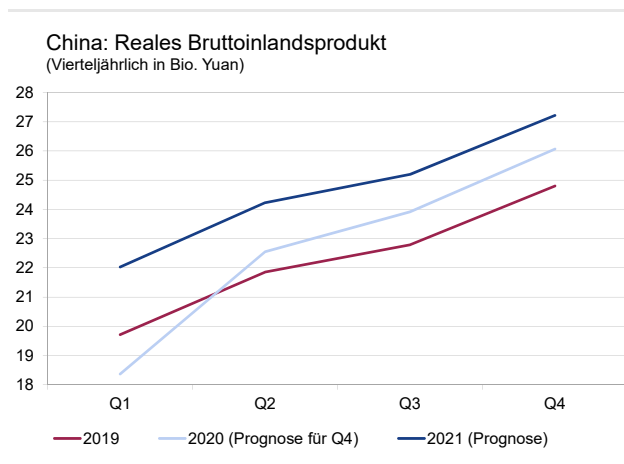
China: Die Krise ist längst überwunden

These 6: Chinas Wirtschaft wird 2021 mit 8,6 Prozent wachsen.

China war nicht nur das erste Land, das in der Corona-Pandemie in den **Lockdown** gegangen ist, sondern es hat sich auch am schnellsten davon erholt. Besonders die epidemiologische Situation unterscheidet sich fundamental von der in vielen anderen Teilen der Welt. Lokale Infektionen werden nicht mehr vermeldet. Dem Regime kommt bei der Virusbekämpfung zugute, dass es im Gegensatz zu westlich orientierten Demokratien radikale Maßnahmen ohne Widerstand umsetzen kann. Da die Überwachung der Bürger ohnehin permanent erfolgt, ist eine Kontaktnachverfolgung einfach möglich. China hat zudem nach der ersten Welle selbst bei sehr unterschwelligem Ausbrüchen frühzeitig und vehement durchgegriffen und dadurch eine zweite Infektionswelle bisher verhindert. Vor diesem Hintergrund sind die Infektionszahlen durchaus glaubwürdig.

Diese positive Entwicklung an der Virusfront spiegelt sich auch in der **Konjunkturerwicklung** wider. Chinas Wirtschaft ist in vielen Bereichen wieder auf dem Vor-

krisenniveau angelangt oder liegt sogar darüber. Bereits im zweiten Quartal 2020 lag das BIP über dem Vorjahresniveau. Die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie sowohl des staatlichen Statistikamtes NBS als auch des Wirtschaftsmagazins Caixin liegen oberhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Noch kräftiger erholt hat sich der für China immer wichtiger werdende Dienstleistungsbereich, der besonders stark von der Krise betroffen war. Aus chinesischer Sicht erfreulich stellt sich auch die Entwicklung der Exportnachfrage dar. Die Aufträge aus dem Ausland nehmen zu, weil in anderen Teilen der Welt ebenfalls die Wirtschaft wieder hochgefahren wird.



Das chinesische Wachstum wird im Jahr 2021 wieder stärker vom **inländischen Konsum** getragen werden. Die Strategie, sich stärker auf den Binnenkonsum zu konzentrieren, ist auch ein Bestandteil des neuen Fünfjahresplans. Das exportorientierte Geschäftsmodell ist längst an seine Grenzen geraten. China ist keine kleine Volkswirtschaft mehr, sondern nimmt großen Einfluss auf die Weltmärkte. Durch die schiere Größe der Exportwirtschaft steigt alles im Preis, was China an Vorleistungsgütern importiert, und fällt alles im Preis, was es als fertige Güter exportiert. Gleichzeitig entstehen Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft, die sich zum Beispiel darin zeigen, dass China Devisenreserven in Höhe von über 3 Billionen US-Dollar angehäuft hat. China bleibt also ohnehin kein anderer Weg, als eine stärkere Binnenorientierung vorzunehmen und der Regierung ist klar, dass auch unter einem US-Präsidenten Biden der Handelskonflikt mit einer anderen Tonalität weitergehen wird.

Die Normalisierung der chinesischen Wirtschaft bedeutet auch, dass der inländische fiskalische Impuls abnimmt und die Zinsen nicht weiter gesenkt werden. China bietet

inzwischen für Investoren einen attraktiven Zinsvorteil, der auch zu einer **Aufwertung des Yuan**, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, führen sollte. Dies ist ebenso ein leichter Gegenwind für die Konjunktur in China wie – paradoxerweise – die Aussicht auf einen Impfstoff, der die Chinesen wieder Auslandsreisen ermöglichen würde und die einen Abfluss von Kaufkraft ins Ausland zur Folge hätten. Trotz allem überwiegen die positiven Kräfte, sodass wir der chinesischen Wirtschaft im kommenden Jahr ein Wachstum von 8,6 Prozent zutrauen.

Europa: Comeback nach dem tiefen Einbruch

Die erneuten **Lockdowns** im Herbst 2020 haben zu einem starken Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität geführt, insbesondere in Frankreich und Spanien. Dennoch wird das Wachstum in Europa weniger stark zurückgehen als zu Beginn des Jahres, da die neuen Restriktionen weniger streng sind und die Mobilität in der zweiten Welle weniger sensitiv auf die Eindämmungsmaßnahmen reagiert. Der Rückgang der Aktivitäten im Euroraum betrifft hauptsächlich den Dienstleistungssektor und fällt mit etwa vier Prozent deutlich geringer als der Einbruch im April aus, der bei 20 Prozent lag. Wir gehen davon aus, dass die Restriktionen ab Februar schrittweise zurückgenommen werden.

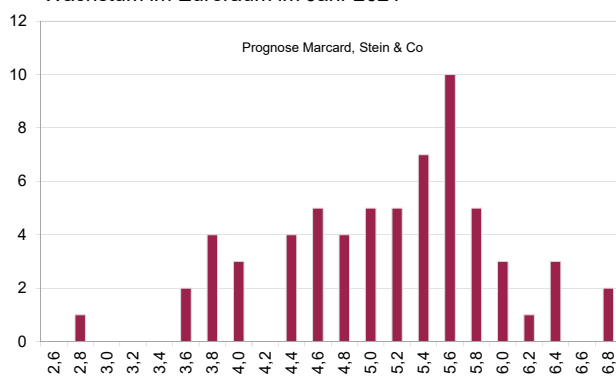
Weiterhin positive Impulse kommen in Europa von der **Fiskalpolitik**. Neben den automatischen Stabilisatoren, die in Europa eine größere Rolle als in den USA und in Asien spielen, werden diskretionäre Maßnahmen das Wachstum im Jahr 2021 um mindestens einen Prozentpunkt erhöhen. Die Zuschüsse aus dem EU-Wiederaufbaufonds spielen vor allem in Italien und Spanien in den kommenden Jahren eine wichtige Rolle.

Die **Inflation** hat sich während der Coronakrise stark abgeschwächt. Im Euroraum wird die Inflation aufgrund der immer noch stark unterausgelasteten Kapazitäten im kommenden Jahr niedrig bleiben und nur allmählich auf 1,5 Prozent im Jahr 2024 ansteigen. Allerdings werden Basis- und Steuereffekte zu einer kurzfristigen Volatilität der Inflationsraten führen. Die Inflation im Vereinigten Königreich wird ebenfalls gedämpft bleiben, aber wahrscheinlich früher als im Euroraum auf zwei Prozent ansteigen.

Angesichts der drastischen Verschlechterung der Konjunktur und der gedämpften Inflation bleiben die **europäischen Zentralbanken** expansiv. Die Maßnahmen der EZB im

Dezember müssen keineswegs der Endpunkt der Lockerungen sein. Die EZB hält sich offen, die Zinsen weiter zu senken und auch das Ankaufprogramm weiter zu erhöhen. Die **Bank of England** hat bereits im November ihr Programm zum Erwerb von Vermögenswerten um weitere 150 Milliarden Pfund ausgeweitet und sich verpflichtet, auch 2021 weitere expansive geldpolitische Impulse zu geben. Dies könnte sogar den Übergang zu negativen Zinsen in Großbritannien bedeuten.

Histogramm der Bloomberg-Schätzungen für das BIP-Wachstum im Euroraum im Jahr 2021



These 7: Das Wachstum im Euroraum beträgt 2021 5,5 Prozent.

Die Wachstumsaussichten für Europa sind gut, doch wird die Erholung nicht einheitlich ausfallen. **Deutschland** wird die Coronakrise besser überstehen als andere europäische Länder. Die zweite Infektionswelle hat zwar auch in Deutschland zu einem erneuten Lockdown geführt, doch die deutsche Wirtschaft ist weniger abhängig von Sektoren, die von den neuen Eindämmungsmaßnahmen am stärksten betroffen sind (z. B. Tourismus). Deutschland wird von einer Wiederbelebung des globalen Wachstums, insbesondere über seinen bedeutenden Industrie- und Exportsektor, stark profitieren und daher schneller als andere Länder zum Vorkrisenniveau der wirtschaftlichen Aktivität zurückkehren. Wir rechnen für Deutschland mit einem Wachstum von 4,5 Prozent im Jahr 2021. Das Wachstum im gesamten Euroraum dürfte 5,5 Prozent erreichen.

These 8: Die britische Wirtschaft wächst 2021 mit 6,5 Prozent.

Ende letzten Jahres konnten sich Großbritannien und die Europäische Union auf ein **Freihandelsabkommen im Warenhandel** einigen, das zunächst vorläufig seit dem 1. Januar 2021 gilt. Dem zoll- und quotenfreien Marktzugang für Waren stehen aber erhebliche nichttarifäre Hemmnisse für Dienstleistungen gegenüber, die langfristig zu einer grundlegenden Entkopplung der britischen Wirtschaft von ihrem größten und engsten Handelspartner führen werden. Zudem nehmen trotz Zollfreiheit die Formalitäten im Güterhandel zu. So muss sichergestellt werden, dass die in die EU importierten Waren auch tatsächlich in Großbritannien hergestellt wurden, da ansonsten Drittländer das Vereinigte Königreich als zollfreie Hintertür in die EU nutzen könnten. Dazu kommt die Überprüfung, ob die britischen Waren den EU-Produkt- und Umweltstandards entsprechen. Und schließlich muss eine Infrastruktur für die Zollerhebung eingerichtet werden, damit im Streitfall glaubwürdig mit der Einführung von Zöllen gedroht werden kann.

Trotz dieser Einschränkungen ist das Worst-Case-Szenario für die britische Wirtschaft abgewendet worden, sodass die Voraussetzungen für eine kräftige konjunkturelle Erholung nach dem tiefen Einbruch im vergangenen Jahr gegeben sind. Obwohl Großbritannien eine der am härtesten von der Coronakrise betroffenen Volkswirtschaften war, sehen wir erheblichen Spielraum für einen Aufschwung im Jahr 2021. Das Vereinigte Königreich hat als erstes europäisches Land mit Impfungen begonnen und sollte von diesem Zeitvorsprung profitieren. Wir rechnen ab dem 2. Quartal mit einer deutlichen Belebung der Aktivitäten und einem Wachstum von 6,5 Prozent im Jahr 2021.

Die Risiken

Die wirtschaftlichen Aussichten für dieses Jahr sind so gut wie seit langem nicht mehr. Bei allem Optimismus stellt sich dennoch die Frage nach den Risiken. An erster Stelle steht hier der weitere **Verlauf der Pandemie**. Viele Länder haben aktuell mit steigenden oder zu hohen Neuinfektionen zu kämpfen. Die klimatischen Bedingungen für die Ausbreitung des Virus bleiben auf der Nordhalbkugel bis zum Frühjahr günstig. Ohne einen Impfstoff wären die wirtschaftlichen Aussichten für das laufende Jahr daher deutlich trüber. Die Wirksamkeit und die Nebenwirkungen der

jetzt zugelassenen Impfstoffe sind bislang nur unter Laborbedingungen und in klinischen Tests erforscht worden. Erfahrungen beim Einsatz in der Breite fehlen insbesondere bei den mRNA-Impfstoffen, was die Impfbereitschaft in der Bevölkerung negativ beeinflussen könnte. Schließlich muss auch die Verteilung des Impfstoffs zielgerichtet erfolgen und eine Infrastruktur für Massenimpfungen vorhanden sein. Die begrenzte Haltbarkeit und anspruchsvolle Bedingungen für die Lagerung des Impfstoffs können ebenfalls zu einer Herausforderung werden.

Für das Erholungsszenario im kommenden Jahr gibt es noch ein weiteres und ganz anders geartetes Risiko. Manche Beobachter fürchten, dass selbst in einer Post-Trump-Ära das politische Klima in den USA vergiftet bleibt und es sogar zu einer **Verfassungskrise** kommen könnte. Durch die Verlagerung von politischen Auseinandersetzungen in die juristische Sphäre lassen sich Entscheidungen nicht nur verzögern, sondern auch verhindern. Da der Oberste Gerichtshof nach der Ernennung von Coney Barrett mehrheitlich konservativ ist, könnte eine juristische Eskalation zur Strategie der Republikanischen Partei werden. Historisch gäbe es gewisse Parallelen zur ersten Amtszeit des demokratischen Präsidenten Roosevelt, in der der Oberste Gerichtshof mehrere Maßnahmen des New Deal für verfassungswidrig erklärte. Für die USA würde dies dann die wirtschaftliche Erholung gefährden, da die geplanten fiskalischen Hilfsprogramme der Biden-Administration bedroht und die politische Verunsicherung groß wären.

Diese beiden Risiken für den Aufschwung sind aus unserer Sicht allerdings kein Grund, den Optimismus für 2021 zu verlieren. Ein ungünstiger Verlauf der Pandemie könnte die Erholung zwar verzögern, aber vermutlich nicht stoppen. Die Risiken einer Verfassungskrise in den USA sind, insbesondere in Relation zur Nachkriegsgeschichte des Landes, zwar deutlich erhöht, aber nicht unser Basisszenario, da das System der „Checks and Balances“ weiterhin funktioniert.

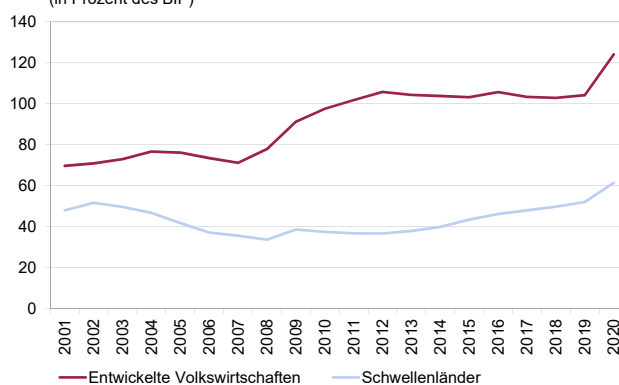
Ernstzunehmender ist dagegen die Gefahr, dass die **politischen Stimuli zu früh entzogen werden**. Ein deutlicher Anstieg der Inflationserwartungen könnte die Zentralbanken dazu zwingen, ihre expansive Geldpolitik zu hinterfragen. Auf der anderen Seite hätte ein zunehmender Widerstand gegenüber einer weiteren Ausweitung der Staatsverschuldung zur Folge, dass die fiskalische Unterstützung zu früh nachlässt. Während es zu Beginn der Pandemie

einen breiten Konsens gab, dass die Geld- und die Fiskalpolitik zügig und beherrscht handeln müssen, wird der Druck auf eine Beendigung der Maßnahmen bei einer absehbaren Entspannung des Infektionsgeschehens zunehmen. Da der Gewöhnungseffekt einer extrem expansiven Wirtschaftspolitik hoch ist, könnte die Diskussion über ein Ende der Ausnahmesituation zu Verwerfungen an den Kapitalmärkten und zu einem nachlassenden Vertrauen der Wirtschaftsakteure führen.

These 9: Die gegenwärtigen Bedingungen sprechen für eine Ausweitung der Staatsverschuldung.

Neben der Sorge, dass der extrem expansive Policy-Mix zur Bekämpfung der Coronakrise zu früh endet, wird auch die gegenteilige Gefahr diskutiert, nämlich die unerwünschten Nebenwirkungen der Maßnahmen zur Krisenbekämpfung. Der **globale öffentliche Schuldenstand** wird im laufenden Jahr um durchschnittlich 20 Prozent des BIP wachsen. Das öffentliche Defizit in den USA beträgt 2020 3,7 Billionen US-Dollar und der gesamte Schuldenstand im Verhältnis zum BIP wird auf über 100 Prozent steigen, dem höchsten Wert seit dem Zweiten Weltkrieg. Auch Kanada, Spanien und Frankreich werden die 100-Prozentmarke in diesem Jahr überschreiten, während Italien ein Schuldenstand von über 150 Prozent droht.

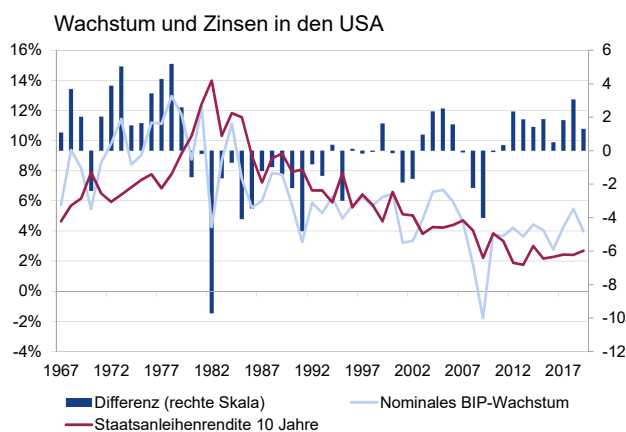
Entwicklung der Staatsverschuldung (in Prozent des BIP)



Vor zehn Jahren haben die Wirtschaftswissenschaftler Reinhart und Rogoff darauf hingewiesen, dass ein staatlicher Schuldenstand von über 90 Prozent des BIP zu deutlichen Wachstumseinbußen führt. Ihre Ergebnisse sind nicht unumstritten geblieben und hängen von vielen Voraussetzungen ab. Aus Sicht der Praxis wirft das Ausmaß der Defizite eher die Frage auf, ob der öffentliche Schul-

denstand nun außer Kontrolle geraten ist oder wieder konsolidiert werden kann. Die **Veränderung des Verschuldungsgrads**, also das Verhältnis der Staatsschulden zum nominalen BIP, hängt vom Wachstum des Zählers und des Nenners ab. Bei einer Nettoneuverschuldung von Null wächst der Schuldenstand mit der durchschnittlichen Verzinsung der Staatsschuld. Dieser Wert muss mit der nominalen Wachstumsrate des BIP verglichen werden.

Die Grafik verdeutlicht diese Zahlen für die USA. Neben der nominalen Wachstumsrate ist die Verzinsung zehnjähriger Staatsanleihen abgetragen, die vereinfachend für die durchschnittlichen Kosten des Schuldendienstes steht. Seit zehn Jahren ist in den USA das nominale Wachstum höher als die Zinsen (beziehungsweise, wenn man beide Größen um die Inflation bereinigt, das reale Wachstum höher als der Realzins). Für die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung ist das eine gute Nachricht. Eine einmalige Erhöhung des Verschuldungsgrads kann unter diesen Umständen allein durch das nominale Wirtschaftswachstum wieder abgebaut werden. Das manchmal als „Defizitspiel“ („deficit gamble“) bezeichnete Experiment steigender Staatsschulden kann also einen glücklichen Ausgang nehmen.



Manche Ökonomen gehen sogar noch weiter. In seinem Abschiedsvortrag als Präsident der American Economic Association argumentiert Oliver Blanchard, **dass der Staat nicht nur mehr Schulden aufnehmen kann, sondern sogar sollte**, wenn der Realzins unterhalb der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate liegt. In einem solchen Szenario erlaubt eine staatliche Neuverschuldung der heutigen und allen zukünftigen Generationen einen höheren Konsum. Ähnlich haben die Ökonomen Rüdiger Bachmann und Christian Bayer in ihrem FAZ-Beitrag „Her

mit den Schulden“ und Carl Christian von Weizsäcker in seinem Buch mit Hagen Krämer argumentiert.

Was passiert, wenn der Staat zusätzliche Schulden aufnimmt und der Zinssatz unterhalb der Wachstumsrate liegt? Durch das zusätzliche Angebot an Staatsanleihen werden die Zinsen ansteigen und die privaten Investitionen sinken. Dieser Verdrängungseffekt ist eine Nebenwirkung der Staatsverschuldung, der üblicherweise negativ beurteilt wird, nicht aber in einer Situation, in der der Realzins und somit die Investitionsrendite unterhalb der Wachstumsrate liegen. In diesem Fall ist die Verdrängung wünschenswert, denn es gibt zu viel Sachkapital, und ein permanenter Rückgang der Investitionen steigert den Konsum der heutigen und aller zukünftigen Generationen. Diese Möglichkeit der Überakkumulation des Kapitals wird in der Literatur als **dynamische Ineffizienz** bezeichnet. In einem solchen Fall erzeugt eine staatliche Neuverschuldung mehr Konsum für alle, weil ohne Staatsschulden ein zu großer Teil der gesamtwirtschaftlichen Produktion in die Investitionen fließt – es wird zu viel gespart und zu wenig konsumiert. Gegen die These der dynamischen Ineffizienz ließe sich allerdings einwenden, dass das niedrige Zinsniveau vor allem die expansive Geldpolitik der Notenbanken spiegelt und nicht die Folge einer zu hohen Spartätigkeit.

Doch unabhängig davon, wie man nun genau zu dieser Frage steht, spricht die makroökonomische Theorie unter den aktuellen Bedingungen gegen eine Politik des ausgeglichenen Haushalts, denn viele Ökonomen erwarten, dass der Realzins in den kommenden Jahren unter der Wachstumsrate liegen wird. Ob es aber tatsächlich zu einem Anstieg der Zinsen und damit zu einer Korrektur einer möglichen dynamischen Ineffizienz kommt, ist gar nicht sicher. Denn der Großteil der staatlichen Neuverschuldung wird voraussichtlich von den **Notenbanken** aufgekauft. Damit wird ein Anstieg der Zinsen verhindert, auf der anderen Seite aber die Geldmenge ausgeweitet. Die Frage ist, ob dies eine Monetarisierung der Defizite in großem Maßstab darstellt und wenn ja, welche Auswirkungen dies haben wird.

These 10: Die Monetarisierung der Staatsschulden durch die Notenbanken muss keine negativen Nebenwirkungen haben.

Offenmarktgeschäfte, bei denen die Zentralbanken Staatsanleihen an- und verkaufen, sind seit jeher Teil des geldpolitischen Instrumentariums. Ankäufe von Staatsanleihen sind daher nicht per se problematisch oder risikobehaftet. Es stellte sich eher die Frage, ob die Notenbanken aktuell zu viele Anleihen und aus den falschen Gründen kaufen. Das könnte man als „**übermäßige Monetisierung**“ bezeichnen. Sie ist durch die Finanzierung der öffentlichen Haushalte motiviert und nicht durch das Ziel der Preisstabilität.

Wenn die Zinssätze, wie in der aktuellen Situation, praktisch gleich null sind, könnte man argumentieren, dass der Ankauf von Anleihen durch die Zentralbank im Tausch gegen Geld gar keine Effekte hat. Denn es wird ein zinsloser Vermögenswert, die sogenannte Staatsschuld, durch einen anderen, das sogenannte Geld ersetzt. Daher stellt sich die Frage, warum Zentralbanken dies trotzdem tun. Der **erste Grund** ist, dass ein Nullzinsumfeld nicht dauerhaft gegeben ist. Wenn sich die Wirtschaft erholt und die Preise anziehen, muss die Zentralbank Zinserhöhungen erwägen. Sie muss sich dann zwischen zwei Möglichkeiten entscheiden. Sie kann die Zinsen auf die Überschussreserven der Geschäftsbanken zahlen und damit neben den Staatsanleihen ein zweites zinstragendes Asset schaffen. Oder sie verzichtet auf Zinserhöhungen und nimmt eine Inflation in Kauf, die den realen Wert der Staatsverschuldung reduziert. Wenn die Vermutung besteht, dass die Zentralbank den zweiten Weg wählt, besteht in der Tat ein erhöhtes Inflationsrisiko. Werden die Notenbanken tatsächlich die Zinsen nicht erhöhen, wenn sie sehr viele Staatsanleihen auf ihrer Bilanz haben? Ökonomen wie Hans-Werner Sinn vertreten diese Auffassung. Die Erfahrungen mit den Zinserhöhungen der Fed und der Bank of England, die 2017 bis 2018 die Leitzinsen trotz hoher Bestände an Staatsanleihen anhoben, sprechen allerdings dagegen.

In einer Währungsunion wie dem Euroraum kann es einen **weiteren Grund** für die Monetisierung der Staatsschuld geben. Im Euroraum gibt es Schuldner wie Deutschland, die sichere Schuldtitel emittieren, und hoch verschuldete Länder wie Italien, dessen Anleihen mit einer positiven Prämie versehen sind, was eine gewisse Ausfallwahrscheinlichkeit widerspiegelt. Die EZB kauft die Anleihen

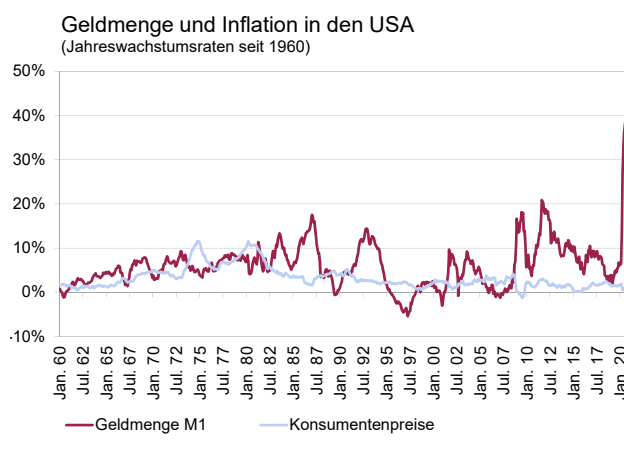
beider Länder im Austausch gegen Euro und erhöht so das Zentralbankgeld. Aus der Sicht einer „konsolidierten“ Regierung des Euro-Währungsgebiets handelt es sich dabei lediglich um einen internen Risikotransfer von den Inhabern der vom Hochverschuldungsland ausgegebenen Wertpapiere auf die Anteilseigner der EZB – letztlich die nationalen Regierungen – ohne Auswirkungen auf die Gesamtverschuldung des Staats. Aber es gibt einen impliziten Risikotransfer zwischen den Euro-Mitgliedern. Die Monetarisierung hat in diesem Fall also einen weiteren Effekt: Sie führt zu einer gewissen Risikoteilung zwischen den Euro-Mitgliedern.

These 11: Die Inflation hat sich von der Entwicklung der Geldmenge abgekoppelt.

Wenn der Ankauf von Staatsanleihen also nicht dazu führt, dass Zentralbanken bei steigender Inflation keine Zinserhöhungen vornehmen, steht die Monetarisierung nicht im Widerspruch zum geldpolitischen Ziel der Preisniveaustabilität. In einer Währungsunion kann die Monetarisierung sogar zu einem Risikotransfer zwischen den Mitgliedsländern führen und damit zur Stabilität der Finanzmärkte beitragen.

Allerdings könnte die Monetarisierung zur Ursache eines anderen Problems werden. Milton Friedmans Diktum von 1979, dass „Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen“ sei, prägt auch heute noch das Denken vieler Ökonomen und Politiker. Der **Monetarismus** legt nahe, dass es einen direkten positiven Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldmenge und der Inflation gibt.

Durch massive Käufe von Staatsanleihen und MBS (durch Hypotheken gedeckte Anleihen), die die Bilanz der Fed von 4,1 Billionen US-Dollar im Februar auf derzeit rund 7,2 Billionen US-Dollar ansteigen ließen, ist die **Geldbasis**, die sich aus den Reserven der Geschäftsbanken bei der Zentralbank und dem Bargeld zusammensetzt, um rund 1,5 Billionen US-Dollar gestiegen. Die Notfallfazilitäten der Fed haben durch die Bereitstellung von Liquidität auch die **Geldmenge M1** erhöht, die neben Bargeld die Einlagen bei Geschäftsbanken umfasst. Im Gegensatz zur quantitativen Lockerung der Fed im Anschluss an die Finanzkrise von 2008/2009, die die Geldbasis anhob, sich aber nicht wesentlich auf die breitere Geldmenge auswirkte, ging die jüngste Bilanzausweitung der Fed mit einem deutlichen



stieg der Inflationserwartungen über das Inflationsziel hinaus die Zentralbanken zum Handeln zwingen. Mit Blick auf 2021 ist das zwar recht unwahrscheinlich, doch es könnte längerfristig die Aussichten für das Wirtschaftswachstum trüben.

Anstieg von M1 einher. Die Jahreswachstumsrate lag im September und Oktober bei über 40 Prozent. Hat die Fed also die Kontrolle über die Geldmenge verloren und den Grundstein für eine **Hyperinflation** gelegt?

Mit Blick auf die Historie fällt auf, dass sich der positive Zusammenhang zwischen der Wachstumsrate der Geldmenge und der Inflationsrate schon seit einiger Zeit aufgelöst hat. Während in den 1960er und 1970er Jahren Inflation und Geldmenge häufig parallel anstiegen, ist der Zusammenhang in den letzten vier Jahrzehnten sogar leicht negativ gewesen. Die Geldmenge allein kann die Inflationsentwicklung schon lange nicht mehr erklären und die Gründe dafür sind vielfältig. Ein Großteil der Liquidität fließt derzeit nicht in die Konsumnachfrage, sondern in die Nachfrage nach Aktien und anderen Vermögenswerten. Die Geldmenge M1 hat daher eine gute Erklärungskraft für die Kursentwicklung am Aktienmarkt, nicht aber für die Konsumentenpreise. Das rückläufige gesamtwirtschaftliche Trendwachstum und das abnehmende Bevölkerungswachstum in den entwickelten Volkswirtschaften sowie die Globalisierung sind zudem starke **disinflationäre Tendenzen**, die den monetären Einfluss auf die Inflation seit langem konterkarieren.

These 12: Im laufenden Jahr ist noch nicht mit einem starken Anstieg der Inflationserwartungen zu rechnen.

Gerade mit Blick auf die Globalisierung könnte die Corona-Krise allerdings einen dauerhaft negativen Einfluss haben und so auch die Inflationsgefahren wieder erhöhen. Und selbst wenn eine Hyperinflation auch in diesem Szenario weiterhin unwahrscheinlich ist, könnte ein dauerhafter An-

Devisenmarkt: Die Fortsetzung der Dollar-Schwäche

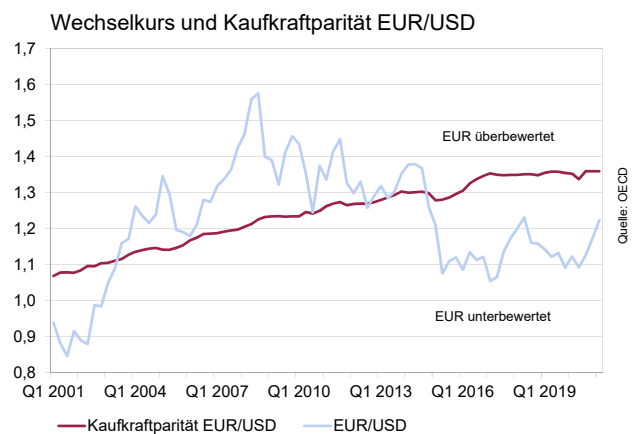
These 1: Der US-Dollar wertet bis Ende 2021 auf 1,25 gegenüber dem Euro ab.

Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, die im letzten Jahr begann, dürfte sich weiter fortsetzen. Vor allem der **kräftige Verfall des Zinsvorteils** US-amerikanischer Anleihen wird sich weiter negativ auf den US-Dollar auswirken und den Euro aufwerten lassen. Denn während im Euroraum die Zinsen bereits vor der Coronakrise auf Tiefständen notierten, hatte die US-amerikanische Notenbank deutlich mehr Raum für Zinssenkungen. Zwar besteht nach wie vor ein geringer nominaler Zinsvorteil US-amerikanischer Anleihen, aber er liegt nur noch in etwa auf dem Niveau der erwarteten Differenz der Inflationsraten. Die Realzinsen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen liegen dagegen bei den fünfjährigen Titeln im Bereich von minus 1,5 Prozent auf einem vergleichbaren Niveau. Ein realer Zinsvorteil US-amerikanischer Anleihen ist damit kaum noch vorhanden, womit eine wichtige Unterstützung für den US-Dollar weggefallen ist. Angesichts der Schwere des Konjunktüreintruchs und des fehlenden Inflationsdrucks ist zudem bis auf weiteres nicht damit zu rechnen, dass es zu einer geldpolitischen Wende in den USA kommen wird. Die Geldpolitik im Euroraum und in den USA sollte daher **in den nächsten Jahren weitgehend synchron verlaufen**.

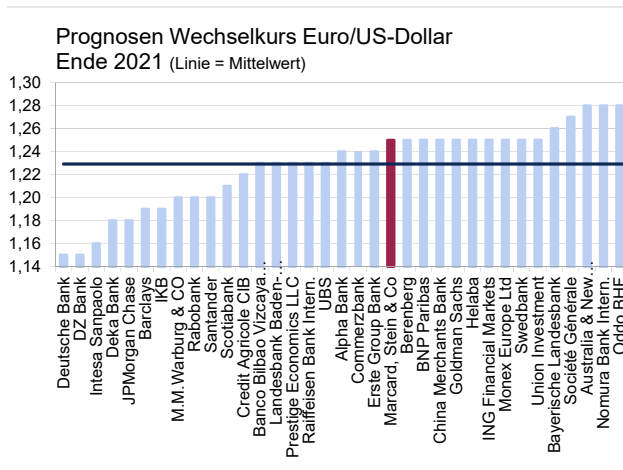
Während der Verlust des Zinsvorteils negativ für den US-Dollar ist, wirkt sich die Einigung auf einen **europäischen Wiederaufbaufonds** positiv auf den Euro aus. Der Weg ist frei, um die wirtschaftliche Erholung mit frischem Geld zu unterstützen. Der Wiederaufbaufonds hat die Risikoprämien für Euro-Anlagen reduziert und die Ratings insbesondere der Peripherie abgesichert.

Während eine expansivere Fiskalpolitik somit positiv für den Euro ist, gilt dies mit umgekehrten Vorzeichen für die USA, da die Inflationsgefahren vor allem in den Vereinigten Staaten stärker zunehmen dürften. Zwar ist mit Janet Yellen eine fiskalpolitisch eher zurückhaltende neue Finanzministerin ernannt worden, unter Joe Biden könnten die **Staatsausgaben aber dennoch weiter ansteigen**, da er seine Wahlversprechen umsetzen will und wie Yellen ein Befürworter großzügiger Corona-Hilfen ist.

Am Kapitalmarkt wird über die Coronakrise hinweggesehen, da ein Impfstoff zugelassen ist und verteilt wird. Stattdessen richtet sich der Blick zu Jahresanfang weiter nach vorne, was dazu führt, dass der **beispiellose geld- und fiskalpolitische Impuls** in höhere Inflationserwartungen übersetzt wird. Je kräftiger der Impuls, desto stärker steigen die Inflationserwartungen. Da aber die Fed, wie beschrieben, zunächst expansiv bleiben wird, steht zu befürchten, dass die **Inflationserwartungen schneller steigen als die Zinsen**. In diesem Szenario sinken die erwarteten Realzinsen und werden noch negativer, was wiederum den US-Dollar weiter schwächen könnte. Dadurch dürfte sich im Jahresverlauf auch die fundamentale Überbewertung des US-Dollar im Vergleich zum Euro teilweise abbauen.



Wir rechnen mit einer weiteren Abschwächung des US-Dollar auf **1,25 US-Dollar je Euro** zum Jahresende. Vieles wird davon abhängen, wie die Europäische Zentralbank auf die neue Euro-Stärke reagiert, denn ein starker Euro konterkariert die expansive Geldpolitik der Notenbank in nicht unerheblicher Weise. Importe werden günstiger und der Exportsektor wird belastet, sodass die Inflation zu niedrig bleibt. Das schärfste Schwert der EZB wären **Senkungen des Einlagensatzes** weiter in den negativen Bereich. Noch negativere Zinsen sind in weiten Teilen der Bevölkerung aber sehr unpopulär und verursachen zudem Probleme an anderer Stelle, sodass solch ein Schritt wohl bedacht sein muss. Die EZB kann zudem nicht die Euro-Stärke als offizielles Argument anführen, da die G7-Notenbanken sich verpflichtet haben, auf ein Wechselkursmanagement zu verzichten. Sollte der Euro dennoch zu stark aufwerten, ist mit einer Intervention der Notenbank zu rechnen, sodass das Abwertungspotenzial des US-Dollar zum Euro begrenzt ist.



These 2: Das Britische Pfund kann moderat auf 0,86 EUR/GBP aufwerten.

Das Pfund ist im letzten Jahr unter kräftigen Abwertungsdruck geraten und notierte zwischenzeitlich bei 0,94 EUR/GBP. Die Sorge um einem **harten Brexit** und das teils konfuse Management der Coronakrise haben Anleger bewogen, das Britische Pfund zu verkaufen. Die Coronakrise hat zudem dafür gesorgt, dass der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Vereinigten Königreich vergleichsweise kräftig ausfiel. Entsprechend stehen die Chancen für 2021 nun gut, dass die Erholung ebenfalls stärker ausfällt, was sich positiv auf das Pfund auswirken sollte.

Hinzu kommt, dass bezüglich der Ausgestaltung des Brexit nun Klarheit herrscht. Die Einigung mit der EU auf ein „Handelsabkommen light“ nimmt viel Unsicherheit aus dem Markt, auch wenn insbesondere im Dienstleistungsbereich nicht unerhebliche nichttarifäre Handelshemmnisse verbleiben. Bezüglich des Fortgangs der Corona-Pandemie haben die Briten zudem einen **zeitlichen Vorsprung vor vielen anderen Ländern**. Sie haben als erstes westliches Land mit den Impfungen begonnen und verfügen über eine fortschrittliche Infrastruktur, um weite Teile der Bevölkerung schnell zu impfen, sodass wesentliche Beschränkungen im Laufe des ersten Halbjahrs zurückgenommen werden können. Einer kräftigeren Aufwertung des Britischen Pfund stehen allerdings die **tiefen Realzinsen** entgegen, die aufgrund vergleichsweise hoher Inflationserwartungen noch unter denen von Bundesanleihen liegen. Unter dem Strich dürfte das Jahr 2021 aber besser für das Britische Pfund werden, sodass wir mit 0,86 EUR/GBP zum Jahresende rechnen.

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

In der Coronakrise hat sich erneut gezeigt, dass der Schweizer Franken ein **sicherer Hafen** ist und Anleger rund um den Globus im Krisenfall hierhin flüchten, obwohl die Leitzinsen mit minus 0,75 Prozent die weltweit tiefsten sind. Aus Sicht der Schweizerischen Nationalbank geht die Entwicklung des Franken allerdings **genau in die falsche Richtung**, weil ein teurer Franken die Exportwirtschaft und den Tourismus schädigt. Außerdem kämpft das Land mit einer **hartnäckigen Deflation**, die sich im letzten Jahr auch durch die Wechselkursentwicklung verschärft hat. Die Preise sind in 2020 mit einer Rate von etwa 0,8 Prozent gefallen. Besorgniserregend aus Zentralbanksicht ist zudem, dass auch die Kerninflationsrate deutlich in den negativen Bereich gerutscht ist. Um die Aufwertung des Franken in Richtung Parität zum Euro zumindest abzumildern, hat die Notenbank der Schweiz erneut **massiv am Devisenmarkt interveniert** und mit neu geschaffenen Schweizer Franken vor allem US-Dollar und Euro gekauft. Im ersten Halbjahr 2020 sind hierfür 90 Milliarden Schweizer Franken aufgewendet worden, und die Notenbank ist damit mitverantwortlich für die stark negativen Zinsen von Bundesanleihen. Mittlerweile hält sie ausländische Devisen im Umfang von 850 Milliarden Franken.

Der Aufwertungsdruck wird 2021 anhalten. Angesichts der negativen Inflationsrate sehen die Realrenditen in der Schweiz attraktiv aus. Die Notenbank wird aber vorerst verhindern, dass der Schweizer Franken in Richtung Parität zum Euro fällt.

Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: US-Dollar leicht untergewichten

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

Maßnahme 2: Untergewichtung im Britischen Pfund abbauen

Der Wegfall der Brexit-Unsicherheit und die kräftige konjunkturelle Erholung helfen dem Pfund.

Maßnahme 3: Schweizer Franken übergewichten

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

JAHRESAUSBLICK 2021: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

Geldmarkt: Die Zinsen bleiben unverändert

These 1: Die EZB belässt die Zinsen auf ihren Niveaus. Die Geldpolitik wird das ganze Jahr über expansiv bleiben.

Die Zinsen am Geldmarkt sind im letzten Jahr noch weiter in den negativen Bereich gefallen. Auch wenn es keine direkte Zinssenkung gab, hat die Europäische Zentralbank (EZB) durch ihre expansive Geldpolitik zu den tieferen Zinsen beigetragen.

Auch in diesem Jahr ist kein Spielraum für steigende Zinsen erkennbar. Stattdessen dürften die Geldmarktsätze das ganze Jahr über deutlich negativ bleiben. Dazu beitragen wird, dass die Präsidentin der Notenbank, Christine Lagarde, im Dezember des letzten Jahres deutlich gemacht hat, dass noch tiefere Zinsen denkbar sind, sollten sich die deflatorischen Tendenzen verstärken. Vor allem im Fall einer kräftigen Aufwertung des Euro, die mit anhaltend niedrigen Teuerungsraten einhergehen würde, ist eine Absenkung des Einlagensatzes ein realistisches Szenario.

In unserem Hauptszenario rechnen wir allerdings lediglich mit einer moderaten Euro-Aufwertung zum US-Dollar sowie leicht ansteigenden Inflationsraten. Zinssenkungen sind dann nicht zu erwarten, während Zinserhöhungen noch einige Jahre auf sich warten lassen werden.

Rentenmarkt: Wenig Druck auf die Renditen

These 1: Die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe wird am Jahresende bei minus 0,4 Prozent liegen.

Bundesanleihen zeigten im letzten Jahr zwei Gesichter. Einerseits konnte ein neuer Tiefpunkt bei der Rendite einer zehnjährigen deutschen Bundesanleihe bei minus 0,86 Prozent markiert werden, da im Zuge der ersten Verwerfungen während der Coronakrise im Frühjahr Bundesanleihen **als sicherer Hafen** fungiert haben. Andererseits konnte im weiteren Verlauf der Krise auch beobachtet werden, dass noch vor dem Erreichen des Tiefpunkts am Aktienmarkt die Renditen recht kräftig und innerhalb weniger Tage um

fast 70 Basispunkte angestiegen sind, sodass Anleger temporäre Verluste auf der Aktien- und der Anleihe Seite zu verbuchen hatten. Investoren haben in dieser Marktphase, die von großem Marktstress geprägt war, verkauft, was noch liquide war. Neben Staatsanleihen hatte auch Gold darunter gelitten.

Renditeentwicklung deutscher Bundesanleihen und Inflationserwartung (in Prozent)



Angebotsschwemme

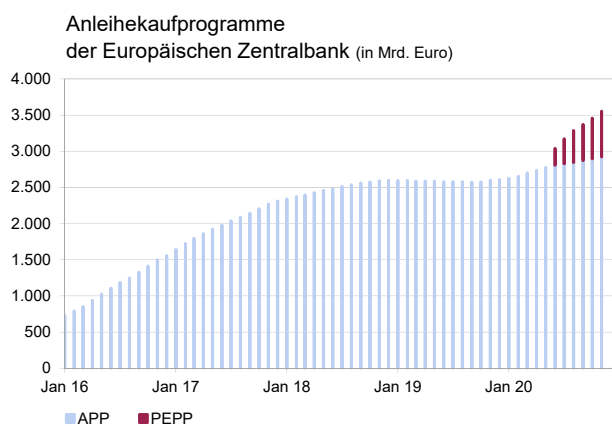
Bedingt durch die Coronakrise ist in diesem Jahr mit einem **gewaltigen Angebot** an neuen Anleihen zu rechnen. Die europäischen Staaten und die Europäische Union haben zur Bekämpfung der Krisenfolgen umfangreiche Maßnahmenpakete aufgelegt, für deren Finanzierung neue Anleihen begeben werden müssen. Hinzu kommt, dass der kurzfristige Finanzbedarf des letzten Jahres zu einem größeren Teil über Geldmarktpapiere finanziert wurde, die nun fällig werden, sodass eine Refinanzierung in länger laufende Titel vorgesehen ist. Der Nettofinanzbedarf im Euroraum beträgt etwa 500 Milliarden Euro. Hinzu addiert werden müssen noch die Anleihen für die Finanzierung der Krisenprogramme der EU. Hier könnten weitere 240 Milliarden Euro zusammenkommen.

Dass solch **große Summen relativ problemlos und ohne einen Zinsanstieg** platziert werden können, hat das letzte Jahr bereits gezeigt, in dem die Emissionstätigkeit sehr stark angestiegen war. Neben dem hohen Kapitalanlagerbedarf der institutionellen Investoren hat auch die EZB durch die Aufstockung der Asset Purchase Programme (APP) und der Einführung des **Pandemic Emergency Purchase Programme** (PEPP) maßgeblich dazu beigetragen,

eine Refinanzierung zu tiefen und oft negativen Zinsen zu ermöglichen. Um die Folgen der Krise abzufedern und schnell wieder auf den Wachstumspfad zurückzukehren, hat die EZB im Dezember 2020 auch für das neue Jahr ein umfangreiches Maßnahmenpaket beschlossen und damit die Geldpolitik weiter gelockert.

So wurde das PEPP erneut aufgestockt, das im Frühjahr 2020 zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie aufgelegt wurde. Der Gesamtumfang des Programms beträgt nun 1.850 Milliarden Euro. Die Laufzeit ist bis März 2022 angesetzt. Auch das APP wurde verlängert und soll solange laufen, bis die erste Zinserhöhung absehbar ist. Durch die Kombination der beiden Programme kauft die EZB **jeden Monat Anleihen im Umfang von 92 Milliarden Euro auf**, wobei 20 Milliarden Euro im Rahmen des APP mobilisiert werden.

Neben der quantitativen Lockerung über die Anleihekäufe hat die EZB beschlossen, die **Kreditvergabe der Geschäftsbanken** weiter anzulegen. Dies ist in der aktuellen Situation, in der viele Unternehmen zum Überleben auf neue Kredite oder die Prolongierung von bestehenden Krediten angewiesen sind, von größter Bedeutung. Um dieses Ziel zu erreichen, wurden neue Langfristtender beschlossen, die sich als effizientes geldpolitisches Mittel erwiesen haben. Bei diesen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO) können sich die Geschäftsbanken zu äußerst günstigen Konditionen mit Liquidität versorgen. Damit die Banken einen Anreiz haben, Kredite zu vergeben, können sie den Refinanzierungszinssatz durch die Ausweitung ihrer Kreditvergabe verringern.



Für den Anleihemarkt ist in diesem Jahr eine Gegenüberstellung des staatlichen Finanzbedarfs und der Nachfrage durch die EZB bedeutsam. Bezüglich des zusätzlichen Angebots ist mit **700 bis 750 Milliarden Euro** zu rechnen. Dieser Wert wird aber noch etwas ansteigen, da neue Lockdown-Maßnahmen zum Jahreswechsel notwendig geworden waren. Auf der Nachfrageseite werden in diesem Jahr alleine von der EZB **92 Milliarden Euro pro Monat** und somit 1.104 Milliarden Euro zusammenkommen.

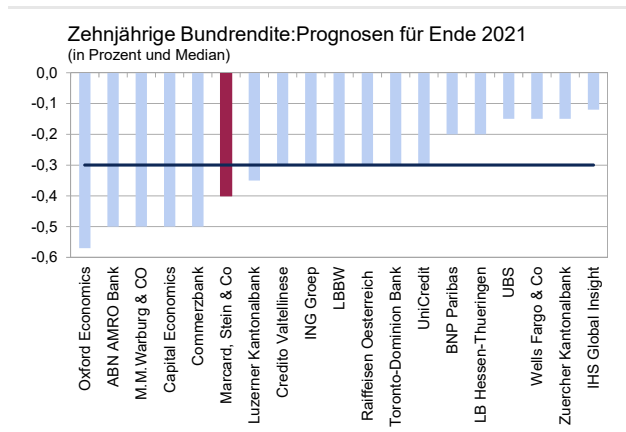
Auch wenn in diesem Betrag zu einem kleineren Teil noch supranationale Anleihen, Covered Bonds und Unternehmensanleihen enthalten sind, wird deutlich, wie wichtig die EZB bei der Finanzierung der Krisenfolgen ist. Sie alleine **absorbiert praktisch den kompletten Finanzbedarf der Euro-Staaten** und teilweise der EU und monetarisiert die Krisenfolgen. Ein zu hohes Angebot an Staatsanleihen als Argument für steigende Zinsen kann nach diesen Überlegungen verworfen werden. Wichtiger als die Angebots-Nachfrage-Relation dürfte dagegen die Entwicklung der Inflationsraten und der Inflationserwartungen sein.

Die Inflation bleibt niedrig

Die Coronakrise hat dazu geführt, dass die Auslastung der Kapazitäten im Euroraum stark gesunken ist. Die Fabriken sind weit davon entfernt, an ihre Auslastungsgrenzen zu stoßen, sodass **kaum Druck auf die Preise** von Konsumgütern aufkommen wird. Dies gilt auch für den Arbeitsmarkt, der insbesondere in den Krisenstaaten angespannt bleibt. Aber auch in Deutschland ist die Arbeitslosenquote recht stark um etwa 1,3 Prozentpunkte auf 6,3 Prozent angestiegen. Lohndruck wird somit trotz eines kräftigen erwarteten Wachstums ebenfalls nicht aufkommen. Hinzu kommen zwei weitere Punkte: Erstens rechnen wir mit einer Aufwertung des Euro zum US-Dollar, was ebenfalls inflationsdämpfend wirkt. Zweitens dürfte auch die Entwicklung auf den internationalen Energiemärkten eher verhalten ausfallen. Wir rechnen nicht mit steigenden Energiepreisen, da das Angebot an fossilen Energieträgern sehr elastisch auf Nachfrage- und Preisänderungen reagiert.

Die Zinsen dürften im nächsten Jahr dennoch etwas nach oben klettern, wenn die Pandemie spätestens im zweiten Halbjahr beendet ist und die Konjunktur wieder Tritt fassen kann. Auslöser eines moderaten Zinsanstiegs dürften die Inflationserwartungen sein, die zum Jahresende nach wie vor auf tiefen Niveaus liegen. So beträgt die Breakeven-

Inflationsrate bei Bundesanleihen, die aus der Differenz der Verzinsung nominaler und inflationsindexierter Titel berechnet wird, lediglich 0,91 Prozent. Hier ist mit einer **gewissen Normalisierung** zu rechnen, was die Renditen ein Stück weit ansteigen lassen sollte.



These 2: Die Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe steigt auf 1,1 Prozent.

Für die USA gelten in diesem Jahr ähnliche Argumentationsmuster wie für Europa. Auch jenseits des Atlantiks wird es zu einer **Angebotsschwemme an Staatsanleihen** kommen. So schätzt der Internationale Währungsfonds, dass die USA im Jahr 2020 ein Defizit von fast 19 Prozent des Bruttoinlandsprodukts finanzieren mussten. In diesem Jahr wird das Defizit demnach bei knapp neun Prozent liegen, was in Summe die Staatsverschuldung von 84 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2019 auf über 107 Prozent im Jahr 2021 ansteigen lassen wird. Nach Schätzungen des Congressional Budget Office der USA dürften die Schulden auch in den nächsten Jahren weiter nach oben klettern. Es gibt erste Stimmen, die davor warnen, dass die Staatsverschuldung in den USA ein nicht mehr nachhaltiges Niveau erreichen könnte. Zu den warnenden Stimmen gehört auch die neue Finanzministerin der USA, Janet Yellen. Sie hatte bereits in der Vergangenheit betont, dass unter der aktuellen Ausgaben- und Steuerpolitik die Verschuldungssituation aus dem Ruder zu laufen droht. Für die progressiven Kräfte der Demokratischen Partei war dann auch die Ernennung Yellens ein Schlag ins Kontor. Viele Akteure am Anleihemarkt dürften aber erleichtert reagiert haben, da die Finanzpolitik nach dem Abebben der

Coronakrise vermutlich weniger expansiv als befürchtet ausfallen wird.

Auf der Nachfrageseite steht ebenfalls eine ultraexpansive Notenbank, die auch im nächsten Jahr ihre Bilanz deutlich ausweiten wird. Eine der zahlreichen Maßnahmen der Federal Reserve ist der Ankauf von Staatsanleihen im Umfang von **80 Milliarden US-Dollar pro Monat**, der solange laufen soll, bis die Konjunktur wieder einen nachhaltigen Wachstumspfad erreicht hat. Die Fed hat mit Sorge beobachtet, wie es während der Coronakrise zu Friktionen auf dem Markt für US-Staatsanleihen kam. Daher wird sie mit einem Ausstieg aus den aufgelegten Programmen erst beginnen, wenn die Arbeitslosigkeit deutlich gesunken ist und die konjunkturelle Entwicklung längere Zeit positiv war. Im Rahmen des sogenannten „Average Inflation Targeting“ wird sie zudem sehr tolerant auch auf einen **kräftigeren Anstieg der Inflation** und der Inflationserwartungen reagieren, was die Risiken für den Anleihemarkt erhöht. Wir rechnen mit einem moderaten Anstieg der zehnjährigen Renditen auf 1,1 Prozent, was einer Performance von etwas weniger als minus einem Prozent in US-Dollar bedeutet.

These 3: Die Risikoaufschläge bei Peripherieanleihen bleiben auf tiefen Niveaus.

Im letzten Jahr kam es während der Coronakrise zu einem kräftigen Anstieg der Risikoaufschläge bei den Anleihen der südeuropäischen Staaten. Dies hat einmal mehr unterstrichen, dass diese Anlageklasse oft empfindlich auf eine nachhaltige Verschlechterung der **konjunkturellen oder politischen Rahmenbedingungen reagiert** und die Gefahren verdeutlicht, denen Anleger gegenüberstehen. Denn zwischen dem Aktienmarkt und Peripherieanleihen besteht vor allem in Phasen von Marktverwerfungen eine hohe Korrelation.

Die konjunkturellen Risiken dürften im kommenden Jahr aber in den Hintergrund treten. Stattdessen ist mit einem kräftigen Aufschwung zu rechnen, von dem Staaten mit einer **großen Reiseindustrie wie Spanien und Griechenland** besonders profitieren werden. Auch die **politische Lage in Italien ist weiterhin stabil**. Reguläre Parlamentswahlen stehen erst im Jahr 2023 wieder an. Der parteilose Ministerpräsident Conte regiert mithilfe einer Mitte-Links-Koalition relativ geräuschlos, auch wenn zuletzt die Populäri-

tät der Regierung unter den Corona-Maßnahmen gelitten hat. Unterstützung erhalten Peripherieanleihen aber vor allem von der Europäischen Zentralbank. Sehr positiv auf den Spreadverlauf im letzten Jahr hat sich zudem **die Einigung auf den Wiederaufbaufonds der EU** ausgewirkt, mit dem die schlimmsten Folgen der Coronakrise abgemildert werden sollen. Der Fonds sieht erstmals vor, dass europäische Staaten nicht rückzahlbare Zuschüsse erhalten. Dies könnte den Beginn einer europäischen Fiskalunion markieren. Die von der Krise besonders betroffenen süd-europäischen Staaten profitieren am stärksten von der **neuen europäischen Solidarität**. Der Wiederaufbaufonds hat auch dazu beigetragen, die **Ratings** trotz stark steigender Schulden nicht weiter abrutschen zu lassen. Italiens Investment Grade-Rating wurde von allen Agenturen bestätigt. Der Ausblick ist stabil.

Es fällt schwer, für das Jahr 2021 Argumente zu identifizieren, die zu einem Anstieg der Anleihespreads bei Peripherieanleihen beitragen könnten, sodass wir mit weiterhin tiefen Risikoaufschlägen rechnen.

These 4: Das Umfeld für Investment Grade-Unternehmensanleihen bleibt konstruktiv.

Von dem konjunkturellen Aufschwung profitieren sollten auch Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade-Bereich. Hier sind **Insolvenzrisiken kaum vorhanden** und die EZB unterstützt diesen Markt durch die Nachfrage im Rahmen des APP. Bei Unternehmensanleihen ist die EZB auch am Primärmarkt aktiv und kann diese direkt aus der Emission aufkaufen.

These 5: Bei Schwellenländer- und High Yield-Anleihen ist Vorsicht geboten.

Die Coronakrise hat dazu geführt, dass viele Unternehmen insbesondere aus dem High Yield-Bereich neue Schulden aufnehmen mussten, um den Umsatzausfall auszugleichen. Dadurch haben sich die **Ratings insgesamt verringert** und die Wahrscheinlichkeit von Ausfällen hat zugenommen. Dies gilt insbesondere für dieses Jahr, wenn die großzügigen staatlichen Hilfen und die Aussetzung der Insolvenzanzeigespflicht, die in einigen Staaten galt, auslaufen. Während die Risiken somit angestiegen sind, no-

tieren aber die Zinsaufschläge auf dem Vorkrisenniveau. Das Rendite-Risiko-Profil erscheint daher wenig attraktiv.

Bei Schwellenländeranleihen sieht es ähnlich aus. Auch hier sind einige Staaten **besonderes stark von der Krise getroffen worden**. Im Jahr 2021 werden viele Schwellenländer wie zum Beispiel die Türkei, Brasilien oder Südafrika mit einer abwertenden Währung und steigenden Zinsen zu kämpfen haben. Hinzu kommt, dass die Impfungen vermutlich deutlich später als in den Industriestaaten kommen und möglicherweise auch nicht flächendeckend zu finanzieren sind, sodass länger anhaltende Lockdown-Maßnahmen möglich sind.

These 6: Inflationsindexierte Anleihen profitieren von einer Normalisierung der Inflationserwartungen.

Die konjunkturelle Erholung und die Aussicht auf Notenbanken, die mehr als früher höhere Inflationsraten tolerieren, sprechen dafür, dass sich die Inflationserwartungen normalisieren werden. Dies ist ein günstiges Umfeld für inflationsindexierte Anleihen.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Keine Angst vor negativen Renditen.

Anleihen sollten nicht aus Rendite- sondern aus Risiko-gründen allokiert werden. Nur solide Anleihen bilden ein Gegengewicht zum risikobehafteten Teil des Portfolios. Im gegenwärtigen Umfeld müssen daher auch negative Renditen in Kauf genommen werden.

Maßnahme 2: Durationsrisiken sollten neutral gewichtet werden.

Gewisse Durationsrisiken sind notwendig, um wirksam vor Systemrisiken zu schützen. Eine Barbell-Strategie mit einem Übergewicht im kurzen und langen Bereich sowie einem Untergewicht bei Anleihen mit mittlerer Laufzeit bietet sich aktuell vor allem bei US-Staatsanleihen an. Länger laufende Anleihen profitieren vom Roll-Down-Effekt, während kürzer laufende Anleihen nur geringe Kursrisiken beinhalten.

Maßnahme 3: US-Staatsanleihen sollten leicht untergewichtet werden.

US-Staatsanleihen bieten eine Verzinsung, die im positiven Bereich liegt. Sie schützen zudem vor systemischen

Risiken. Der geringer gewordene relative Zinsvorteil und die erwartete Abwertung des US-Dollar zum Euro sprechen aber für eine leichte Untergewichtung.

Maßnahme 4: Peripherieanleihen sollten leicht übergewichtet werden.

Aktuell scheinen die politischen Risiken in den Hintergrund getreten zu sein. Unterstützung kommt von der konjunkturellen Erholung, dem EU-Wiederaufbaufonds und der EZB, während die Renditen noch attraktiv sind.

Maßnahme 5: Unternehmensanleihen sollten leicht übergewichtet werden.

Unternehmensanleihen bieten bei moderaten Risiken eine verhältnismäßig attraktive Vergütung.

Maßnahme 6: High Yield-Anleihen und Schwellenländeranleihen sollten untergewichtet werden.

Das Rendite-Risiko-Profil ist aktuell wenig attraktiv.

Maßnahme 7: Inflationsindexierte Anleihen und Wandelanleihen sollten leicht übergewichtet werden.

Die Inflationserwartungen dürften sich erholen. Wandelanleihen profitieren von einem festen Aktienmarkt.

Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2021

Corona hat gezeigt, wie wichtig ein gut strukturiertes Anleiheportfolio ist, das ohne Ausfälle auch durch schwere Krisen kommt. Eine sorgfältige Titelauswahl mit Fokus auf die Bonität ist daher weiterhin entscheidend, um das Portfolio zu schützen.

Aktienmarkt: Aktien profitieren von der wirtschaftlichen Erholung

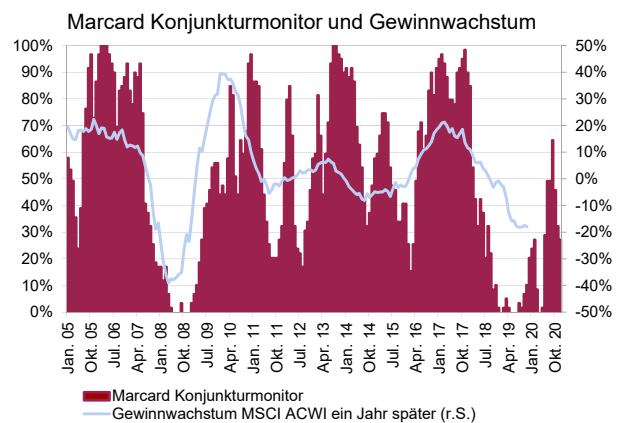
Die Aktienmärkte haben letztes Jahr zeitweise stark unter der Corona-Pandemie gelitten. Der Einbruch im Frühjahr lag bei 40 Prozent und mehr. Die schnellen Reaktionen der Notenbanken und der Fiskalpolitik haben jedoch eine rasche Erholung herbeigeführt. Von den Zinssenkungen der Fed und den Anleiheankäufen der großen Notenbanken haben die Bewertungen profitiert, was die Märkte trotz starker Gewinneinbrüche in vielen Sektoren wieder auf Höchststände katapultierte. In diesem Jahr werden dagegen nicht mehr die Bewertungen, sondern die sich erholenden **Gewinne** die Kurse beflügeln.

These 1: Der Aktienmarkt wird in diesem Jahr durch die Gewinne getrieben.

Die **Entwicklung der Gewinne** hängt hauptsächlich vom Wirtschaftswachstum ab. Unser Marcard-Konjunkturmonitor wertet eine Vielzahl weltweiter Frühindikatoren systematisch aus und aggregiert diese zu einem Gesamtwert zwischen null und einhundert Prozent. Dabei gehen sowohl das Niveau als auch die Veränderungen der jeweiligen Indikatoren in den Score ein. Der Modellwert im Dezember 2020 von 27 Prozent zeugt von einer weiterhin schwachen Konjunktorentwicklung. Dies liegt vor allem an den Lockdowns im Zuge der steigenden Infektionszahlen im vierten Quartal. Mit den schwächelnden Konjunkturdaten im Blick dürften viele Unternehmen auch zu Beginn dieses Jahres mit zunächst schwächeren Geschäftsergebnissen rechnen. Durch die zunehmenden Impfungen wird sich die wirtschaftliche Aktivität ab dem zweiten Quartal allerdings normalisieren. Neben der zyklischen Erholung wird die Gewinnentwicklung auch dadurch begünstigt, dass viele Unternehmen im Zuge der Coronakrise durch Rationalisierungen die Effizienz und damit auch die Gewinnmargen verbessert haben.

Ein weiterer positiver Faktor für den Aktienmarkt ist das starke **Geldmengenwachstum**. Das als M1 bezeichnete Bargeld- und Girokontenvolumen stieg im vergangenen Jahr in der Eurozone um 14 Prozent und um über 40 Prozent in den USA. Solche hohen Wachstumsraten waren in der Vergangenheit stets mit kräftigen Gewinnen an den Aktienmärkten verbunden.

Diese sehr positiven Aussichten werden von den meisten Marktteilnehmern geteilt und in ein hohes erwartetes Gewinnwachstum für die Unternehmen übersetzt. Sowohl in Europa als auch in den USA erwarten die Analysten einen Anstieg der Gewinne je Aktie um 30 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Da zu Jahresbeginn die Gewinnschätzungen in der Regel zu hoch sind, dürfte es allerdings im Laufe des Jahres zu Abwärtsrevisionen kommen. Zudem haben die Aktienmärkte bereits einen Teil der **positiven Gewinnerwartungen eingepreist**. Aber trotz dieser beiden Einschränkungen ist immer noch genug Potenzial für neue Rekordstände an den Aktienmärkten vorhanden.

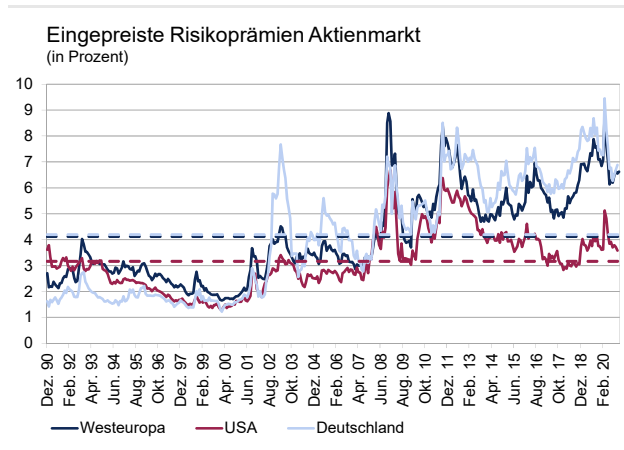


These 2: Bewertungsveränderungen werden nur einen geringfügigen Effekt auf die Aktienmärkte haben.

Neben der Gewinnentwicklung spielen Bewertungsveränderungen eine entscheidende Rolle für die Aktienmärkte. Während sich langfristige Wachstumserwartungen positiv auf Bewertungsmultiplikatoren auswirken, sind steigende Zinsen oder eine erhöhte Risikoaversion der Anleger negativ. In der kurzen Sicht wird das Bewertungsniveau vor allem durch die **Veränderungen im Zinsniveau und der Risikoneigung** beeinflusst, da langfristige Wachstumserwartungen relativ stabil sind.

Bei den Leitzinsen ist sowohl in Europa als auch in den USA keine Änderung in Sicht. Da weiterhin Unterbeschäftigung besteht und die Inflation weit unterhalb der Zielwerte liegt, ist eine **Anhebung der Zinsen unwahrscheinlich**. Durch den Strategiewechsel der US-Notenbank, die nun ein durchschnittliches Inflationsziel verfolgt, werden steigende Inflationsraten nicht sofort zu einem Wechsel des monetären Kurses führen. Am längerem Ende der Zins-

kurve wird die Normalisierung der Inflationserwartungen die Zinsen nur mäßig ansteigen lassen. Von der Zinsseite ist daher nur von einem leicht negativen Effekt auf die Bewertungen auszugehen.



Mit Blick auf die hohen Risikoprämien am Aktienmarkt könnte die Hoffnung aufkommen, dass ein Rückgang dieser Prämien die Bewertungen sogar erhöhen könnte. Durch den Wahlsieg Bidens und die Fortschritte bei der Impfstoffentwicklung ist die Stimmung bei den Anlegern allerdings schon sehr positiv geworden. Das zeigt der Rückgang der Volatilitätsindizes während der Kursralle im November letzten Jahres und auch der Relative-Stärke-Index, der einen **überkauften Markt** andeutet. Das ist üblicherweise ein Kontraindikator für den Aktienmarkt und sollte verhindern, dass die Bewertungen deutlich ansteigen werden.

Ein weiteres Argument gegen eine Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren dürfte jedoch die Tatsache sein, dass sie **über ihren historischen Durchschnitt** liegen. Das ist zwar angesichts des extrem niedrigen Zinsniveaus durchaus gerechtfertigt, spricht aber gegen einen weiteren Anstieg. Wir rechnen daher nicht damit, dass Bewertungsveränderungen einen wesentlichen positiven Einfluss auf die Aktienmarktentwicklung im laufenden Jahr haben werden.

These 3: Die Dividendenrenditen werden wieder steigen.

Nach den zahlreichen Dividendenkürzungen und ausfällen im vergangenen Jahr dürften sich die Ausschüttungsniveaus nun wieder normalisieren. Im Einzelnen ist dies allerdings davon abhängig, wie sich die Finanzsituation

der Unternehmen entwickeln wird. Auch hier werden Corona-Verlierer mehr Zeit benötigen, um ihre Bilanzen zu reparieren. Im Euroraum waren die Ausschüttungen von Banken an die Aktionäre ab März letzten Jahres praktisch eingefroren. Im Gegenzug erhielten die Banken regulatorische Erleichterungen und staatliche Kreditgarantien. Aus rechtlichen Gründen ist es der EZB im laufenden Jahr allerdings nicht möglich, dieses Dividenden-Moratorium aufrecht zu erhalten. Die EZB hat daher wie die Bank of England bereits angekündigt, dass sie das strenge Dividenden-Verbot zum Jahresende aufhebt.

Wir erwarten, dass Ende des zweiten Quartals die **Dividendenrendite ansteigen** und das Vorkrisenniveau erreicht wird. Beim DAX rechnen wir mit einer Dividendenrendite von 2,9 Prozent.

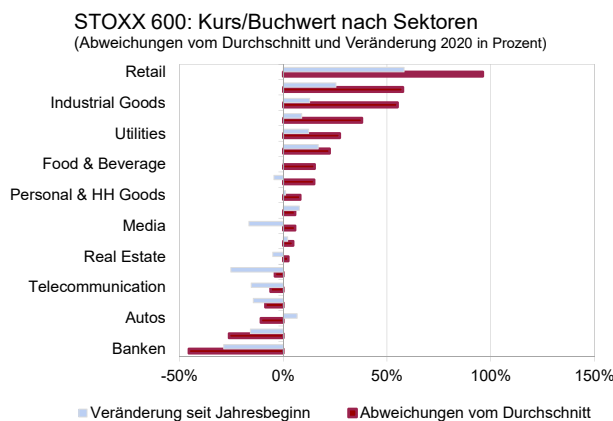
These 4: Value-Aktien holen gegenüber Growth auf, leiden aber weiterhin unter dem niedrigen Zinsniveau.

Wie bereits im Schwerpunkt ausgeführt, profitieren Value-Werte von den Erfolgen bei der Pandemiebekämpfung und dem konjunkturellen Aufschwung. Viele Corona-Verlierer, deren Geschäftsmodelle unter der Pandemie besonders gelitten haben, weisen niedrige Bewertungen auf und werden sich bei einstellenden Impferfolgen wieder erholen.

Gebremst wird das Comeback der Value-Titel allerdings durch die unverändert niedrigen Zinsen. Dauerhaft steigende Zinsen oder ein starker Anstieg der Inflationserwartungen, die Value-Werte begünstigen würden, sind in diesem Jahr nicht zu erwarten. Ohne eine Zinswende sind auch die teils ambitionierten Bewertungen von Tech-Titeln nicht in Gefahr. Hinzu kommt, dass der Trend zur Digitalisierung, der durch Corona noch verstärkt wurde, nicht für eine Abkehr von Growth-Titeln spricht. Wir empfehlen daher, **Untergewichte in Value Titeln zu reduzieren**, aber nicht gänzlich auf Wachstumswerte zu verzichten.

Ein Indikator für die Bewertung von Unternehmen sind die Kurs-Buchwert-Verhältnisse. Wenn sie unter dem Durchschnitt der Branche oder des Index liegen, weist dies auf eine günstige Bewertung hin. Darunter fallen in Europa die Sektoren **Banken und Versicherungen, Öl und Gas sowie Automobile**. Allerdings muss bei dieser Betrachtung der langfristige Trend berücksichtigt werden, um eine „**Value-Falle**“ zu vermeiden. Niedrige Bewertungen können

eben auch ein Indiz dafür sein, dass das **mangelnde Zukunftspotenzial des Geschäftsmodells** zu einem Abschlag führt. So werden Banken weiterhin unter der zunehmenden Regulierung und der Überabdeckung des Markts leiden („overbanking“). Die traditionelle Automobilindustrie muss die Herausforderung des Trends zur E-Mobilität und zum nachhaltigen Fahren meistern. Der Öl- und Gas-Sektor leidet dauerhaft unter dem wachsenden Interesse an nachhaltigen Energiequellen.



These 5: Europäische und amerikanische Aktien sollten eine ähnliche Wertentwicklung erzielen.

Während die US-Wirtschaft im vergangenen Jahr nur um minus 3,9 Prozent eingebrochen ist, lagen die Einbußen im Euroraum bei minus 7,6 Prozent und in Großbritannien sogar bei minus 10,6 Prozent. Das konjunkturelle Erholungspotenzial im laufenden Jahr ist daher diesseits des Atlantiks deutlich höher als jenseits, was sich auch in unseren Wachstumsprognosen widerspiegelt. Hinsichtlich der **Gewinnentwicklung** sind die Prognosen mit einem Plus von rund 30 Prozent in beiden Märkten dagegen ausgeglichen. Während Europa vor allem von einer Renaissance der Value-Werte profitieren kann und sich zudem die Aussichten für Großbritannien deutlich verbessert haben, profitiert der US-Markt weiterhin von den großen Wachstumswerten, den höheren Gewinnmargen und der stärkeren wirtschaftspolitischen Unterstützung. Die erwartete leichte Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar schmälert zwar die in Euro gerechneten Erträge des US-Aktienmarkts, belastet aber auf der anderen Seite die Aussichten der Exportindustrie im Euroraum. Alles in allem spricht dies für eine Gleichgewichtung der europäischen und US-amerikanischen Aktienmärkte.

These 6: Schwellenländermärkte werden outperformen.

Besonders von der Pandemie betroffen waren die Schwellenländer. Zum einen, weil der Pandemieverlauf in Ländern wie Brasilien oder Indien besonders heftig war, zum anderen, weil die globalen Lockdowns temporär den Welthandel zum Stillstand brachten. In diesem Jahr werden sich Volkswirtschaften aus Schwellenländern wieder deutlich erholen. Das spricht für die Aktienmärkte der Schwellenländer, allerdings sind dort auch die **Risiken höher**. Der Zugang zu Impfstoffen sowie der damit einhergehende logistische Aufwand lassen vermuten, dass die Bewältigung der Gesundheitskrise nicht ganz so reibungslos verlaufen wird wie in Industriestaaten. Die Treiber für die Outperformance auf den Aktienmärkten werden jene Staaten sein, die die Krise bereits gut gemeistert haben. Dies gilt für viele ostasiatische Länder, allen voran **China**.

Die relative Performance der Aktien aus Schwellenmärkten gegenüber den Industrieländern weist einen positiven Zusammenhang mit den Wachstumsdifferenzen zwischen beiden Blöcken auf. Historisch zeigt sich, dass eine Zunahme der Wachstumsdifferenz zu einer relativen Outperformance des MSCI Emerging Markets gegenüber dem MSCI World führt. Da wir in diesem Jahr von einem sehr starken Wachstum in China und anderen asiatischen Ländern ausgehen, erwarten wir auch eine **Outperformance der Schwellenländerindizes**. Dafür spricht auch die relativ günstige Bewertung vieler Indizes und die Aussicht auf einen schwächeren US-Dollar.

These 7: Qualitätsaktien bleiben attraktiv.

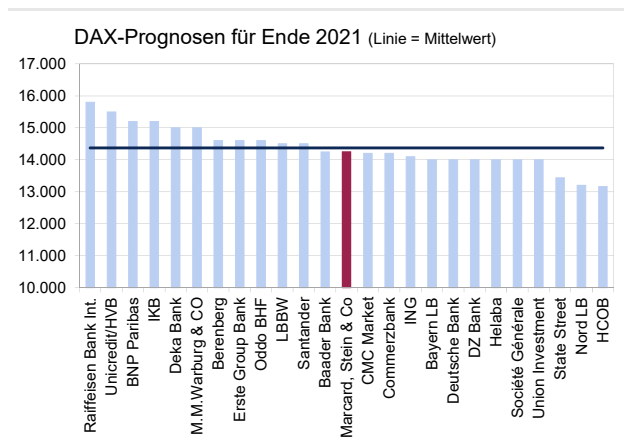
Die Aktien qualitativ hochwertiger Unternehmen konnten im vergangenen Jahr outperformen. Ein geringer Verschuldungsgrad, ein krisenfestes Geschäftsmodell und robuste Gewinnreiber zahlten sich während der Coronakrise einmal mehr aus. Wie aber sind die Perspektiven, wenn es im laufenden Jahr zu einer starken zyklischen Erholung kommt? Grundsätzlich ist Qualität ein eigenständiges Unternehmensmerkmal, das nicht mit anderen Faktoren deckungsgleich ist. Deshalb können sich Qualitätstitel sowohl in den Bereichen Value, Growth oder Zyklisch wiederfinden. Sorgfältig ausgewählte Qualitätstitel müssen in einem von der Konjunktur getriebenen Aktienmarkt keineswegs underperformen. Sie sind ein strategisches Basisin-

vestment, das zur langfristigen Allokation jedes Anlegers gehört. Es macht jedoch Sinn, bei einer Erhöhung der Aktienquote als Ergänzung stärker zyklisch orientierte Titel mit in das Portfolio aufzunehmen, um auf diese Weise vom konjunkturellen Rebound profitieren zu können.

These 8: Wir erwarten den DAX zum Jahresende bei 14.250 Punkten.

Deutschland hat die Krise vergleichbar gut gemanagt und dürfte davon im kommenden Jahr profitieren. Die Erholung der Weltwirtschaft begünstigt die exportorientierten deutschen Unternehmen. Nachholeffekte nach dem Ende der Lockdowns, die EU-Wiederaufbauhilfen und eine Margenverbesserung nach krisenbedingten Umstrukturierungen sprechen für höhere Gewinne. Niedrige Zinsen und drohende Kreditausfälle belasten dagegen den Ausblick für die Banken. Eine stärkere Binnenorientierung der chinesischen Wirtschaft, die leichte Aufwertung des Euro und die Gefahr eines zu frühzeitigen Entzugs von Hilfsgeldern könnten auch in anderen Sektoren die Aussichten dämpfen. Mit einem erwarteten Gewinnwachstum von 30 Prozent gegenüber dem Vorjahr sind die Erwartungen schon sehr hoch. Gleiches gilt für die Bewertungen, die mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis im DAX von 15,1 deutlich über dem Durchschnitt in den letzten fünf Jahren von 13,5 liegen.

Bei unveränderten Bewertungen bis zum Jahresende, einem Gewinnimpuls von knapp fünf Prozent und einer Dividendenrendite von knapp drei Prozent ergibt sich ein Kursziel bis zum Jahresende von **14.250 Punkten**.



Ab September 2021 **wird der Leitindex DAX um zehn Mitglieder auf insgesamt 40 erweitert**. Er wird damit die größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland noch umfassender abdecken. Im Gegenzug wird der MDAX-Index von 60 auf 50 Mitglieder verkleinert. Diese Veränderung ist vor dem Hintergrund des Wirecard-Skandals zu sehen, denn es werden selektivere Maßnahmen zur Indexmitgliedschaft eingeführt, die an internationale Standards angelehnt sind und gleichzeitig die Transparenz, Berechenbarkeit und Objektivität verbessern sollen.

Mit der Erweiterung des DAX um zehn Mitglieder wird es nur kleine Änderungen in der **Sektorgewichtung** geben. Der DAX bleibt weiterhin zyklisch und hat mit seiner internationalen Ausrichtung eine starke Abhängigkeit vom Welthandel. Nach den Änderungen wird der DAX eine etwas stärkere Gewichtung in den Branchen Chemie (17 Prozent), Industrie (16 Prozent) und Technologie (12 Prozent) haben und damit seine Exponiertheit gegenüber dem globalen Wachstum beibehalten. Er wird dann mehr als 80 Prozent seines Umsatzes außerhalb Deutschlands erwirtschaften, mehr als alle anderen Indizes im Euroraum.

Die Sektorgewichtung des MDAX wird weitaus stärker betroffen sein. Die Aufnahme von zehn relativ kleinen Unternehmen in den DAX hat weniger Auswirkungen als die Streichung der zehn größten Unternehmen aus dem MDAX. Diese zehn Unternehmen machen derzeit 45 Prozent der Marktkapitalisierung des MDAX aus. Das Gewicht im Gesundheitswesen würde um acht Prozent sinken, wenn Sartorius, Siemens Healthineers und Qiagen in den DAX aufgenommen würden. Der Einzelhandel würde komplett verschwinden, wenn Zalando in den DAX aufsteigt.

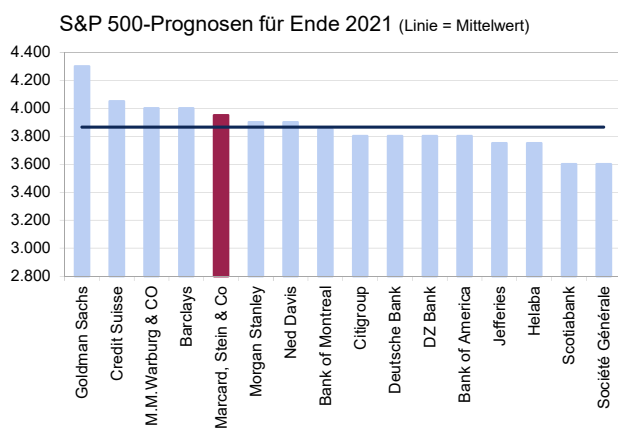
These 9: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 3.950 Punkten

Abgesehen von COVID-19 war die Aktienmarktgeschichte des Jahres 2020 **"Big Tech"**. Die fünf größten Unternehmen – Apple, Microsoft, Amazon, Google und Facebook – machen beispiellose 22 Prozent der Indexkapitalisierung des S&P 500 aus und haben im vergangenen Jahr rund 50 Prozent zugelegt, während die anderen 495 Mitglieder des S&P 500 vergleichsweise dürftige vier Prozent erwirtschaftet haben. Die Rendite der größten Aktien verteilte sich zu etwa gleichen Teilen auf Gewinnwachstum und Be-

wertungsexpansion. Im Gegensatz dazu wurde im Durchschnitt der restlichen Titel der Rückgang der Gewinne durch einen Anstieg der Bewertung ausgeglichen.

Viele Investoren sorgen sich, dass die hohe Marktkonzentration der Big Tech-Werte den Ausblick für den S&P 500 trübt. Die 495 Aktien, die 78 Prozent des S&P 500-Index ausmachen, könnten eine Schwäche der „Stars“ aber durchaus kompensieren. Bei einem Wachstum um 12 Prozent (was der historische Mittelwert ist) und einem Nullwachstum der fünf Big Tech-Titel würde der S&P 500 immer noch um neun Prozent zulegen.

Ähnlich wie in Europa sehen wir auch in den USA wenig Potenzial für steigende Bewertungen. Der Gewinnanstieg könnte allerdings etwas kräftiger ausfallen, da die Margen der US-Unternehmen höher als die ihrer europäischen Konkurrenten sind. Insgesamt haben wir ein **Kursziel von 3.950 Punkten zum Ende des Jahres.**



Aktienmarkt Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktienquote im Vergleich zu anderen Assetklassen übergewichten.

Das absehbare Ende der Pandemie sowie die immer noch großzügige monetäre und fiskalische Unterstützung sprechen für eine kräftige wirtschaftliche Erholung im laufenden Jahr. Das sollte auch die Gewinne beflügeln und die Aktienmärkte weiter nach oben treiben. Die Aktienquote sollte daher übergewichtet werden.

Maßnahme 2: Europäische und amerikanische Aktien gleichgewichten.

Europa dürfte noch stärker als die USA von der zyklischen Erholung profitieren. Höhere Gewinnmargen in den USA

sollten diesen Effekt allerdings ausgleichen können. Bewertungsveränderungen werden an beiden Märkten wenig Einfluss auf die Kursentwicklung haben. Insgesamt raten wir daher zu einer Gleichgewichtung beider Aktienmärkte.

Maßnahme 3: Schwellenländeraktien übergewichten.

Die Wachstumsdifferenzen zwischen den Schwellenländern und Industrieländern deuten darauf hin, dass erstere von der Pandemieerholung deutlich stärker profitieren werden. Vor allem im asiatischen Raum sehen wir großes Wachstumspotenzial. Daher sollten Schwellenländeraktien übergewichtet werden.

Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2021

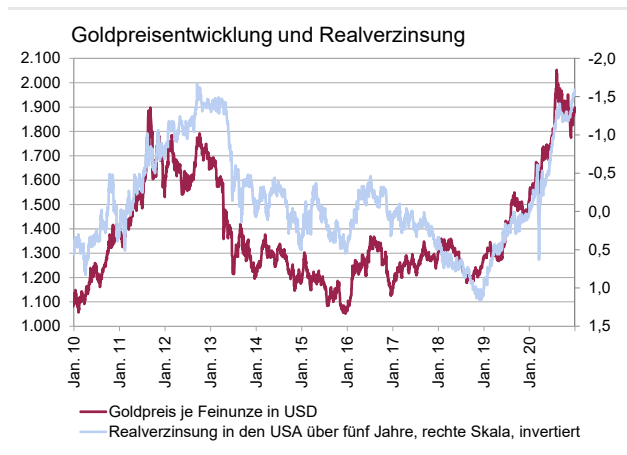
Die guten Perspektiven für dieses Jahr lassen positive Entwicklungen an den Aktienmärkten erwarten. Eine signifikante Aktienquote zur Erreichung der Gesamtportfolioziele und zum realen Kapitalerhalt ist in Anbetracht der reduzierten Unsicherheiten sinnvoll. Im Cross-Asset-Vergleich ist die Anlageklasse Aktien zudem sehr attraktiv.

Rohstoffmarkt: Wenig Phantasie

These 1: Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.800 US-Dollar je Feinunze.

Negative Realzinsen stützen

Vor allem der **starke Verfall der Realzinsen** hat Gold in den Jahren 2019 und 2020 viel Rückenwind verliehen. Lag die reale Verzinsung einer fünfjährigen US-Staatsanleihe zu Beginn des Jahres 2019 noch mit etwa einem Prozent deutlich im Plus, sank dieser Wert erst im Zuge einer konjunkturellen Abschwächung und dann bedingt durch die Coronakrise auf Werte deutlich im **negativen Bereich**. Da auch andere sichere Häfen wie Bundesanleihen tief negative Realzinsen aufweisen, hat sich die relative Attraktivität von Gold spürbar erhöht. Für das laufende Jahr erwarten wir zwar weiterhin negative Realzinsen, aber es dürfte eher zu einer Konsolidierung auf den erreichten Niveaus kommen. Gold bleibt in diesem Umfeld zunächst attraktiv.

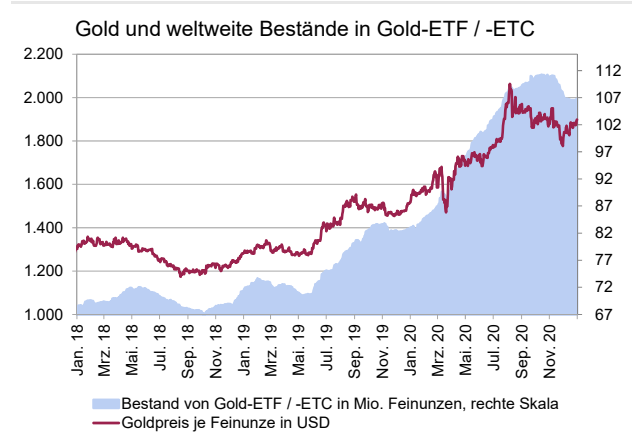


Auch vom Devisenmarkt bekommt Gold Rückenwind. Wir rechnen damit, dass der US-Dollar in diesem Jahr zum Euro und noch stärker zu den Währungen der Dollar-Peripherie und den asiatischen Währungen abwertet. Davon dürfte Gold, das von vielen Investoren als **Ersatzwährung** gehalten wird, profitieren.

Die zyklische Erholung dämpft die Sicherheitsnachfrage

Während somit das Kapitalmarktumfeld günstig bleibt, kommt Gegenwind von der Konjunktur, denn die Impfungen gegen das Coronavirus werden vermutlich ab dem zweiten Halbjahr dazu führen, dass wesentliche Beschrän-

kungen wegfallen. Mit der geld- und fiskalpolitischen Unterstützung dürfte es gleichzeitig zu einer kräftigen konjunkturellen Erholung kommen. Die Anlegerstimmung könnte sich dann verändern und die **Sicherheitsnachfrage**, die im letzten Jahr sehr stark angestiegen war, spätestens in der zweiten Jahreshälfte nachlassen. Hinzu kommen Veränderungen in der politischen Landschaft. In den USA ist mit Joe Biden ein neuer Präsident an der Macht, der berechenbarer ist. Und in Europa ist mit dem Wiederaufbaufonds ein Instrument geschaffen worden, das die systemischen Risiken vor allem in Hinblick auf den Euro reduziert. Dies sind für Goldanleger eher schlechte Nachrichten, da die politischen Unsicherheiten abnehmen dürften. Die Investmentnachfrage, die maßgeblich die Gold-Rallye der letzten zwei Jahre angeschoben hat, könnte in diesem Szenario nachlassen. Im November des letzten Jahres sind bereits etwa 100 Tonnen aus Gold-ETCs und -ETFs abgeflossen.



Während sich somit die Investmentnachfrage eher verhalten entwickeln sollte, ist mit einer Zunahme der Schmucknachfrage zu rechnen, die im Corona-Jahr 2020 einen Tiefstand verzeichnete. Selbst während der Finanzmarktkrise 2009 war die Schmucknachfrage höher. In den beiden Hauptabnehmerländern von Schmuckgold, Indien und China, lag die Nachfrage in den ersten drei Quartalen 43 Prozent bzw. 57 Prozent unter den Vorjahreswerten. Dieser kräftige Einbruch ist hauptsächlich auf die Coronakrise zurückzuführen, da beispielsweise **Hochzeiten kaum stattfanden**. Aber auch der zwischenzeitlich sehr hohe Goldpreis hat die Schmuckgoldnachfrage spürbar belastet. Für dieses Jahr deutet sich aber ein Nachholeffekt an. So ist in China die Pandemie erfolgreich zurückgedrängt worden, wodurch Hochzeiten wieder vermehrt gefeiert werden dürften. Da auch der Goldpreis in Yuan mittler-

weile gefallen ist, ist mit einem Anstieg der Schmucknachfrage zu rechnen.

Die weltweiten Zentralbanken sind ebenfalls ein wichtiger Nachfrager nach Gold. Im letzten Jahr war die Nachfrage der Geldhüter nach drei Quartalen mit 220 Tonnen auf dem niedrigsten Niveau seit 2010. Es gab zwischenzeitlich sogar Netto-Goldverkäufe der Notenbanken. Denkbar ist, dass einige Notenbanken von Schwellenländern gezwungen waren, über Goldverkäufe Devisen zu Erlösen, um ihre teilweise **kräftig abwertenden Währungen** zu stützen bzw. ihre niedrigen Devisenreserven aufzufüllen. In diesem Jahr ist angesichts der nach wie vor schwachen Währungen einiger Schwellenländer kaum damit zu rechnen, dass die Goldkäufe der Notenbanken stärker ansteigen. Auch hier könnte die Wahl Bidens zum US-Präsidenten dafür sorgen, dass die Notenbanken aus **China, der Türkei oder Russland** weiterhin geringere Mengen Gold kaufen, da die Außen- und Handelspolitik der USA weniger konfrontativ als in den letzten Jahren ausfallen sollte. Von der Nachfrage der Notenbanken dürfte aus den genannten Gründen keine Unterstützung für Gold kommen.

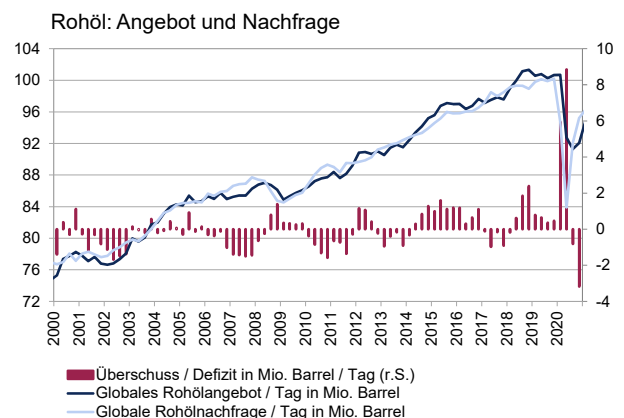
Lediglich von der Schmuckgoldnachfrage dürften Impulse kommen, sodass letztlich nicht mit einer Ausweitung der Gesamtgoldnachfrage gerechnet werden kann. Auf der Angebotsseite war das letzte Jahr ebenfalls von der Pandemie geprägt. Insbesondere im ersten und zweiten Quartal 2020 fiel sowohl die **Minenproduktion als auch das Angebot an recyceltem Gold**. Lag der Minenoutput im ersten Halbjahr 2019 noch bei 1.680 Tonnen, fiel die Produktion im ersten Halbjahr 2020 um rund zehn Prozent auf 1.510 Tonnen. Auch das Recycling von Altgold ging im ersten Halbjahr 2020 gegenüber dem Vorjahr um rund vier Prozent auf knapp 590 Tonnen zurück. In der Summe hat das Gold-Angebot aus Minenproduktion und Recycling im ersten Halbjahr damit gegenüber 2019 um etwa 8,4 Prozent auf rund 2.100 Tonnen abgenommen. Nachdem die erste Welle der Pandemie gebrochen war, ist das Goldangebot im dritten Quartal recht kräftig angestiegen und hat fast das Niveau des Vorjahresquartals wieder erreicht. In diesem Jahr dürfte es zunächst erneut coronabedingt zu einem **zeitweisen Produktionsrückgang kommen**, da angesichts der anziehenden Infektionsdynamik neue Beschränkungen beschlossen wurden. Im weiteren Jahresverlauf ist aber damit zu rechnen, dass die Impfungen erlauben, die Minen wieder vollständig zu öffnen. Gleichzeitig ist angesichts des **hohen Goldpreises und der**

schwachen Währungen vieler Förderländer der Anreiz sehr hoch, die Produktionsmengen stark auszuweiten.

Für dieses Jahr erwarten wir daher, dass in der ersten Jahreshälfte die Nachfrage über dem Angebot liegt, während in der zweiten Jahreshälfte das steigende Angebot die Nachfrage übersteigt. Dies spricht dafür, dass der Goldpreis zunächst gut unterstützt bleiben sollte, was durch tiefe Realzinsen und eine weitere Abwertung des US-Dollar untermauert wird. Dann dürfte sich das Bild aber umkehren. Die **zyklische Erholung der Konjunktur** und das **steigende Goldangebot** sprechen für rückläufige Notierungen in der zweiten Jahreshälfte. Am Jahresende rechnen wir mit einem Goldpreis von 1.800 US-Dollar je Feinunze.

These 2: Der Preis eines Barrels Rohöl der Sorte WTI liegt am Jahresende bei 50 US-Dollar.

Der Rohölpreis nahm im letzten Jahr eine extreme, bisher noch nicht gesehene Entwicklung. Für kurze Zeit fiel er sogar in den negativen Bereich. Dies geschah, weil die Nachfrage als Folge des Lockdown global einbrach, während das Angebot weiterhin hoch war. Es bestand das Risiko **ungenügender Speichermöglichkeiten**, was die Preise kurzzeitig auf minus 37,63 US-Dollar je Barrel WTI fallen ließ.



Im weiteren Jahresverlauf beruhigte sich die Lage wieder, weil die **Erdölförderung stark eingeschränkt wurde** und die Nachfrage zulegte. Für das Jahr 2021 ist die Prognose schwieriger als sonst, da die Entwicklung der Nachfrageseite kaum vorhersehbar ist. Die üblichen konjunkturellen Schwankungen, die sich auf den Rohölmarkt auswirken, werden durch die Pandemie sowohl in die eine als auch in die andere Richtung verstärkt. Plausibel ist allerdings die

Annahme, dass das Angebot **sehr flexibel auf Preisschwankungen** reagiert, wie sich im letzten Jahr gezeigt hat. Das mindert die Wahrscheinlichkeit, dass es erneut zu einer Zuspitzung am Ölmarkt mit extremen Preisschwankungen kommt.

Wir rechnen damit, dass auf dem aktuellen Preisniveau ein Gleichgewicht gefunden sein könnte. Treibt eine steigende Nachfrage die Preise nach oben, dürften vor allem in den **USA neue Bohrungen erfolgen**. Bei einer erneut sinkenden Nachfrage sollte die Produktionsausweitung des zweiten Halbjahres 2020 dagegen wieder zurückgenommen werden. Anleger müssen sich allerdings auf eine volatile Entwicklung der Rohölpreise einstellen.

Aus einer **längerfristigen Perspektive** sollten Anleger sich auf strukturelle Veränderung auf dem Rohölmarkt einstellen. Der Wandel hin zu Erneuerbaren Energien ist unserer Einschätzung nach nicht aufzuhalten und könnte sich unter einem Präsidenten Biden, der die CO₂-Emissionen der USA deutlich reduzieren will, noch beschleunigen. **Wind- und Solarenergieanlagen** haben mittlerweile einen sehr hohen Effizienzgrad erreicht und sind unter Einbeziehung aller Kosten die günstigste Möglichkeit geworden, Strom zu erzeugen. Die technologischen Entwicklungen sowohl bei Solar als auch bei Wind schreiten weiter voran. Durch den Trend zu einer nachhaltigen Finanzanlage (ESG-Investing) steht diesen Technologien zudem ein **neuer Strom an Kapital zur Verfügung**, der die Entwicklung beschleunigen wird, während die Förderer fossiler Brennstoffe zunehmend Probleme bekommen, an das Kapital institutioneller Investoren zu gelangen. Sinken auch die Kosten der Stromspeicherung weiterhin so stark wie in den letzten Jahren, wird es Öl nicht nur aus politischen, sondern auch aus wirtschaftlichen Gründen als Energieträger zunehmend schwerer haben. Dieser strukturelle Trend wird noch dadurch verschärft, dass das weltweite Ölangebot sehr hoch ist und das absehbar so bleibt. Die langfristigen Perspektiven von Öl und anderen fossilen Energieträgern haben sich somit im letzten Jahr deutlich verschlechtert.

These 3: Industriemetalle haben kaum noch Potenzial.

Die Preise für Industriemetalle sind im letzten Jahr kräftig gestiegen. Alle Metalle notierten am Jahresende im positiven Terrain. Diese starke Entwicklung war weniger von

den Fundamentaldaten getragen, sondern wurde eher von **Finanzinvestoren** verursacht. An der Londoner Metallbörse waren die Netto-Long-Positionen einiger Metalle im Spätherbst 2020 auf Rekordstände angestiegen.

Der große Optimismus dieser Anlegergruppe könnte sich in diesem Jahr eher als **Kontraindikator** erweisen, denn die Metallmärkte befinden sich überwiegend im Gleichgewicht. Beim Kupfer erwartet die Copper Study Group zum Beispiel eine leicht überversorgte Situation im Jahresverlauf. Coronabedingt notwendige **Minenschließungen** könnten sich negativ auf die Versorgungslage bei den Metallen auswirken. Auch Streiks in Chile sind möglich, da dort zahlreiche Tarifverträge auslaufen und die Minenbetreiber stärker auf Automatisierung setzen.

Aber die Minenunternehmen haben wie bei Gold einen starken Anreiz, die Förderung maximal auszuweiten, da die Preise auf **attraktiven Niveaus** liegen. Die Nachfrage dürfte vor allem im zweiten Halbjahr wieder anziehen. Auf Jahressicht ist mit einer seitwärts gerichteten Entwicklung zu rechnen. Längerfristig dürften Industriemetalle Rückenwind bekommen, da für die Elektrifizierung vor allem Nickel und Kupfer notwendig sind.

Rohstoffmarkt: Maßnahmen

Maßnahmen 1: Gold sollte neutral gewichtet werden.

Gold dürfte zunächst von den anhaltend **tiefen Realzinsen** profitieren, dann aber im zyklischen Aufschwung an Attraktivität einbüßen.

Maßnahmen 2: Rohöl sollte neutral gewichtet werden.

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

Maßnahmen 3: Industriemetalle sollten neutral gewichtet werden.

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

Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2021

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

Hedgefonds: Eine sinnvolle Ergänzung des Portfolios

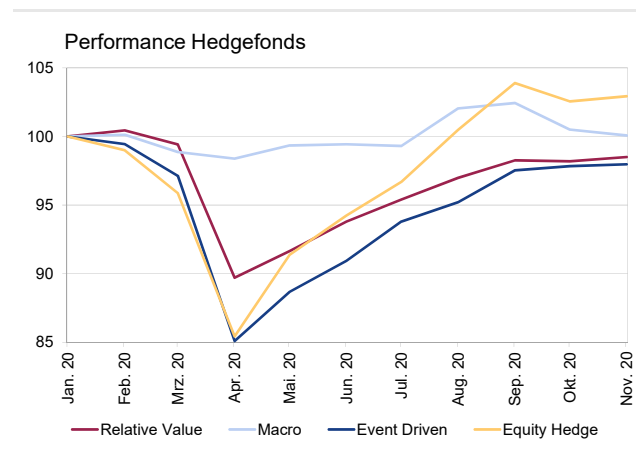
Hedgefonds erheben den Anspruch, positive Renditen unabhängig von der (Aktien-)Marktentwicklung durch **reine Managerleistung** erbringen zu können. Was in der Theorie so überzeugend klingt, hat in der Praxis jedoch oft nicht funktioniert. Der Markt ist zudem intransparent, die Produkte teuer und oft illiquide. Das Image ist eher schlecht („Heuschrecken“) und die Methoden eher anrüchig (Hebelung durch Fremdkapitalfinanzierung). Schwarze Schafe gibt es auch. Bernie Madoff, der betrügerische und verurteilte Vermögensverwalter aus New York, wird von manchen (nicht wirklich zu Recht) als gescheiterter Hedgefonds-Manager wahrgenommen.

Der Begriff der Hedgefonds bezeichnete in den USA ursprünglich einfach nur jene Fonds, die Derivate einsetzen, um sie so gegen die ungesicherten und vollinvestierten Wertpapierfonds abzugrenzen, die bis heute den Markt dominieren. Inzwischen verfolgen Hedgefonds eine **Vielzahl von Strategien in unterschiedlichen Wertpapier- und Derivatemärkten**. Häufig werden die Fonds an exotischen Finanzplätzen aufgelegt („offshore“), um in den Genuss von steuerlichen und regulatorischen Vorteilen zu kommen. Aber es gibt auch zahlreiche „onshore“-Varianten und sogar Hedgefonds im stark regulierten UCITS-Mantel (die sogenannten „Liquid Alternatives“).

Um in diesem Dickicht den Überblick nicht zu verlieren, gibt es Unternehmen wie „Hedge Fund Research“ (HFR) aus Chicago, die Hedgefonds klassifizieren, ihre Daten sammeln und deren aggregierte Performance als Index berechnen. HFR unterscheidet vier Gruppen von Hedgefonds. **Equity Hedge**-Strategien investieren ausschließlich in Aktienmärkte und kombinieren Long- und Short-Positionen in Aktien und Derivaten. **Event Driven**-Strategien nutzen Aktien, Derivate und Kreditinstrumente, um im Unternehmenssektor von Fusionen, Umstrukturierungen, finanziellen Notlagen, Übernahmeangeboten, Wertpapieremissionen, Aktien-rückkäufen oder Umschuldungen zu profitieren. **Macro**-Strategien arbeiten ebenfalls mit einer großen Bandbreite von Instrumenten, fokussieren sich aber nicht auf einzelne Unternehmen, sondern auf die Entwicklung von kompletten Märkten und Volkswirtschaften. **Relative Value** schließlich befasst sich mit den Bewertungsdiskrepanzen einzelner Wertpapiere und kommt vor allem bei Anleihen und deren Derivaten zum Einsatz.

Bei der **Portfoliokonstruktion** setzen die meisten Hedgefonds auf ein diversifiziertes Portfolio von unterschiedlichen und weitgehend unabhängigen Positionen. Die Gewichtung erfolgt häufig so, dass die Beiträge der einzelnen Strategien zum Gesamtrisiko des Portfolios identisch sind („risk parity“). Dies wird in der Regel dadurch erreicht, dass die weniger riskanten Strategien durch Derivateinsatz gehebelt und so auf das Risikoniveau der aggressiveren Strategien angehoben werden.

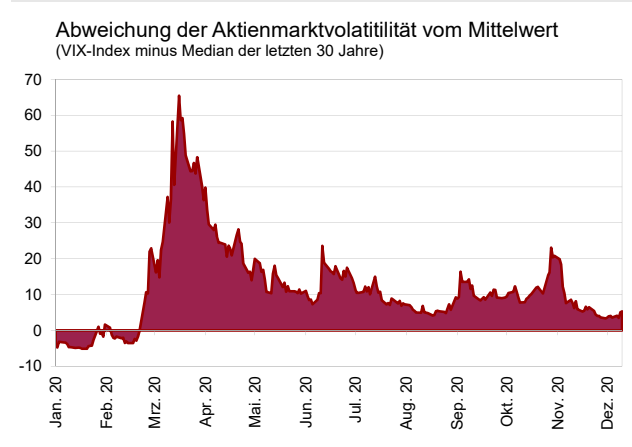
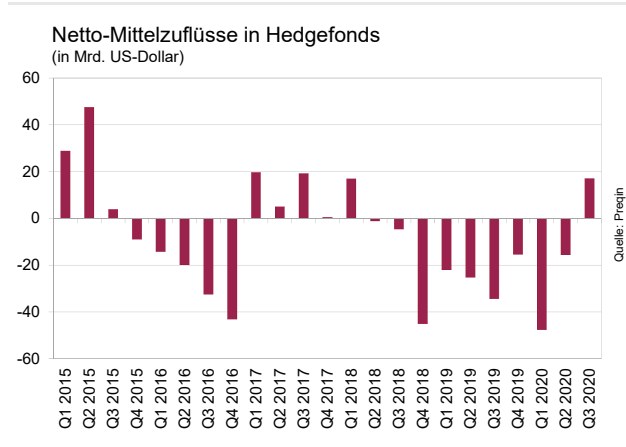
Um in den HFRI-Index aufgenommen werden zu können, müssen Hedgefonds monatliche Renditen nach Kosten melden, mindestens 50 Mio. US-Dollar an Vermögenswerten managen oder seit mindestens zwölf Monaten aktiv handeln, ihre Strategien als Fonds anbieten und offen für neue Investitionen sein. Die Fonds werden im Index gleichgewichtet und jährlich rebalanciert. Aktuell umfasst der breiteste HFRI-Index mehr als 1.300 Fonds. Da die Fonds ihre Performance meist erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung melden und teilweise nachträglich korrigieren, wirkt sich das auch auf die Indexberechnung aus.



Die Performance der HFRI-Indizes im vergangenen Jahr (derzeit liegen Werte bis November 2020 vor) zeigt, dass sich **die meisten Strategien nicht von der sehr negativen Aktienmarktentwicklung im März abkoppeln konnten**. Sehr gut schlugen sich die Makrostrategien, die nur einen leichten Einbruch verzeichneten. Überholt wurden sie inzwischen von Equity Hedge-Strategien, die allerdings einen starken Performanceeinbruch im April verkraften mussten. Relative Value und Event Driven taten sich dagegen deutlich schwerer. Der Einbruch der Fusionsaktivitäten durch die Coronakrise erschwert die beliebten Merger Arbitrage-Strategien, die zu den Event Driven-Ansätzen zählen. Viele Hedgefonds-Strategien leiden zudem bei

einem schnellen Anstieg der Volatilität, was die Korrelation mit dem Aktienmarkt erhöht.

Vola über ihrem langfristigen Durchschnitt liegt. Wie die Grafik verdeutlicht, ist dies derzeit der Fall.



Blickt man auf die vom Datenanbieter Preqin ermittelten **Zu- und Abflüsse** in Hedgefonds im vergangenen Jahr, waren Event Driven neben Trendfolgern die beiden Strategien mit Nettoabflüssen im zweiten Quartal 2020. Der negative Trend für die gesamte Hedgefonds-Branche hat sich bis zum zweiten Quartal zudem fortgesetzt. Erst im dritten Quartal gab es das erste Mal nach neun negativen Quartalen in Folge Nettozuflüsse.

Hedgefondsmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Hedgefonds leicht übergewichten.

Hedgefonds können einen Diversifikationsbeitrag im Portfolio leisten. Die relative Attraktivität hat aufgrund der erneut rückläufigen Zinsen am Anleihemarkt wieder zugenommen. Auch die Volatilitätsentwicklung bei Aktien spricht für ein Übergewicht.

Sind Hedgefonds also auch keine Alternative zu Aktien? Angesichts teilweise extremer Aktien-Bewertungen sollte hier das Urteil nicht zu schnell gesprochen werden. Wenn man den Betrachtungszeitraum auf drei Jahre erweitert und die Calmar Ratio berechnet, also das Verhältnis der Erträge zu den Drawdowns, können praktisch alle Hedgefonds-Strategien den MSCI All Country World Index schlagen. Hinter der aggregierten Indexperformance verstecken sich zudem sehr unterschiedliche Manager und Investmentprozesse, die bei gewissenhafter Selektion zur **Diversifikation und Ertragsverbesserung** eines Portfolios beitragen können.

Maßnahme 2: Strategien diversifizieren.

Viele Hedgefonds-Strategien weisen eine positive Korrelation zum Aktienmarkt auf. Durch eine Diversifikation der Hedgefonds-Strategien lässt sich diese Korrelation reduzieren.

Maßnahme 3: Hoher Ressourceneinsatz bei der Managerauswahl.

Die Wertentwicklung bei Hedgefonds ist hauptsächlich von der Alphagenerierung der Manager abhängig und weniger marktgetrieben. Daher sollten ausreichend Ressourcen in die Selektion der Fondsmanager investiert werden.

Für eine Outperformance von Hedgefonds im laufenden Jahr spricht zudem die **Volatilitätsentwicklung**. Viele Strategien nutzen Short Vola-Positionen, um Optionsprämien zu vereinnahmen. Bei einem starken Anstieg der Volatilität führt dies zu Verlusten. Doch nicht nur die Richtung der Vola-Entwicklung, sondern auch deren Ausgangspunkt spielt eine Rolle. Die Analysten der Credit Suisse haben herausgefunden, dass Hedgefonds gegenüber Aktien in den kommenden sechs Monaten im historischen Durchschnitt nur dann outperfornt haben, wenn die aktuelle

Strategiebeitrag Hedgefondsmarkt in 2021
 Hedgefonds sind im Jahr 2021 auf Grund des gesunkenen Zinsniveaus wieder eine wichtige Diversifikationskomponente im Portfolio. Konservative Hedgefondsstrategien sollten eher als Stabilitätsanker denn als Renditebaustein verstanden werden.

JAHRESAUSBLICK 2021: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

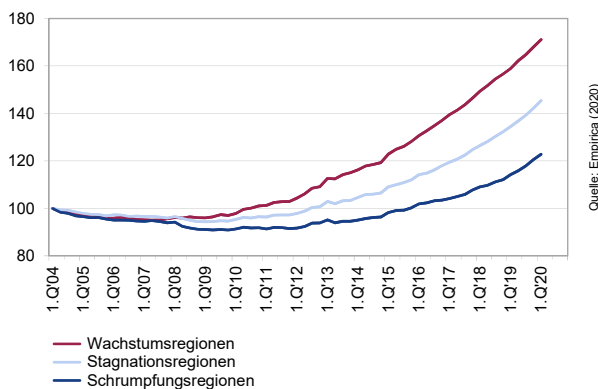
Wohnimmobilien

These 1: Die Preise für deutsche Wohnimmobilien steigen weiter.

Das Interesse an Wohnimmobilien bleibt bei Selbstnutzern und Kapitalanlegern ungebrochen. Die Preise für Wohnimmobilien folgten daher auch in 2020 ihrem bisherigen Aufwärtstrend.

Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser verteuerten sich sowohl in den Städten als auch in den ländlichen Regionen. Der Empirica Immobilien-Index für Wohnen stieg im ersten Quartal 2020 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 7,7 Prozent. Andere Immobilienpreisindizes wie der F+B-Wohnindex und der Häuserpreisindex des Statistischen Bundesamtes weisen eine ähnliche Entwicklung auf.

Preisentwicklung: Empirica Immobilienindex für Wohnen (Index 2004 = 100)



Die Kaufpreise für Zinshäuser stiegen in den Wachstumsregionen wiederholt stärker als die Mieten. So haben sich dementsprechend auch die Kaufpreismultiplikatoren weiter erhöht.

Auf dem Wohn-Investmentmarkt zeichnete sich gemäß den Immobilienberatungsunternehmen Savills und CBRE das zweithöchste Gesamtergebnis seit 2015 ab. Das Transaktionsvolumen für Wohnungsbestände ab 30 Wohneinheiten lag bereits zum Ende des dritten Quartals bei rund 16 Mrd. Euro und erhöhte sich damit gegenüber dem Vorjahreszeitraum um mehr als 20 Prozent. Wenngleich die Fusion zwischen Adler Real Estate und Ado Properties im

ersten Quartal 2020 das Gesamtergebnis begünstigte, beobachtete BNP Paribas Real Estate auch bei kleinteiligen Transaktionen eine verstärkte Aktivität. So entfielen rund 2,2 Milliarden Euro des Umsatzes auf Abschlüsse bis maximal 25 Millionen Euro. Ein Wert, der in der Regel nicht vor Jahresende erreicht wird.

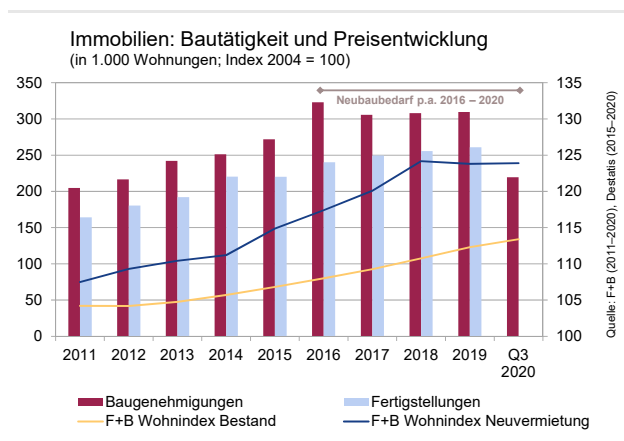
Wesentliche Treiber waren auch in 2020 die, im Zuge der europäischen Geldpolitik zur Abmilderung der Corona-Folgen nochmals gesenkten Hypothekenzinsen, fehlende Anlagealternativen und ein mangelndes Angebot. Da Wohnimmobilien der Befriedigung eines existenziellen Grundbedürfnisses dienen, wurde die Anlageklasse verstärkt von sicherheitsorientierten Anlegern nachgefragt. Zudem kam es aufgrund des vereinfachten und erweiterten Zugangs zum Kurzarbeitergeld kaum zu Mietausfällen. Zu beobachten war daher auch eine erhöhte Nachfrage seitens Investoren, die bisher vorwiegend in gewerbliche Immobilienportfolios investiert hatten. Neben einem breiten Spektrum inländischer Investoren waren bis zuletzt auch Investoren aus dem Ausland am Markt aktiv.

Die hohe Nachfrage nach Wohn-Investments dürfte aus heutiger Sicht weiter anhalten und auf ein ungenügendes Angebot treffen. Die langfristigen Zinserwartungen dürften durch die Coronakrise dauerhaft niedrig bleiben. Entsprechend sind weitere Preissteigerungen zu erwarten.

These 2: Die Regulierung der Mieten in den Metropolen wirkt dämpfend auf die Neuvertragsmieten. Im Neubau ist das Limit der Bezahlbarkeit für die breite Masse erreicht.

Durch die fortschreitende Urbanisierung sowie den Zuzug aus dem Ausland melden die deutschen Metropolen seit gut zehn Jahren kontinuierlich steigende Einwohnerzahlen. Dabei ist das Wohnungsangebot nicht in gleichem Maße mitgewachsen. Der Nachfrageüberhang spiegelt sich in minimalen Leerstandsquoten und kontinuierlich steigenden Mietpreisen wider. Um dieser Entwicklung entgegen zu wirken, wurde der Wohnungsneubau in Deutschland seit 2011 kontinuierlich ausgeweitet. Seit 2019 schwächt sich das Mietwachstum bei der Neuvermietung von Bestands- und Neubauwohnungen (Neuvertrags- und

Neubaumieten) nun deutlich ab. Dementsprechend stieg beispielsweise der F+B-Wohn-Index für Neuvertragsmieten im dritten Quartal 2020 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum nur noch um plus 0,1 Prozent. Die Mieten für Neubauwohnungen stiegen laut IVD-Wohn-Preisspiegel im ersten Halbjahr 2020 um drei Prozent und damit mit abgeschwächter Dynamik als im Vorjahreszeitraum (2019: plus 3,3 Prozent). Ist dies das lang erwartete Ergebnis der gesteigerten Bautätigkeit?



Eine genaue Betrachtung des Neubaus zeigt: Die Bautätigkeit mag Einfluss nehmen, bleibt jedoch insbesondere in den Metropolen unterhalb der Nachfrage. Der für die Jahre 2016 bis 2020 berechnete Neubaubedarf von rund 350.000 Wohnungen jährlich wurde bis dato nicht erreicht (Fertigstellungen 2019: 290.000 Wohnungen). An den A-, B- und C-Standorten lag die Zielerreichung dabei sogar nur zwischen 50 und 80 Prozent. Verantwortlich für die abgeschwächte Entwicklung der Neubau- und Neuvertragsmieten sind demzufolge in erster Linie zwei Trends:

- Die bundesweit verschärfte Mietgesetzgebung kommt in den Metropolen insbesondere bei Neuvermietungen von Bestandswohnungen zum Tragen.
- Das Limit für bezahlbare Mieten scheint in den Metropolen im Neubau-Segment für die breite Masse erreicht zu sein.

Indizien hierfür liefert unter anderem die Entwicklung der Bestandsmieten für bestehende Mietverhältnisse. Wie auch hier der F+B-Wohn-Index beispielhaft zeigt, steigen diese bereits seit einigen Jahren deutlich stärker als die Neuvertragsmieten. Die Nachfrage nach Wohnraum scheint demnach weiterhin zu bestehen, sich jedoch ins-

besondere auf das niedrige und mittlere Preissegment zu konzentrieren.

Bei regionaler Betrachtung zeigen sich stärkere Preissteigerungen auch in den Umlandregionen und kleineren Städten. Viele Mieter sind aus Gründen der Bezahlbarkeit in das Umland der Metropolen abgewandert, sodass es hier nun offensichtlich zu Nachholeffekten kommt. Bei einer steigenden Bedeutung des Home Office verliert auch der Faktor höherer Fahrtkosten bei größeren Entfernungen zwischen dem Wohnort im Umland und dem Arbeitsplatz in der Kernstadt an Gewicht.

So gehen wir für das kommende Jahr davon aus, dass die Neuvertragsmieten in den Metropolen weiter stagnieren und bei den Neubaumieten die Wachstumsdynamik voraussichtlich weiter abnimmt.

These 3: Die Regulierung des Wohnungsmarktes nimmt noch weiter zu.

Im vergangenen Jahr sind unterschiedliche Gesetzesänderungen zur Regulierung des Wohnungsmarktes beschlossen worden oder befinden sich in der Diskussion. Alle Bestrebungen zielen darauf ab, die Vermieterrechte zugunsten des Mieterschutzes weiter einzuschränken. Ein Überblick:

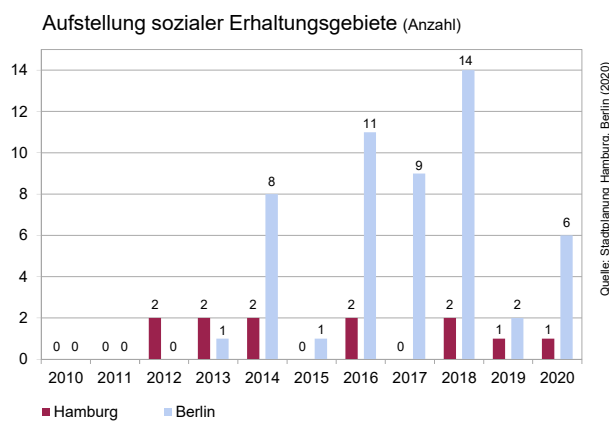
Im Jahr 2020 wurde die zunächst auf fünf Jahre befristete Mietpreisbremse (Deckelung der Miethöhe bei Neuvermietung) in vielen Regionen um weitere fünf Jahre verlängert und weiter verschärft.

In Berlin trat Anfang 2020 der „Mietendeckel“ in Kraft. Im Rahmen einer ersten Stufe wurden die Mieten von Bestandswohnungen eingefroren und bereits erfolgte Mieterhöhungen mussten zurückgenommen werden. Anfang Dezember 2020 verlangte die zweite Stufe von den Vermietern eine aktive (!) Absenkung der Mieten auf festgelegte Mietniveaus.

Weiterhin wurde ein abgeschwächtes „Bestellerprinzip“ (Regelung zur Aufteilung der Maklercourtage) für den Verkauf von Immobilien an Privatpersonen eingeführt.

Um der Verdrängung der angestammten Bevölkerung in innerstädtischen Wohnquartieren entgegenzuwirken, haben

Metropolen wie Hamburg oder Berlin ihre Regelungen zu „sozialen Erhaltungsgebieten“ weiter ausgedehnt. Innerhalb festgelegter Gebiete wird es für Eigentümer schwieriger, Modernisierungen, Mieterhöhungen oder die Aufteilung in Wohneigentum umzusetzen. Zusätzlich erhält die Stadt hier ein Vorkaufsrecht bei Immobilienverkäufen. Eben dieses Vorkaufsrecht wurde durch die Städte in den letzten Jahren immer häufiger ausgeübt.



Die Verlängerung des Betrachtungszeitraums für den Mietenspiegel von vier auf sechs Jahre sorgt dafür, dass Mieterhöhungen für Bestandswohnungen aufgrund sinkender ortsüblicher Vergleichsmieten durch Vermieter weiter in die Zukunft verschoben werden müssen.

Als Folge der verschärften Gesetzgebung agieren Investoren bereits heute zurückhaltender. So werden beispielsweise einige geplante Modernisierungsmaßnahmen aktuell zurückgestellt.

Ein Ausblick: Die aktuellen Gesetzgebungsverfahren und Initiativen zeigen, dass dieser Trend auch 2021 weiter anhalten wird. Unter anderem soll eine „Umwandlungsbremse“ die Aufteilung in Wohneigentum weiter erschweren, indem Kommunen mit einem angespannten Wohnungsmarkt ein Genehmigungsvorbehalt eingeräumt wird. Neben der Grundsteuerreform, die zusätzlich zu einer höheren Grundsteuer auch das Verbot der bisherigen Umlage auf den Mieter beinhalten könnte, steht auch zur Diskussion, das Recht auf die Eigenbedarfskündigung (Kündigung zur Eigennutzung der Immobilie durch Eigentümer) stärker einzuschränken. Ebenso gibt es Bestrebungen, die Kappungsgrenze (maximale Mieterhöhung innerhalb von drei Jahren) von derzeit 20 bzw. 15 Prozent auf zehn Prozent abzusenken. Zudem sollen Mietern weitere

Möglichkeiten geben werden, bereits ausgesprochenen Kündigungen entgegen wirken zu können.

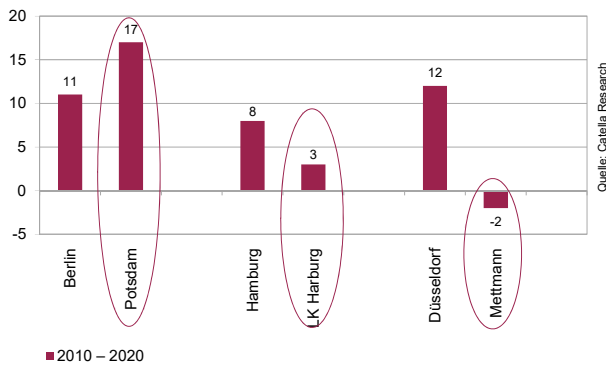
Für Investoren könnte das bei Neuinvestitionen weitere Renditeeinbußen bedeuten. Geplante Erträge aus bereits getätigten Investitionen könnten zudem geringer ausfallen als geplant. Durch mögliche zusätzliche Verwaltungs- und Rechtsberatungskosten könnten zudem die Kosten auf der Ausgabenseite ansteigen. Durch die erschwerte Umwandlung von Miet- in Eigentumswohnungen schränken sich zudem die Handlungsalternativen beim Verkauf ein.

These 4: Der Speckgürtel der Metropolen gewinnt weiter an Bedeutung, aber längst nicht überall.

Der Trend zur Re-Urbanisierung hält weiterhin an. So hat sich der Anteil der Bevölkerung, der in städtischen Räumen lebt, in den letzten zehn Jahren in Deutschland kontinuierlich erhöht. Hohe Zuwachsraten verzeichneten aber nicht nur die Kernstädte, sondern auch die Speckgürtel rund um die Metropolen, was unter anderem in einer starken Dynamik bei der Entwicklung der Miet- und Kaufpreise zum Ausdruck kommt. So stiegen die Kaufpreise im Speckgürtel gemäß der aktuellen Sparda Wohnstudie im Durchschnitt der letzten zehn Jahre mit plus 74 Prozent stärker als in den Kernstädten (plus 70 Prozent). Eine ähnliche Entwicklung lässt sich auch bei den Mietpreisen beobachten.

Eine Pauschalisierung dieser Entwicklung wäre jedoch fatal. Ein Beispiel: Im Zeitraum 2010 bis 2020 stieg die Bevölkerung der Stadt Berlin um rund elf Prozent. Im gleichen Zeitraum verzeichnete die Stadt Potsdam im Berliner Speckgürtel einen Anstieg der Einwohnerzahl von 17 Prozent. In der Kernstadt Hamburgs stieg die Bevölkerung um acht Prozent, während der Landkreis Harburg im südlichen Hamburger Speckgürtel eine Zunahme von nur rund drei Prozent verzeichnete. Anders hingegen in Düsseldorf (Zunahme um zwölf Prozent), wo die angrenzende Gemeinde Mettmann im westlichen Düsseldorfer Speckgürtel eine Bevölkerungsabnahme um minus zwei Prozent aufwies.

Bevölkerungswachstum Kernstädte vs. Speckgürtel (in Prozent)



Eine genauere Betrachtung erfordert auch die Abgrenzung des Speckgürtels einer Großstadt zu ländlich peripheren Regionen außerhalb des Speckgürtels. Aufgrund der Knappheit von Wohnraum und der weiter stark steigenden Miet- und Kaufpreise in Kernstadt und Speckgürtel lässt sich eine steigende Attraktivität des ländlichen Raums außerhalb der großstädtischen Speckgürtel beobachten. Diese Regionen können mit komfortableren Wohnformen und größeren Garten- und Freizeitflächen punkten. Diese Qualitäten wurden auch in Folge der Corona-Pandemie stärker nachgefragt.

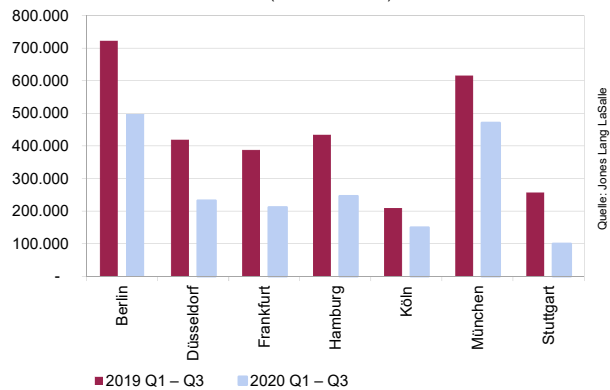
Aus Investorensicht sind diese ländlichen Regionen jedoch nicht in ihrer Bevölkerungsstruktur gefestigt und weisen einen großen Nachholbedarf an infrastruktureller Ausstattung und städtebaulicher Planung auf, sodass der langfristige Erfolg offenbleibt.

Die Re-Urbanisierung wird weiter voranschreiten, verläuft in den kommenden Jahren jedoch in den Kernstädten weit weniger dynamisch als in den letzten zehn Jahren. Die Entwicklung der Speckgürtel-Regionen gewinnt weiter an Dynamik, erfordert jedoch eine differenzierte Betrachtung. Investitionen in ländlich periphere Lagen erscheinen aufgrund der niedrigen Kaufpreise verlockend, sind oftmals jedoch mit hohen Risiken wie längeren Leerstandszeiten, schlechteren Finanzierungsbedingungen oder unstabilerer Bevölkerungsentwicklung verbunden.

Gewerblicher Immobilienmarkt

These 5: Der Einbruch der Büroflächenumsätze in Folge der Corona-Pandemie wird sich deutlich erholen. Der Erfolg des mobilen Office bedeutet nicht das Ende des stationären Büros.

Büroflächenumsatz (in Quadratmeter)



Im ersten Halbjahr 2020 wurden lediglich 66 Prozent des Büroflächenumsatzes des Vorjahresniveaus erreicht. Anmietungsentscheidungen wurden seitens der Unternehmen eingestellt bzw. in die Zukunft verschoben. Zusätzlich haben viele Unternehmen positive Erfahrungen mit mobilen Arbeitsmodellen gesammelt. Es mehren sich Stimmen, die das Ende des stationären Büros vorhersagen.

Die Corona-Pandemie hat zunächst einmal Befürchtungen widerlegt, dass flächendeckend hohe Quoten mobilen Arbeitens zu einem signifikanten Einbruch der Arbeitsleistung führen. Laut einer Ifo-Umfrage aus Oktober 2020 im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen unter 1.097 Unternehmen bleiben die negativen Auswirkungen des Homeoffice auf die Arbeitsproduktivität von Angestellten überschaubar. 30,4 Prozent der Befragten stellten eine gleichbleibende Produktivität fest. Bei über einem Viertel der befragten Unternehmen (27 Prozent) sank die Produktivität und 5,7 Prozent beobachteten eine Produktivitätssteigerung. Für die verbleibenden 37 Prozent der Befragten hat das Thema entweder keine Relevanz oder sie haben keine klare Position zu der Fragestellung.

Je länger jedoch die erzwungene Abwesenheit von persönlichen Kontakten anhält, desto stärker zeigt sich, dass spezifische Tätigkeiten wie die Planung neuer Projekte, das Aufsetzen von Teams, Kreativprozesse oder

die Akquise neuer Mandate leichter im persönlichen Austausch gelingen.

Wir erwarten, dass die Arbeit in der Dienstleistungsgesellschaft auch in Zukunft überwiegend im stationären Büro stattfindet. Dennoch erhält das mobile Arbeiten stärkeren Einzug in die Arbeitsorganisation. Die Flexibilität, Aufgaben von zu Hause oder an anderen Orten zu erledigen, wird zunehmen. Eine aktuelle Umfrage des weltweit agierenden Immobiliendienstleisters CBRE unter 43 Unternehmen der Rechtsberatungsbranche in Europa, dem Nahen Osten und Afrika aus September 2020 bestätigt dies. Nahezu alle der befragten Unternehmen wollen künftig eine Kombination aus stationärem Büro und mobilem Arbeiten umsetzen. Mehr als die Hälfte der Befragten hält dabei zwei Tage Homeoffice pro Woche für die beste Lösung. Am Ort des stationären Büros steigen die Flächenansprüche für Teamarbeit.

Die Auswirkungen auf den zukünftigen Büroflächenbedarf sind noch nicht abschließend bewertbar. Wenn mit der Flexibilisierung des Arbeitsortes auch eine Kultur des „shared desk“, also des Teilens des Arbeitsplatzes Einzug erhält, könnten weniger Büroarbeitsplätze erforderlich sein als zuletzt. Aktuelle Erhebungen zum Homeoffice-Trend gehen davon aus, dass gegenüber dem durchschnittlichen Büroflächenbedarf von 2019 zukünftig rund zehn Prozent weniger Büroflächen benötigt werden. Für den deutschen Büroimmobilienmarkt war nach Aussage des Immobilienmarktforschungsinstituts BulwienGesa bisher aber entscheidender, wie stark die Zahl der Bürobeschäftigten zu- oder abnahm. Deren Zahl stieg in Deutschland im Zeitraum von 2006 bis 2019 um rund zwei Millionen. Zusätzlich dürften die Erfahrungen aus der Corona-Pandemie insbesondere im Hinblick auf die Abstandsregelungen dazu beitragen, dass sich der Trend der letzten Jahre zu immer weniger Fläche pro Arbeitsplatz umkehrt. Auch dies würde den verringerten Büroflächenbedarf abmildern.

Eine wachsende Bedeutung des mobilen Arbeitens könnte aber zu Auswirkungen auf die Lagepräferenz für Büros führen. Wenn der Arbeitstag maßgeblich durch persönliche Treffen bestimmt wird, sind zentrale innerstädtische Lagen hoch präferiert. Wenn die Notwendigkeit für den persönlichen Austausch abnimmt, werden zentrale Bürolagen weniger zwingend. Suburbane Lagen oder auch Standorte in kleineren Städten erfüllen den Zweck zukünftig möglicherweise zu günstigeren Kosten, wenn ihre verkehrs-

infrastrukturelle Erreichbarkeit gegeben ist. In der Konsequenz könnten Zentralitätsaufschläge bei den Mieten in den Zentren der Metropolen abschmelzen und dezentralere Lagen möglicherweise von Aufwertungen bei Mieten und Preisen profitieren. Die bereits zitierte Befragung unter Unternehmen der Rechtsberatungsbranche ergab aber auch, dass neun von zehn Kanzleien weiterhin einen Standort im Stadtzentrum für wichtig erachten. Wir erwarten deshalb, dass die Spitzenmieten in den führenden deutschen Metropolen ihr hohes Vorjahresniveau nahezu halten werden, zumindest, in Bezug auf die Nominalmieten. Effektiv dürften die Mieten in Folge von zunehmend gewährter mietfreier Zeiten und Ausbaurückstellungen aber etwas nachgeben. Dies gilt besonders für Berlin und Frankfurt, wo der Umfang fertig gestellter Neubaufächen 2020 gegenüber 2019 nochmals höher ausfällt.

Die Anforderungen an die Büroausstattung könnten sich hingegen wandeln. Lüftungstechnik, Fahrstühle, Büröküchen, Flure und Gemeinschaftsräume sind nach den Erfahrungen mit der Corona-Pandemie sensible Bereiche, für die möglicherweise neue Lösungen gefunden werden müssen. Denkt man darüber nach, dass in einer Zukunft der stärkeren Verzahnung von mobilem und stationärem Arbeiten das stationäre Büro stärker die Funktion einer Plattform für den Informationsaustausch übernimmt, steigen die räumlichen Anforderungen an Bereiche, die die Begegnung, die Kommunikation und die zufälligen Kontakte besser unterstützen als das klassische Zellenbüro. Investoren sollten dies bei Neuinvestitionen und in den Businessplänen für ihre Bestände berücksichtigen.

These 6: Data Center und digitale Infrastruktur profitieren von der zunehmenden Digitalisierung von Wirtschaftsprozessen. Investitionen in diesem Sektor bleiben aber Spezialisten vorbehalten.

Nach einer Umfrage des PropTech-Unternehmens Wired Score aus dem Jahr 2018 ist eine gute Internetverbindung das am häufigsten genannte Kriterium bei der Auswahl von Büro- und Gewerbeflächen. Nach Angaben des Rechenzentrenbetreibers Interxion wird der globale Datenverkehr bis 2025 gegenüber 2017 um rund das Fünffache wachsen. Immobilieninvestoren definieren digitale Infrastruktur bislang hauptsächlich als ein Ausstattungsmerkmal der Büroimmobilie. Was spricht dagegen, direkt in Immobilien zu investieren, die ausschließlich digitale Infrastruktur

beherbergen? Die Zahl der Data Center wächst ebenso dynamisch, wie der Datenverkehr.

Jones Lang LaSalle (JLL) bestätigt in einer Studie aus dem Jahr 2019 das gewaltige Potenzial der Data Center, hebt im gleichen Zuge aber auch hervor, wie speziell die bautechnischen Anforderungen, Lagekriterien und Markttreiber sind. Wesentliche Einflussfaktoren auf den Immobilienwert sind nach JLL der Zugang zur Stromversorgung, der Anschluss an das Glasfasernetzwerk, die Nähe von großen Internetknotenpunkten, hohe Sicherheitsstandards oder eine stabile Gebäudekühlung. Im Gegenzug wird den Betreibern aufgrund hoher Investitionen in die nutzerspezifische IT-Infrastruktur und extrem hoher technischer Herausforderungen, die ein Umzug stellt, eine hohe Standorttreue zugesprochen. Vermieter der Einrichtungen profitieren demnach von langfristig planbaren, stabilen Cashflows.

Innerhalb Deutschlands nimmt Frankfurt eine herausgehobene Stellung als Standort für Data Center ein. Im Osten der Stadt befindet sich der größte Internetknoten der Welt, der Deutsche Commercial Internet Exchange (DE-CIX). Nach Angaben der Stadt Frankfurt haben mehr als 60 Rechenzentren ihren Sitz in der Stadt. Jedes von ihnen verbraucht durchschnittlich so viel Strom wie eine Gemeinde mit 30.000 Einwohnern.

Die Anforderungen an den Investor gehen über klassisches Immobilienwissen weit hinaus. Marktzusammenhänge und technische Aspekte erfordern hoch spezialisiertes Fachwissen. In der Folge finden sich Data Center lediglich vereinzelt und in erster Linie bei sehr großen institutionellen Investoren in den Portfolios wieder. Private Anleger dürften einen Zugang am einfachsten über den US-amerikanischen Immobilienaktienmarkt finden, in dem Data Center einen eigenen Sektor bilden.

These 7: ESG-Aspekte werden für den langfristigen Erfolg von Immobilieninvestitionen immer wichtiger.

Globale Herausforderungen wie der Klimawandel oder die Flüchtlingsbewegungen haben die Themen Umweltschutz, soziale Gerechtigkeit und verantwortungsvolle Unternehmensführung in den Mittelpunkt von Politik und Gesellschaft gerückt. Zur Beschreibung dieser drei Verantwortungsbereiche hat sich die Abkürzung „ESG“ (Environ-

ment-Social-Governance) etabliert. Immobilieninvestoren sehen sich mit steigenden Anforderungen insbesondere im Hinblick auf ökologische und soziale Aspekte einer Immobilieninvestition konfrontiert.

Unserer Einschätzung nach werden sich die regulativen Vorgaben in Zukunft weiter verschärfen, denn auf Basis des Pariser Klimaabkommen und der Agenda 2030 hat sich die EU hohe Nachhaltigkeitsziele gesetzt. So gibt beispielsweise das im November 2020 in Kraft getretene Gebäudeenergiegesetz (GEG) künftig beim Neubau einen bestimmten Anteil regenerativer Energien für das Kühlen und Heizen des Gebäudes vor. Ab 2021 wird sich der EU-Aktionsplan für ein nachhaltiges Finanzsystem konkretisieren. Da dieser unter anderem das Ziel verfolgt, nachhaltige und langfristige Investitionen zu fördern, könnte das Thema Nachhaltigkeit perspektivisch auch bei der Kreditvergabe immer wichtiger werden.

Ziele und Maßnahmen des Aktionsplans der EU-Kommission



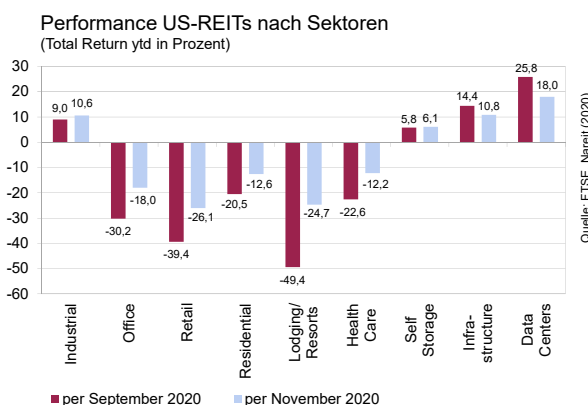
Für Investoren bedeutet dies, dass ESG-Aspekte für den langfristigen Erfolg einer Investition immer wichtiger werden. Auch wenn ESG-konforme Investments möglicherweise zunächst mit höheren Kosten einhergehen, könnten Performance und Wettbewerbsposition der Immobilie damit langfristig verbessert werden. Betriebskosten und -risiken könnten gesenkt und gleichzeitig die Attraktivität der Immobilie für andere Marktakteure erhöht werden.

Eine Orientierung, wie nachhaltig eine Immobilie aufgestellt ist, können verschiedene Zertifizierungen wie der amerikanische Leed oder das deutsche Gütesiegel für Nachhaltiges Bauen bieten. Dennoch fehlt immer noch eine einheitliche, allgemein anerkannte Definition, anhand derer beispielsweise ein Reportingstandard aufgesetzt werden könnte, weshalb viele institutionelle Investoren vorläufig noch individuelle Standards etablieren.

Immobilienaktien

These 8: Bei REITs bietet insbesondere der Reise- und Beherbergungssektor weiter hohes Rebound-Potenzial.

Für klassische Immobilieninvestoren ist der Immobilienaktienmarkt eine Zumutung, denn seine Entwicklung wird mindestens ebenso stark durch die Kapitalmärkte bewegt wie durch den unterliegenden physischen Immobilienmarkt. Um Markttrends zu spielen, bietet der Aktienmarkt jedoch einen wesentlichen Vorteil, denn er bewertet in Echtzeit auf Basis abgeschlossener Transaktionen. Zudem können Immobilienaktien in kleinen Stückelungen erworben werden und es kann in den reifen Märkten fokussiert in Segmente und Regionen investiert werden. Dies gilt insbesondere für die USA, die die größte Markttiefe bei gleichzeitig größter Sektordifferenzierung aufweisen und sich deshalb am besten für eine fokussierte REIT-Strategie eignen.



Die Corona-Pandemie hat am Immobilienaktienmarkt ein sehr differenziertes Bild aus Gewinner- und Verlierersektoren erzeugt. Viele Industrien wurden durch die Corona-Pandemie negativ beeinflusst, einige Industrien erleben aktuell eine Sonderkonjunktur.

Mit Überwinden der Pandemie werden sich viele der aktuellen Effekte wieder normalisieren. Das zeigt bereits der Vergleich der Performance seit Jahresbeginn für September gegenüber November 2020. Zwischen diesen beiden Stichtagen liegt der Durchbruch bei der Impfstoffzulassung, der unmittelbar zu einem Abbau der Extremdifferenzen zwischen den einzelnen Sektoren beigetragen hat. Aus dem Abgleich des aktuellen Zerrbildes mit strukturellen Marktveränderungen, die teilweise durch Corona

verstärkt werden, teilweise aber auch durch Corona überlagert werden, ergeben sich Hinweise auf Sektoren, die ein erhöhtes Outperformance-Potenzial haben:

Reise- und Beherbergung, Gastronomie und Entertainment

Aufgrund vielfältiger persönlicher Kontakte und der unmittelbaren Auswirkungen behördlicher Anordnungen auf die Geschäftstätigkeit hat der Sektor mit der höchsten Pandemie-Exposure. Eine vollständige Erholung ist erst zu erwarten, wenn die Pandemie weitestgehend unter Kontrolle ist. Zugleich aber hat dieser Sektor eine elementare Rolle im Rahmen der Freizeitgestaltung vieler Menschen und ist wichtig für vielfältige geschäftliche Aktivitäten. Es ist deshalb zu erwarten, dass dieser Sektor sich mit Überwinden der Pandemie vollständig erholt, wobei die geschäftliche Reisetätigkeit eine etwas längere Erholungsphase in Anspruch nehmen dürfte als die private Reiseaktivität. Für den mittel- bis langfristig orientierten Investor mit hoher Risikotragfähigkeit bietet das aktuelle Kursniveau trotz der zuletzt bereits vollzogenen Erholung noch immer ein attraktives Rebound-Potenzial.

Einzelhandel

Beim Einzelhandel überlagern und verstärken sich Pandemie-bedingte Effekte mit strukturellen Veränderungen im Einkaufsverhalten. Die wachsende Bedeutung des E-Commerce hat in der Krise nochmals an Dynamik gewonnen. Ausgenommen den stationären Lebensmitteleinzelhandel, der in der Krise sogar Umsatzzugewinne verbuchen konnte, sehen wir wenig Impulse für eine zeitnahe Überwindung der strukturellen Krise des stationären Einzelhandels, weshalb wir diesem Sektor insgesamt wenig Erholungspotenzial zutrauen.

Büro

Wir erwarten, dass das stationäre Büro ebenso erhalten bleibt wie der Trend zum Home- bzw. Mobile-Office. Für das stationäre Büro resultieren daraus möglicherweise etwas geringere Flächenbedarfe bei erhöhten Anforderungen an die flexible Nutzbarkeit der Flächen. Wir können hier keine außergewöhnliche Börsenstory erkennen. Da der REIT-Markt jedoch durch Büronutzung dominiert wird, dürfte ein breit diversifiziertes Portfolio kaum komplett auf diesen Sektor verzichten können.

Wohnen

Der Wohnungsmarkt zeigt sich von der Corona-Pandemie und ihren Folgen bislang weitgehend unbeeindruckt. Die Erfahrungen während des Lockdowns könnten allerdings Wohnlagepräferenzen beeinflussen, da Pendeldistanzen bei abnehmender Präsenzplicht am Arbeitsplatz an Bedeutung verlieren. Im REIT-Portfolio hat Wohnen die Funktion des Stabilisators.

Logistik, Infrastruktur, Data Center

Diese Sektoren haben vom Trend der Verlagerung von Geschäftsprozessen und der Kommunikation in das Internet maßgeblich profitiert. Logistik-REITs wickeln den Warenverkehr des E-Commerce ab, Infrastruktur-REITs betreiben Funkmasten für die mobile Kommunikation und wickeln ein steigendes Sprach- und Datenvolumen ab, Data Center REITs betreiben Serverfarmen, die Web-Plattformen und Cloud-Computing beherbergen. Diese Sektoren haben bereits vor der Pandemie ein robustes Wachstum verzeichnet. Die Pandemie hat dieses Wachstum weiter beschleunigt und die Erwartung ist, dass dieser Trend auch mit Überwinden der Pandemie Bestand hat. Das Risiko für die Börsenstory erscheint hier in erster Linie darin zu bestehen, dass die Wachstumserwartungen nicht erfüllt werden.

Gesundheitsimmobilien/„Health Care“

Der Sektor ist durch unterschiedliche Immobilientypen geprägt: Seniorenwohnen/Altenheime, Pflege, aber auch Laborflächen oder Medizinische Gebäude/ Arztpraxen. Pandemiebedingt hat der Sektor einige Herausforderungen zu bewältigen, die Betreuung und Unterbringung von Senioren ist durch erhöhte Anforderungen an Personal und Einrichtung sowie Hygienestandards erschwert und die Auslastungszahlen der Alten- und Pflegeeinrichtungen geben aktuell etwas nach. Strukturell jedoch sprechen die demografischen Trends für diesen Sektor, der in den USA bei einer insgesamt positiven Bevölkerungsentwicklung insbesondere vom Eintritt der Baby Boomer in den letzten Lebensabschnitt profitiert.

Strategische Aspekte der Immobilieninvestition

These 9: Inflation vs. Deflation – Immobilien profitieren stärker im Inflationsszenario.

Ausgehend von der Erwartung, dass die Inflation vorläufig eher niedrig bleiben wird, möchten wir einmal die Frage erörtern, wie Inflation und Deflation auf Immobilieninvestitionen wirken, die zur Kapitalanlage gehalten werden. Inflationäre und deflationäre Kräfte wirken dabei auf die den Anlageerfolg maßgeblich bestimmenden Parameter Immobilienwert, Mietertrag, laufende Kosten und Finanzierungsbedingungen.

Inflation ist als stetiger Anstieg des Preisniveaus definiert. Das Geld verliert an Kaufkraft, da Produkte und Dienstleistungen immer teurer werden. Überträgt man das Inflationsszenario auf die vermietete Immobilie, steigt demnach der Preis (Wert) der Immobilie. Wurde für die Immobilie eine Finanzierung aufgenommen, profitiert der Eigentümer zusätzlich davon, dass der Wert der Schulden sinkt. Es steigen aber auch die Kosten des Unterhalts, und je größer die erforderlichen baulichen Maßnahmen sind, die erforderlich sind, um die Immobilie marktfähig zu halten, desto stärker wird der Eigentümer belastet. Entscheidend ist, was auf der Einnahmenseite passiert: Geht man zunächst von unveränderten Mieteinnahmen aus, verlieren diese real an Wert. Sowohl das wohnwirtschaftliche als auch das gewerbliche Mietrecht bieten jedoch die Möglichkeit, inflationsindexierte Mietverträge zu vereinbaren. Während dies im gewerblichen Bereich für Mietverträge ab einer Laufzeit von mindestens zehn Jahren möglich ist, kann nach § 557b BGB auch für Wohnraum eine Mietanpassung auf Basis des Verbraucherpreisindex vereinbart werden. Bei einer Neuvermietung steigt das Mietniveau.

Bei der Deflation sinkt das Preisniveau stetig. Entsprechend sinkt auch der Preis (Wert) der Immobilie. Ist die Immobilie durch ein Darlehen finanziert, bleibt das Darlehen in Höhe des Nennwerts bestehen, wird also real teurer. Auf der Kostenseite profitiert der Eigentümer, denn seine laufenden Aufwendungen für die Verwaltung und Instandhaltung bzw. Instandsetzung sinken im Preis. Nominal unveränderte Mieteinnahmen steigen im Wert, wobei diese aber perspektivisch in der Neuvermietung oder auch bei vereinbarten Indexmieten der negativen Preisentwicklung folgen dürften.

In beiden Szenarien gibt es also sowohl positive als auch negative Auswirkungen auf die Immobilie, wobei sich diese insgesamt im Inflationsszenario eher zum Positiven verdichten und im Deflationsszenario eher zum Negativen.

In der Praxis ist die Preisentwicklung von Immobilien ebenso wie die Entwicklung der Mieten aber nicht nur von Inflation oder Deflation abhängig, sondern in hohem Maße von lokalen Angebots- und Nachfrageparametern sowie von Zentralitäts-, Lage- und Ausstattungsmerkmalen der individuellen Immobilie. Und selbst im Szenario einer Deflationsspirale hätten Immobilien bei massiver Abwertung aller Waren und Dienstleistungen immer noch einen grundlegenden Vorteil: Sie dienen der Erfüllung grundlegender menschlicher Bedürfnisse – Wohnen, Arbeiten, Lernen, sich versorgen.

These 10: Der Strategiebeitrag der Immobilie im Anlageportfolio reduziert sich nicht nur auf die Rendite!

Die Preise für Immobilien kennen seit Jahren nur eine Richtung: Aufwärts! Dies gilt nicht zuletzt aufgrund der niedrigen Zinsen, der hohen Liquidität im Markt und des großen Nachfrageüberhangs. Was für Bestandhalter ein Segen ist, ist für Investoren eine Herausforderung. Denn die Relation von Kaufpreisen zu Mieteinnahmen hat die Eigenkapitalrendite vielerorts auf ein sehr niedriges Niveau gedrückt. Nach den Zinszahlungen und der Tilgung des Fremdkapitals stehen bei vielen Investitionsmöglichkeiten kaum noch Überschüsse für eine Ausschüttung zur Verfügung. Die Gesamrendite wird dadurch auf die Wertänderungsrendite und damit auf den eher spekulativen Baustein der Gesamrendite, reduziert. Die Immobilieninvestition wird den Erwartungen vieler Investoren damit nicht mehr gerecht.

Doch ist das richtig? Leistet die Immobilie in der Asset Allokation nicht mehr als nur einen Renditebeitrag? Die Immobilie ist durch eine Vielzahl von spezifischen Eigenschaften gekennzeichnet, mit denen sie sich von anderen Assetklassen abgrenzt.

Die Immobilie ist ein Sachwert, also physisch vorhanden. Viele Investoren verspüren bei liquiden Anlagen ein hohes Maß an Unsicherheit, da der Gegenwert des eingesetzten Kapitals nicht „anfassbar“ ist. Zudem kann auf Entscheidungen innerhalb der Beteiligung regelmäßig kein direkter

Einfluss genommen werden. Marktmanipulationen an Börsenkursen und Betrugsfälle wie jüngst beim Unternehmen Wirecard verstärken die Unsicherheit. Viele Immobilieninvestoren führen als einen Grund für den Immobilienerwerb an, dass Immobilien „anfassbar“ sind und sich im direkten Zugriffsbereich des Eigentümers befinden.

Immobilien sind, bei regelmäßigen Investitionen und einem professionellen Management, überwiegend wertstabil, weshalb sie umgangssprachlich auch als Betongold bezeichnet werden. Das Grundstück bleibt auf jeden Fall bestehen.

Viele Immobilien decken den Bedarf nach existentiellen Bedürfnissen, wie Wohnen, Arbeiten oder Lagern. Immobilien stellen somit ein Existenzgut dar und sind nicht oder nur sehr begrenzt substituierbar. Dem Eigentümer verschafft dies zusätzliche Sicherheit.

Investoren mögen in der Regel stabile und planbare Cashflows. Dieses Bedürfnis können Immobilien mit ihren monatlichen Mietzahlungen befriedigen.

Zudem bieten Immobilien Inflationsschutz, wenn die Mieteinnahmen durch Wertsicherungsklauseln, wie Staffel- oder Indexmieten abgesichert sind.

Eine weitere positive Eigenschaft von Immobilieninvestitionen ist die gute Finanzierbarkeit. Immobilien eignen sich gut als Sicherungsobjekt für Fremdkapital und der Finanzierungsprozess ist transparent und standardisiert. Durch eine hohe Fremdfinanzierung können so auch große Investitionen mit relativ geringem Eigenkapitalanteil realisiert werden. Zudem kann die Rendite durch die Aufnahme von Fremdkapital optimiert werden (Leverage-Effekt), um trotz hoher Kaufpreise passable Eigenkapitalrenditen zu erwirtschaften.

Darüber hinaus bieten Immobilien eine der wenigen verbliebenen Möglichkeiten, steuerfreie Verkaufserlöse zu erzielen. So ist der Verkaufsgewinn nach einer Haltedauer von zehn Jahren unter bestimmten Bedingungen von der Besteuerung befreit.

Nicht zuletzt kann mit Immobilien ein breites Spektrum an Anlagestrategien umgesetzt werden, von denen einige dem Charakter nach Schnittmengen zu den Anlageklassen Pri-

vate Equity oder auch Rente aufweisen und taktisch auch so eingesetzt werden können.

Zusammenfassend lässt sich demnach sagen, dass der Wertbeitrag von Immobilien im Anlageportfolio nicht auf den Renditebeitrag zu reduzieren ist. Die besonderen Eigenschaften einer Immobilie schaffen in vielerlei Hinsicht Mehrwerte für den Investor.

These 11: Immobilienfinanzierungen – Die Kreditbedingungen bleiben besonders für gewerbliche Finanzierungen und Projektentwicklungen restriktiv.

Nach dem BF.Quartalsbarometer ist die Stimmung für das vierte Quartal 2020 unter den deutschen Immobilienfinanzierern zwar gegenüber dem Frühjahr und Höhepunkt der Corona-Pandemie verbessert, dennoch insgesamt weiterhin eher schlecht. Für den Investor ist allerdings weniger die Gefühlslage der Finanzierungsinstitute entscheidend als vielmehr die Frage, wie sich diese auf die Finanzierungsbedingungen für Investoren und Projektentwickler auswirkt.

In Folge der coronabedingten Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren Immobilienmarktentwicklung beobachten wir eine restriktivere Kreditvergabe, insbesondere bei Gewerbeimmobilien und Projektfinanzierungen. Hotels finden aktuell kaum noch neue Finanzierungen und auch Mikroapartments und der Non-Food-Einzelhandel tun sich schwer. Die Nutzungsarten Wohnen und Logistik werden hingegen deutlich positiver eingeschätzt und profitieren auch im Neugeschäft.

Zudem benötigen Finanzierungsprozesse erheblich mehr Zeit. Hierfür sehen wir zwei Gründe. Die räumliche Neuorganisation von Arbeitsprozessen mit intensiven Phasen des mobilen Arbeitens und die Tatsache, dass die Institute aktuell insbesondere bei gewerblichen Immobilienfinanzierungen deutlich mehr Aufwand in der Betreuung ihrer laufenden Kredit-Engagements haben. Zusätzlich vermuten wir deutlich intensivere Gremienprozesse und angepasste Kreditgenehmigungsstandards.

Die Konditionen der Finanzierungen haben sich verschlechtert. Die Risikoaufschläge für Bestands- und Projektfinanzierungen auf den Zins sind gegenüber dem Jahresanfang angestiegen. Nach Aussage von Prof. Sebastian, Inhaber

des Lehrstuhls für Immobilienfinanzierung an der IREBS, sind die Margen seit Ausbruch der Krise um rund 30 Basispunkte angestiegen. Zusätzlich sanken die Beleihungswerte für Bestandsfinanzierungen auf rund 67 Prozent des Immobilienwertes und bei Projektentwicklungen auf zuletzt rund 73 Prozent der Projektkosten.

Die Verfügbarkeit großvolumiger Kredite ist erheblich erschwert und vermehrt bieten Banken Konsortialkredite an, bei denen sie sich das Kreditvolumen mit anderen Instituten teilen. Kreditgeber verfolgen das Ziel einer breiteren Diversifikation von Kreditrisiken, was zugleich aber zu Lasten der eigenen Profitabilität geht, da der Prüfaufwand je Einzelkredit nur marginal sinken dürfte. Oberhalb von 50 Millionen Kreditvolumen ist die Verfügbarkeit bereits stark eingeschränkt.

Wir erwarten, dass die Bedingungen insbesondere für gewerbliche Finanzierungen, bei Projektentwicklungen und bei großvolumigen Krediten auch 2021 restriktiv bleiben. Gemessen an den Beleihungswerten gehen wir davon aus, dass diese in etwa auf den heutigen Niveaus verharren.

Die restriktivere Kreditvergabe eröffnet noch stärker als zuletzt Spielräume für alternative Kapitalquellen, sowohl für Bestandsfinanzierungen als auch für Projektfinanzierungen. Auch Brückenfinanzierungen dürften vermehrt nachgefragt werden, wenn die Reife einer Investition für eine Bankenfinanzierung zu angemessenen Konditionen noch nicht gegeben ist. Kreditfonds haben nach Angaben des europäischen Fondsverband Inrev bereits 2019 mit 32 Milliarden Euro weltweit so viel Kapital eingesammelt wie nie zuvor. Aber auch viele Family Offices sind als alternative Kapitalgeber etabliert und könnten ihren Anteil am Finanzierungsmarkt ausbauen.

Immobilienmarkt Maßnahmen

Maßnahme 1: Portfolio bereinigen.

Aufgrund des attraktiven Marktumfelds empfehlen wir zu überprüfen, ob das Portfolio um Objekte bereinigt werden sollte, die sich schlechter als geplant entwickeln, die in der Zukunft hohe Kosten erwarten lassen oder deren lokale Marktgegebenheiten sich verschlechtern. Hierfür ist jede Immobilie individuell auf ihre wirtschaftlichen, rechtlichen und technischen Gegebenheiten und Potentiale hin zu überprüfen. Letztere sind vom Verkäufer vor dem Verkauf zu heben oder in die Kaufpreiseinschätzung aufzunehmen.

Schwachstellen sind in der Regel vor einem Verkauf zu beseitigen. Motivation für einen Verkauf kann sowohl die Realisierung eines attraktiven Verkaufspreises als auch die Risikoreduzierung sein.

Bei der Überprüfung müssen die Immobilien nach Nutzungsklassen unterschieden werden. Wie in These 8 beschrieben, sind diese von den Auswirkungen der Coronapandemie sehr unterschiedlich betroffen. Ein wesentliches Kriterium bei der Entscheidung für oder gegen einen Verkauf ist diesbezüglich, ob die Probleme dauerhaft bestehen oder kurz- bzw. mittelfristig gelöst werden können.

Die Hotellerie bekommt die Auswirkungen aufgrund von Reisebeschränkungen aktuell am deutlichsten zu spüren. Mit einem Verkauf im gegenwärtig gestörten Marktumfeld würden voraussichtlich hohe Verluste realisiert. Da mittelfristig mit einer Erholung des Marktsegments zu rechnen ist, sollten Hotels derzeit nicht veräußert werden.

Auch der Einzelhandel verzeichnet aufgrund der Pandemie starke Umsatzeinbußen, sodass auch bei diesen Immobilien ein erhöhtes Ausfallrisiko für die Mieteinnahmen besteht. Im schlimmsten Fall droht sogar eine Insolvenz des Hauptmieters. In einem solchen Fall ist ein Verkauf zu attraktiven Konditionen nicht möglich. Die bestehenden Probleme sollten vor einem Verkauf beseitigt oder zumindest in wesentlichen Teilen geordnet sein. Eine Veräußerung könnte unter dem Aspekt der Risikoreduzierung erwogen werden.

Büroimmobilien sind von der Pandemie bislang weniger betroffen als die Hotellerie und der Einzelhandel. Objekte in guten Lagen, mit bonitätsstarken Mietern und langfristigen Mietverträgen, werden auch heute noch attraktive Verkaufspreise erzielen. Die Flexibilität der Flächen, insbesondere durch Grundrissgestaltungen, wird an Bedeutung gewinnen.

Mehrfamilienhäuser gelten hingegen als Profiteure der Pandemie. Die kleinteilige Nutzung führt zu einer hohen Risikodiversifizierung. Mietausfälle kommen bislang nur in wenigen Einzelfällen vor. Eine Nachvermietung ist in der Regel schnell und ohne hohen Aufwand und Kosten möglich. Die Nachfrage nach solchen Anlagemöglichkeiten ist weiterhin ungebrochen hoch.

Maßnahme 2: Staatliche Förderungen ausnutzen, um Investorenrenditen bei Wohnimmobilien zu optimieren.

Investoren können am deutschen Wohnungsmarkt durch die Inanspruchnahme von staatlichen Förderprogrammen profitieren. An dieser Stelle möchten wir zwei Beispiele für Förderungsmöglichkeiten für Neubau und Bestandsimmobilien geben.

KfW-Förderung 153: Energieeffizientes Bauen für Neubauten.

Zur Förderung nachhaltiger Immobilienentwicklungen wurde vom Staat über die KfW ein Förderprogramm aufgesetzt, das energieeffiziente Neubauten fördert, deren Gesamtenergiebedarf in der Nutzungsphase unter einer gewissen Schwelle liegt. Bauherren oder Ersterwerber der energieeffizienten Neubauten erhalten von der KfW zinsgünstige Darlehen (bis zu 120.000 Euro je Wohnung) mit einer Zinsbindung von zehn Jahren. Zusätzlich wird ein Tilgungszuschuss von 15 – 25 Prozent (je nach Effizienzgrad) auf die Höhe des Kreditbetrags gewährt, der wirtschaftlich besonders attraktiv ist. Der Tilgungszuschuss fließt nicht direkt nach Abschluss der Förderung dem Kreditnehmer zu, sondern reduziert den Kreditbetrag, der an die Bank nach Auslauf zurückgezahlt werden muss. So kann der Eigentümer den Zuschuss erst für sich monetär realisieren, wenn dieser den Neubau verkauft und das Darlehen zurückführt oder die Immobilie refinanziert. Wichtig ist, dass man zwischen zwei unterschiedlichen Darlehensarten wählen kann. Es kann zwischen einem Annuitätendarlehen, das als Volltilgerdarlehen strukturiert ist, und einem endfälligen Darlehen ausgewählt werden. Die Auswahl der Finanzierungsform sollte dabei in Einklang mit der Objektstrategie stehen.

Investieren in öffentlich geförderten Wohnungsbau.

Durch die steigende Urbanisierung möchten immer mehr Menschen in den Großstädten leben. Dies führt dazu, dass über die letzten Jahre die Kauf- und Mietpreise stark gestiegen sind und viele Normalbürger sich das Wohnen in den Städten nicht mehr leisten können. Durch öffentlich geförderten Wohnungsbau mit gedeckelten Mieten und subventionierten Förderdarlehen möchte die Politik „bezahlbare“ Mietwohnungen schaffen. Entwickler von großen Neubaugebieten werden deshalb vielfach dazu verpflichtet, einen Anteil von meist über 30 Prozent der Gesamtbaumaßnahme als geförderten Wohnungsbau zu errichten. Für einen langfristig orientierten Investor kann die Investition in dieses Segment durchaus interessant

sein, da dieser den geförderten Wohnungsbau in bevorzugter Wohnlage für teilweise über 20 Prozent unter dem Marktwert für einen freifinanzierten Wohnungsbau erhält, weil er nur an eine bestimmte Zielgruppe (Bewohner mit niedrigem/mittlerem Einkommen) zu einer gedeckelten Miete vermieten darf und erst nach Auslauf der Bindungszeit, meist über 20 Jahre, an das Wertschöpfungspotential kommt. Das nach dem Auslauf der Bindungszeit erzielbare Wiedervermietungs- und/oder Verkaufspotenzial scheint aus heutiger Perspektive sehr hoch. Da sich die Förderprogramme je nach Bundesland deutlich unterscheiden, ist der Komplexitätsgrad im Vergleich zu einer Investition in eine freifinanzierte Immobilie aber deutlich höher.

Maßnahme 3: Fokus auf die Drittverwendungsfähigkeit legen, um auf Marktveränderungen reagieren zu können.

Die Nutzeranforderungen an Immobilien verändern sich heutzutage immer schneller. So haben sich zum Beispiel im Wohnsegment über die letzten Jahre temporäre Wohnformen wie Co-Living oder möblierte Businessapartments am Markt etabliert. Die Anforderung der Arbeitswelt an Büroflächen haben sich auch verändert. Weg von klassischen Einzel- oder Mehrpersonnbüros, hin zu flexiblen Büroformen mit unterschiedlichen Gemeinschaftsbereichen. Und der stationäre Einzelhandel kämpft gegen die fortschreitende Entwicklung des Online-Handels und die Vermieter gegen leerstehende Einzelhandelsflächen in der Neuvermietung. Um auf veränderte Flächenbedarfe reagieren zu können, sollten Investoren beim Ankauf von Immobilien die Drittverwendungsfähigkeit der Objekte berücksichtigen. Eine Immobilie, die von der Grundrissgestaltung und der technischen Ausstattung flexibel und von der Nutzbarkeit wandelbar ist (z. B. von Büro zu Wohnen), kann auf veränderte Flächenbedarfe besonders gut reagieren und sichert die nachhaltige Bewirtschaftung des Objektes und damit die langfristige Anlagerendite des Investors.

Maßnahme 4: Nachhaltigkeitsaspekte in der Investmententscheidung berücksichtigen.

Schon immer waren Immobilien eine Investition mit einem langfristigen Anlagehorizont. Aufgrund der Standortgebundenheit, dem Abschluss langfristiger Mietverträge und den gesetzlichen Vorgaben spielen Nachhaltigkeitskriterien – sogenannte ESG-Aspekte (Environment, Social, Governance / Umweltschutz, soziale Gerechtigkeit, verantwortungsvolle Unternehmensführung) – bei Immobilieninvestitionen bereits seit einigen Jahren eine wichtige Rolle. Durch die zunehmende Regulierung

gewinnen ESG-Aspekte unserer Einschätzung nach weiter an Bedeutung und werden für den langfristigen Erfolg von Immobilieninvestitionen wichtiger. Auch wenn ein Großteil von ESG-Aspekten bereits automatisch in die Investmententscheidung einfließen, empfehlen wir, diesen im Analyseprozess eine noch bedeutendere Rolle zukommen zu lassen. Insbesondere ökologische aber auch soziale Aspekte werden in Zukunft wichtiger. Besonders folgende Aspekte erachten wir als interessant:

- Verbrauch und Emissionen, z. B. CO₂-Ausstoß, Energie- und Wasserverbrauch, Abfallaufkommen
- Technische Ausstattung des Gebäudes, z. B. Bausubstanz, Art der Wärme- und Kälteerzeugung, Sensoren und Messstellen
- Ökonomie, z. B. Gebäudeflexibilität
- Nutzerkomfort, z. B. im Hinblick auf Barrierefreiheit
- Standort, z. B. Anschluss an die öffentlichen Verkehrsmittel, Klimarisiken (Sturm, Hochwasser)

Zudem empfehlen wir, mögliche ESG-Risiken sowie Chancen und Potenziale in den anschließenden Bewertungsprozess aufzunehmen. Hierbei würden sich Folgende anbieten:

Risiken

- Kostenrisiken (Lebenszykluskosten)
- Regulationsrisiken, d.h. perspektivisch zu erwartende Sanktionen und Auflagen
- Versicherungstechnische Risiken
- Standortrisiken
- Finanzierungsrisiken

Chancen / Potenziale

- Geringere Bewirtschaftungskosten
- Perspektivisch weniger energetische Sanierungen und damit auch weniger Rückstellungen erforderlich
- Marketingvorteile
- Stabiler Miet-Cashflow durch weniger Leerstand
- Sicherstellung der Finanzierung
- Werterhalt/Wertsteigerung und damit Senkung des Investmentrisikos

Je nach Anlageziel und Risikoprofil können auf dieser Basis passende Maßnahmen erprobt und ökonomische Auswirkungen betrachtet werden.

Maßnahme 5: Gemischt genutzte Immobilien als Instrument des Risikomanagements nutzen.

Gemischt genutzte Immobilien erscheinen auf den ersten Blick managementintensiver und kostspieliger als Immobilien, die lediglich durch einen Mieter oder eine Nutzungsart geprägt sind. Zudem verlangt eine heterogene Mieterstruktur oft einen Spagat zwischen den Anforderungen verschiedener Nutzungsarten. Die Auswirkungen der Corona-Pandemie haben aber auch gezeigt, dass gemischt genutzte Objekte sich als deutlich robuster in Bezug auf die Ertragsstabilität erweisen können, als Einzelnutzermobilien oder Immobilien mit mehreren Nutzern, die aber alle ein ähnliches Geschäftsmodell verfolgen. Auch bieten gemischtgenutzte Immobilien vielfach günstigere Einstiegspreise, da die angesprochene erhöhte Komplexität viele Investoren abschreckt. Damit bieten sich gemischt genutzte Immobilien insbesondere für Investoren an, die nicht bereits innerhalb des bestehenden Portfolios eine gute Mischung unterschiedlich genutzter Immobilien aufweisen.

Gut funktionierende Mischnutzungen können nach unserer Erfahrung Wohn- und Gewerbenutzungen in Kombination mit Praxis- und Büronutzungen sowie Ärztehäusern oder Lebensmitteleinzelhändlern sein.

Maßnahme 6: Aktive Recherche sich anbahnender Quartiersentwicklungen und frühzeitige aktive Ansprache von Projektentwicklern für Entwicklungspartnerschaften.

In den Metropolregionen (Kernstadt und Speckgürtel) von morgen rücken Wohnen, Energie und Mobilität immer näher zusammen, weg vom einzelnen Objekt hin zu großen Quartieren. Das Wachstum der Bevölkerung in den Metropolregionen stellt die Städte und Kommunen vor große Herausforderungen. Sie müssen freie Bauflächen finden, die sich nicht selten am Rand der Städte befinden, und versuchen, möglichst viele Bewohner auf den neu zu entwickelten Quartieren unterzubringen.

Um die Attraktivität dezentraler aber auch zentraler Quartiere als Wohn- und Arbeitsort zu erhöhen, gehören Maßnahmen zur Verbesserung der Infrastruktur und Mobilität sowie zur Schaffung einer klimafreundlichen Energieversorgung zu den wesentlichen Bestandteilen von Quartiersentwicklungsprojekten. Immobilieninvestoren profitieren von derartigen Quartiersmaßnahmen durch langfristige Vermietbarkeit und Wertsteigerung ihrer Anlageobjekte. Entwicklungspartnerschaften können Investoren damit im

Vergleich zu teuren Neubauinvestitionen attraktive Investitionsmöglichkeiten und Perspektiven bieten.

Nach der Recherche der Quartiersentwicklung sollte die aktive Ansprache der Entwickler innerhalb der Baufelder des Quartiers erfolgen, um die Möglichkeiten von Globalverkäufen einzelner Baufelder oder Mehrfamilienhäuser als Forward Deals auszuloten. Dies ist sinnvoll, da Projektentwickler häufig zunächst einen Einzelvertrieb der Wohnungen anstreben. Die Möglichkeit für einen Globalankauf ergibt sich damit häufig erst durch die aktive Ansprache. Neben zusätzlichen Vorteilen (kostengünstigerer Ankauf ohne Vermittlerprovision, weniger Konkurrenz durch andere Kaufinteressenten, zeitliche Vorteile während der Vorprüfung und Due Diligence Phase) ergeben sich damit auch Möglichkeiten für den Beginn einer über das einzelne Projekt hinausgehenden Entwicklungspartnerschaft.

Maßnahme 7: Chancen auf der Finanzierungsseite wahrnehmen.

Wie im Ausblick beschrieben, erwarten wir in verschiedenen Segmenten des Immobilienmarktes erschwerte Finanzierungsbedingungen. Dies betrifft spekulative Projektentwicklungen, großvolumige Finanzierungen, Kreditausläufe oberhalb von 70 Prozent, komplexe Finanzierungsvorhaben und alle Nutzungsarten, die nicht Wohnen oder Logistik heißen oder einen Staatsmieter haben. Chancen eröffnen sich damit für alternative Finanzierungsquellen. Wir erkennen hier insbesondere Chancen im höheren Auslaufbereich. Die Spielräume für Junior-/Debt-Mezzanine oder auch Equity-Finanzierungen für Projekt- und Bestandsfinanzierungen werden größer. In diesem Zuge dürften sich auch die Verhandlungsspielräume in Bezug auf die Finanzierungsbedingungen zugunsten der Darlehensgeber verschieben. Zu berücksichtigen ist dabei aber, dass internationale Debtfonds zuletzt so viel Kapital eingesammelt haben wie nie zuvor, sodass die Konkurrenz unterschiedlicher alternativer Kapitalquellen zueinander im Grundsatz bestehen bleibt. In der differenzierten Betrachtung löst sich diese Einschätzung wieder etwas auf, da die internationalen Debtfonds gern großvolumige Kredite vergeben, sodass sich für den Family Office Investor damit Spielräume im kleinteiligeren Volumensbereich eröffnen.

Das aktuelle Zinsniveau bietet auch Chancen im Rahmen der Refinanzierung von Bestandsfinanzierungen. Selbst wenn die Risikoaufschläge der Banken zuletzt etwas an-

gestiegen sind, sind die Referenzzinssätze zuletzt in Folge der Stützungsmaßnahmen der EZB für den Zins- und Kreditmarkt nochmals gesunken, sodass heute bei auslaufenden Bestandsfinanzierungen gerade im Kreditauslauf bis zu 60 Prozent sehr attraktive Finanzierungen abgeschlossen werden können. So werden negative Einstandszinsen der Banken inzwischen zumindest von einigen Instituten an die Darlehensnehmer weitergegeben.

Maßnahme 8: Investitionen in den REIT-Markt vornehmen, um das Rebound-Potenzial spezifischer Nutzungsarten zu nutzen.

Insbesondere der US-REIT-Markt differenziert nutzungsartenspezifische Trends sehr gut aus und reagiert unmittelbar auf Veränderungen der Markttrahmenbedingungen. Der US-REIT-Markt steht deshalb besonders im Fokus, da er die größte Liquidität und die höchste Anzahl von Unternehmen aufweist. Wir sehen für 2021 im Sektor Hospitality das größte Erholungspotenzial, da dieser Sektor mit am stärksten abgestraft wurde, nach Überwinden der Coronapandemie aber kräftig aufholen dürfte. Die Impfstoffzulassung hat die Erholung im November 2020 bereits massiv beflügelt, dennoch sehen wir weiteres Aufholpotenzial, an dem chancenorientierte Investoren partizipieren können. Für Investoren, die eher eine langfristige Strategie verfolgen, bieten daneben unabhängig von Timing-Aspekten Sektoren wie Wohnen, Logistik, digitale Infrastruktur, Data Center und Health Care gute Entwicklungsperspektiven.

JAHRESAUSBLICK 2021: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

These 1: Die Überrendite von Private Equity wird für die jüngsten Auflagejahre durch krisen- und bewertungsbedingte Faktoren belastet. Für die in den Jahren 2020 und 2021 initiierten Fonds erwarten wir wieder höhere Überrenditen, sodass die langfristige Renditeprämie gegenüber dem Aktienmarkt bestehen bleiben wird.

In Es gibt verschiedene strukturelle Parameter bei Private Equity (PE), welche die langfristige Überrendite dieser Vermögensklasse gegenüber dem Aktienmarkt erklären. Neben dem Einsatz von Fremdkapital liegen diese vor allem in der konzentrierten Eigentümerstruktur und den Vorteilen einer Nicht-Notierung der erworbenen Unternehmen begründet. Die Wertschöpfung des Geschäftsmodells von Private Equity erfolgt dabei in drei Phasen: Der Akquisitions- und Haltephase sowie beim Exit.

Akquisitionsphase: Bereits im Vorfeld eines Unternehmenserwerbs wird der Grundstein für die sog. Value Creation gelegt. Mit diesem Begriff werden alle durch den Finanzinvestor initiierten wertsteigernden Maßnahmen bei einem Investment bezeichnet. Die Due Diligence spielt dabei eine entscheidende Rolle, denn sie ermöglicht dem Käufer die Ermittlung eines Unternehmenswerts und fördert potenzielle Argumente zu Tage, welche bei der Verhandlung des Kaufpreises hilfreich sein und dem Erwerber einen günstigen Einstieg ermöglichen können. Ebenso nützlich können die Due-Diligence-Ergebnisse für die Erarbeitung eines strategischen Plans sein, der während der Haltedauer des Investments umgesetzt wird. Weiterhin spielt auch das Netzwerk eine wichtige Rolle. Finanzinvestoren, die über gute Verbindungen verfügen und auf einen **proprietären Dealflow** zurückgreifen können, bietet sich der Vorteil, nicht im Rahmen von strukturierten Verkaufsprozessen investieren zu müssen und somit einen Bieterwettbewerb zu vermeiden.

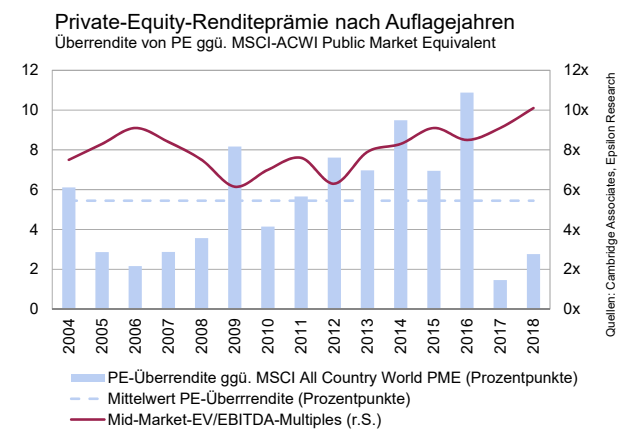
Haltephase: Während der Haltephase setzen Private-Equity-Investoren den zuvor definierten Katalog strategischer Maßnahmen um. Private-Equity-Fonds sind demnach sehr aktive Investoren, die angefangen bei der Optimierung der Kapitalstruktur über die Implementierung neuer Governance-Strukturen und die Installation eines neuen Managements bis hin zur Schaffung von Anreizstrukturen

für die Geschäftsleitung auch eine Reihe **operativer Maßnahmen** einleiten. Wichtig ist dabei zu verstehen, dass Anpassungen der Kapitalstruktur zwar keinen Einfluss auf den Unternehmenswert haben, aber den Eigenkapitaleinsatz des Finanzinvestors begrenzen und so die erwartete Rendite der PE-Fondsinvestoren (Limited Partners, LPs) erhöhen können. Eine Steigerung des Unternehmenswertes hingegen kann in erster Linie durch eine Erhöhung der Unternehmensgewinne erzielt werden, wie zum Beispiel durch Margenverbesserung oder Umsatzwachstum. Dies lässt sich durch konkrete Maßnahmen wie etwa Kosteneinsparungen, Effizienzgewinne, Investitionen, Expansion oder die Einführung neuer Produkte realisieren.

Abseits einer Verbesserung der Unternehmensgewinne lässt sich der Unternehmenswert auch durch eine Erhöhung des Bewertungsniveaus steigern. Dieses als **Multiple Arbitrage** bezeichnete Konzept lässt sich jedoch schwieriger umsetzen. Denn die Bewertungsrelationen von nicht börsennotierten Unternehmen orientieren sich an dem Bewertungsniveau des Kapitalmarkts und liegen damit oftmals nicht im Einflussbereich des Private-Equity-Fonds. Allerdings besteht die Möglichkeit einer aktiven Multiple Arbitrage etwa durch das Erreichen einer kritischen Unternehmensgröße oder einer herausragenden Marktstellung sowie durch eine strategische Neuausrichtung.

Exit-Phase: Durch die Auswahl des geeigneten Exit-Kanals (Börsengang, Verkauf an einen strategischen Käufer oder einen Finanzinvestor) können PE-Investoren den Verkaufspreis optimieren. Hierzu können die Identifizierung von strategischen Käufern, aber auch weichere Faktoren wie die richtige M&A-Beraterauswahl, eine gute Equity-Story oder wiederum Verhandlungsgeschick den Verkaufspreis erhöhen.

Wenngleich die Akquisitions- und Exit-Phase im Vergleich zu der Haltephase kurz sind, so ist ihre Bedeutung für den Gesamterfolg eines Investments nicht zu unterschätzen. Es gibt also valide Gründe, durch die sich das langfristige Bestehen einer Renditeprämie von Private Equity gegenüber dem Aktienmarkt erklären lässt. In der Betrachtungsperiode von 2004 bis 2018 lag die durchschnittliche **Überrendite nach Kosten** von Beteiligungskapital **bei etwa 5,4**



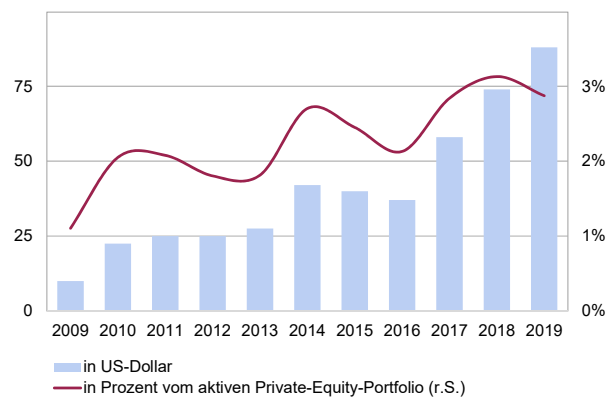
Prozentpunkten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass diese Überrendite in jedem Jahr erzielt werden kann. Insbesondere in Perioden mit außerordentlich guter Entwicklung der Aktienmärkte kann die Überrendite von Private Equity abschmelzen. Ein weiterer wichtiger kurzfristiger Einflussfaktor der Renditeprämie bei Private Equity ist das schon erwähnte Bewertungsniveau. Fonds aus Auflagejahren mit, im Vergleich zu den Folgejahren, geringem Bewertungsniveau weisen häufig überdurchschnittlich hohe Überrenditen auf. Dies erscheint insofern plausibel, als dass PE-Fonds in Phasen mit gesunkenen Bewertungsniveaus Unternehmen durchschnittlich etwas günstiger erwerben und in der Folge eines sich stabilisierenden Bewertungsniveaus gewinnbringend veräußern können.

Die Auflagejahre 2017 und 2018 waren gekennzeichnet durch einen deutlichen Rückgang der Überrendite von Private Equity. Im Jahr 2018 fiel die durchschnittliche Netto-IRR (Internal Rate of Return bzw. Interner Zinsfuß) von Private Equity nur etwa 2,5 Prozentpunkte höher aus als die Rendite des MSCI World All Country World Index auf Basis des Public Markt Equivalent (PME). Wesentliche Gründe dafür sind in erster Linie die geringe Reife der Portfolios dieser Auflagejahre aber auch die Bewertungssystematik in Verbindung mit den **operativen Belastungen** der Portfoliounternehmen und die damit einhergehenden Abwertungen durch die verordneten Lockdown-Maßnahmen. Abgesehen davon stagnierte das Bewertungsniveau bei Buyout-Transaktionen seit etwa 2018 auf einem hohen Niveau, sodass marktbedingte Multiple Arbitrage kaum möglich war. Wir erwarten eine Stabilisierung der Überrendite von Private-Equity-Investments für das Auflagejahr 2019 und eine überdurchschnittliche Renditeprämie für 2020 und 2021.

These 2: Der Sekundärmarkt im PE-Segment bietet Anlegern neben Möglichkeiten der aktiven Portfoliosteuerung in Marktphasen mit gesteigerter Volatilität Gelegenheiten für opportunistische Investitionsmöglichkeiten.

Private Equity ist grundsätzlich eine langfristig orientierte Anlageklasse, die ihren Investoren zumeist keine wirtschaftlich sinnvolle Möglichkeit einer vorzeitigen Realisierung bietet. Während der Laufzeit von oftmals mehr als zehn Jahren können sich die individuellen Rahmenbedingungen eines Investors in erheblichem Maße ändern. Vor diesem Hintergrund haben sich bereits frühzeitig spezialisierte Fonds etabliert, welche Anlegern bei Bedarf ihre Private-Equity-Engagements auf dem Zweitmarkt abkaufen (sog. Secondaries). Grundgedanke dieser Strategie war zunächst, von der Notlage einzelner Investoren profitieren zu können, indem **PE-Fondsanteile zu signifikanten Abschlägen** auf den Wert der Beteiligung (Net Asset Value, NAV) erworben wurden. Durch eine steigende Anzahl dieser spezialisierten Akteure erhöhte sich im Laufe der Jahre nicht nur die Nachfrage nach älteren Fondsanteilen, sondern durch die steigende Liquidität auch die Effizienz des Sekundärmarkts.

Secondary-Transaktionswert
gehandelter Private-Equity-Fondsanteile



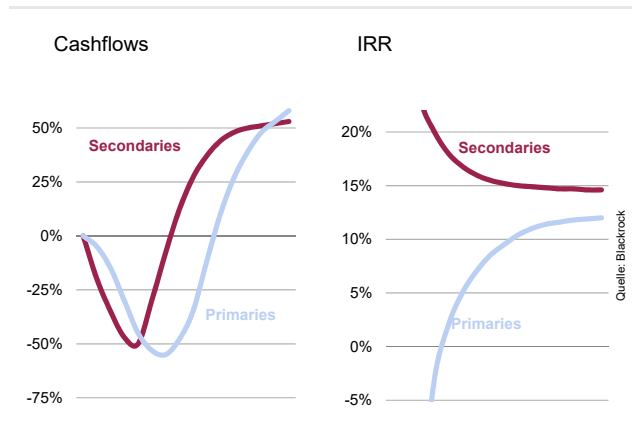
So hat sich allein in den vergangenen zehn Jahren der Wert der abgewickelten Sekundärtransaktionen auf 88 Mrd. US-Dollar in etwa verneunfacht. Durchschnittlich wechseln damit pro Jahr rund drei Prozent des aktiven Private-Equity-Portfolios weltweit den Besitzer. Ein liquider Zweitmarkt ermöglicht es Anlegern heute, auch abseits von Zwangslagen durch gezielte Verkäufe von Private-Equity-Beteiligungen **aktiv das Bestandsportfolio zu steuern**, sei es etwa aufgrund der veränderten Einschätzung bezüglich eines Fonds-

managers bzw. von dessen Produkten oder zur Verringerung des administrativen Aufwands. Insbesondere bei älteren Investments, die nur noch über einen geringen Restwert verfügen, kann dies sinnvoll sein.

Die Übertragung von Anteilen erfordert generell die Zustimmung des Initiators, der diese aber im Sinne einer zufriedenen Kundenbasis typischerweise nicht verweigert. Tatsächlich nutzen heute viele Private-Equity-Gesellschaften selbst aktiv den Zweitmarkt, um ältere Fonds, die das Ende ihrer Laufzeit erreicht haben, geregelt abzuwickeln oder alternativ Investoren eine Ausstiegsmöglichkeit zu bieten, um verbliebene Vermögenswerte weiter halten zu können.

Abgesehen davon, dass Secondaries teilweise die einzige Chance für Anleger sind, eine Beziehung zu einem begehrten und daher zugangsbeschränkten Manager aufzubauen, können sie Käufern eine Reihe weiterer Vorteile bieten:

1. Anders als bei herkömmlichen PE-Fonds, bei denen Anleger in einen Blind-Pool investieren (sogenannte Primaries) ist der Portfolioaufbau bei Secondaries bereits weit fortgeschritten, wenn nicht gar vollständig abgeschlossen. Für den Käufer bietet dies eine hohe Transparenz über das Fondsportfolio. Somit kann er das sogenannte Blind-Pool-Risiko vermeiden, das sich immer dann ergibt, wenn die Zielinvestitionen des Fonds erst nach dem Beitritt eines Investors erfolgen.
2. In der Regel liegt der Kaufpreis unterhalb des aktuellen NAV, so dass Anleger von einer unmittelbaren Aufwertung der Beteiligung profitieren. Auf diese Weise können Investoren den Private-Equity-typischen J-Kurven-Effekt umgehen, also der – aufgrund von Anlaufkosten und mangelnden Aufwertungen – negativen Entwicklung zu Beginn der Fondslaufzeit.
3. Aufgrund der fortgeschrittenen Reife des Beteiligungsportfolios bei Secondaries verkürzt sich die Zeit bis zu den erwarteten Rückflüssen. Infolgedessen reduziert sich die Kapitalbindung, was sich positiv auf die Rendite (IRR) der Beteiligung auswirkt.



Dank der Vorzüge für alle Beteiligten hat sich auch das anfänglich **negative Stigma** eines Zweitmarktverkaufs **verflüchtigt**, das einem Anteilsverkäufer anhaftete und ihm den späteren Zugang zu einem Produkt des Managers vom verkauften Fonds versperren konnte. Parallel hierzu hat sich der Bedarf nach Ausstiegsmöglichkeiten erhöht, da nicht nur das verwaltete Private-Equity-Vermögen deutlich gestiegen ist, sondern aufgrund der gestiegenen operativen Einflussnahme der Private-Equity-Gesellschaften sich auch die Kapitalbindung auf die Zielunternehmen in der jüngeren Vergangenheit deutlich erhöht hat.

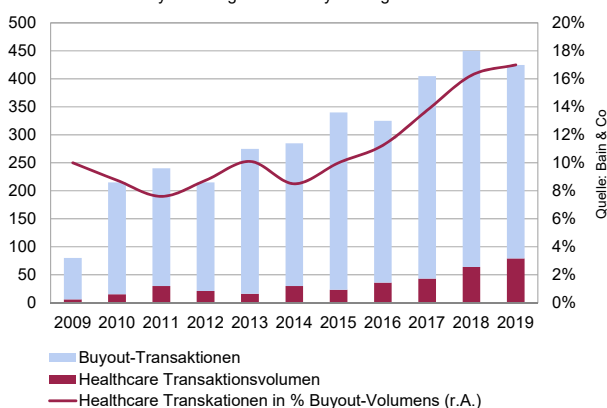
Neben den allgemeinen Chancen von Secondaries könnte das gegenwärtige Umfeld zusätzlich opportunistische Investitionsmöglichkeiten bieten. Denn einerseits sind gerade Phasen, in denen sich die erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer in einer hohen Volatilität niederschlägt, gekennzeichnet durch ein Preisniveau mit **überdurchschnittlich hohen Abschlägen** auf den NAV.

Andererseits ist der Investorenkreis von Private Equity nach wie vor geprägt durch institutionelle Investoren, die in der Regel Höchstquoten für illiquide Beteiligungen beachten müssen. Da deren Marktwerte aufgrund verzögerter Berichterstattung sowie abweichender Bewertungsmethodik deutlich zeitverzögerter reagieren als liquide Vermögenswerte, können starke Marktkorrekturen zu einem nachhaltigen Anstieg der Portfoliogewichtung von Private Equity führen. Dies wiederum kann Investoren dazu veranlassen, ihre Bestände über den Zweitmarkt zu reduzieren. Im Ergebnis kann sich das Angebot an Fondsanteilen vorübergehend erhöhen und Käufern durch den damit einhergehenden Preisdruck **attraktive Einstiegsgelegenheiten** bieten.

These 3: Private-Equity-Manager werden sich weiter spezialisieren, um in komplexen Branchen wie Healthcare erfolgreich Nischenpositionen aufbauen zu können. Für Anleger ergeben sich dadurch zusätzliche Möglichkeiten zur Diversifizierung ihres Private-Equity-Portfolios.

Die Anfänge der Anlageklasse Private Equity waren gekennzeichnet durch Buyout-Strategien ohne besonderen Branchenfokus. Eine Unterteilung des PE-Segments erfolgte nach dem Lebenszyklus von Unternehmen in Venture-Capital-, Growth-, und Buyout-Strategien. Später kam es innerhalb dieser Segmentierung zu einer weiteren Differenzierung nach Größensegmenten und Regionen. Mittlerweile haben sich zahlreiche Spezialstrategien etabliert, die sich auf unterschiedliche Eintrittssituationen und Branchen fokussieren, um **Spezialisierungsvorteile** zu generieren. Ein wesentlicher Vorteil von Fonds mit einem bestimmten Sektorfokus ist, dass aufgrund von spezifischem Branchen-Know-how Investitionen besser beurteilt und potenzielle wertsteigernde Maßnahmen schneller umgesetzt werden können. Diese Vorteile einer Nischenausrichtung können auch ein relevanter Faktor für das Zustandekommen einer Transaktion sein, wenn die Verkäuferseite etwa Investoren bevorzugt, die einen erfolgreichen Track Record in der Branche vorweisen und dem Unternehmer auf Augenhöhe begegnen können.

Healthcare Transaktionsvolumen
Healthcare-Buyouts vs. gesamtes Buyout-Segment



Insbesondere die Healthcare-Branche stand in den vergangenen Jahren verstärkt im Fokus der Investitionsaktivität der PE-Branche. Im Jahr 2019 erreichte das Transaktionsvolumen in diesem Segment mit knapp 79 Mrd. US-Dollar einen **Rekordwert**. Bemerkenswert ist dabei, dass das Healthcare-Transaktionsvolumen trotz eines leichten Rück-

gangs des gesamten Buyout-Volumens signifikant anstieg. Im Zeitraum von 2014 bis 2019 stieg das Buyout-Volumen durchschnittlich um acht Prozent pro Jahr, während sich das Transaktionsvolumen im Bereich Healthcare um 21 Prozent pro Jahr erhöhte.

Grund für das gestiegene Interesse von Private Equity an der Gesundheitsbranche sind verschiedene übergeordnete Trends, die sich nachhaltig positiv auf den Wirtschaftszweig Gesundheit auswirken.

Entwicklungen, die die Nachfrage beeinflussen, sind:

- Vor allem der **demografische Wandel** in den Industrienationen in Verbindung mit einer steigenden Lebenserwartung spielen dabei eine große Rolle und erzeugen eine steigende Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen. Folglich werden insbesondere Anbieter von Therapien für altersbedingte Erkrankungen und Altenpflege-Dienstleister profitieren können.
- Ein weiterer Faktor ist das sich **wandelnde Patientenverhalten**. Dies spiegelt sich in einem gestiegenen Gesundheitsbewusstsein der Bevölkerung, höheren Anforderungen an medizinische Dienstleistungen und Produkte sowie besserem medizinischen Wissen wider.

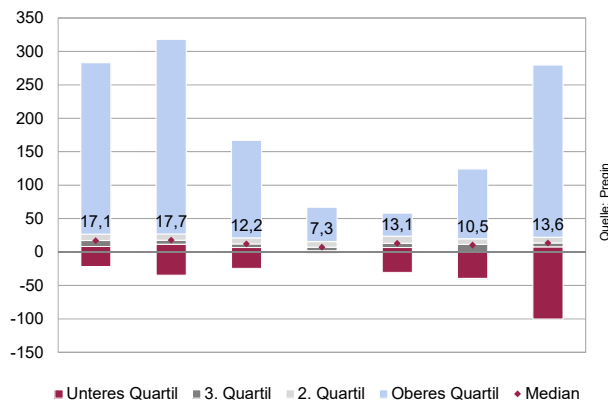
Entwicklungen, die das Angebot beeinflussen, sind:

- Die **Marktstrukturen** in den Healthcare-Subbranchen sind häufig fragmentiert und bieten relevantes Konsolidierungspotenzial. Insbesondere im Segment der Kinderwunschzentren, Radiologie und onkologischen Kliniken sehen Branchenexperten vielversprechende Ansatzpunkte für Buy-and-Build-Strategien.
- Weiterhin entsteht durch **technische Entwicklungen** wie etwa durch Digitalisierung von Prozessen, die Nutzung von Robotik und Messtechnik sowie neue Therapien eine Branchendynamik im Gesundheitssegment, die vielfältige Ideen für neue Investmentansätze entstehen lässt.

Abgesehen von den positiven Aussichten und attraktiven Voraussetzungen in der Healthcare-Branche lässt sich das gestiegene Interesse an dem Segment auch mit einer geringen Konjunkturabhängigkeit und einer vorhandenen Robustheit gegenüber Krisen begründen. In den vergangenen Jahren bewerteten Buyout-Manager das hohe Bewertungsniveau und eine mögliche bevorstehende Rezession (die

dann im Jahr 2020 tatsächlich eintrat) als größte Risiken für die Private-Equity-Branche. Einige Fonds begannen daraufhin ihre Strategien anzupassen und defensiver zu investieren. Unternehmen aus dem Healthcare-Bereich waren somit in der jüngsten Vergangenheit zunehmend gefragt.

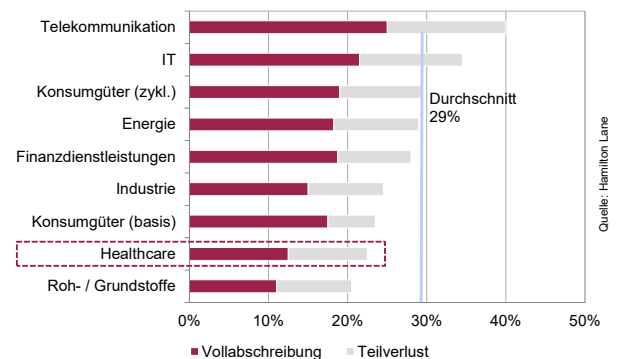
Performance-Vergleich zwischen Buyout-Fonds
Netto-IRRs von Buyout-Fonds mit Branchenfokus in Prozent



Laut Daten des Branchendienstleisters Preqin erzielten Private-Equity-Fonds mit einem Healthcare-Fokus in der Vergangenheit eine durchschnittliche **Netto-IRR von 17,1 Prozent**, wohingegen diversifizierte Fonds im Mittel eine Netto-IRR von 13,6 Prozent erbrachten. Spitzenreiter waren auf IT-Unternehmen spezialisierte Vehikel mit 17,7 Prozent Netto-Performance. Im Vergleich wiesen die Renditen im IT-Segment allerdings eine höhere Streuung auf und Transaktionen in dieser Branche waren durch höhere erwartete Verluste als in anderen Segmenten gekennzeichnet. Während in der Vergangenheit in etwa jeder dritte IT-Buyout Verluste erlitt, so war dies im Bereich Healthcare nur bei 23 Prozent der Transaktionen der Fall. Historisch betrachtet zeichnen sich Healthcare-Buyout-Fonds also durch überdurchschnittlich hohe Renditen bei gleichzeitig geringeren Risiken als bei anderen Strategien aus.

Die allgemeine Verschiebung des Investitionsfokus im PE-Segment von eher kapitalintensiven Geschäftsmodellen hin zu sogenannten Asset-light-Unternehmen hat in den vergangenen Jahren zu einer Branchenrotation bei den Investitionen geführt. Während Branchen wie Industrie und Konsumgüter Anteile am Buyout-Volumen verloren, konnten andere Branchen wie die Informationstechnologie stark profitieren. Dies hat jedoch zu einem hohen Branchengewicht des IT-Sektors im Private-Equity-Segment geführt.

Verlustraten von Buyouttransaktionen
Verlustraten von Buyouts in verschiedenen Branchen



Bei US-amerikanischen PE-Fonds kommen IT-Firmen bereits auf einen Portfolioanteil von durchschnittlich 30 Prozent und sind damit der am höchsten gewichtete Sektor. Bei dem gemessen an der Unternehmensgröße vergleichbaren US-Nebenwerte Index Russell 2000 liegt das Branchengewicht hingegen lediglich bei knapp 15 Prozent. Investoren, die einen Aufbau ihres Marktportfolios im Private-Equity-Segment anstreben, sollten dabei die **mittlerweile hohe Gewichtung der IT-Branche** im Blick behalten. Unternehmen aus der Gesundheitsbranche kommen bislang auf einen Anteil von 15,3 Prozent in US-Private-Equity-Portfolios. Dies entspricht in etwa auch der Gewichtung im Russell 2000. Um etwaige Branchenübergewichtungen zu vermeiden, kann es für Anleger somit zielführend sein, Zeichnungen von Fonds mit einem bestimmten Branchenfokus zu tätigen, um einen ausgewogeneren Branchenmix zu realisieren. Bislang sehen wir sowohl im Hinblick auf die Sektorgewichtung der Healthcare-Branche in PE-Portfolios als auch auf den Anteil von Buyout-Transaktionen am gesamten Healthcare-M&A-Markt keine Übergewichtungen.

Aufgrund der positiven Branchendynamik, der vielversprechenden Entwicklungspotenziale, der Robustheit gegenüber Krisen und des attraktiven Rendite-Risikoprofils von Healthcare-Buyouts bieten Fonds mit einer entsprechenden Fokussierung für Anleger, die bereits über ein zeitlich und geografisch ausreichend gestreutes Private-Equity-Portfolio verfügen, einen effektiven **Baustein sowohl zur Diversifizierung** ihres Portfolios als auch zur **Generierung zusätzlicher Renditepotenziale**.

These 4: Das auf notleidende Unternehmen fokussierte Segment von Distressed-Private-Capital-Fonds wird von einem erwarteten Anstieg von Unternehmensinsolvenzen im kommenden Jahr profitieren können.

Die vergleichsweise rasche konjunkturelle Erholung nach dem starken Einbruch der Wirtschaft im Frühjahr 2020 täuscht darüber hinweg, dass einige Auswirkungen der Krise in bestimmten Ländern erst mit deutlichem zeitlichen Versatz auftreten. So bewegt sich die Zahl der Unternehmensinsolvenzen angesichts des erheblichen Konjunkturreinbruchs in einigen Nationen noch auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau. Für Deutschland wird für das gesamte Jahr 2020 sogar der tiefste Stand von Firmeninsolvenzen seit etwa 25 Jahren prognostiziert. Grund dafür sind eine Reihe von staatlichen Stützungsmaßnahmen sowie eine Aussetzung der Insolvenzantragspflicht für Unternehmen. Diese Lockerung des Insolvenzrechts in Deutschland war zwar zeitlich auf den Zeitraum von März bis September 2020 befristet, für Unternehmen, die wegen bilanzieller Überschuldung Insolvenz anmelden müssen, wurde die Befreiung von der Antragspflicht jedoch bis zum Ende des Jahres 2020 verlängert. In anderen Ländern wie Frankreich oder dem Vereinigten Königreich gab es ebenfalls temporäre Lockerungen des Insolvenzrechts. Mit dem Jahresanfang 2021 gelten für Unternehmen voraussichtlich allerdings wieder die regulären Vorschriften des Insolvenzrechts. Dementsprechend wird für das Jahr 2021 ein deutlicher Anstieg der Insolvenzen auch in diesen Ländern prognostiziert, was letztlich einen Nachholeffekt aus dem Jahr 2020 darstellt. In anderen Ländern wie z. B. den USA, China, Brasilien, Portugal oder den Niederlanden gibt es hingegen bereits im Jahr 2020 einen erheblichen Anstieg der Firmenpleiten.

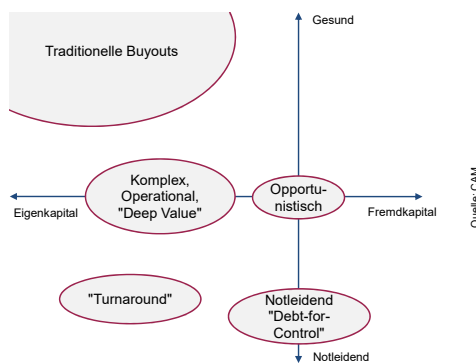
Die Experten des Kreditversicherungsdienstleisters Euler Hermes erwarten für das Jahr 2020 einen Anstieg der weltweiten Insolvenzen um 17 Prozent, mit einem weiteren Plus von 16 Prozent im folgenden Jahr. Anders als beispielsweise in Deutschland wird für die USA mit 47 Prozent bereits ein überdurchschnittlich hoher Anstieg der Insolvenzen im Jahr 2020 erwartet.

Die aktuelle Phase mit **vermehrten Zahlungsausfällen** und weiterhin zu erwartenden Insolvenzen stellt für viele Unternehmenseigentümer und Manager eine Herausforderung dar. Fonds, die sich auf die Beteiligung an Unterneh-

men in prekärer bis notleidender Situation spezialisieren (sogenannte Distressed-Private-Capital-Fonds), bietet sich hingegen eine steigende Auswahl an Anlagemöglichkeiten. Während klassische Buyout-Fonds üblicherweise mit Hilfe von Eigenkapital in wirtschaftlich stabile Unternehmen investieren, ist der Investmentansatz bei Distressed-Private-Capital-Fonds deutlich breiter. Abhängig von der individuellen Situation des Unternehmens sowie dem Umfang der notwendigen **Restrukturierung** können dabei **Fremd- und Eigenkapitalinstrumente** kombiniert werden. Dadurch werden die Transaktionen oftmals deutlich komplexer als klassische Buyouts.

Typische Zielunternehmen sind Firmen, die aufgrund eines wirtschaftlichen Schocks in finanzielle Schieflage geraten sind, ihren Kapitaldienst nicht mehr leisten können oder aufgrund von Überschuldung dringend rekapitalisiert werden müssen. Darüber hinaus können diese Strategien komplexe Transaktionen mit Ausgliederungen von Unternehmensanteilen wie Carve-Outs und Spin-Offs beinhalten.

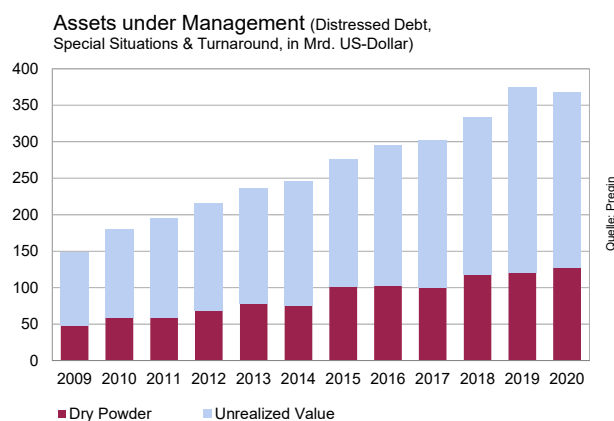
Übersicht Buyouts vs. Distressed-Private-Capital



Die Aktivität bei Buyout-Transaktionen wurde im Jahr 2020 zwischenzeitlich erheblich beeinträchtigt. Verantwortlich für die Zurückhaltung der Finanzinvestoren war zum einen der **akute Handlungsbedarf bei Portfoliounternehmen** (Ad-hoc-Maßnahmen, Notfall-Betrieb, Liquiditätssicherung), der personelle Kapazitäten auf Seiten der Investoren band. Zum anderen führte die starke Prognoseunsicherheit bei potenziellen Zielunternehmen vielfach zu einem Aufschub schwebender Transaktionen. Distressed-Private-Capital-Fonds hingegen investieren als Spezialisten für ein wirtschaftlich herausforderndes Umfeld

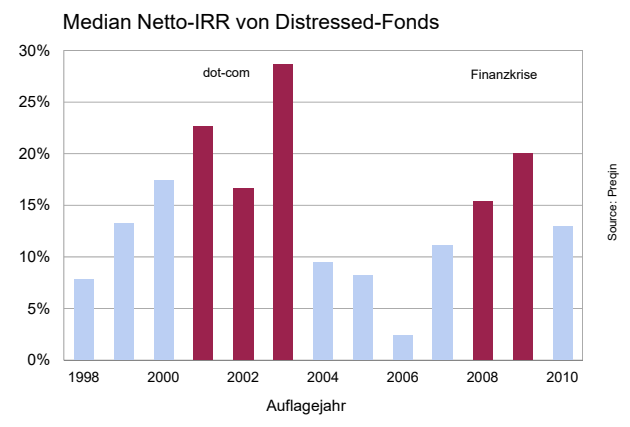
per se antizyklisch. Entsprechend profitieren sie aktuell von einem erhöhten Dealflow. Während vergangenes Jahr vor allem in den USA mehr in finanzielle Schieflage geratene Unternehmen frisches Kapital für umfangreiche Restrukturierungen benötigen, werden in diesem Jahr wahrscheinlich Firmen aus anderen Regionen (Großbritannien, Frankreich, Deutschland) vermehrt **finanziellen Restrukturierungsbedarf** entwickeln.

In den letzten Jahren konnte ein deutlicher Anstieg der investierbaren Mittel insbesondere bei Distressed-Private-Capital-Strategien beobachtet werden. So erreichte das sogenannte Dry Powder neue Höchststände: Per Ende Juni 2020 lag nach den Berechnungen von Preqin das investierbare Kapital von Distressed-Strategien bei 122 Mrd. US-Dollar. Dreiviertel des verfügbaren Kapitals entfielen dabei auf in den USA beheimatete Fondsmanager.



Aus Anlegersicht kann durch die Beimischung von Distressed-Investments aufgrund ihres **antizyklischen Charakters** der Grad der Diversifikation weiter erhöht werden. Darüber hinaus bietet sich gerade im gegenwärtigen Umfeld zusätzliches Renditepotenzial. Laut den Berechnungen von Preqin erzielten Distressed-Private-Capital-Fonds, die in den Jahren 2001-2003 und 2008-2009 aufgelegt worden sind, im Vergleich zu anderen Vintagejahren die höchsten durchschnittlichen Netto-IRRs. Die Daten deuten darauf hin, dass Distressed-Private-Capital-Fonds, die während oder kurz nach einer Krise aufgelegt werden, tendenziell höhere Renditepotenziale aufweisen als Fonds mit Auflagejahren in wirtschaftlich gesunden Zeiten.

Nach der Finanzkrise 2008 haben sich die Unternehmensverbindlichkeiten infolge der dauerhaft niedrigen Zinsen vielfach deutlich erhöht. Einige Firmen könnten im Sinne



eines Abbaus ihrer Verschuldung Geschäftszweige identifizieren, die nicht zum Kerngeschäft zählen und somit verkauft werden könnten. Von diesem Umstand könnten insbesondere die in ihrer Strategie breiter aufgestellten **Special-Situation-Fonds** profitieren, die ihr Portfolio zusätzlich durch den Aufbau mit **Carve-Out- und Spin-Off-Opportunitäten** breiter diversifizieren.

These 5: Die Einhaltung von ESG-Kriterien entwickelt sich zu einem wesentlichen Investitionskriterium von Private-Equity-Fonds, mit dem die Zukunftsfähigkeit der Investitionsstrategien gesichert wird.

Die ESG-Kriterien haben sich als Standard für nachhaltige Anlagen entwickelt. ESG steht hierbei für „**Environmental**“, „**Social**“ und „**Governance**“, frei übersetzt heißt das Umwelt, Soziales und Aufsichtsstrukturen. Anfänglich wurden diese Kriterien insbesondere bei der Beurteilung von liquiden Investments angewandt. In den letzten Jahren hat sich die Implementierung dieser Standards zunehmend auch bei illiquiden Vermögenswerten etabliert. Auch Private-Equity-Fonds lassen diese Kriterien inzwischen in die Beurteilung von Beteiligungsunternehmen einfließen.

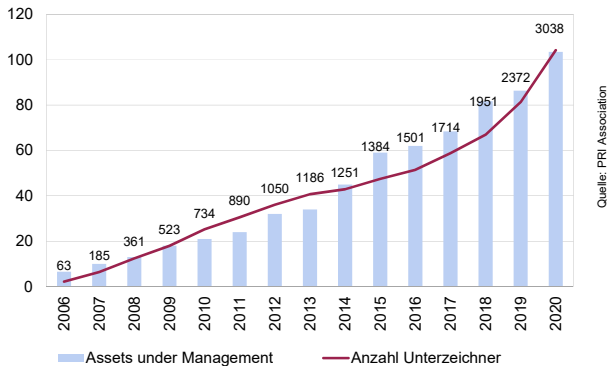
Dies ist **keine vorübergehende Taktik** der PE-Branche, um von dem allgemeinen Trend der Nachhaltigkeit von Investments zu profitieren, sondern wird von institutionellen Investoren wie Pensionsfonds, Versicherungen und Versorgungswerken gefordert. Diese Kapitalgeber werden wiederum von ihren Anlegern dazu verpflichtet, umweltschonende, sozialverträgliche und ethisch vertretbare Investments einzugehen. Dem liegt das Bewusstsein zugrunde, mit der finanziellen Kraft dieser Kapitalgeber unter anderem den Klimawandel zu bekämpfen. Sie sind alar-

miert durch die Verschmutzung durch Plastik, den Rückgang der Artenvielfalt, Entwaldung, sozialer Ungleichheit und Wasserknappheit, die greifbare Gefahren für die Wohlfahrt unseres Planeten darstellen.

Dieser **Trend wird sich verstärken** je mehr Vermögen aus den Händen der Babyboomer an jüngere Generationen weitergegeben wird. Deren Konsumverhalten ist stärker von Nachhaltigkeitsgedanken geprägt und wird sich auch auf die Wertschöpfungsketten von Unternehmen auswirken, die als Zielunternehmen für Private-Equity-Fonds infrage kommen.

Dies führt dazu, dass Private-Equity-Gesellschaften ihre Suche auf Zielunternehmen konzentrieren, die durch die Einhaltung von ESG-Kriterien mehr Kunden gewinnen, Kosten reduzieren oder Reputationsschäden vermeiden. Ein Ausweis dieses gestiegenen Bewusstseins für die Bedürfnisse der Kapitalgeber ist die Zunahme der Fonds, die die **Principles for Responsible Investments (PRI)** unterzeichnet haben.

ESG: Unterzeichner der PRI
(2006 bis 2020, Anzahl und Billionen US-Dollar)



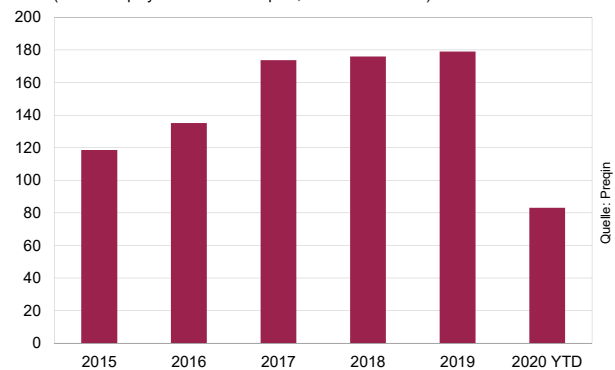
Mehr als 3.000 Asset Manager mit einem verwalteten Vermögen von insgesamt 103 Billionen US-Dollar haben sich bereits den folgenden UN-unterstützten Prinzipien verschrieben:

1. Wir werden **ESG-Themen** in die Analyse- und Entscheidungsprozesse im Investmentbereich einbeziehen.
2. Wir werden aktive Anteilseigner sein und ESG-Themen in unserer **Investitionspolitik und -praxis** berücksichtigen.
3. Wir werden Unternehmen und Körperschaften, in die wir investieren, zu einer angemessenen **Offenlegung** in Bezug auf ESG-Themen anhalten.
4. Wir werden die **Akzeptanz** und die Umsetzung der Prinzipien in der Investmentbranche vorantreiben.

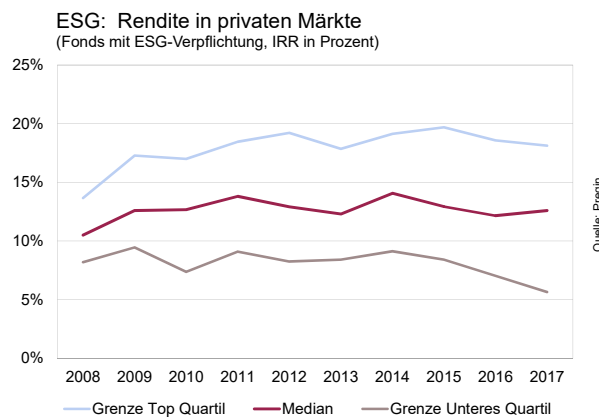
5. Wir werden zusammenarbeiten, um unsere **Wirksamkeit** bei der Umsetzung der Prinzipien zu steigern.
6. Wir werden über unsere Aktivitäten und Fortschritte bei der Umsetzung der Prinzipien **Bericht erstatten**.

Das Engagement für ESG manifestiert sich auch in den eingeworbenen Mitteln für Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds, die sich zur Einhaltung der Kriterien verpflichtet haben. Diese steigen seit Jahren an und erreichten im Jahr 2019 ein Gesamtvolumen von 179,1 Mrd. US-Dollar für Private Equity und Venture Capital – mehr als 50 Prozent über dem Niveau des Jahres 2015.

ESG: Eingeworbenes Kapital mit Verpflichtung
(Private Equity und Venture Capital, in Mrd. US-Dollar)



Bedeutet dies für Anleger, Renditeeinbußen hinnehmen zu müssen? Nein, im Gegenteil, es gilt das Motto „Doing well by doing good“. Da zu erwarten ist, dass sich die **ESG-Kriterien weiter durchsetzen**, wird deren Einhaltung als essentielles Investitionskriterium weiter an Bedeutung gewinnen. Zielunternehmen, die diese Kriterien nicht erfüllen, werden schlicht nicht oder nur unter schmerzhaften Bewertungsabschlägen zu veräußern sein. Daneben ist die Berücksichtigung von ESG-Kriterien ein zunehmend wichtiger Bestandteil der Risikoprüfung. Unternehmen, die etwa nicht auf die Einhaltung wesentlicher ethischer Grundsätze und Umweltstandards bedacht sind, werden zukünftig mit erheblichen Reputationsschäden konfrontiert sein.



Zudem werden ESG-Kriterien von Private-Equity-Fonds zunehmend auch als **Instrument zur Wertsteigerung** angesehen. Fünf Wege sind hier denkbar:

1. **Umsatzsteigerung:** In öffentlichen und privaten Ausschreibungen wird die ESG-Konformität vermehrt vorausgesetzt. Unternehmen, die diese Voraussetzung erfüllen, haben Vorteile, diese Aufträge zu gewinnen. Aus einer Risikoperspektive heraus kann es sein, dass Bestandskunden sich abwenden, weil die Kriterien nicht erfüllt werden.
2. **Kosteneinsparungen:** Durch einen verantwortungsvolleren Umgang mit Ressourcen wie Wasser und Energie kann deren Verbrauch oder Verschmutzung reduziert werden. Dies kann zur Verringerung von Aufwand und damit zur Profitabilitätssteigerung führen.
3. **Reduktion von regulatorischen und rechtlichen Eingriffen:** Wohlverhalten im Sinne der ESG-Kriterien kann verhindern, dass dieses durch Gesetzgebung erzwungen und scharf kontrolliert wird. Konforme Unternehmen genießen dadurch mehr Handlungsfreiheit und binden weniger Ressourcen für notwendige aber unproduktive Aktivitäten.
4. **Steigerung der Mitarbeiterproduktivität:** Eine stärkere Hinwendung zu ESG kann das Vertrauen in die eigenen Fähigkeiten und Sinnhaftigkeit des eigenen Tuns von Mitarbeitern steigern. Damit lässt sich die Produktivität erhöhen, weil die Mitarbeiterzufriedenheit zunimmt.
5. **Investitions- und Vermögensoptimierung:** Investitionsentscheidungen werden unter Befolgung von ESG-Motiven nachhaltiger getroffen und damit die Mittel besser verwendet. So können beispielsweise Investitionen vermieden werden, die später zu Umweltproblemen führen können.

Aus diesen Ansätzen zur Wertsteigerung deutet sich an, dass Private-Equity-Fonds aus der vermeintlichen Not eine Tugend machen können. Denn die Rahmenbedingungen der Branche scheinen grundsätzlich geeignet zu sein, um Vorreiter für die breite Umsetzung von ESG-Zielen zu werden:

- Die übliche Haltedauer von drei bis sieben Jahren bietet genügend Zeit, die ESG-Situation der Beteiligungsunternehmen zu verbessern.
- Durch umfangreiche Prüfungen während der Due Diligence können Miss- und Rückstände identifiziert und Gegenmaßnahmen geplant werden.
- Die üblichen Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten der Private-Equity-Fonds verleihen deren Umsetzung das notwendige Gewicht.

Sofern sich die Entwicklung einer stärkeren Berücksichtigung von ESG-Themen zu einem langfristigen Trend verfestigt, sichern Private-Equity-Fonds ihre Zukunft durch nachhaltiges Handeln. Die Assetklasse hat damit die Zeichen gesetzt, um neben der Überrendite im Vergleich zu anderen Anlageformen mit qualitativen Investitionszielen ihre **Attraktivität weiter zu steigern**.

These 6: Trotz erheblicher Anlagechancen bei notleidenden Unternehmen sprechen veränderte strukturelle Voraussetzungen im Markt für selektives Handeln.

Die Eindämmungsmaßnahmen im Zuge der Corona-Pandemie haben bei einem Großteil der Unternehmen zu mehr oder weniger **starken Umsatzeinbußen** geführt. Massive staatliche Hilfspakete und Interventionen der Notenbanken haben die Auswirkungen zwar abgefedert, in vielen Fällen aber eine notwendige Restrukturierung der betroffenen Unternehmen nur aufgeschoben. Nicht zuletzt auch die vorübergehende Aussetzung der Insolvenzantragspflicht bis zum Ende des Jahres 2020 in einigen Ländern lässt für die Zukunft eine Welle notleidender Firmen erwarten, nicht unähnlich den Nachwehen der globalen Finanzkrise.

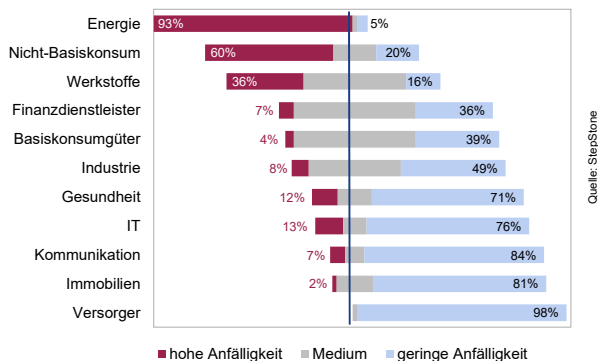
Allerdings gibt es im aktuellen Zyklus deutliche Unterschiede gegenüber der Phase nach 2008. So warteten spezialisierte Distressed-Debt-Investoren seinerzeit den Ausfall (Default) eines Unternehmens ab, bevor sie Forderungen gegenüber diesem mit erheblichen Abschlägen

erwarben und in der Folge eine finanzielle Restrukturierung durchsetzten. Durch den heute deutlich schwächeren Gläubigerschutz, insbesondere durch den weitgehenden Verzicht auf Kreditaufgaben (Covenants) in den vergangenen Jahren, geraten Schuldner erst deutlich später in Zahlungsverzug. Um nicht das Überleben eines Unternehmens zu gefährden, ist deshalb ein deutlich **früheres Eingreifen** notwendig. Dies dürfte oftmals den Aufwand erhöhen, da ein breiteres Spektrum an Gläubigern und Gesellschaftern entlang der gesamten Kapitalstruktur eingebunden werden muss.

Anders als bei der letzten Krise werden nicht alle Wirtschaftsbereiche gleichermaßen an einer konjunkturellen Erholung partizipieren. Durch die Pandemie wurden gesellschaftliche Veränderungen eingeleitet und beschleunigt. Dies hat zur Folge, dass sich **Branchenstrukturen nachhaltig verändern**. So wurden die Bereiche Gastgewerbe, Tourismus und stationärer Einzelhandel vielfach stark in ihrer Geschäftsausübung eingeschränkt. Für diese Branchen ist auf absehbare Zeit keine rasche Erholung zu erwarten, wie sie in anderen Segmenten bereits zu beobachten ist.

Erschwerend kommt hinzu, dass einigen Verbrauchern infolge erhöhter Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit oftmals die Mittel für nicht-essenzielle **Konsumausgaben fehlen**. Entsprechend höher ist die Anfälligkeit von Unternehmen aus diesen Sektoren als etwa bei Gesundheitsdienstleistern oder Technologie-Firmen, was Investoren ebenfalls beachten sollten.

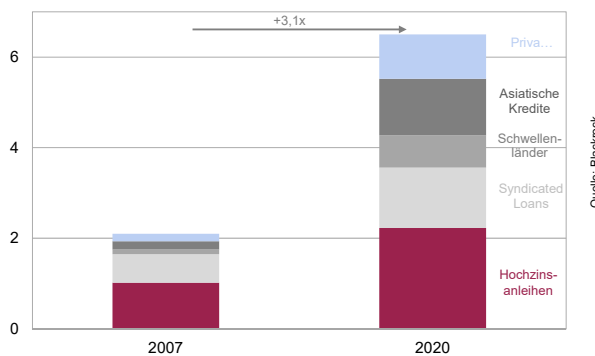
Anfälligkeit für Auswirkungen von Covid-19
Anteil der Unternehmen innerhalb bestimmter Branchen



Das Umfeld für Distressed-Debt-Fonds ist somit nicht unbedingt leichter geworden, zumal in Erwartung einer Marktkorrektur nach dem überdurchschnittlich langen Aufschwung bereits vor dem Ausbruch der Pandemie nen-

nenswerte Mittel in das Segment geflossen waren. Der Informationsdienst Preqin schätzt die investierbaren Mittel zur Jahresmitte 2020 auf rund 122 Milliarden US-Dollar, was doppelt so viel ist wie vor zehn Jahren. Auch wenn dies den Wettbewerb um die verfügbaren Anlagemöglichkeiten erhöht hat, könnte der Bedarf an entsprechendem Kapital noch einmal deutlich höher sein. Denn allein die Höhe der **notleidenden Hochzinsanleihen** erreichte im März 2020 einen Stand von 400 Milliarden US-Dollar. Zwar konnte sich ein großer Teil in den kommenden Monaten wieder erholen; allerdings machen Hochzinsanleihen auch nur weniger als die Hälfte des Marktes für private Kredite ohne Investment Grade aus.

Ausstehendes Fremdkapitalvolumen
ohne Investment Grade, in Bio. US-Dollar

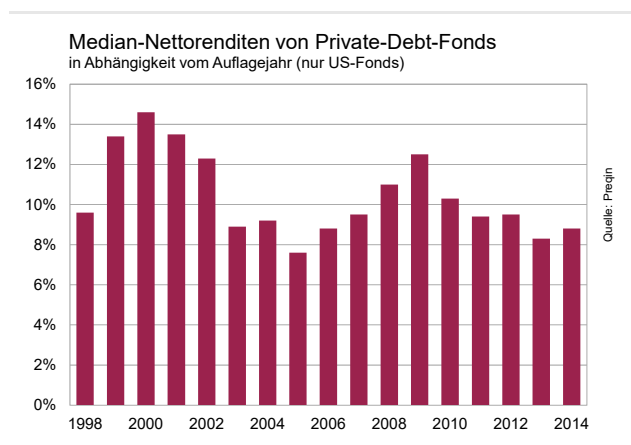


Vor der großen Finanzkrise stellten sie zusammen mit Konsortialkrediten (Syndicated Loans) noch fast den Gesamtmarkt dar. Neben dem enormen Wachstum der Finanzmärkte in den Schwellenländern hat vor allem das Aufkommen von Private Debt zu einer signifikanten strukturellen Änderung geführt. Private Debt hat heute ein Volumen wie Hochzinsanleihen im Jahr 2007, was auch zu einem Anstieg der durchschnittlichen Größe bei Emittenten von **Hochzinsanleihen** geführt hat. Denn kleinere Unternehmen nutzen bevorzugt die Möglichkeit, Kredite abseits des Kapitalmarkts und ohne entsprechende Publizitätspflichten aufzunehmen. Im Zuge dieser Verschiebungen ist auch das Spektrum der Gläubiger größer geworden. Entsprechend unterschiedlich ist die zu erwartende Reaktion auf die Verschlechterung eines Ratings. Dies sowie die im Vergleich zu früher geringere Befugnis von Händlern, Risiken einzugehen, haben zu einer geringeren Liquidität im Markt geführt. Gleichzeitig könnten sich (vergleichsweise neue) mit Fremdkapitalhebel operierende Fondsinvestoren gezwungen sehen, zur Reduzierung ihres Verschuldungsgrads Positionen zu liquidieren.

Aufgrund all der strukturellen Veränderungen des Marktes werden der Verlauf und die Dauer des Investitionsfensters für Distressed-Investitionen voraussichtlich nicht dem des vorhergehenden Zyklus gleichen. Dass sich Investitionschancen für Anleger ergeben werden, erscheint jedoch sehr wahrscheinlich. Aufgrund des dennoch nicht unerheblichen Wettbewerbs um mögliche Transaktionen sollten Investoren Fondslösungen präferieren, die möglichst flexibel entlang der Kapitalstruktur agieren können. Für einen nachhaltigen Erfolg werden die spezialisierten Akteure im Private-Debt-Segment voraussichtlich einen größeren Werkzeugkasten benötigen als in der Vergangenheit. Denn nicht zuletzt aufgrund vielfach schwächerer Kreditauflagen kann der Finanzierungsbedarf in unterschiedlichen Phasen der Restrukturierung auftreten. Zur Vermeidung einer Insolvenz wird darüber hinaus neben der Übernahme notleidender Titel oftmals eine Zusatzfinanzierung notwendig werden.

These 7: Das aktuelle Marktumfeld bietet günstige Rahmenbedingungen für Private-Debt-Investitionen.

Beim Direct Lending, also der bankenunabhängigen Vergabe von Krediten, handelt es sich um eine vergleichsweise junge Anlageklasse. Tatsächlich verdankt sie ihren Erfolg gerade in Europa der deutlich gestiegenen Regulierung von Finanzinstituten im Zuge der Finanzkrise, durch die sich die Eigenkapitalanforderungen der Banken seit 2009 beständig erhöht haben. Seither erfreuten sich die Kapitalmärkte eines anhaltenden Aufwärtstrends, der erst im Frühjahr 2020 infolge weitreichender und global verordneter Lockdowns gebrochen wurde. Folglich existieren kaum Erfahrungswerte, wie stabil sich die Anlageklasse während einer Rezession verhalten wird. Die COVID-19-Pandemie stellt die erste wirkliche **Bewährungsprobe für das Segment** dar. Wie sich die Pandemie und ihre Begleitumstände auf die Bestandsportfolios auswirken werden, dürfte im hohen Maße von der Dauer der Eindämmungsmaßnahmen und der Tiefe der damit verbundenen Rezession abhängen. Denn diese Faktoren bestimmen letztlich auch die Ausfallquote bei den ausstehenden Krediten sowie die Bereitschaft der Gesellschafter, zur Rettung ihrer Beteiligung weitere Mittel nachzuschießen.



In der Vergangenheit bildeten größere Kurseinbrüche an den Kapitalmärkten stets auch einen guten Nährboden für Investitionen im Bereich Private Debt. Wir gehen davon aus, dass Anleger auch jetzt wieder mit Engagements in neu aufgelegte Fonds überdurchschnittliche Renditen erzielen können sollten. Zwar haben sich die Bewertungen in der aktuellen Situation deutlich schneller auf das Vorkrisenniveau erholt als nach den letzten Krisen; dennoch hat sich das **Kräfteverhältnis zwischen Schuldnern und Gläubigern** gravierend zugunsten der Kreditgeber verschoben. Dadurch haben sich die Konditionen für neu ausgehandelte Finanzierungen nachhaltig verbessert. So können Kreditgeber höhere Zinsmargen durchsetzen, was einen positiven Effekt auf die Bruttorendite hat. Gleichzeitig können sie von den Gesellschaftern der Schuldner einen höheren Eigenkapitaleinsatz verlangen, was – genau wie die Rückkehr zu strengeren Kreditauflagen (Covenants) – das Risiko von Ausfällen verringert und sich somit positiv auf das Nettoergebnis auswirkt.

Beteiligungen: Maßnahmen

Maßnahme 1: Private-Equity-Allokation unverändert belassen und Kapitalzusagen entsprechend im Jahr 2021 tätigen.

Ein Markt Timing ist in der Vermögensklasse Private Equity grundsätzlich schwer zu realisieren, da eine Fondszeichnung und die Investitionen durch einen PE-Fonds zeitlich auseinanderfallen. Daher empfiehlt es sich grundsätzlich, Kapitalzusagen bei Primaries konstant im Zeitablauf zu tätigen.

Konditionen von Senior-Secured-Finanzierungen vor der Coronakrise und heute		
	Anfang 2020 (vor Covid-19)	Ende 2020 (während Covid-19)
Verschuldungsgrad	4,5 – 6,0x EBITDA	4,0 – 5,5x EBITDA
Zinsmarge	450 – 575 Bp.	550 – 725 Bp.
Floor	0 – 1%	1 – 1,5%
Abschlussgebühr (OID)	1 – 2 Bp.	2 – 3 Bp.
Eigenkapitalanteil	mind. 35%	mind. 45%
Loan-to-Value	max. 65%	max. 55%

Quelle: Pennant Park

Maßnahme 2: Secondary-Fonds können für Anleger von Interesse sein, die von bestimmten Marktphasen profitieren und Blindpool-Risiken vermeiden wollen.

Günstige Kaufgelegenheiten im Private-Equity-Segment können über Sekundärtransaktionen ergriffen werden. Bei diesen Transaktionen kann unmittelbar ein PE-Exposure aufgebaut werden, das typischerweise mit einem Abschlag zum jeweiligen Net Asset Value erworben werden kann. Weiterhin können Anleger gezielter PE-Engagements eingehen, da in ein (weitgehend) bekanntes Portfolio investiert wird.

Maßnahme 3: Healthcare-Fonds sollten von Anlegern in den Investitionsfokus einbezogen werden, um die Diversifikation des PE-Portfolios zu erhöhen.

Die Gesundheitsbranche bietet attraktive Wachstumsaussichten und zeichnet sich durch geringe Zyklizität aus. Healthcare-Fonds weisen demnach ein sehr attraktives Chancen-Risiko-Verhältnis auf und eignen sich als Diversifizierungsbaustein für das Private-Equity-Portfolio.

Maßnahme 4: Die veränderten Rahmenbedingungen können von Anlegern für gezielte Neuinvestitionen in Private Debt und Special-Situation-Fonds genutzt werden.

Die vergangenen Jahre waren von einem sehr schulderfreundlichen Finanzierungsumfeld mit geringen Risikoaufschlägen und laxen Kreditaufgaben geprägt. Die Corona-Krise hat nicht nur eine Verschiebung des Kräfteverhältnisses zu Gunsten der Gläubiger bewirkt, weshalb Direct-Lending-Investoren von verbesserten Investitionsbedingungen profitieren können, sondern auch zu einem Anstieg restrukturierungsbedürftiger Unternehmen mit erheblichem Kapitalbedarf geführt. Unternehmen, die die niedrigen Zinsen für eine höhere Schuldenaufnahme genutzt haben, dürften vermehrt in Zahlungsverzug geraten, was Distressed-Debt-Fonds ein wachsendes Anlageuniversum bieten sollte. Darüber hinaus können insbesondere

auf Restrukturierungen und komplexe Situationen spezialisierte Special-Situations-Fonds von diesem Umstand profitieren, um opportunistisch in notleidende Unternehmen zu investieren.

Strategiebeitrag Beteiligungen in 2021

Für Anleger bietet das Segment Beteiligungen einen wichtigen Performancebeitrag für das Portfolio. Vor dem Hintergrund des herausfordernden Anlageumfelds mit vielfach komprimierten Renditen sind Engagements in den privaten Märkten ein elementarer Bestandteil, um langfristig auskömmliche Renditen zu erzielen.

JAHRESRÜCKBLICK

Volkswirtschaft

	Thesen für 2020	Beurteilung
1.	Wir rechnen mit einer leichten Beschleunigung des Wachstums der Weltwirtschaft im Jahr 2020.	✘
2.	Die Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes wird 2020 nicht zu einer Rezession in den USA führen.	✘
3.	Wir rechnen mit einer unveränderten Geldpolitik der US-Notenbank im Jahr 2020.	✘
4.	Die Unterstützung durch die Fiskalpolitik nimmt ab, aber der Gegenwind durch den Handelsstreit lässt ebenfalls nach.	✘
5.	Nicht nur der Ausgang der Präsidentenwahl, sondern auch die Zusammensetzung des Kongresses werden die Kapitalmärkte beeinflussen.	✓
6.	Wir rechnen mit einem Wachstum der US-Wirtschaft von 2,0 Prozent im Jahr.	✘
7.	Wir erwarten für China ein BIP-Wachstum von 6,1 Prozent.	✘
8.	Die inländische Nachfrage im Euroraum kann den Rückgang der ausländischen Nachfrage noch kompensieren.	✘
9.	Die EZB wird die Geldpolitik nicht weiter lockern.	✘
10.	Die Ruhe in Italien könnte sich als trügerisch erweisen.	✘
11.	Wir erwarten ein Wachstum im Euroraum in Höhe von 1,3 Prozent.	✘
12.	Eine Eskalation der Handelsstreitigkeiten zwischen der EU und den USA ist unwahrscheinlich.	✓
13.	Boris Johnsons Austrittsabkommen führt zu größeren ökonomischen Schäden als Theresa Mays Austrittsplan.	✓
14.	Deutschland liefert den größten Beitrag zum Fiskalimpuls des Euroraum.	✘

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

Fazit

Die Corona-Pandemie hat zu einem starken Einbruch der globalen Konjunktur im Jahr 2020 geführt, sodass die meisten unserer volkswirtschaftlichen Prognosen aus dem Jahresausblick nicht eintraten. In unserem Halbjahresausblick revidierten wir unsere Prognosen für das Weltwirtschaftswachstum auf minus 3,8 Prozent, für den Euroraum auf minus 8,0 Prozent, was recht genau den jetzt realisierten Werten entspricht. Zu pessimistisch war dagegen unsere Halbjahresprognose für die USA, zu optimistisch die für Großbritannien und Indien. Bereits Anfang April, als sich Deutschland noch im ersten Lockdown befand, revidierten wir unsere Prognose für das Wachstum der deutschen Konjunktur auf minus 4,2 Prozent und vier Monate später im Halbjahresausblick auf minus 6,2 Prozent, womit wir recht nah an den voraussichtlich realisierten Wert von minus 5,7 Prozent herankamen.

Devisenmarkt

Thesen für 2020	Beurteilung
1. Der US-Dollar wertet bis Ende 2020 auf 1,18 gegenüber dem Euro ab.	(✓)
2. Das Britische Pfund kann seinen Positivtrend weiter fortsetzen.	✗
3. Keine weitere Aufwertung des Schweizer Franken.	✗
4. Der japanische Yen wird gegenüber dem Euro nicht weiter aufwerten.	✓
5. Keine weitere Aufwertung des Schweizer Franken.	✗

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

Fazit

Die Coronakrise hat am Devisenmarkt zu einer Flucht in sichere Häfen geführt. Profitiert haben vor allem der Schweizer Franken und der Euro. Der Schweizer Franken ist eine klassische Währung, die Investoren in unruhigem Fahrwasser an den Anlagemärkten anstern. Zudem sind die Realzinsen attraktiv. Der Euro profitierte vor allem gegenüber dem US-Dollar vom Rückgang des Zinsvorteils. Positiv hat sich zudem ausgewirkt, dass mit dem Wiederaufbaufonds ein Instrument beschlossen wurde, das die Wahrscheinlichkeit eines Auseinanderbrechens des Euroraums reduziert. Wir haben die Richtung der Euro-Dollar-Bewegung richtig vorhergesagt und im August unserer Prognose auf 1,22 angehoben, was im Dezember auch erreicht wurde. Besonders schwach haben sich zahlreiche Schwellenländerwährungen präsentiert. Es gab große Kapitalabflüsse, was dazu geführt hat, dass viele Schwellenländerwährungen nun fundamental recht kräftig unterbewertet sind. Das Britische Pfund verlor deutlich, weil das Land zum einen von der Pandemie überdurchschnittlich getroffen wurde und zum anderen die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit zwischenzeitlich stark angestiegen war.

Liquide Vermögensklassen: Geldmarkt

Thesen für 2020	Beurteilung
1. Die EZB wird keine Änderungen an den Zinssätzen vornehmen, sodass das Umfeld negativer Einlagezinsen bestehen bleibt.	✓
2. Die Probleme am US-Geldmarkt werden im Jahresverlauf bestehen bleiben.	✗

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

Fazit

Die EZB hat keine Zinsänderungen vorgenommen, allerdings die Geldpolitik kräftig gelockert, sodass das Umfeld negativer Zinsen am Geldmarkt Bestand hatte. In den USA haben sich trotz der zwischenzeitlich stärkeren Schwankungen keine Probleme am Geldmarkt ergeben. Die Fed hat durch die extrem expansive Geldpolitik für reichlich Liquidität gesorgt.

Liquide Vermögensklassen: Rentenmarkt

	Thesen für 2020	Beurteilung
1.	Die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe wird am Jahresende bei maximal minus 0,1 Prozent liegen.	✓
2.	Die Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe steigt bis zum Jahresende auf 2,1 Prozent.	✗
3.	Unternehmensanleihen schlagen Bundesanleihen.	✓
4.	Peripherieanleihen können noch weitere, moderate Spreadrückgänge verzeichnen.	✓
5.	Schwellenländeranleihen profitieren von einem schwächeren US-Dollar. Ein Euro-Investor kann daran aber nur bedingt partizipieren.	✓
6.	Inflationsindexierte Anleihen sind fair bewertet.	✓

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

Fazit

Der Rentenmarkt hat kräftig auf die Coronakrise reagiert. Bei Bundesanleihen ist die Nachfrage enorm angestiegen, sodass die Rendite der zehnjährigen Titel im letzten Jahr auf ein Rekordtief gefallen ist. In den USA sind die Renditen noch stärker gefallen, da die Fed die Zinsen gesenkt hat. Bei Unternehmensanleihen gab es zwar zwischenzeitlich stärkere Spreadausweitungen, aber die Erholungsrallye und der sich verschärfende Anlagenotstand haben die Zinsaufschläge auf oder sogar unter die Jahresanfangsniveaus gedrückt. Ähnliches gilt bei den europäischen Peripherieanleihen, die zudem massiv von der EZB profitierten. Hier liegen die Renditen mittlerweile ebenfalls oft im negativen Bereich. Die Spreads der Schwellenländeranleihen liegen ebenfalls unter dem Jahresausgangsniveau, allerdings hat der starke Euro die Performance zunichtegemacht. Bei inflationsindexierten Anleihen liegen die Breakeven-Inflationsraten wieder in etwa auf den Jahresanfangsniveaus, sodass auf Jahressicht keine Outperformance erzeugt wurde.

Liquide Vermögensklassen: Aktienmarkt

Thesen für 2020	Beurteilung
1. Zunehmende konjunkturelle Unterstützung in Europa in 2020, in den USA eher abnehmend.	✘
2. Das positive Kurspotential aus Bewertungsausweitungen ist begrenzt.	✘
3. Die Dividendenrendite wird stabil bleiben, Aktienrückläufe werden in 2020 abnehmen.	✘
4. Die US-Wahlen haben einen positiven Effekt auf den US-Aktienmarkt.	✓
5. Value underperforms nicht mehr gegenüber Growth.	✘
6. Europäische Aktien haben in diesem Jahr gegenüber dem US-Markt mehr Potential.	✘
7. Schwellenländeraktien werden sich in der Breite stärker entwickeln als Aktien in Industrieländern.	(✓)
8. Small Caps werden eine bessere risikoadjustierte Rendite als große Unternehmen aufweisen.	✘
9. Die Sektoren Automobil, Banken und Telekom werden die Segmente Technologie, Immobilien und Nahrungsmittel outperformen.	✘
10. Alle Prognosen stehen und fallen mit dem Handelskonflikt.	(✓)
11. Wir erwarten den DAX zum Jahresende bei 14.400 Punkten.	✘
12. Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 3.350 Punkten.	✘

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

Fazit

Die Aktienmärkte haben letztes Jahr zeitweise stark unter der Corona-Pandemie gelitten. Die schnelle Reaktion der Notenbanken und der Fiskalpolitik haben jedoch eine rasche Erholung herbeigeführt. Die Richtung der Aktienmarktentwicklung entsprach zwar unseren Prognosen, die treibenden Kräfte waren jedoch andere. In unserem Halbjahresausblick revidierten wir daher unsere Einschätzung der Kursziele auf 13.100 Punkte für den DAX und 3.250 Punkte für den S&P 500. Beide Ziele konnten bis zum Jahresende übertroffen werden, wobei der S&P 500 sogar unser ursprüngliches Kursziel für 2020 übertraf. Die gewaltige Performance der Big Tech-Werte in den USA führten einmal mehr zu einer deutlichen Outperformance der US-Aktien. Die Fortschritte bei der Entwicklung und Zulassung eines Impfstoffs sowie der Machtwechsel in den USA führten zu einem sehr freundlichen Ausklang des vergangenen Jahres an den Aktienmärkten.

Liquide Vermögensklassen: Rohstoffmarkt

	Thesen für 2020	Beurteilung
1.	Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.600 US-Dollar je Feinunze.	✘
2.	Der Preis eines Barrels WTI steigt zum Jahresende leicht auf 65 US-Dollar an.	✘
3.	Industriemetalle tendieren seitwärts.	✘

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

Fazit

Gold war als sicherer Hafen im letzten Jahr gefragter denn je. Unterstützung kam von den Realzinsen, die tief in den negativen Bereich gefallen sind. Bei Rohöl kam es angesichts des Lockdown zu einem vorübergehenden kräftigen Angebotsüberschuss, der die Preise stark gedrückt hat. Industriemetalle profitierten auf Jahressicht davon, dass spekulative Investoren die Preise nach oben getrieben haben. Hinzu kam, dass viele Minen angesichts der Corona-Beschränkungen nicht unter Volllast fördern konnten, was das Angebot zwischenzeitlich verknappte.

Liquide Vermögensklassen: Hedgefondsmarkt

	Thesen für 2020	Beurteilung
1.	Im Jahr 2020 wird es wieder Nettozuflüsse in Hedgefonds-Strategien geben.	✓
2.	Die Gebühren werden auch im Jahr 2020 weiter sinken.	✓
3.	Die Performance marktneutraler Strategien wird im Jahr 2020 unter dem langjährigen Durchschnitt liegen.	✘
4.	Die Managerselektion, nicht die Strategie, entscheidet über Erfolg und Misserfolg im Hedgefondsbereich.	✓

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

Fazit

Die lange Phase von Mittelabflüssen hatte sich im ersten Halbjahr 2020 zunächst fortgesetzt. Im dritten Quartal gab es dann aber nach neun negativen Quartalen in Folge wieder einmal Mittelzuflüsse in Hedgefonds. Equity Hedge-Strategien konnten 2020 am besten performen, während Relative Value und Event Driven die Verluste vom Jahresanfang nicht mehr aufholen konnten. Aufgrund der schwierigen Marktbedingungen kam es bei einigen Hedgefonds zu Gebührensenkungen. Die Spreizung der Managerleistungen innerhalb einer Strategiegruppe zeigt, dass die Managerselektion auch 2020 noch wichtiger als die Strategiewahl war.

Vermögensklasse Immobilien

	Thesen für 2020	Beurteilung
1.	Deutsche Wohnimmobilien - Die Angebotsmieten haben 2019 ihren Höhepunkt erreicht.	(✓)
2.	Deutsche Wohnimmobilien - In den Metropolregionen bleiben die Preise aufwärts gerichtet.	✓
3.	Berliner Mietdeckel führt zu sinkenden Wohnimmobilienpreisen.	(✓)
4.	Die Regionalisierung der regulativen Rahmenbedingungen der Immobilienmärkte drängt ausländisches Kapital aus dem Markt.	✗
5.	Gewerbliche Immobilienmärkte Deutschland - Der Anlagennotstand wird die Preisentwicklung weiter stützen.	✓
6.	Gewerbliche Immobilienmärkte Europa - Das Preisniveau wird gehalten, London legt zu.	(✓)
7.	Trotz jüngster Verwerfungen auf Betreiberseite wird das Co-Working Segment weiter an Bedeutung gewinnen.	✓
8.	Das Niedrigzinsumfeld verführt Investoren, höhere Risiken zu nehmen.	✗
9.	Investoren können den Finanzierungshebel trotz niedriger Zinsen nicht mehr voll ausnutzen.	✓
10.	Der Share-Deal verliert, der Unit-Deal gewinnt an Bedeutung.	✗
11.	Die digitale Vernetzung der Wohnung mit ihrer Umwelt gewinnt an Bedeutung.	✓

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

Fazit

Die Preise der deutschen Wohnimmobilien sind im vergangenen Jahr stabil geblieben und in ausgewählten Städten sogar weiter gestiegen. Als Folge des Mietendeckels sind in der Stadt Berlin die Kaufpreise für Mehrfamilienhäuser im Bestand unter Druck geraten. Ein Wendepunkt bei den Preisen auf den gewerblichen Immobilienmärkten in Deutschland war nicht erkennbar. Vor allem für qualitativ hochwertige Büro- und Logistikimmobilien in sehr guten Lagen zeigten sich die Preise bislang weiterhin stabil und sind in einigen Märkten weiter gestiegen. Hotels und Shopping-Center sind durch die Folgen der Coronakrise (Beherbergungsverbote, angeordnete Geschäftsschließungen etc.) unter Druck geraten. Die durch die Coronakrise entstandenen Unsicherheiten am Markt haben dazu geführt, dass Investoren bei der Auswahl von geeigneten Investitionsmöglichkeiten Risiken vermeiden und vermeintlich sichere Nutzungsarten und Lagen bevorzugen.

Vermögensklasse Beteiligungen

	Thesen für 2020	Beurteilung
1.	Der Anteil von Buyout-Transaktionen im Bereich Informationstechnologie wird sich im Jahr 2020 weiter erhöhen.	✓
2.	Vor dem Hintergrund weitgehend stabiler Aktienmärkte wird sich das Bewertungsniveau bei Private-Equity-Transaktionen im Jahr 2020 nicht verringern.	(✓)
3.	Aufgrund der veränderten Wertschöpfung wird sich die Haltedauer bei Buyouts im Jahr 2020 nicht verringern.	✓
4.	Die grundsätzlich bestehende Überrendite von Private Equity wird auch zukünftig vorhanden sein. Kurzfristig könnte die Höhe der Renditeprämie aufgrund der hohen Bewertungsniveaus jedoch unter Druck geraten.	✓
5.	Im aktuellen Marktumfeld kommt der Managerauswahl eine hohe Bedeutung zu. Schwächere General Partner (GP) könnten durch anwachsende Professionalisierung und Datenqualität zukünftig unter Druck geraten.	✓
6.	Aufgrund der veränderten Rahmenbedingungen steigt für Anleger die Bedeutung, sich auch im alternativen Segment nach geeigneten Investitionen umzusehen.	✓
7.	Die Bedeutung Asiens als westliches Teilsegment innerhalb der privaten Märkte nimmt zu.	✓
8.	In einem stabilen Konjunkturumfeld bietet der Small- und Mid-Market-Bereich im Jahr 2020 höhere Chancen als das Segment großer Buyout-Fonds.	✓
9.	Die Abschläge (Discounts) bei Listed Private Equity (LPE) werden sich 2020 weiter einengen und über ihren langfristigen Durchschnitt liegen.	✗
10.	Trotz der Erwartung steigender Ausfallraten im Segment Private Debt sollten Direct-Landing-Fonds auch weiterhin deutlich positive Renditen erwirtschaften können.	✓
11.	Auch wenn die Qualität eines Kreditengagements im wesentlichen durch vom Darlehnsnehmer zu beeinflussende Faktoren vorgegeben wird, hat auch der Manager eines Private-Dept-Fonds verschiedene Möglichkeiten, das Risiko aktiv zu steuern.	✓

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

Fazit

Das Jahr 2020 war geprägt durch die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie. Während in vielen Branchen im Buy-out-Segment weniger Transaktionsaktivität vorhanden war, konnten bestimmte Bereiche profitieren. Insbesondere der IT-Sektor steigerte seinen Anteil am Transaktionsvolumen. Zwar fielen die Bewertungen im Durchschnitt auf Jahressicht leicht ab, allerdings nicht branchenübergreifend und über alle Größensegmente hinweg. Die Haltedauer von Zielunternehmen stieg krisenbedingt an. Die Renditeprämie der Anlageklasse Private Equity kam kurzfristig aufgrund des auf hohem Niveau stagnierenden Bewertungsniveaus unter Druck. Die Bewertungsniveaus haben insbesondere im Small- und Midmarket-Segment nachgegeben. Die Discounts bei Listed Private Equity (LPE) haben sich im Frühjahr stark ausgeweitet und sich im Jahresverlauf 2020 wieder eingeengt. Zum Jahresende lagen die Abschläge von LPE zu NAV jedoch unterhalb ihres langfristigen Durchschnitts. Die vorrangige Positionierung von Direct Lending (Senior Secured) sorgte dafür, dass es auch in der wirtschaftlich angespannten Phasen nicht unmittelbar zu Verlusten kam.

IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Björn Block, Nils Breckling, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Björn vom Hofe, Nils Kerchner, Dr. Christoph Kind, Thomas Kühl, Gesine Müller, Daniel Schneider, Immo Siemers, Annette Streicher, Hendrik Vahl

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

4. Januar 2021

Urheberrechtshinweis

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

Haftungsausschluss

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

Datenquellen

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

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

www.marcard.de

Ein Unternehmen der



M.M. WARBURG & CO
GRUPPE