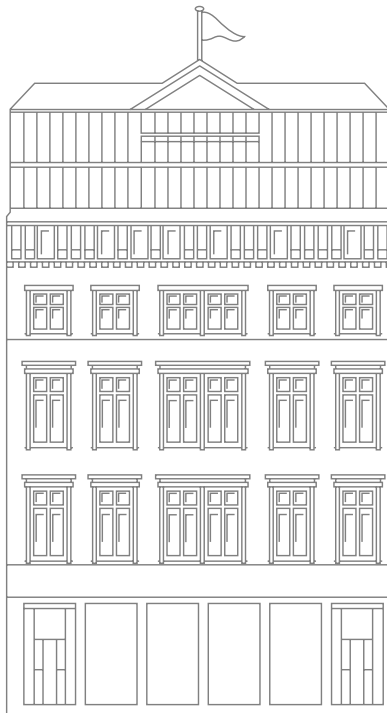

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2023

Nah am Zinsgipfel

VORWORT

Vor einem halben Jahr haben wir im Vorwort zu unserem Ausblick 2023 geschrieben, dass die Hoffnungen auf ein gutes Kapitalmarktjahr groß und durchaus berechtigt sind. Diese Erwartung hat sich in der ersten Jahreshälfte bestätigt. Anleihen haben seit Jahresbeginn je nach Laufzeit, Bonität und Währung zwischen zwei und vier Prozent zugelegt. Noch besser sieht es bei den Aktien aus. Der Weltaktienindex MSCI World legte im gleichen Zeitraum in Euro gerechnet um rund 12,5 Prozent zu. Besonders gut schnitten der DAX mit einem Plus von knapp 17 Prozent und der technologielastige NASDAQ Composite Index mit einem Plus von rund 29 Prozent ab.

Die hohen Verluste, die 2022 sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen entstanden waren, konnten damit zu einem großen Teil wieder aufgeholt werden. Der DAX erreichte Mitte Mai sogar ein Allzeithoch. Wie aber passt das zu der wirtschaftlichen Realität? Nach der letzten Schätzung des Statistischen Bundesamtes befand sich die deutsche Wirtschaft im Winterhalbjahr in einer leichten Rezession.

Die Anleger am Aktienmarkt sind jedoch weder blind noch irrational. Sie handeln vielmehr nach der gleichen Maxime, die für jeden Autofahrer selbstverständlich ist: Wer Unfälle vermeiden will, darf nicht ständig in den Rückspiegel blicken, sondern muss vorausschauend fahren.

Beim Blick nach vorn sehen die Anleger deutliche Zinssenkungen und das verleiht den Märkten Flügel. Die Hoffnung wird von höchster Stelle genährt. Die Mehrheit der geldpolitischen Entscheidungsträger der US-Notenbank erwartet für das kommende Jahr Leitzinssenkungen um mindestens einen vollen Prozentpunkt. Dies ist insbesondere für die zinssensitiven Aktien aus dem Wachstumssegment eine gute Nachricht.

Für Leitzinssenkungen sprechen auch die konjunkturellen Aussichten. Die kräftigen Leitzinserhöhungen der Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks haben das Wachstum abgebremst und so zum Rückgang der Inflation beigetragen. Besonders stark leiden unter dem Zinsanstieg der Immobiliensektor, die Baubranche und große Teile des Verarbeitenden Gewerbes. Deutlich robuster zeigt sich dagegen der Dienstleistungssektor, der mit rund 70 Prozent den Löwenanteil an der Wertschöpfung in den entwickelten Volkswirtschaften ausmacht. Die Stabilität des

Dienstleistungssektors ist einer der Gründe, warum wir zwar von einer anhaltenden Wachstumsschwäche, aber nicht von einer tiefen Rezession ausgehen. Der andere Grund sind die finanziellen Rahmenbedingungen, die trotz stark gestiegener Leitzinsen immer noch günstig sind. Die langfristigen Zinsen sind lange nicht so stark gestiegen wie die kurzfristigen, die Aktienmärkte sind erstaunlich freundlich und auch die Kreditrisikoaufschläge haben sich nicht ausgeweitet.



Auch die Sorgen über die geopolitischen Krisen konnten der freundlichen Stimmung an den Kapitalmärkten in diesem Jahr nichts anhaben. Ein Ende des russischen Krieges gegen die Ukraine ist nach wie vor nicht in Sicht. Gleichzeitig bauen die USA ihre militärische Präsenz im Pazifik weiter aus und ziehen damit den Zorn Chinas auf sich. Japan, das laut Verfassung eigentlich gar keine Armee haben darf, rüstet kräftig auf und hat vor Kurzem eine Erhöhung des Verteidigungshaushalts auf den dritthöchsten der Welt verabschiedet. Die meisten Investoren verfolgen diese Entwicklungen mit großer Sorge, sind bislang aber noch nicht in Panik verfallen.

Nach einem sehr positiven ersten Halbjahr ist die Wahrscheinlichkeit temporärer Rückschläge in der zweiten Jahreshälfte gestiegen. Hoffnungen auf Zinssenkungen bereits in diesem Jahr dürften zudem enttäuscht werden und könnten den Optimismus der Anleger dämpfen. Dennoch haben die Märkte bis zum Jahresende noch etwas Potenzial, da weiter rückläufige Inflationsraten für Entspannung sorgen. Dabei bietet der Rentenmarkt mindestens ebenso gute Chancen wie der Aktienmarkt. Gab es in der Vergangenheit keine Alternative zu Aktien, machen die gestiegenen Zinsen Anleihen wieder zu einer attraktiven Anlageklasse.

Thomas Fischer

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Juni 2023

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1
Drei Fragen für das zweite Halbjahr	4
Droht eine tiefe Rezession?	4
Werden die Leitzinsen gesenkt?	6
Wie entwickeln sich die globalen Krisen?	7
Konjunktur	9
Leicht verbesserter Ausblick für den Euroraum	9
Die US-Wirtschaft kann eine Rezession immer noch vermeiden	9
Asien als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft	10
Aktien	11
Überraschend positive Entwicklung im ersten Halbjahr	11
Zinserwartungen treiben die Kurse	11
Die zeitweilige Outperformance der europäischen Aktien	11
Renaissance japanischer Aktien	12
Revision unserer Jahresprognosen für den DAX und den S&P 500	13
Anleihen	15
Vor dem Zinsgipfel	15
Leitzinssenkungen werden kommen	15
Rohstoffe	16
Weiterhin gute Aussichten für Gold	16
Stabilisierung am Rohölmarkt	16
Devisen	17
EUR/USD: Die Dollarschwäche setzt sich perspektivisch fort	17
EUR/GBP: Licht am Ende des Tunnels	17
EUR/CHF: Unverändertes Bild	17
Hedgefonds	18
Enttäuschendes erstes Halbjahr	18
Ausblick und Stil-Allokation	18
Immobilien	19
Preisentwicklung	19
Aussichten der Immobilien-Nutzungsarten in den nächsten Jahren	20
Fazit	20
Beteiligungen	21
Auch wenn sich die Geschichte reimt, sollte sie sich nicht wiederholen	21
Taktische Allokationsempfehlung	24
Impressum	25

DREI FRAGEN FÜR DAS ZWEITE HALBJAHR

Droht eine tiefe Rezession?

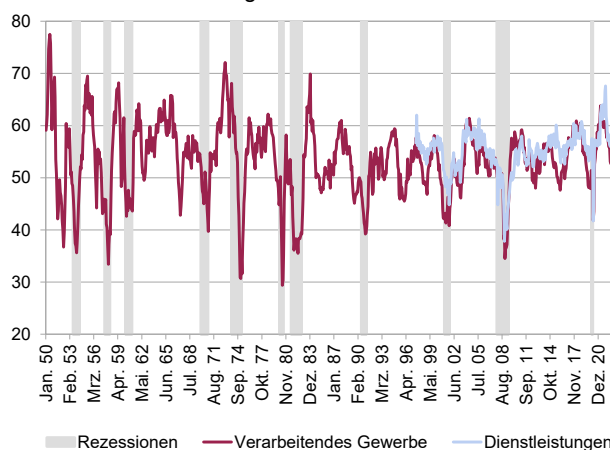
Seit dem Überfall Russlands auf die Ukraine hat sich das globale Wirtschaftswachstum verlangsamt. Steigende Zinsen und explodierende Rohstoffpreise bremsen die positive Dynamik aus, die sich nach dem Ende der Corona-Einschränkungen gerade erst entwickelt hatte. Für den Euroraum, dem aufgrund seiner Energieabhängigkeit von Russland eine schwere Krise drohte, schien eine tiefe Rezession im Winterhalbjahr 2022/23 sehr wahrscheinlich zu sein. Doch es kam anders. Die Rohstoffpreise sind seit letztem Sommer wieder deutlich gesunken und China hat vor einem halben Jahr sämtliche Corona-Restriktionen aufgehoben. **Mit zwei leicht negativen Quartalswachstumsraten im Winterhalbjahr kam es im Euroraum zwar zu einer technischen Rezession, doch der befürchtete scharfe Einbruch fiel aus.**

Abhaken lässt sich die Wachstumsschwäche dennoch nicht. Mit den **USA** gibt es inzwischen ein weiteres Sorgenkind. Im Rekordtempo hat die US-Notenbank die Leitzinsen zwischen März 2022 und Mai 2023 um ganze fünf Prozentpunkte angehoben. Die Folgen dieser Rossskur werden immer deutlicher. Positiv ist, dass die Inflationsraten zurückgegangen sind, vor allem aber aufgrund der gesunkenen Energiepreise. In der Realwirtschaft hingegen werden die negativen Folgen des teureren Geldes immer deutlicher spürbar. Am schnellsten reagierte der US-Immobilienmarkt, wo die 30-jährigen Hypothekenzinsen von Ende Dezember 2021 bis November 2022 um vier Prozentpunkte auf sieben Prozent gestiegen sind. Die Baubeginne fielen um knapp ein Viertel von 1,8 Millionen im April 2022 auf 1,4 Millionen im Mai 2023. Die Preise für private Wohnimmobilien, die zehn Jahre lang nur gestiegen waren, fielen von ihrem Höchststand im Juni 2022 innerhalb von sechs Monaten um fünf Prozent.

Dass der private Verbrauch in den USA trotz dieser Entwicklung stabil geblieben ist, dürfte vor allem an den Zwangsparsnissen der Haushalte während der Corona-Pandemie liegen. Die Stabilität der Konsumausgaben ist einer der Gründe, warum der Abschwung in den USA bislang moderat verlaufen ist. Doch die dunklen Wolken nehmen zu. Stark abgeschwächt hat sich die Aktivität im Verarbeitenden Gewerbe, was sich an der Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes ablesen lässt. Während sich der

Indikator für den Dienstleistungssektor immer noch über der Expansionsschwelle von 50 hält, notiert der Index für das Verarbeitende Gewerbe seit geraumer Zeit darunter.

ISM-Einkaufsmanagerindizes in den USA



Die Lage auf dem US-Immobilienmarkt hat sich in den letzten Monaten stabilisiert. Die größten Verwerfungen der Leitzinserhöhungen zeigen sich inzwischen in Teilen des **US-Bankensektors**. Die Krise der Regionalbanken hat zu Insolvenzen und Übernahmen geführt und könnte die Kreditvergabe weiter einschränken. In den vierteljährlich durchgeführten Umfragen der Fed gab die Mehrzahl der US-Banken an, die Vergabestandards für Unternehmenskredite verschärft zu haben. Auch die Nachfrage nach solchen Krediten ist deutlich zurückgegangen.

Eine weitere Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums, das nach der zweiten Schätzung im ersten Quartal 2023 annualisiert nur noch 1,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal betrug, ist also sehr wahrscheinlich. Ob es allerdings zu einer **Rezession** kommt, ist noch unklar und hängt auch von der Definition einer Rezession ab. Ein Quartal mit negativem Wachstum ist recht wahrscheinlich geworden, aber nach einer gängigen Definition beginnt eine Rezession erst nach zwei aufeinander folgenden Quartalen mit negativem Wachstum.

Das eigentliche Kriterium für eine Rezession ist jedoch ein **Anstieg der Arbeitslosigkeit**. Seit Beginn des Zinserhöhungszyklus ist die Arbeitslosenquote in den USA jedoch nicht gestiegen, sondern sogar leicht gesunken. Lediglich

die Zahl der offenen Stellen ist rückläufig, liegt aber immer noch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Nach einer Definition der Ökonomin Claudia Sahm beginnt eine Rezession, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Arbeitslosenquote um einen halben Prozentpunkt oder mehr gegenüber dem Tiefststand der vorangegangenen zwölf Monate ansteigt. Die Arbeitslosigkeit muss also nicht nur steigen, sie muss dies auch dauerhaft und schnell tun. Danach sieht es derzeit nicht aus.

Dennoch halten viele Beobachter eine Rezession in den USA für unausweichlich. Sie stützen sich dabei auf die starke **Inversion der Zinsstrukturkurve**, die in der Vergangenheit ein sehr zuverlässiger Indikator für Rezessionen in den USA war. Die Tatsache, dass die langfristigen Zinsen so weit unter den kurzfristigen liegen wie seit über 40 Jahren nicht mehr, scheint ein klares Indiz zu sein. Allerdings gibt es kein ökonomisches Gesetz, das aus einer inversen Zinsstruktur auf eine Rezession schließen lässt. Die Aktienmärkte scheinen die aktuelle „Mega-Inversion“ sogar zu feiern, da sie als Signal für bevorstehende kräftige Zinssenkungen in den USA interpretiert werden.

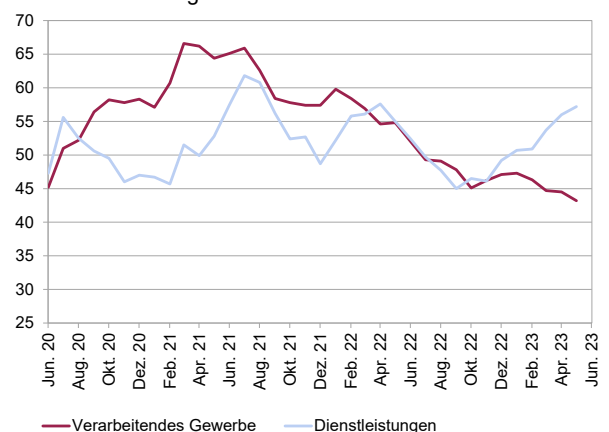
Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA ist durch die Bankenkrise gestiegen. Die Lage ist jedoch alles andere als eindeutig. Der Dienstleistungssektor in den USA, der den weitaus größten Teil der Wirtschaftsleistung des Landes ausmacht, sendet ebenso wenig Rezessionssignale wie der Arbeitsmarkt. Das Verarbeitende Gewerbe hingegen zeigt zwar eine ausgeprägte Schwäche, aber die Grafik verdeutlicht, dass hier Zyklen deutlich häufiger auftreten als Rezessionen in der Gesamtwirtschaft.

Viele, die eine Rezession in den USA für nahezu unvermeidlich halten, überschätzen zudem die negativen Auswirkungen der bisherigen Leitzinserhöhungen. Entscheidend für die **finanziellen Rahmenbedingungen** der Realwirtschaft ist nicht nur die Höhe der kurzfristigen Zinsen, sondern eine Vielzahl weiterer Variablen. Die Geldpolitik kann nur einen Teil dieser Größen direkt beeinflussen. Reagieren die Finanzmärkte auf Leitzinserhöhungen mit starken Kursverlusten und einer Aufwertung der heimischen Währung, so verschlechtern sich die „Financial Conditions“, was den ursprünglichen Impuls der Geldpolitik verstärkt. Bleiben solche Reaktionen aus oder kommt es sogar zu gegenläufigen Entwicklungen, kann die restriktive Wirkung von Leitzinserhöhungen verpuffen. Derzeit ist eher Letzteres der Fall. Die sogenannten „Financial Condition

Indicators“, die die finanziellen Rahmenbedingungen zu quantifizieren versuchen, haben sich trotz der kräftigen Leitzinserhöhungen der Fed kaum verschlechtert und liegen derzeit nicht einmal im restriktiven Bereich. Dass die USA eine Rezession vermeiden können, bleibt daher unser Basisszenario.

Wie sieht es im **Euroraum** aus? Die EZB hat den Zinserhöhungszyklus zwar später als die US-Notenbank begonnen, aber dann nicht weniger beherzt umgesetzt. Die dämpfenden Effekte ihrer restriktiven Geldpolitik, die in den USA bereits deutlich spürbar sind, wurden damit auch im Euroraum sichtbar. Die Umfragen der EZB zeigen deutlich, dass die Banken die Kreditvergabe zunehmend restriktiver handhaben und auch die Kreditnachfrage rückläufig ist. Der Immobilienmarkt leidet zunehmend unter den gestiegenen Zinsen, hinzu kommen Engpässe im Bausektor, zu denen sich insbesondere in Deutschland die Unsicherheit über die energetischen Anforderungen gesellt.

Einkaufsmanagerindizes Deutschland



Allerdings zeigt sich auch im Euroraum eine ähnliche Spaltung der Konjunktur wie in den USA. Während sich der **Dienstleistungssektor** im Aufwind befindet, verliert das Verarbeitende Gewerbe zunehmend an Dynamik. Im Herbst könnte dann die Energieversorgung in den Wintermonaten eine zusätzliche Belastung darstellen. Nicht nur die Versorgungssicherheit, sondern auch die Entwicklung der Energiepreise ist ein großer Unsicherheitsfaktor für die europäische Wirtschaft. Gestützt wird die Konjunktur dagegen weiterhin von der Rückkehr Chinas auf den Wachstumspfad nach dem Ende der Corona-Lockdowns.

Die **Diskussionen über Rezessionsrisiken** werden bis zum Jahresende und auch mit Blick auf 2024 nicht abreißen. Insbesondere für die USA gibt es aber weiterhin gute Gründe, die gegen eine Rezession sprechen.

Werden die Leitzinsen gesenkt?

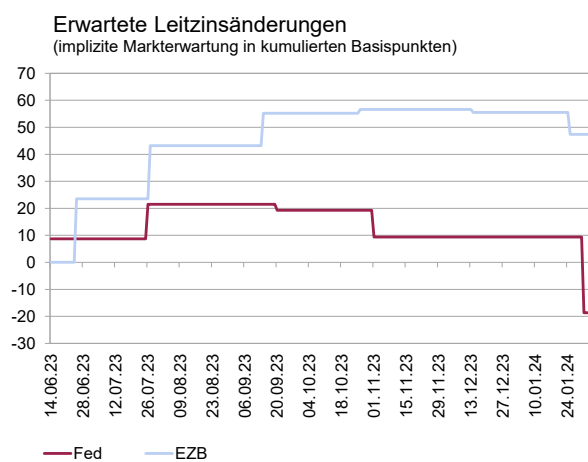
Sowohl die Fed als auch die EZB haben Anfang Mai die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte angehoben. Die Kommentierung der beiden Zinsschritte hätte jedoch unterschiedlicher kaum ausfallen können. Der geldpolitische Ausschuss der Fed deutete eine **Zinspause** an: „Bei der Bestimmung des Ausmaßes, in dem eine weitere Straffung der Geldpolitik angemessen sein könnte, [...] wird der Ausschuss die kumulative Straffung der Geldpolitik, die Verzögerungen, mit denen die Geldpolitik die Wirtschaftstätigkeit und die Inflation beeinflusst, sowie die wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen berücksichtigen“. Für die EZB stellte Präsidentin Lagarde einen Tag später hingegen klar: „Wir machen keine Pause“.

Einige Beobachter sahen in dieser Bemerkung ein Indiz dafür, dass sich die EZB aus der Abhängigkeit von den **geldpolitischen Vorgaben der Fed** lösen wolle. Darauf in der Pressekonferenz angesprochen reagierte Christine Lagarde indigniert: „Ich habe schon von der fiskalischen Abhängigkeit gehört, aber noch nie von der Fed-Abhängigkeit“. Diese Reaktion ist insofern verständlich, als sich in der Vergangenheit Phasen, in denen die EZB den US-Vorgaben folgte, mit Zeiten abwechselten, in denen sie eine eigenständige Linie vertrat. Von Ende 1999 bis Anfang 2011 und dann wieder ab Mitte 2019 folgte die EZB der Fed immer mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung. Dazwischen gab es allerdings auch Phasen, in denen sich die EZB von den US-Vorgaben löste. Diese Alleingänge waren jedoch wenig erfolgreich. Die Zinssenkung im April 1999 gilt im Nachhinein ebenso als Fehler wie die beiden Zinserhöhungen im Jahr 2011. Während der Zinserhöhungsphase der Fed von 2015 bis 2019 hielt die EZB an ihrer Negativzinspolitik fest und sorgte so für eine massive Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro.

Die Kapitalmärkte haben die Botschaft der EZB-Präsidentin aufmerksam wahrgenommen und preisen weitere Leitzinserhöhungen ein. Mit hoher Wahrscheinlichkeit werden die Zinsen auf den nächsten beiden Sitzungen im Juni und im Juli noch einmal um jeweils 25 Basispunkte angehoben. Die Fed, die ebenfalls im Juni und Juli tagt, wird aus Sicht

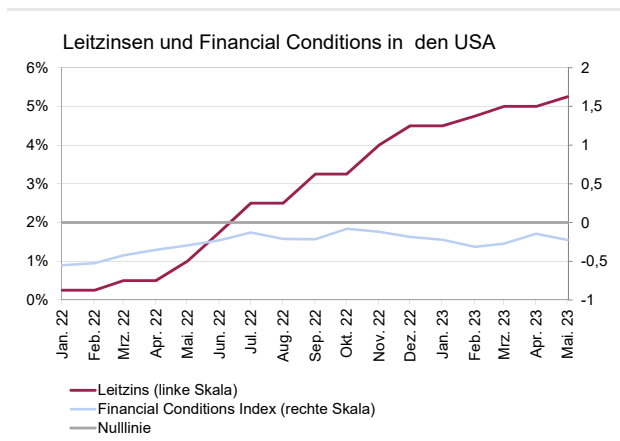
der Märkte dagegen maximal noch einen einzigen weiteren kleinen Zinsschritt machen.

Die Märkte sind inzwischen nicht mehr davon überzeugt, dass nach dem Ende der Sommerpause im September auch die Zinspause der Fed vorbei sein wird und dann eine **geldpolitische Kehrtwende** erfolgt. Erst für Januar 2024 ist nun die erste Zinssenkung der Fed eingepreist. Das könnte sich immer noch als zu früh erweisen. Der nach wie vor sehr robuste Arbeitsmarkt spricht eher dafür, dass erste Leitzinssenkungen in den USA frühestens in einem Jahr möglich sind. Die Mehrheit der geldpolitischen Entscheidungsträger geht allerdings von deutlichen Zinssenkungen in den kommenden zwei Jahren aus. Die Frage ist also nicht ob, sondern wann die ersten Zinssenkungen in den USA kommen. Die Fed selbst hat in ihrem Statement angedeutet, welche Bedingungen für Leitzinssenkungen erfüllt sein müssten. Sie beobachtet die Auswirkungen ihrer bisherigen Zinserhöhungen auf die Inflation, die Konjunktur und den Finanzsektor.



Eine **Krise im Finanzsektor** könnte tatsächlich zu einer oder mehreren Zinssenkungen führen. Die Stabilität der Finanzmärkte zu unterstützen, ist Teil des Mandats der US-Notenbank. Allerdings hat die Fed auch nach dem Kollaps der Silicon Valley Bank und der sich anschließenden Krise der Regionalbanken unbeirrt an ihrem restriktiven geldpolitischen Kurs festgehalten. Aufgabe der Zinspolitik ist es nicht, einzelne Banken zu stützen, sondern eine Systemkrise im Bankensektor zu verhindern. Ob eine solche Systemkrise vorliegt, lässt sich unter anderem an den Financial Conditions ablesen, die neben den kurzfristigen Zinsen auch noch andere Indikatoren wie die

langfristigen Zinsen, die Kreditrisikoprämien, die Aktienmarktentwicklung oder den Wechselkurs berücksichtigen. Die Financial Conditions haben sich in diesem Jahr trotz weiterer Zinserhöhungen und trotz der Bankenkrise aber nicht verschlechtert und sind weiterhin nicht im restriktiven Bereich.



Ein weiterer Grund für Zinssenkungen könnte ein unerwartet starker **Rückgang der Inflation** sein. Allerdings sind die Kerninflationen bisher kaum gesunken und der Arbeitsmarkt zeigt keine Anzeichen von Schwäche. Hier besteht eher die Gefahr, dass die Inflationsraten zu langsam sinken werden. Schließlich könnte sich die Fed in der zweiten Jahreshälfte auch dann zu Zinssenkungen gezwungen sehen, **wenn die US-Wirtschaft einzubrechen droht**. Tatsächlich haben sich das BIP-Wachstum und viele Frühindikatoren bereits deutlich eingetrübt. Die Schwäche zeigt sich jedoch vor allem in den zinssensitiven Sektoren wie der Industrie und dem Immobiliensektor. Der für die US-Konjunktur entscheidende private Konsum und der Dienstleistungssektor sind dagegen sehr robust und werden von der niedrigen Arbeitslosigkeit unterstützt.

Aus Sicht der Fed ist die Gefahr groß, die Zinsen zu früh zu senken. Die negativen Erfahrungen aus den frühen 1980er Jahren sind ein mahnendes Beispiel. Im Kampf gegen die hohe Inflation hatte die US-Notenbank damals die Zinsen bis auf 17,6 Prozent im April 1980 angehoben. Dies löste eine Rezession aus und veranlasste die Fed kurze Zeit später, die Leitzinsen wieder deutlich zu senken. Die Inflationsraten blieben aber auch während der Rezession zweistellig, sodass die Fed bereits ab September 1980 die Leitzinsen wieder anhub. Im Juni 1981 erreichten sie mit 19,1 Prozent einen neuen Höchststand und lösten eine

erneute Rezession aus. Auch vor diesem Hintergrund gibt es für die Fed wenig Gründe, die Leitzinsen bereits in diesem Jahr wieder zu senken.

Wie entwickeln sich die globalen Krisen?

In unserem Jahresausblick haben wir drei mögliche Krisenszenarien für das Jahr 2023 analysiert. Das erste Szenario war eine **Banken- und Finanzkrise**. In unserer Analyse, welche Branchen besonders unter stark steigenden Zinsen leiden würden, stand der Immobiliensektor an erster Stelle. Für den Bankensektor hielten wir fest: „Insgesamt erscheint eine Bankenkrise derzeit unwahrscheinlich, auch wenn einzelne Institute wie die Credit Suisse durchaus Probleme haben.“

Tatsächlich eskalierte die Krise der Credit Suisse nur kurze Zeit später und führte zur Zwangsehe mit der UBS. Die eigentliche Überraschung aber war die Krise der US-Regionalbanken, die mit dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) begann. Sie hängt zwar mit dem starken Zinsanstieg des letzten Jahres zusammen, hat aber andere Ursachen. **Der Kollaps der SVB war das Ergebnis falscher Management-Entscheidungen und einer zu laxen Regulatorik**. Vor fünf Jahren beschloss der US-amerikanische Kongress regulatorische Erleichterungen für Regional- und Kommunalbanken. Der Schwellenwert, ab dem eine Bank in den USA als systemrelevant gilt, wurde damals von 50 auf 250 Milliarden US-Dollar angehoben. Damit entfielen aufsichtsrechtliche Anforderungen wie die Durchführung eines internen Stresstests und die Veröffentlichung von zentralen Liquiditätskennzahlen für Banken mit einer Bilanzsumme unterhalb des Schwellenwerts. Die SVB nutzte die neuen Spielräume und erhöhte ihre Bilanzsumme ab dem Jahr 2018 um 372 Prozent auf 211,8 Milliarden US-Dollar per Ende 2022. Nach den neuen Regeln blieb sie damit aber immer noch unter dem Schwellenwert, der eine intensivere Regulierung ausgelöst hätte.

Das auf Einlagen von wachstumsorientierten Unternehmen ausgerichtete Geschäftsmodell und das starke Einlagenwachstum führten zu einer **unausgewogenen Einlagenstruktur**, bei der rund 90 Prozent der Kundengelder nicht durch die Einlagensicherung gedeckt waren. Dies machte die SVB anfällig für einen „Bank Run“. Die SVB investierte die Kundeneinlagen in langlaufende US-Staatsanleihen als so genannte „Held-to-Maturity“ (HtM)-Positionen, die nicht zum Marktwert, sondern mit ihrem

Nennwert bilanziert werden. Das Management ignorierte im vergangenen Jahr den massiven Zinsanstieg, da die daraus resultierenden Kursverluste bei HtM-Positionen bilanziell nicht ausgewiesen werden müssen.

Im Zuge der Insolvenz der SVB gerieten auch andere US-Regionalbanken in Schwierigkeiten, was zu Übernahmen durch größere Institute führte. **Eine allgemeine Bankenkrise blieb jedoch aus und ist auch für die zweite Jahreshälfte unwahrscheinlich.** Die höheren Zinsen sind für die meisten Banken ein Segen, da sie die Erträge aus der Fristentransformation erhöhen. Zudem haben die Zentralbanken deutlich gemacht, dass sie einer Krise im Finanzsektor mit geeigneten Mitteln begegnen würden.

Im Schwerpunkt unseres Jahresausblicks haben wir uns intensiv mit den **geopolitischen Risiken** auseinandergesetzt, die sich aus der russischen Invasion in der Ukraine ergeben. Auch hier haben wir Szenarien analysiert und einem langwierigen Konflikt bis mindestens Ende 2023 die höchste Wahrscheinlichkeit beigemessen. Dass der Krieg im Laufe des Jahres durch russische Misserfolge zu einem innerrussischen Machtkampf wird, war ein weiteres Szenario. Eine vermittelte Verhandlungslösung des Konflikts hielten wir für wenig wahrscheinlich, aber nicht ausgeschlossen.

Tatsächlich ist die russische Offensive in der ersten Jahreshälfte immer mehr ins Stocken geraten. Durch die westliche Unterstützung der Ukraine ist eine Gegenoffensive wahrscheinlicher geworden. Eine Rückeroberung der Krim käme einer Niederlage Russlands gleich und würde den Krieg beenden. Die Wahrscheinlichkeit eines inner-russischen Machtkampfes ist gestiegen, zumal mit den Äußerungen von Jewgeni Prigoschin, dem Anführer der Wagner-Gruppe, auch die Kritik im Putin-Lager lauter wird. Eine wichtige Rolle spielt dabei der Geheimdienst FSB, den Putin der zunehmend handlungsunfähig erscheinenden russischen Armee zur Seite gestellt hat. Die Wahrscheinlichkeit einer vermittelten Verhandlungslösung ist dagegen gesunken. Der chinesische „Friedensplan“ spielte bei den Gesprächen zwischen Xi und Putin in Moskau kaum eine Rolle. Eine Vermittlerrolle könnte aber auch der gerade wiedergewählte türkische Präsident Erdoğan spielen.

Die größten Sorgen bereitete uns im Jahresausblick eine **Eskalation des sino-amerikanischen Konflikts.** Die Ende

letzten Jahres von den USA verhängten Sanktionen gegen China kamen einer ökonomischen Kriegserklärung gleich. Im ersten Halbjahr kam es allerdings noch nicht zu einer weiteren Zuspitzung. China ist weiterhin offen für eine Zusammenarbeit mit Russland, zeigt sich aber deutlich distanzierter als zu Beginn des Krieges. Europäische Politiker äußerten sich im ersten Halbjahr in ihren Gesprächen mit China widersprüchlich. Während sich der französische Präsident Macron von der Anti-China-Politik der USA distanzierte, kritisierte die deutsche Außenministerin Baerbock explizit die chinesische Haltung im Ukraine-Konflikt. Wie angespannt die Lage in der asiatisch-pazifischen Region ist, zeigte sich beim Shangri-La-Dialog, dem asiatischen Pendant zur Münchener Sicherheitskonferenz. Dort sagte der chinesische Verteidigungsminister Li Shangfu, dass die Mentalität des Kalten Krieges in der Region zurückgekehrt sei. Ein Treffen mit dem US-Verteidigungsminister Lloyd Austin wurde von chinesischer Seite verweigert.

In den USA dominierten in der ersten Jahreshälfte vor allem innenpolitische Themen. Es zeichnet sich immer mehr ab, dass es bei den Präsidentschaftswahlen im kommenden Jahr zu einer Neuauflage des Duells zwischen Joe Biden und Donald Trump kommen wird. Die Verschärfung des Klimas zwischen Demokraten und Republikanern zeigte sich sehr deutlich in der Diskussion um die **Anhebung der Staatsschuldengrenze**, die bereits im Januar erreicht wurde. Durch die erfolgte Einigung zwischen beiden Parteien ist das Extremszenario eines US-Zahlungsausfall aber zum Glück nicht eingetreten.

Die Kapitalmärkte zeigten sich im ersten Halbjahr von den politischen Krisen weitgehend unbeeindruckt. Einmal mehr bewahrheitete sich die alte Weisheit, dass politische Börsen kurze Beine haben. **Die Geschwindigkeit, mit der sich die Finanzmärkte an (geo-)politische Krisen gewöhnen, ist durchaus beeindruckend.** Ob die Selbstgefälligkeit, die die Börsen in der ersten Jahreshälfte oft zu beherrschen schien, bis zum Jahresende anhält, bleibt allerdings abzuwarten. Die Schwankungen könnten im zweiten Halbjahr größer werden, aber ein dauerhafter Einbruch bleibt unwahrscheinlich.

KONJUNKTUR

Leicht verbesserter Ausblick für den Euroraum

Nach den Prognosen vom letzten Herbst schien eine Rezession im **Winterhalbjahr 2022/23** für den Euroraum unvermeidlich. Grund dafür war die weit verbreitete Befürchtung, dass die Unterbrechung der Energielieferungen aus Russland zu Versorgungsengpässen und Produktionseinbrüchen führen würde. Eine Kombination aus Verbrauchersparungen und der Sicherung alternativer Energielieferanten sorgte jedoch dafür, dass die Energieversorgung zu keinem Zeitpunkt kritisch wurde und die direkten Auswirkungen auf die Wirtschaft begrenzt blieben. Vor diesem Hintergrund schwächte sich das Wachstum im Euroraum in den beiden vergangenen Quartalen ab auf Werte von jeweils minus 0,1 Prozent. In Deutschland war das Wachstum in den beiden Winterquartalen negativ, sodass die Wirtschaft in eine Rezession gerutscht ist. Die Wachstumszahlen selbst waren aber lange nicht so schwach wie zuvor erwartet.

Als sich abzeichnete, dass die europäischen Volkswirtschaften weniger stark einbrechen würden, **hellte sich die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen rasch auf**. Dies und die gleichzeitige Wiedereröffnung Chinas führten dazu, dass die Einkaufsmanagerindizes in den ersten Monaten des Jahres in den größten Volkswirtschaften des Euroraums wieder über die Wachstumsschwelle stiegen. Gleichzeitig hat sich das Verbrauchervertrauen verbessert. Ermutigend ist auch die seit Oktober 2022 rückläufige Inflationsrate, die im Mai 2023 den niedrigsten Stand seit Februar 2022 erreichte.

Die Situation ist jedoch nach wie vor nicht einfach. Die wirtschaftliche Expansion geht von einem niedrigen Niveau aus und wird vor allem vom Dienstleistungssektor getragen. Das Verarbeitende Gewerbe leidet nach wie vor und ist nach positiven Signalen zu Jahresbeginn wieder in eine Schrumpfungsphase eingetreten. Die Inflation hat sich durch fallende Energiepreise und Basiseffekte deutlich abgeschwächt, ist aber nach wie vor auf hohem Niveau. Erste Rückgänge sind bei der Kerninflationsrate zu verzeichnen. Mit 5,3 Prozent im Mai ist sie aber auch immer noch deutlich zu hoch. Der Kampf gegen die Inflation ist damit noch lange nicht gewonnen und die EZB noch weit davon entfernt, die Inflationsrate in die Nähe der Zielmarke von zwei Prozent zu bringen. **Das Risiko, dass die**

vom Markt eingepreisten Zinserhöhungen noch nicht das Ende der Fahnenstange sind, ist also durchaus vorhanden.

Da die EZB ohnehin später als die Fed mit Zinserhöhungen begonnen hat, steht ein Großteil der wirtschaftlichen Belastung durch die Zinserhöhungen noch aus.

Ein stabilisierender Faktor für das Wirtschaftswachstum im Euroraum in diesem Jahr werden **fiskalische Impulse** sein. Bereits im vergangenen Jahr lag das Haushaltsdefizit der Euroländer bei 3,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, was unter anderem auf staatliche Stützungsmaßnahmen für Verbraucher im Zuge der Energiekrise zurückzuführen ist. Für das Jahr 2023 rechnen die Eurostaaten mit einem Defizit von 3,9 Prozent. Da die Haushaltsdefizite der Staaten zum Teil auf Stützungsmaßnahmen für die Energiekosten beruhen, bergen sie Überraschungspotenzial. So plant Deutschland in diesem Jahr mit einem Defizit von 4,3 Prozent, wovon allein 2,5 Prozent auf die Energiepreisbremse entfallen. Das ifo-Institut hat bereits geschätzt, dass aufgrund der niedrigen Energiepreise 1,2 Prozentpunkte davon gar nicht benötigt werden. Dieses Geld wäre also sofort verfügbar. Es könnte in alternative Konjunkturmaßnahmen oder in die Haushaltskonsolidierung investiert werden.

Was ist nun von der **Konjunktur im Euroraum in der zweiten Jahreshälfte** zu erwarten? Zunächst haben sich die Wachstumserwartungen, die Ende des vergangenen Jahres zu pessimistisch waren, sowohl für Deutschland als auch für den Euroraum leicht verbessert. Stärkere Wachstumsimpulse sind jedoch nicht in Sicht, da der Gegenwind aus verschiedenen Richtungen anhält. Die schnelle Abfolge der Zinserhöhungen wird sich ab der zweiten Jahreshälfte bemerkbar machen und die Konjunktur bremsen. Hinzu kommt, dass im kommenden Winter die Frage der Energieversorgung wieder akut wird. Dies wird zu einer latenten Verunsicherung führen. Im Ergebnis **erhöhen wir unsere Prognose für Deutschland von minus 0,3 Prozent im Dezember auf minus 0,1 Prozent und für den Euroraum von 0,3 Prozent auf 0,5 Prozent.**

Die US-Wirtschaft kann eine Rezession immer noch vermeiden

Die Konjunkturerwartungen für die USA haben sich seit dem vergangenen Winter spiegelbildlich zu denen für den Euroraum entwickelt. Im Herbst letzten Jahres waren die USA in guter Verfassung, da die Wirtschaft robust war und

die hohen Energiepreise ihr vergleichsweise wenig anhaben konnten. Doch während in Europa die Erleichterung über den milden Winter von Monat zu Monat wuchs, trübten sich die Erwartungen in den USA von Monat zu Monat ein. Vor allem die Bankenkrise sorgte für Unsicherheit nicht nur in der Finanzwelt, sondern auch in der Gesamtwirtschaft. Im März erhöhte die Fed die Leitzinsen nur um 25 Basispunkte, um die Auswirkungen der Unsicherheit im Bankensektor abwarten zu können. Da sich die finanziellen Rahmenbedingungen (Financial Conditions) kaum verschlechterten, wurde im Mai eine weitere Leitzinserhöhung beschlossen.

In den USA stellt sich die Situation für die Fed als Spagat dar, da einige Bereiche der Wirtschaft die **Zinserhöhungen** bereits deutlich spüren, während andere noch robust sind. So hat der Immobiliensektor sehr deutlich unter dem Zinsanstieg gelitten, ebenso wie der Finanzsektor. Der Arbeitsmarkt, dessen Abkühlung der Fed in die Hände spielen würde, ist dagegen noch überraschend robust. Die Arbeitslosenquote erreichte im April den niedrigsten Stand seit mehr als 50 Jahren, und die Zahl der offenen Stellen ist zwar von historischen Höchstständen zurückgegangen. Dennoch gibt es immer noch deutlich mehr offene Stellen als vor der Krise. Ein sich abkühlender Arbeitsmarkt wäre sehr hilfreich, um das starke Lohnwachstum zu dämpfen, das nach wie vor Druck auf die Inflationsrate ausübt.

Die hartnäckige Inflation, insbesondere die Kerninflation, könnte die Fed dazu veranlassen, die Zinsen noch länger auf hohem Niveau zu belassen oder sogar weitere

Zinserhöhungen vorzunehmen. Sollte sich die Fed im Kampf gegen die Inflation zu weiteren Zinserhöhungen gezwungen sehen, würde dies die US-Wirtschaft belasten. Da die bisherigen Zinserhöhungen aber schon ihre Wirkung entfalten, **reduzieren wir unsere Wachstumsprognose von 1,1 auf 0,8 Prozent.**

Asien als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft

Die schwachen Wachstumswahlen in Europa und den USA lenken den Blick vor allem auf China und Indien, die in diesem Jahr die **Wachstumsmotoren der Weltwirtschaft** sein werden.

China befindet sich nach wie vor in der Phase des wirtschaftlichen Aufholprozesses nach den harten Einschnitten der vergangenen Jahre. Bereits im Januar hatten wir unsere Wachstumsprognose für China daher deutlich angehoben. Während das Verarbeitende Gewerbe wie in Europa und den USA überraschend schwächelt, zeigt der Dienstleistungssektor weiterhin eine starke Dynamik.

Indien wird in diesem Jahr eine der höchsten Wachstumsraten unter den großen Volkswirtschaften aufweisen. Hier setzt sich der nach der Corona-Pandemie begonnene Wachstumstrend fort.

Bislang gibt es **weder in China noch in Indien** Anzeichen dafür, dass sich das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte deutlich abschwächen wird.

Revision der Wachstumsprognosen für 2023 (Angaben in Prozent)

Marcad, Stein & Co	Dezember 2022	Juni 2023	Differenz zur alten Prognose	Aktueller Konsens	Differenz zum Konsens
Welt	2,0	2,4	0,4	2,6	-0,2
USA	1,1	0,8	-0,3	1,1	-0,3
Japan	1,4	1,3	-0,1	1,0	0,3
Euroraum	0,3	0,5	0,2	0,6	-0,1
Deutschland	-0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1
Großbritannien	-0,4	-0,4	0,0	0,2	-0,6
Russland	-2,8	-1,1	1,7	-1,2	0,1
China	4,5 *	5,2	0,7	5,6	-0,4
Indien	6,0	6,1	0,1	6,0	0,1
Brasilien	0,9	0,9	0,0	1,0	-0,1

* Revision der Prognose für China im Januar 2023 auf 5,0

AKTIEN

Überraschend positive Entwicklung im ersten Halbjahr

In unserem Jahresausblick hatten wir aufgrund einiger Belastungsfaktoren mit einem schwierigen Umfeld im ersten Halbjahr für die Aktienmärkte gerechnet. Diese Prognose basierte auf der Annahme, dass die **Zinserhöhungen der Notenbanken** die Ängste vor einem Abwürgen der Konjunktur schüren würden. Die Unsicherheit über Inflations- und Zinsentwicklung schüttelte jedoch vor allem den Rentenmarkt durch.

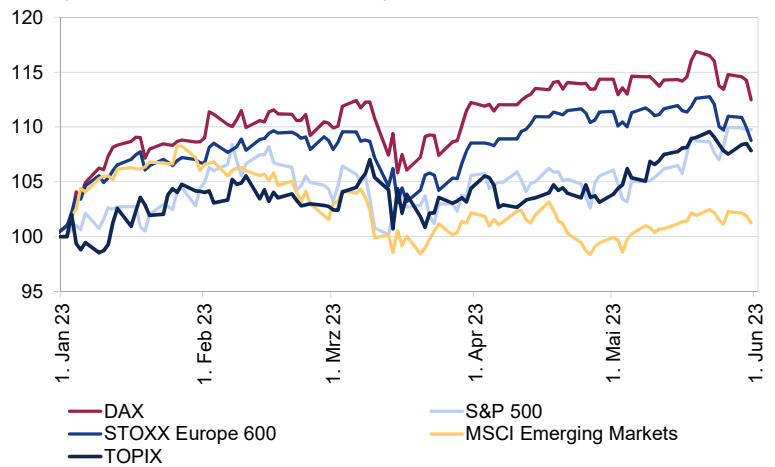
Trotz weiterer Leitzinserhöhungen, unsicherer Konjunkturaussichten und geopolitischen Konflikten verzeichneten die globalen Aktienmärkte seit Jahresbeginn eine **bemerkenswerte Entwicklung**. Die europäischen Indizes konnten phasenweise deutlich outperformen. Begleitet wurde die Rallye von einer rückläufigen Volatilität. Lediglich im März wurden die Schwankungen größer, als die Bankenkrise in den USA zu einer kurzfristigen Korrektur führte. Doch danach setzte sich die freundliche Börsenstimmung wieder durch und trug den DAX zwischenzeitlich auf neue Allzeithochs.

Zinserwartungen treiben die Kurse

Dass die Aktienindizes trotz Rezessionsängsten, Inflation, Zinserhöhungen und Krieg in Europa neue Höchststände erreichen, macht viele skeptisch. Nach den heftigen Verlusten im vergangenen Jahr dominierte im ersten Halbjahr allerdings die Einstellung, dass sich das Jahr 2022 mit seiner Vielzahl von Krisen nicht wiederholen wird.

Seit Beginn des Jahres gehen die Inflationsraten wieder zurück und seitdem spekulieren die Märkte nicht nur darauf, wann der Höhepunkt der restriktiven Geldpolitik

Entwicklung der Aktienmärkte seit Jahresbeginn
(Total Return in EUR; 1.1.2023 = 100)



erreicht sein wird, sondern auch bereits, wann die Leitzinsen wieder gesenkt werden. Das klingt ein wenig voreilig, ist aus Sicht der Aktienmärkte aber durchaus rational. An den Aktienmärkten werden zukünftige Gewinne gehandelt. Wenn der allgemeine Konsens von einem schwächeren ersten Halbjahr ausgeht, dem aber durch die **Aussicht auf Zinssenkungen** im zweiten Halbjahr eine Erholung der Aktienkurse folgt, werden die zukünftige Kurssteigerungen bereits in den aktuellen Kursen eingepreist.

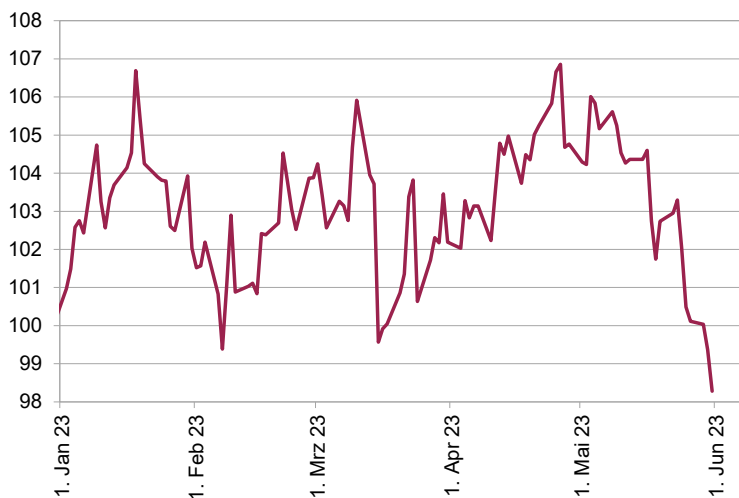
Die von vielen für das zweite Halbjahr 2023 erwarteten Kurserholungen wurde wohl bereits im ersten Halbjahr vollzogen. Das bedeutet allerdings auch, dass die Aktienmärkte eine deutliche Verbesserung des Umfelds einpreisen. **Die Luft für die Aktienmärkte wird im zweiten Halbjahr daher dünner und die Gefahr von Rückschlägen steigt.**

Die zeitweilige Outperformance der europäischen Aktien

Der Aufschwung der europäischen Aktienmärkte in der ersten Jahreshälfte und die damit verbundene Outperformance gegenüber dem US-Markt hat viele Anleger überrascht. In den letzten sechs Monaten konnten die im STOXX Europe 600 enthaltenen Titel die schwächere Performance

Die Luft für die Aktienmärkte wird im zweiten Halbjahr dünner.

Relative Performance Europa zu USA
(STOXX 600 vs. S&P 500 seit Jahresbeginn)



der letzten Jahre gegenüber dem S&P 500 deutlich aufholen. Ende Mai allerdings kam es zu einer kräftigen Gegenbewegung.

Die europäischen Aktien profitierten von mehreren Faktoren. Ein wesentlicher Treiber war die **Aufhebung der Corona-Einschränkungen in China** im Dezember letzten Jahres, wovon insbesondere europäische Unternehmen profitierten. Die gestiegene Nachfrage nach europäischen Produkten und Dienstleistungen in China wirkte sich positiv auf die Aktienkurse aus.

Japanische Aktien sind so attraktiv wie lange nicht.

Zudem profitierten die europäischen Märkte von der **ausgebliebenen Energiekrise** und der prognostizierten, aber ebenfalls **ausgebliebenen tiefen Winterrezession**. Die Unternehmen verzeichneten keine Engpässe bei Rohstoffen oder Vorprodukten und die Energiekosten sanken sogar wieder deutlich.

Die **Berichtssaison** für das erste Quartal verlief ebenfalls erfreulich. Rund 67 Prozent der Unternehmen des STOXX Europe 600 übertrafen die Gewinnerwartungen und rund 68 Prozent die Umsatzerwartungen. Im S&P 500 schlugen 77 Prozent der

Unternehmen die Gewinnerwartungen und 74 Prozent die Umsatzerwartungen.

Nach der Outperformance von Value-Aktien im vergangenen Jahr **wurden in den letzten Monaten wieder verstärkt Qualitätsaktien nachgefragt**. Auch Wachstumstitel waren wieder en vogue. Die Aktie der Facebook-Mutter Meta, die 2022 unter die Räder kam, verdoppelte sich seit Jahresbeginn und feierte so ein spektakuläres Comeback.

Renaissance japanischer Aktien

Das Interesse an japanischen Aktien ist in diesem Jahr wieder zurückgekehrt. Wir sehen dafür **vier wesentliche Gründe**.

Das **Inflationsniveau** liegt mit 3,5 Prozent im internationalen Vergleich auf einem relativ geringen Niveau. Auch wenn das Preisniveau zuletzt wieder etwas angestiegen ist, so scheint der Höhepunkt Anfang des Jahres mit 4,3 Prozent überwunden worden zu sein.

Darüber hinaus spricht der **positive Konjunkturzyklus** für japanische Aktien. Japans Wirtschaft hat sich zu Jahresbeginn aus der Lethargie befreit und ist äußerst dynamisch gewachsen. Das Bruttoinlandsprodukt legte im ersten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 2,7 Prozent zu, erwartet worden war einen Zuwachs von 1,9 Prozent. Haupttreiber des Wachstums war insbesondere der private Konsum, der von der Wiedereröffnung der Wirtschaft nach den Restriktionen der Corona-Zeit profitierte. Gleichzeitig stiegen auch die Investitionen der Firmen an.

Des Weiteren könnte Japan ein **Profiteur der zunehmenden Desillusionierung gegenüber China** werden. Premierminister Kishida ist bestrebt, den seit 2021 begonnenen Investitionspfad innerhalb der Chipindustrie fortzuführen und Japan als

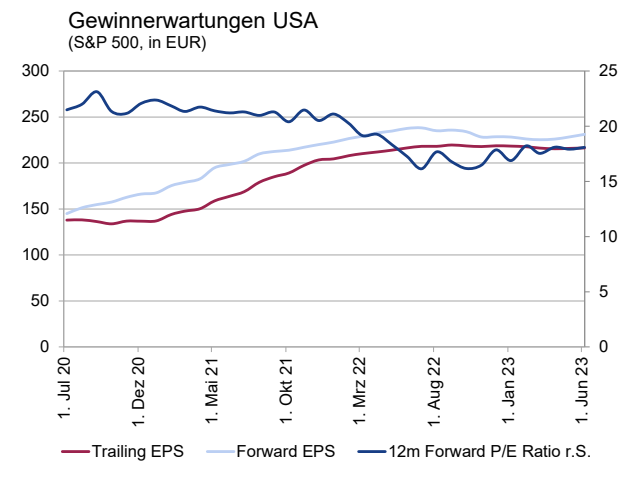
zentralen Bestandteil globaler Lieferketten zu etablieren. Innerhalb von zwei Jahren wurden Investitionen in Höhe von 14 Milliarden US-Dollar von ausländischen Firmen zugesagt.

Außerdem hat die Tokioter Börse **Maßnahmen zur Steigerung der Kapitaleffizienz und der Unternehmensführung** erlassen. Diese Vorgaben beziehen sich insbesondere auf Unternehmen mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter eins. Während der Anteil in anderen Industrienationen bei unter zehn Prozent liegt, sind es in Japan über 50 Prozent. Von nun an müssen die betroffenen Unternehmen mehr Kapital an die Aktionäre zurückgeben und dürfen weniger Vermögenswerte ansammeln, was wiederum höhere Dividenden impliziert. Somit müssen die Geschäftsmodelle so verändert werden, dass sie weniger kapitalintensiv werden, was zu höheren Bewertungen führen dürfte.

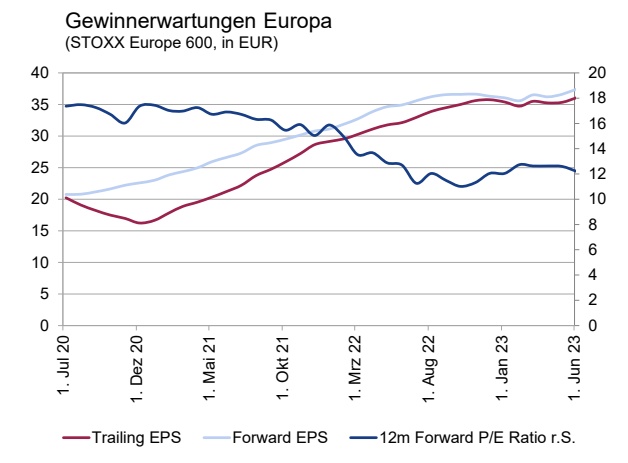
Revision unserer Jahresprognosen für den DAX und den S&P 500

Für die zweite Jahreshälfte 2023 erwarten wir **keine Zinssenkungen** der EZB oder der Fed. In dieser Hinsicht wird es also wenig Unterstützung für die Aktienmärkte geben. Zudem wird sich die konjunkturelle Lage weiter eintrüben. In den letzten Wochen fielen insbesondere die europäischen Daten schlechter aus als erwartet, was sich unter anderem in der deutlichen Eintrübung der Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und der europäischen Surprise-Indizes widerspiegelt. Nach der Regionalbankenkrisis in den USA ist die Rezessionswahrscheinlichkeit für die US-Wirtschaft gestiegen. Der Krieg in der Ukraine, immer noch zu hohe Inflationsraten und eine nachlassende konjunkturelle Dynamik könnten das Kurswachstum also dämpfen. Eine Rezession im Euroraum und in den USA dürfte jedoch vermieden werden. Dementsprechend erwarten wir, dass der DAX und der S&P 500 bis Jahresende um die aktuellen Niveaus schwanken werden.

Ein Blick auf die **erwarteten Gewinne** pro Aktie und das Verhältnis der erwarteten Gewinne zu den Kursen zeigt, dass die Analysten derzeit wenig Potenzial für den US-Markt sehen. Ein flacher Verlauf des Forward EPS deutet darauf hin, dass die Analysten keine Gewinnsteigerungen für Unternehmen in den USA erwarten. Ähnliches gilt für das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das nicht weiter fallen wird. Der Seitwärtstrend von Forward EPS und Forward PE deuten auf einen stabilen Aktienmarkt mit wenig Kursphantasie hin. Den S&P 500 erwarten wir zum Jahresende bei 4.400 Punkten.



Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der Betrachtung der **Gewinnerwartungen für die Eurozone**. Die Marktteilnehmer sehen derzeit kein weiteres Wachstumspotenzial für den europäischen Markt und erwarten eine Bewertung auf dem aktuellen Niveau. Für den STOXX Europe 600 erwarten wir zum Jahresende ein Niveau von 485 Punkten. Den DAX sehen wir bei 16.250 Punkten.



In Summe halten wir eine **neutrale Aktienquote mit einem ausgewogenen Verhältnis zwischen europäischen und US-amerikanischen Aktien** für angemessen. Die US-Märkte sind vergleichsweise hoch bewertet und könnten unter einer Abschwächung der Konjunktur in den USA stärker leiden. Zudem erwarten wird, wie in unserem Ausblick auf den Devisenmarkt ausgeführt, eine weitere leichte Schwäche des US-Dollar gegenüber dem Euro. Leicht übergewichtet sind wir in japanischen Aktien.

Wir rechnen mit einer erhöhten Volatilität an den Märkten in der zweiten Jahreshälfte und empfehlen eine **Fokussierung auf Qualitätswerte**. In Zeiten erhöhter Unsicherheit bieten diese Unternehmen in der Regel eine stabilere Wertentwicklung und können eine solide Basis für langfristige Anlagestrategien bilden. In jüngster Zeit sind Unternehmen mit hoher Bilanzqualität wieder gefragt. Im aktuellen Umfeld werden Qualitätsunternehmen auch weiterhin ihre Konkurrenten mit niedriger Bilanzqualität übertreffen. Während Qualitätstitel im vergangenen Jahr underperforierten, ist seit Februar eine Outperformance zu erkennen, die sich bis zum Jahresende fortsetzen sollte.

Relative Performance starke vs. schwache Bilanz (US-Aktienmarkt)



Aktien aus den **Schwellenländern** haben sich seit Jahresbeginn enttäuschend entwickelt. In China konnten die dortigen Aktienmärkte bisher nicht vom wirtschaftlichen Aufschwung profitieren. Dort ist der Aufschwung primär konsumgetrieben, die Industrie beginnt zunehmend zu schwächeln. Die nachlassende wirtschaftliche Erholung Chinas, die Schwäche des Yuan und die geopolitischen Spannungen mit den USA sind zu einer Quelle der Frustration für diejenigen geworden, die nach der Wiedereröffnung des Landes optimistische Prognosen abgegeben hatten.

Die **wirtschaftliche und demografische Dynamik in Indien** weckt zunehmend das Interesse vieler Anleger. Vergleichbar mit China hat sich auch in Indien die positive konjunkturelle Entwicklung nicht eins zu eins auf den Aktienmarkt auswirken können. Dennoch sollten sich Investoren bewusst sein, dass der indische Aktienmarkt für ausländische Investoren einer der am schwersten zugänglichen Märkte darstellt. Insgesamt gibt es um die 6.000

investierbare Unternehmen, von denen ausländischen Investoren nur ein kleinerer Teil als Direktanlage zur Verfügung steht. Die entsprechende Aufsichtsbehörde hat hohe Hürden für ausländische Investoren auferlegt, sodass eine aktiv gemanagte Lösung bei entsprechendem Interesse am sinnvollsten erscheint.

Darüber hinaus darf das wirtschaftliche und demografische Potenzial Indiens nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Land, ähnlich wie China, vor immensen Herausforderungen steht. Die Ansprüche an die Politik, die Infrastruktur auszubauen, der Bevölkerung adäquate und erschwingliche Wohnmöglichkeiten zu bieten sowie den Fortschritt des Landes ohne negative Auswirkungen auf das Klima zu gestalten, sind gewaltig. Das immense Wachstum der arbeitsfähigen und teils sehr gut ausgebildeten Bevölkerung ist die wohl größte Herausforderung.

Die Aussichten für die Aktienmärkte von Schwellenländern, insbesondere für China, bleiben daher trotz verbesserter Wachstumsdynamik auch im zweiten Halbjahr schwierig.

Revision der Jahresprognosen:

Wir heben unsere Jahresendprognose für den DAX von 14.800 auf 16.250 Punkte und für den S&P von 4.200 auf 4.400 Punkte an.

Maßnahmen:

Wir halten eine neutrale Aktienquote mit einem ausgewogenen Verhältnis zwischen Europa und den USA für angebracht. Japanische Aktien sollten leicht übergewichtet werden.

ANLEIHEN

Vor dem Zinsgipfel

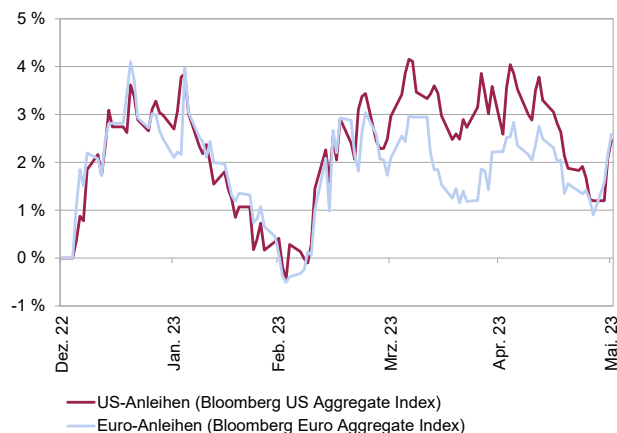
Zu Beginn des Jahres waren die Erwartungen an die Zinspolitik der EZB und der Fed noch sehr ähnlich. Beide hatten noch einen Weg vor sich, um die Inflation nachhaltig zu bekämpfen, auch wenn die Fed der EZB einige Schritte voraus war. Dieses Bild änderte sich deutlich nach dem Ausbruch der Bankenkrise in den USA im März. Dies führte nicht nur zu einer kleineren Zinserhöhung der Fed im März, sondern auch zu einer deutlicheren **Erwartung von Zinssenkungen in den USA**.

Betrachtet man die Performance von Anleihen in den USA und im Euroraum, so zeigt sich ein sehr ähnliches Muster. Zu Beginn des Jahres war die Hoffnung auf sinkende Inflationsraten groß, was zu steigenden Kursen führte. Diese Hoffnung wurde zunächst enttäuscht. Die Bankenkrise sorgte schließlich für einen erneuten Kursanstieg. Auf diesem hohen Niveau hielten sich die Kurse vor allem in den USA, bevor sie zuletzt wieder nachgaben, da die Auswirkungen der Bankenkrise wieder in den Hintergrund traten und die nach wie vor hohen Inflationsraten wieder in den Fokus der Marktteilnehmer rückten.

Die **hartnäckig hohen Inflationsraten** und die stabilen Wirtschaftsdaten haben die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Fed noch einmal nachjustieren muss, entweder durch vereinzelte Zinserhöhungen oder durch ein längeres Festhalten an den hohen Zinsen. Aber auch die EZB hat noch einen langen Weg vor sich, um ihr Inflationsziel zu erreichen.

Im Vergleich zu Ende 2022 sind die Inflationsraten nicht so stark gesunken wie erwartet. Daher passen wir unsere Renditeerwartungen sowohl für Deutschland als auch für die USA nach oben an. Für **zehnjährige Bundesanleihen** erwarten wir zum Jahresende nun eine Rendite von 2,3 Prozent statt 1,7 Prozent im Jahresausblick. Für **zehnjährige US-Treasuries** erwarten wir eine Rendite von 3,5 Prozent nach ursprünglich 2,9 Prozent.

Performance von Anleihenindizes



Leitzinssenkungen werden kommen

Dass sich die Zinssenkungserwartungen in den USA zuletzt wieder in Richtung Jahresende verschoben haben, darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass es nicht um das „Ob“, sondern um das „Wann“ geht. Sollten die Zinserhöhungen wieder stärker auf die Konjunktur durchschlagen, könnte die Fed schnell **gezwungen sein, die Auswirkungen durch Leitzinssenkungen abzumildern**. Selbst die meisten Fed-Mitglieder gehen davon aus, dass im nächsten Jahr Zinssenkungen folgen werden.

Etwas zeitversetzt, aber ähnlich stellt sich die Situation im Euroraum dar. Hier liegen die Inflationsraten zwar noch auf deutlich höheren Niveaus als in den USA, die Konjunktur ist aber nach wie vor robust, auch wenn sich in einigen Bereichen bereits eine Abschwächung abzeichnet. Sollte dies noch deutlicher werden und die Inflation weiter zurückgehen, wird auch die EZB über Zinssenkungen nachdenken.

Revision der Jahresprognosen:

Bund 10 Jahre: 2,3 Prozent statt 1,7 Prozent
 US-Staatsanleihen 10 Jahre: 3,5 Prozent statt 2,9 Prozent

Maßnahmen:

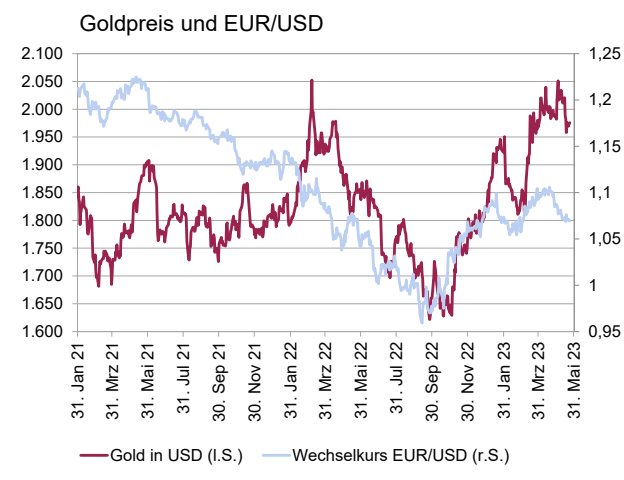
Anleihen sollten neutral gewichtet werden.
 Bei US-Anleihen kann eine mögliche US-Dollar-Abwertung die Rendite schmälern.

ROHSTOFFE

Weiterhin gute Aussichten für Gold

Gold konnte in der ersten Jahreshälfte seinem Ruf als sicherer Hafen gerecht werden. Unsicherheiten an den Finanzmärkten, geopolitische Unruhen, ein schwacher US-Dollar und eine sich abzeichnende konjunkturelle Abkühlung ließen die Nachfrage und den Preis auf über 2.000 US-Dollar je Feinunze klettern.

Auf Dollarbasis hat der Goldpreis sein Allzeithoch aus dem Jahr 2020 (2.063 US-Dollar) zwar noch nicht erreicht, doch sprechen einige Gründe für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. So sollte der **Goldpreis von einer anhaltenden Dollarschwäche unterstützt** werden. Mit dem Erreichen des Zinsgipfels in den USA und dem Festhalten der EZB an ihrer Zinspolitik dürfte sich die Zinsdifferenz wieder verringern und der US-Dollar weiter an Boden verlieren.



Hinzu kommt, dass sich die **Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA** wieder erhöht hat. Die Bankenkrise, eine restriktivere Kreditvergabe an Unternehmen sowie eine hartnäckige Inflation belasten die Wachstumsaussichten in den USA, sodass Gold als sicherer Hafen weiterhin gefragt bleiben dürfte. Weitere Unterstützung erhält der Goldpreis durch die **gestiegene Nachfrage der Zentralbanken**, insbesondere aus den Schwellenländern.

Es gibt aber auch Aspekte, die gegen einen steigenden Goldpreis sprechen. Eine sinkende Inflation bei gleichbleibend hohen Zinsen würde die Realzinsen steigen lassen. Andererseits könnte eine hartnäckigere Inflation in den

USA die Notenbank zu **weiteren Zinserhöhungen** veranlassen und damit den US-Dollar stärken. Beide Szenarien würden den Goldpreis eher belasten.

Stabilisierung am Rohölmarkt

In der ersten Jahreshälfte verlor Öl der Sorte WTI deutlich an Boden. Der Ölpreis sank im Sog der sich abschwächenden Konjunktur und im Zeichen des Schreckensszenarios Rezession seit Jahresbeginn um rund 14 Prozent.

Der sinkende Ölpreis begünstigt zwar den Rückgang der Inflation, hat aber die OPEC+-Staaten dazu veranlasst, sich um die Stabilität des Ölpreises zu sorgen. Mit einer **außerplanmäßigen Förderkürzung** von rund einer Million Barrel pro Tag drosseln die OPEC-Staaten seit Anfang Mai ihre Produktion. Auch Russland hat Förderkürzungen ab Juli 2023 angekündigt. Damit summieren sich die Förderkürzungen auf insgesamt rund 1,5 Millionen Barrel pro Tag. In der Vergangenheit wurden die Kürzungen der OPEC+-Staaten durch eine Produktionssteigerung der USA ausgeglichen. Allerdings stagniert die Fördermenge in den USA, da auch dort verstärkt in erneuerbare Energien investiert wird. Die Verknappung des Angebots dürfte daher für Aufwärtsdruck sorgen.

Die Förderkürzungen werden jedoch durch eine mögliche **Abkühlung der Konjunktur** und einer damit einhergehenden sinkenden Nachfrage konterkariert. Die aktuellen globalen Wirtschaftsdaten zeichnen ein gemischtes Bild. Insbesondere aus den energieintensiven Bereichen, wie dem Verarbeitenden Gewerbe und der Industrie, kommen eher rezessive Signale. Rückläufige Auftragseingänge und eine geringe Auslastung deuten auf eine Abschwächung der Konjunktur hin. Selbst von China, wo die Konjunktur deutlich robuster ist, ging die Nachfrage zuletzt zurück. Dies könnte aber auch an den Absprachen zwischen China und Russland unter Umgehung der OPEC liegen.

Revision der Jahresprognosen:

Wir passen unsere Jahresprognosen wie folgt an:
 Goldpreis: 2.100 US-Dollar je Feinunze (vorher 1.900)
 Ölpreis (WTI): 80 US-Dollar je Barrel (vorher 85)

DEVISEN

EUR/USD: Die Dollarschwäche setzt sich perspektivisch fort

Der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar schwankte im bisherigen Jahresverlauf zwischen 1,05 und 1,11. Insgesamt hat der US-Dollar seit Jahresbeginn leicht an Wert verloren. Blickt man bis September letzten Jahres zurück, so hat der US-Dollar gegenüber dem Euro seit seinem Höchststand bereits rund 12 Prozent verloren. Auch wenn der US-Dollar in den letzten Wochen wieder etwas zulegen konnte, sprechen die Argumente insgesamt eher für eine **Fortsetzung der Dollarschwäche**.

Die EZB hat auf ihrer Sitzung im Mai die Zinsen zum siebten Mal in Folge angehoben. Vor dem Hintergrund der hartnäckigen Inflation wurden zudem weitere Zinsschritte in Aussicht gestellt. Wir gehen davon aus, dass die EZB die Zinsen im Juni und Juli um jeweils weitere 25 Basispunkte anheben wird.

In den USA hingegen dürfte der **Zinserhöhungszyklus** seinen Höhepunkt erreicht haben. Formulierungen, die auf eine weitere Straffung der Geldpolitik hindeuten würden, fehlten in der Presseerklärung nach der Sitzung im Mai. Die Mietinflation, einer der Haupttreiber der Inflation in den USA, dürfte einen Wendepunkt erreicht haben. Hinzu kommt, dass die US-Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe deutlich restriktiver geworden sind. Dies verstärkt die dämpfende Wirkung von Zinserhöhungen. Zu Beginn des nächsten Jahres könnte es daher zu ersten Zinssenkungen in den USA kommen.

Darüber hinaus werden sich Investoren die Frage stellen müssen, welche Zentralbank falkenhafter erscheint. In den kommenden Monaten wird die Tatsache, dass die EZB die Leitzinsen erhöht, während die Fed pausiert als EUR-positiv wahrgenommen. Dieser Eindruck könnte sich insbesondere im Schlussquartal verstärken, wenn Leitzinssenkungen im kommenden Jahr wahrscheinlicher werden.

Der **Renditevorsprung von US-Staatsanleihen** dürfte daher in den kommenden Monaten weiter schrumpfen und den US-Dollar schwächen, zumal die globalen Investoren nach wie vor im US-Dollar übergewichtet sind.

Es gibt aber auch **Faktoren, die die Dollarschwäche zumindest abmildern könnten**. Der Investitionsstandort USA wird unter anderem aufgrund des „Inflation Reduction Act“ insgesamt als attraktiver wahrgenommen als beispielsweise Europa. Hinzu kommt, dass die erzielte Einigung im Streit um die US-Staatsschuldenobergrenze das Vertrauen in den US-Dollar wieder gestärkt hat. Schließlich dient der US-Dollar immer noch als sicherer Hafen, sollte es in der zweiten Jahreshälfte zu Rückschlägen an den Aktienmärkten kommen.

EUR/GBP: Licht am Ende des Tunnels

Das Pfund Sterling befand sich im Herbst letzten Jahres in einer Vertrauenskrise. Doch auch wenn die britische Wirtschaft in diesem Jahr voraussichtlich schrumpfen wird und die Inflation sehr hoch bleibt, gibt es **positive Effekte für den Wechselkurs**.

Die Regierung von Rishi Sunak ist auf **Haushaltskonsolidierung** bedacht und hat zwar Steuererhöhungen für Unternehmen angekündigt, im Gegenzug aber auch Maßnahmen zur Erhöhung der Erwerbspersonenquote. Mit der **Einigung im Nordirland-Konflikt** ist die Gefahr eines Handelskrieges zwischen Großbritannien und der EU gebannt. Dazu verfolgt die Bank of England konsequent ihren Kurs der **Inflationsbekämpfung**. Das Zinsniveau ist bereits deutlich höher als in der Eurozone und dürfte weiter steigen, was das Pfund Sterling für Investoren attraktiver macht.

EUR/CHF: Unverändertes Bild

Analog zu unseren Prognosen im Jahresausblick sprechen die anhaltend **moderate Inflation** in der Schweiz und das damit verbundene deutlich **tieferes Zinsniveau** weiterhin für einen stärkeren Euro. Auf der anderen Seite setzt die Schweizer Notenbank **Devisenmarktinterventionen** zur Inflationsbekämpfung und damit zur Stützung der eigenen Währung ein.

Revision der Jahresprognosen:

Wir passen unsere Wechselkursziele wie folgt an:
 EUR/GBP: 0,85 (vorher 0,93)
 EUR/USD und EUR/CHF: unverändert (1,10 / 1,00)

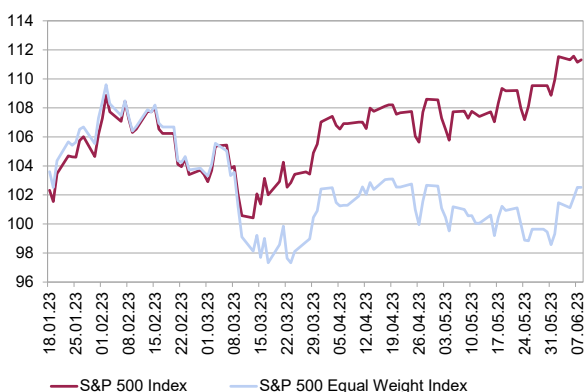
HEDGEFONDS

Enttäuschendes erstes Halbjahr

Nach der beeindruckenden Outperformance der Hedgefonds im vergangenen Jahr ist die Wertentwicklung seit Jahresbeginn eher enttäuschend. Die Trendumkehr an den Aktienmärkten ab November letzten Jahres **hat viele Hedgefonds auf dem falschen Fuß erwischt**. Im gegenwärtigen „risk on“-Markt zählen qualitative und fundamentale Faktoren wenig. Nicht die fundamental attraktivsten Unternehmen waren in diesem Jahr die Outperformer, sondern die größten Verlierer des letzten Jahres. Belastet haben auch die **extremen Schwankungen der Zinsen**. Fundamental orientierte Manager mögen in diesem Umfeld mit ihren Analysen langfristig zwar richtigliegen, jedoch stellt sich der Markt kurzfristig gegen sie.

Auf der **Strategie-Ebene** hatten vor allem Global Macro und Trend Follower große Probleme. Die Manager konnten nicht mit den markanten Richtungswechseln umgehen. Im Jahr 2022 war „Short Duration“ der Schlüssel zum Erfolg für Macro-Manager. Diese Zeit ist vorbei. Schwankungen bei den Zinsen verlangen nun ein agileres Vorgehen. Zudem hielten einige Manager zu lange an den Shorts in den Aktienmärkten fest.

Fehlende Markttiefe im S&P 500
(02.01.2023 = 100)



Seit März ist zu beobachten, dass die Gewinne der großen Indizes nur von wenigen Titeln stammen. Der generell positive Aktienmarkt ist nicht breit abgestützt, sondern wird von ganz wenigen hochkapitalisierten Aktien getragen. Dies verdeutlicht auch die Grafik. Im kapitalisierungsgewichteten S&P 500-Index hat Apple beispielsweise ein

Gewicht von 7,4 Prozent, im gleichgewichteten Equal Weight Index jedoch nur 0,2 Prozent. Seit März performt der kapitalgewichtete Index deutlich aus. Aktuelle Daten zeigen, dass momentan nur ein Prozent der S&P 500-Unternehmen über dem 12-Wochen-Hoch handelt. Das ist für aktive Hedgefonds-Manager ein schwieriges Umfeld, denn in der Tendenz engagieren sie sich in kleineren Namen.

Ausblick und Stil-Allokation

Strategieseitig favorisieren wir den **Credit-Fixed-Income**-Bereich. Nach den markanten Zinserhöhungen der Notenbanken gibt es hier zahlreiche Möglichkeiten. Auch **Aktien-Long-Short**-Manager könnten im zweiten Halbjahr outperformen. Die fehlende Markttiefe und die relativ niedrige Volatilität deuten an, dass fundamentale Analyse wieder relevanter werden könnte. Die **Event-Driven**-Strategie halten wir weiterhin leicht übergewichtet, denn es gibt zahlreiche Übernahmen bei attraktiven Spreads.

Eher neutral schätzen wir die **Macro**-Manager ein. Dieses Jahr gibt es keine „einfachen“ Trades mehr (so wie es Short Duration im vergangenen Jahr war). Wir bevorzugen zurzeit Manager mit Expertise in den Emerging Markets. Auch die **Trend Follower** schätzen wir neutral ein. Zwar verkennen wir die Portfolioschutzqualitäten durch diese Strategie in Stressphasen nicht, jedoch könnte das für Trend Follower schmerzhaftes Auf-und-Ab in Marktindizes, Zinsen und Währungen noch anhalten.

Wir empfehlen Investoren in Hedgefonds, gerade in diesem herausfordernden Umfeld auf breite Diversifikation zu setzen. Jedoch sind ein aktives Bewirtschaften und maximale Nähe zum Manager wichtig. Durch den Zugang zu nicht-traditionellen Renditequellen mit geringer Korrelation zu Aktien- und Rentenmärkten werden Alternative Anlagen auch im weiteren Verlauf des Jahres 2023 als wertvoller Stabilisator im Portfolio dienen.

IMMOBILIEN

Preisentwicklung

Die Immobilienmärkte haben sich vor einem Jahr gedreht – doch wie stark sind die **Immobilienpreise** seitdem gesunken? Nach der Lektüre verschiedener Presseartikel herrscht schnell Unklarheit. Aufgrund unterschiedlicher Zeitspannen und Datengrundlagen reicht die Bandbreite in Deutschland von minus sechs Prozent (Häuserpreisindex) bis zu minus 47 Prozent (DIMAX Immobilienaktienindex).

Der vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte Häuserpreisindex weist vom zweiten auf das vierte Quartal 2022 (letzter aktuell veröffentlichter Stand) die bei weitem **stärkste negative Preisentwicklung seit Einführung des Index im Jahr 2000** aus. Er bezieht sich ausschließlich auf von Privatpersonen erworbene Ein- und Zweifamilienhäuser sowie Eigentumswohnungen in Gesamtdeutschland. Damit umfasst er überwiegend selbst genutzte Wohnimmobilien, die etwas weniger preissensibel sind, und schließt ländliche Regionen ein, was dämpfend auf die Preisentwicklung wirkt, da die Preise dort weniger stark ausschlagen.

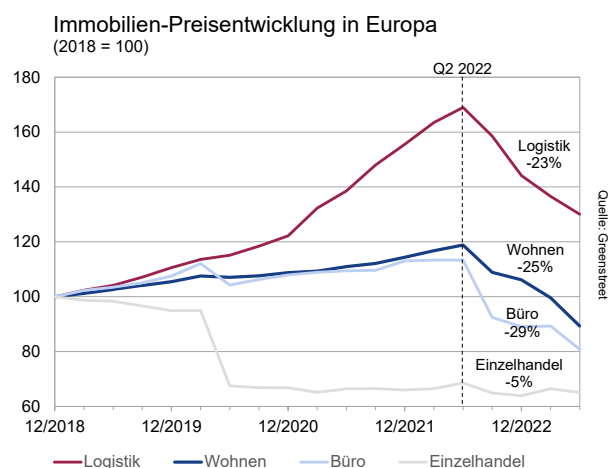
Der Verkauf von Eigentumswohnungen an private Kapitalanleger ist im zweiten Halbjahr 2022 aufgrund der Finanzierungskonditionen stark zurückgegangen, vereinzelte Verkäufe erfolgten zu Preisabschlägen von rund 20 Prozent, was sich mit dem gestiegenen Zinsniveau und entsprechend attraktiveren alternativen Anlagen an den Kapitalmärkten erklären lässt.

Die Ermittlung des Immobilienaktienindex DIMAX erfolgt börsentäglich und der Rückgang von 47 Prozent steht für die letzten 12 Monate seit Anfang Mai 2022. Bei der Bewertung von Immobilienaktien spielen aktuell inhärente Refinanzierungsrisiken der Immobiliengesellschaften eine wichtige Rolle, die zu Abschlägen führen, die über die reine Immobilienpreisentwicklung hinausgehen.

Im Fokus unserer Betrachtungen stehen **Anlageimmobilien verschiedener Nutzungsarten**, die nicht nur von Privatpersonen, sondern auch von gewerbsmäßigen und institutionellen Kapitalanlegern erworben werden, sowie attraktive Standorte mit positiver Bevölkerungs- und Wirtschaftsentwicklung, wie sie insbesondere in Metropolregionen zu finden sind. Daher eignen sich die Daten des

Immobilien-Researchhauses Greenstreet für die Analyse der Immobilienpreise, weil sie sich ausschließlich auf Anlageimmobilien in 30 Metropolregionen Europas beziehen (davon sechs in Deutschland) und als Prognose bereits bis zum zweiten Quartal 2023 verfügbar sind.

Die auf den Kapitalmärkten kurzfristig stark gestiegenen Renditeerwartungen haben deutliche Spuren hinterlassen. Beim Vergleich der Preisrückgänge zeigt sich, dass die Preise bei der Nutzungsart **Logistik** derzeit wieder das Niveau von vor gut zwei Jahren aufweisen, während bei den anderen Nutzungsarten die Entwicklung der letzten mindestens sechs Jahre aufgezehrt wurde.



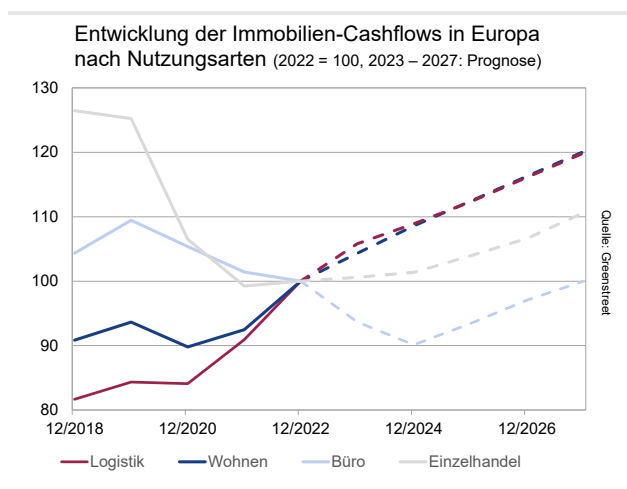
Wir beobachten, dass die wenigen im gegenwärtigen Markt stattfindenden Transaktionen entweder im Zuge notwendiger Refinanzierungen bzw. der Verbesserungen der Kapitalstruktur bei Immobiliengesellschaften erfolgen oder Objekte betreffen, bei denen mittelfristig Investitionsbedarf insbesondere hinsichtlich energetischer Maßnahmen besteht. Aber auch zögerliche Verkäufer, die Anfang 2022 das Geschäft nicht vollzogen haben, sind zu einem Abschluss bereit, bevor die Preise womöglich noch weiter fallen.

Vor dem Hintergrund des **zurückgegangenen Transaktionsvolumens** ist die aktuelle Preisentwicklung mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten, weil die Evidenz der Preise auf der Anzahl der Transaktionen beruht. So ist das Transaktionsvolumen in Europa laut dem Immobiliendienstleister Jones Lang LaSalle (JLL) im ersten Quartal 2023 im Vergleich zum Vorjahresquartal um rund 60 Prozent geringer und erreicht damit den niedrigsten Stand seit elf Jahren.

JLL erfasst allerdings nicht nur abgeschlossene Transaktionen, sondern auch Gebote und stellt fest, dass diese bei den Nutzungsarten Wohnen und Logistik seit Anfang 2023 wieder deutlich zunehmen. Käufer fassen also wieder verstärkt Vertrauen zumindest in diese beiden Nutzungsarten, auch wenn das derzeit nicht immer in Kaufabschlüsse mündet.

Aussichten der Immobilien-Nutzungsarten in den nächsten Jahren

Die **Zuversicht in die Nutzungsarten Wohnen und Logistik**, die wir bereits in den letzten Ausblicken herausgestellt hatten, manifestiert sich auch in der von Greenstreet prognostizierten Entwicklung der Immobilien-Cashflows für den Zeitraum 2023 bis 2027. Für Logistik und Wohnen werden europaweit für beide Gesamtmärkte Steigerungen um jeweils insgesamt 20 Prozent in den kommenden fünf Jahren erwartet, deutlich mehr als für die Gesamtmärkte Büro und Einzelhandel.



Einen wesentlichen Treiber für die prognostizierten Immobilien-Cashflows stellt die **limitierte Angebotsseite** dar. Steigerungen bei den Bau- und Finanzierungskosten sowie ungewisse Kaufpreise im Falle des Exits lassen die Neubautätigkeit einbrechen. Ein Vergleich der Fünfjahreszeiträume 2018 bis 2022 mit 2023 bis 2027 zeigt bei Büro einen erwarteten Rückgang des Nettoneubaus um gut 60 Prozent auf jährlich 0,3 Prozent des Bestandes, bei Wohnen und Logistik einen Rückgang um rund 20 Prozent auf jährlich 0,6 bzw. 5,6 Prozent.

Ein stärker begrenztes Angebot zieht bei fundamental gesunder Nachfrage somit entsprechend **stärkere Mietpreisteigerungen** nach sich. Dies gilt zumindest solange, wie diese nicht durch staatliche Mietenregulierung begrenzt werden. Ein verstärktes Mietenwachstum mag politisch nicht erwünscht sein, zeigt aber, dass mit vorausschauender Immobilienallokation Immobilienpreisrisiken verringert werden können.

Fazit

Wir erwarten, dass sich die Immobilienpreise im zweiten Halbjahr 2023 europaweit auf einem Niveau von bis zu rund 30 Prozent unterhalb der Höchststände von 2022 stabilisieren werden. Ob dies bereits mit einer Belebung der Transaktionstätigkeit einhergeht, ist allerdings von einer Vielzahl konjunktureller, geopolitischer vor allem aber auch immobilienwirtschaftlicher Faktoren abhängig, wie beispielsweise verbindliche staatliche Vorgaben zur Erhöhung der Energieeffizienz von Gebäuden sowie die Förderung dieser Maßnahmen.

Mit den gestiegenen Zinsen hatte der Kapitalmarkt im letzten Jahr maßgebliche Auswirkungen auf den Immobilienmarkt. Wir erwarten, dass die Renditeanforderungen mittelfristig auf dem derzeitigen Niveau verbleiben und eine Erholung der Immobilienwerte insbesondere von der Steigerung der laufenden Immobilien-Cashflows, d.h. der Mieten abhängen wird. Aussichtsreich sind deshalb insbesondere die Teilmärkte und Nutzungsarten, die eine gesunde fundamentale Nachfrage und ein begrenztes Angebot bei gleichzeitig geringem Risiko staatlicher Eingriffe aufweisen.

Revision der Jahresprognosen:

Die im Jahresausblick 2023 vorgestellten Prognosen und Thesen behalten ihre Gültigkeit.

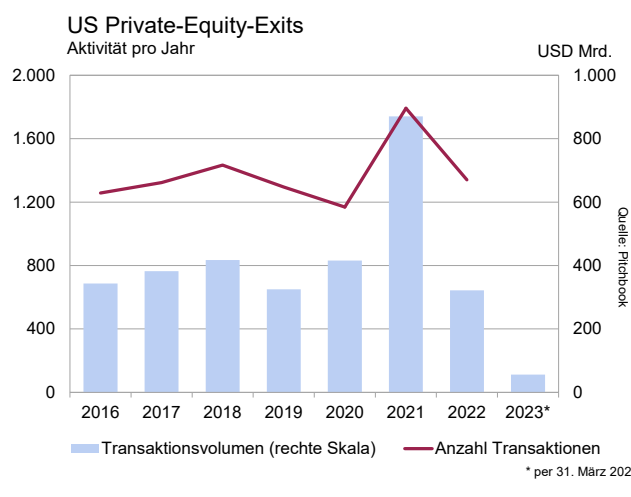
Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Immobilien sollte das Engagement in Logistik ausgebaut werden.

BETEILIGUNGEN

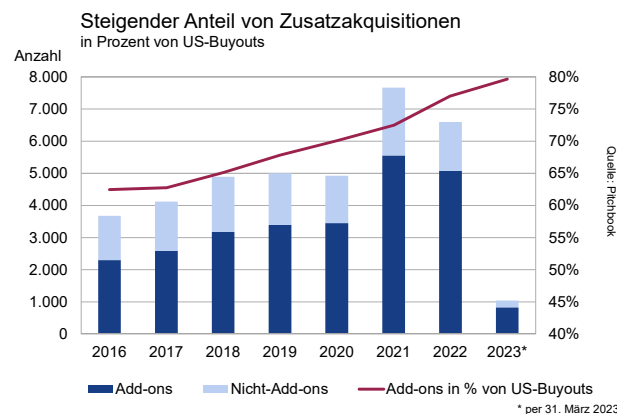
Auch wenn sich die Geschichte reimt, sollte sie sich nicht wiederholen

Aufgrund des angespannten makroökonomischen Umfelds setzte sich die zuletzt **zurückhaltende Exit-Aktivität** von Private-Equity-Managern auch im ersten Quartal 2023 fort. Während gemäß den Daten von Pitchbook die Anzahl der Deals gegenüber dem Vorjahresquartal um 15,3 Prozent sank, verzeichnete das Transaktionsvolumen sogar einen Rückgang um knapp 34 Prozent. Der IPO-Markt kam wegen zeitweise deutlich gesunkener Börsenkurse nahezu komplett zum Erliegen.



Die **Bewertungen von Buyouts** – gemessen als Verhältnis von Enterprise Value zum EBITDA – haben seit dem zwischenzeitigen Höchststand im Jahr 2020 um knapp 10 Prozent korrigiert. Weil sich viele Unternehmen in einem volatilen Marktumfeld verstärkt auf ihre Kernaktivitäten konzentrieren, erhöht sich die Bereitschaft zur Ausgliederung anderer Geschäftsbereiche. Für Private-Equity-Fonds dürfte sich so die Anzahl der potenziellen Investitionsobjekte in Form von Carveouts tendenziell erhöhen. Gleichzeitig erschweren die deutlich gestiegenen Zinsen und die Verschärfung von Finanzierungsbedingungen den Zugang zu Fremdkapital. Daher fokussieren sich Private-Equity-Gesellschaften auf attraktiv bepreiste Deals bzw. Zusatzakquisitionen für Bestandsinvestments. Letztere ermöglichen es den Managern, die durchschnittlichen Akquisitionsmultiple zu reduzieren, da die zu erwerbenden Zielunternehmen in einem kleineren Größensegment

angesiedelt sind und somit üblicherweise einen Bewertungsabschlag aufweisen.



Im Zuge eines schnellen, starken Zinsanstiegs erhöhte sich die Unsicherheit, was die Preisvorstellungen von Verkäufern und Käufern auseinanderlaufen ließ. Eine dadurch erschwerte Preisfindung verlangsamte entsprechend die Deal-Aktivität. Das Ausbleiben von Exits kann grundsätzlich zu **Liquiditätsproblemen bei Investoren** führen, die zur Bedienung von Kapitalabrufen auf entsprechende Rückflüsse aus dem PE-Programm angewiesen sind. Immer mehr Fonds mit einem nicht unerheblichen Anteil unrealisierter Beteiligungen verlängern ihre Laufzeit über die übliche zehnjährige Lebensdauer hinaus, was sich mit einer Verschiebung von Rückflüssen und somit einer Verlängerung der Kapitalbindung für die Bestandsinvestoren auswirkt. Insbesondere Beteiligungen, die in der Vergangenheit zu hohen Bewertungen erworben wurden, dürften sich im aktuell angespannten und somit für Exits unattraktiven Marktumfeld wirtschaftlich nicht sinnvoll realisieren lassen.

In diesem Zusammenhang werden **Erinnerungen an die Finanzkrise aus dem Jahr 2008** wach, als der Private-Equity-Markt durch eine Vielzahl von Fonds geprägt war, die nicht veräußerbare Portfolios mit überbewerteten Assets hielten. Während sich einige Manager seinerzeit erfolgreich durch den Sturm manövrieren konnten, kämpfte eine nicht unerhebliche Anzahl ums Überleben. Dies führte zu einem rasanten Anstieg des Anteils sogenannter „Zombie-Fonds“: Fonds, die bereits ihre reguläre Laufzeit teilweise deutlich überschritten haben und über keine Möglichkeit verfügen, ihre Portfolios zu liquidieren. Denn die zugrundeliegenden Unternehmen waren zudem

Exits sind schwieriger geworden.

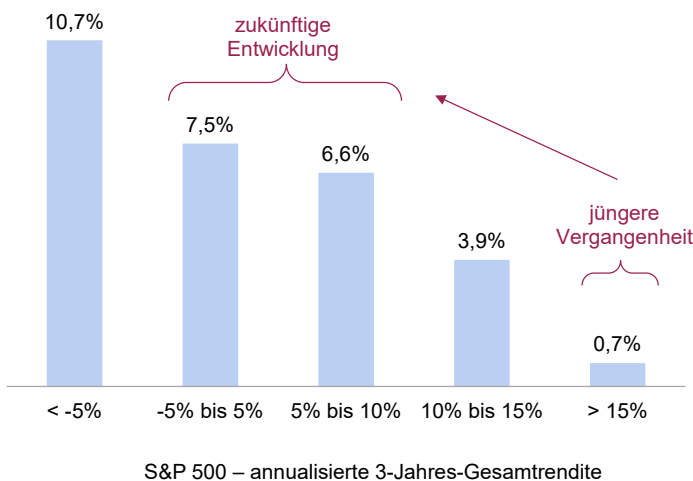
überdurchschnittlich verschuldet, weshalb die Portfolios in einem Umfeld deutlich eingebrochener Marktwerte nahezu wertlos waren.

Manager mit einem entsprechenden Problembestand werden mutmaßlich eher nicht mit der Kapitaleinwerbung für einen Nachfolgefonds beginnen. Auf der anderen Seite dürfte der in den letzten Jahren immer effizienter gewordene Sekundärmarkt dafür sorgen, dass Portfolios bereinigt werden können, indem Managern die Liquidierung von Restbeständen und Investoren Notverkäufe von Teilbeständen sinnvoll ermöglicht werden. Dies reduziert die Gefahr, dass sich die erheblichen Verwerfungen infolge der Finanzkrise wiederholen, sodass es lediglich in Einzelfällen zu einer Bildung von Zombie-Fonds kommen sollte. Ähnliches gilt für den **Private-Debt-Markt**, dessen Etablierung seit 2008 die Abhängigkeit von oftmals selbst problembehafteten Banken reduziert und die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen deutlich erweitert hat.

Auch wenn dies naturgemäß ausschließlich für Managementgesellschaften mit Bestandsportfolios gilt, haben es neue

Teams, die erstmals externes Kapital einwerben (sogenannte First Time Funds) und entsprechend nicht durch Problembeteiligungen belastet werden, derzeit besonders schwer, interessierte Investoren zu finden. Überhaupt dürfte sich in einem von erheblichen Unsicherheiten geprägten Markt die zuletzt zu beobachtende **Konzentration von Kapital auf besonders erfolgreiche Teams** fortsetzen. Dies wird belegt durch die deutlich gestiegene Durchschnittsgröße neuer Fonds, die sich gemäß Pitchbook in Europa im ersten Quartal 2023 auf 1,8 Milliarden Euro gegenüber dem Vorjahr (718 Millionen Euro) mehr als verdoppelt hat. Dabei legen Investoren ihr Augenmerk verstärkt darauf, inwieweit diese auch im erschwerten Umfeld in der Lage sind, Beteiligungen erfolgreich zu veräußern, und nicht durch schwächelnde Investitionen personelle Kapazitäten gebunden werden. Neuzeichnungen erfolgen dann vorrangig bei den erfolgreichsten Anbietern. Zwar hat sich zuletzt auch für die erfolgreichen Manager der Platzierungszeitraum verlängert; allerdings können sie die Zielgröße neuer Fonds zumeist dennoch erreichen. Denn sofern sich Bestandsinvestoren nur in geringerem Umfang als in der Vergangenheit an einem neuen Fonds beteiligen, wird dies kompensiert durch neue Investoren, die zuvor oft keinen Zugang erhalten hatten. Eine weitere Öffnung gegenüber dem hochvermögenden Privatkundensegment dürfte den Trend zur Konzentration tendenziell verstärken, da es vor allem den großen Managern möglich sein sollte, die nicht unerheblichen regulatorischen Klippen zu umschiffen. Der insbesondere bei institutionellen Investoren relevante „Denominator-Effekt“ dürfte unterdessen für dieses Kundensegment eher weniger Bedeutung haben, was sich im derzeitigen Marktumfeld ebenfalls positiv auf den Zugang zu nachgefragten Fonds auswirken dürfte.

Renditeprämie von Private Equity ggü. Aktienmarkt (annualisierte 3-Jahres-Überrendite)



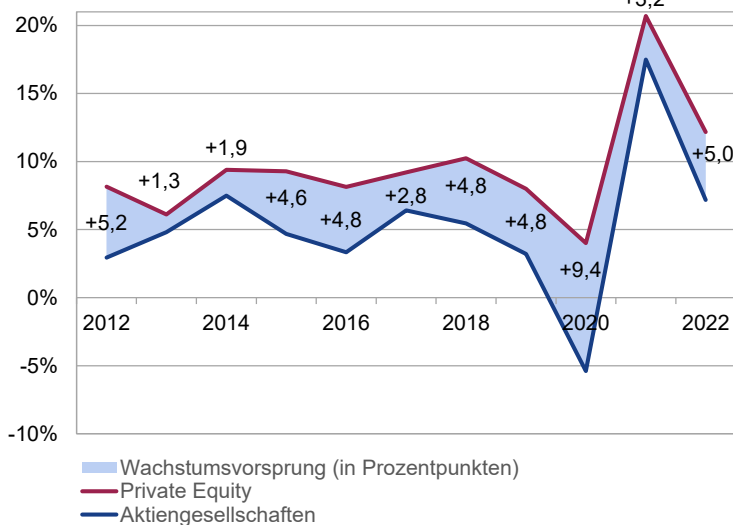
Quellen: Cambridge Associates, Pitchbook, KKR

Gerade Manager, die in vermeintlich herausfordernden Zeiten positive Ergebnisse erzielen, sind oftmals auch in einem freundlicheren Umfeld in der Lage, mit ihren Fonds überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Allgemein hat sich gemäß einer Analyse von KKR die **Renditeprämie von Private Equity gegenüber Aktiengagements** in der Vergangenheit sogar gerade in Zeiten ausgeweitet, in denen die allgemeine Marktentwicklung eher flach bis moderat positiv war.

Ursächlich für die Überrenditen von Private-Equity-Fonds gegenüber dem Aktienmarkt sind im Wesentlichen die vier folgenden Faktoren:

1. **Leverage-Effekt:** Durch einen höheren Einsatz von Fremdkapital kann die operative Performance überproportional gesteigert werden. Allerdings gilt dies auch im Falle einer negativen Entwicklung, sodass der Effekt auf die Inkaufnahme zusätzlicher finanzieller Risiken zurückgeführt werden kann. Dies wird in der Regel umso stärker genutzt, je geringer das Optimierungspotenzial durch operative Maßnahmen ist. Mit zunehmender Größe der Unternehmen erhöht sich entsprechend der Fremdkapital-Einsatz.
2. **Sektorallokationseffekt:** Aufgrund der begrenzten Zahl börsennotierter Unternehmen ist das Anlageuniversum für Aktienfonds begrenzt. Private-Equity-Fonds haben indes mehr Möglichkeiten, von allgemeinen Branchengewichtungen abzuweichen. So wurden zuletzt vor allem IT- und Industrieunternehmen übergewichtet, während Finanzdienstleister und Energieversorger in den Portfolios unterrepräsentiert waren.
3. **Timing-Effekt:** Während Aktienfonds, selbst wenn sie aktiv gemanagt sind, zumeist annähernd voll investiert sind, und die Investitions- und Ausstiegszeitpunkte somit im Wesentlichen von

EBITDA-Wachstum im Vergleich
(Private Equity vs. börsennotierte Gesellschaften)



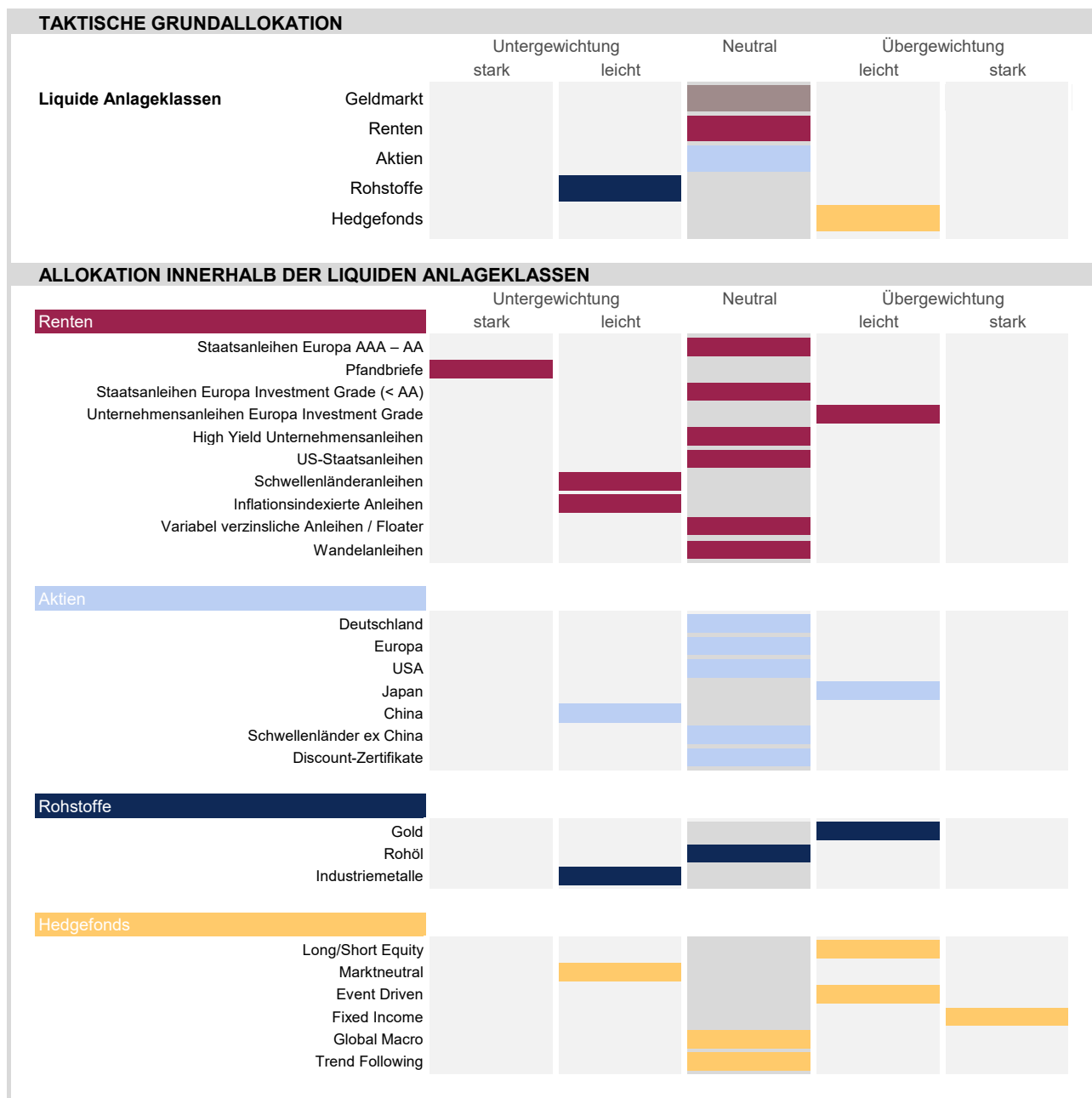
den Kapitalströmen abhängen, haben Private-Equity-Manager weitgehenden Ermessensspielraum, wann Beteiligungen erworben und wieder realisiert werden.

4. **Wertschöpfung beim Unternehmen:** Private-Equity-Manager müssen keine Rücksicht auf Quartalsberichte nehmen und können aufgrund ihrer Mehrheitsposition umfangreiche Maßnahmen bei Organisation und Prozessen umsetzen, wo gerade bei kleineren, inhabergeführten Unternehmen erhebliches Optimierungspotenzial existiert. Gerade dies führt zu verbesserten Erlösen und höherer Profitabilität, weshalb die Ergebnisse von Unternehmen in PE-Hand zumeist schneller und nachhaltiger wachsen als die börsennotierter Gesellschaften.

Gerade zum letzten Aspekt wurde in den vergangenen Jahren die interne Expertise bei den Gesellschaften massiv erweitert. Dies sollte PE-Fonds auch zukünftig eine nennenswerte Überrendite gegenüber Aktienanlagen ermöglichen. Dies könnte, gepaart mit dem ermäßigten Bewertungsniveau, den Nährboden für erfolgreiche Fondsjahrgänge bilden.

Eine Überrendite gegenüber Public Equity ist weiterhin möglich.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

Christian Bußmann, Nils Breckling, Yannick Düring, Thomas R. Fischer, Ralph Groß, Dr. Christoph Kind, Malte Knigge, Thomas Kühl, Leander Lühr, Christian Sternberg, Maximilian Völpel

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

8. Juni 2023

Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung 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