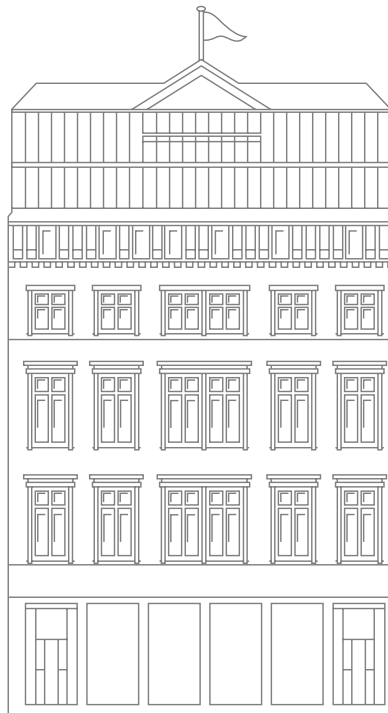

MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2022

**Wie Krieg, Inflation und Pandemie
die Wirtschaft belasten**

VORWORT

Das erste Halbjahr 2022 wird in die Geschichtsbücher eingehen. Der russische Überfall auf die Ukraine, der am 24. Februar begann, löste eine „Zeitenwende“ aus – so der häufig verwendete Begriff. Mit dem militärischen Angriff einer Atommacht auf ein osteuropäisches Land, das den Anschluss an den Westen sucht, wurde ein Albtraum zur Realität. Das ist vor allem für die Menschen in der Ukraine eine Katastrophe und erzeugt dort unvorstellbares menschliches Leid. Die westliche Welt hat sich geschlossen hinter die Ukraine gestellt und unterstützt das Land humanitär, finanziell und militärisch. Den mit Abstand höchsten Beitrag leisten dabei die USA. Bei der Abgrenzung vom Aggressor Russland zeigt sich der Westen allerdings weit weniger geschlossen. Gerade Deutschland hat sich bei der Versorgung mit Öl und Gas in hohem Maße von Russland abhängig gemacht. Die wirtschaftlichen Sanktionen des Westens gegen Russland sind daher löchrig und haben den Krieg bislang nicht aufhalten können.

Die wirtschaftlichen Auswirkungen des Kriegs zeigen sich vor allem bei der Rohstoffversorgung. Die Öl- und Gaspreise sind stark gestiegen und verstärken den Inflationsdruck, der sich bereits im vergangenen Jahr gebildet hat. Für Europa und insbesondere Deutschland ist die Abhängigkeit von russischem Gas so hoch, dass ein Lieferstopp sogar eine Rezession auslösen könnte. Die Ukraine und Russland spielen zudem eine Schlüsselrolle bei der globalen Versorgung mit Getreide, was insbesondere die ärmsten Länder empfindlich trifft.

Dennoch haben die Aktienmärkte den Schock, der durch den russischen Krieg ausgelöst wurde, bislang relativ gut verdaut. Viele europäische Aktienindizes stehen Anfang Juni ungefähr dort, wo sie sich vor Beginn des Kriegs befanden. Dass das erste Halbjahr dennoch eine sehr schlechte Phase für die globalen Aktienmärkte war, hat nur indirekt mit dem Krieg zu tun. Der Hauptgrund sind die gestiegenen Zinsen. Noch nie zuvor sind in den entwickelten Volkswirtschaften die Kapitalmarktzinsen in so kurzer Zeit so stark angestiegen wie in den ersten sechs Monaten dieses Jahres.

Der Zinsanstieg hat einen Crash am Rentenmarkt ausgelöst und auch die Aktienmärkte getroffen. Besonders zinsreagibel reagieren Wachstumswerte, die in den letzten Jahren die Ranglisten der ertragreichsten Aktien anführten. Steigende Zinsen reduzieren den Gegenwartswert zukünftiger

Gewinne und führen gerade bei diesen Unternehmen zu einer Kurskorrektur. Die Gewinnaussichten selbst haben sich dagegen bislang kaum eingetrübt – im Gegenteil. Im ersten Quartal konnten sehr viele Unternehmen die Erwartungen der Analysten übertreffen. Die unerfreuliche Aktienmarktpformance in diesem Jahr ist also vor allem als eine Bewertungskorrektur als Reaktion auf steigende Zinsen zu sehen. Dafür spricht auch, dass die größten Verluste zu Beginn des Jahres, also noch vor Beginn des Kriegs, zu verzeichnen waren.

Droht im zweiten Halbjahr nun noch mehr Ungemach? Man könnte dies denken, denn die konjunkturellen Aussichten verschlechtern sich derzeit aus unterschiedlichen Gründen. In Europa belasten der Ukraine-Krieg, in den USA die kräftigen Zinserhöhungen der Zentralbank und in China die strikte Zero-Covid-Politik des autokratischen Regimes.

Doch es gibt auch positive Signale. Die restriktive Geldpolitik, die nun bald auch im Euroraum beginnt, ist weitgehend in den Kursen eingepreist. Die Inflationsraten scheinen zumindest in den USA ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Die Bewertungen an den Aktienmärkten haben sich deutlich vergünstigt. In China scheint man aus den herben Einbrüchen der Wirtschaft in Folge der Lockdowns gelernt zu haben. Und selbst im Ukraine-Krieg besteht die vage Hoffnung, dass es im zweiten Halbjahr zumindest temporär zu einer Waffenruhe kommen könnte.

Auch wenn die Belastungsfaktoren weiterhin enorm hoch sind, haben die Kapitalmärkte im ersten Halbjahr schon sehr viele schlechte Nachrichten verarbeitet und eingepreist. Die Hoffnung besteht, dass die negativen Überraschungen im zweiten Halbjahr abnehmen werden. Nach den erheblichen Verlusten in vielen Assetklassen seit Jahresbeginn könnte im zweiten Halbjahr eine Stabilisierung einsetzen.



Thomas R. Fischer

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

Vorwort	1
Wie Krieg, Inflation und Pandemie die Wirtschaft belasten	4
Deutschland: Die Geister, die ich rief	4
USA: Albtraum Inflation	6
China: Neue Prioritäten	10
Fazit: Politische Fehler gefährden das Wachstum	12
Konjunktur	13
Gefahren durch die hohe Inflation	13
Europas Abhängigkeit von russischer Energie	14
Schwellenländer mit gemischten Aussichten	16
Aktienmarkt	17
Volatile Aktienmärkte	17
Die Gewinnentwicklung verlangsamt sich	17
Die Bewertungen geben die Richtung vor	17
Dividendenrenditen bleiben stabil	18
Revision der DAX- und S&P 500-Prognosen	19
Rentenmarkt	20
Starker Renditeanstieg nach Inflationssorgen	20
Straffung durch die EZB nach langem Zögern	21
Schwieriges Umfeld für Unternehmensanleihen	22
Rohstoffmarkt	23
Goldpreis stabilisiert sich	23
Korrekturpotenzial am Rohölmarkt	23
Devisenmarkt	26
Der US-Dollar auf dem Weg zur Parität	26
Immobilienmarkt	27
Entwicklung 2012 bis 2022	27
Aktuelle Tendenzen auf dem Immobilienmarkt	28
Aussichten der Immobilien-Nutzungsarten 2022 bis 2026	29
Fazit	30
Beteiligungen	31
Wachstum setzt sich fort	31
Steigende Bedeutung von Growth Equity	32
Werttreiber im Wandel	33
Outperformance operationaler Ansätze	33
Varianten operationaler Ansätze	33
Perspektiven für Private Equity	34
Taktische Allokationsempfehlung	35
Impressum	36

WIE KRIEG, INFLATION UND PANDEMIE DIE WIRTSCHAFT BELASTEN

Zu Beginn des Jahres war unser Ausblick auf 2022 von der Erwartung geprägt, dass die Corona-Pandemie ihren Schrecken verlieren wird und sich das Wirtschaftswachstum und die Inflation zunehmend normalisieren werden. Doch schon sehr bald zeigte sich, dass der **erhoffte Rückgang der Inflationsraten** ausbleiben wird, auch weil das Angebot nicht mit der Nachfrage mithielt. Und durch den Angriff Russlands auf die Ukraine, der am 24. Februar begann, haben sich die Rahmenbedingungen in Europa und der Welt nun fundamental verändert. Der Krieg führt **Deutschland** vor Augen, wie stark sich das Land in den vergangenen Jahrzehnten von Russland abhängig gemacht hat. Das betrifft vor allem den Import von Öl und Gas, für den es kurzfristig kaum Ersatz gibt. Deutschland und viele andere europäische Länder finanzieren daher weiter den kriegführenden russischen Staat durch den Kauf von Rohstoffen, während gleichzeitig die Ukraine humanitär, finanziell und militärisch unterstützt wird.

Durch den Krieg befindet sich Europa de facto in einer **Stagflation**. Bei einer weiteren Verschärfung des Konflikts droht sogar eine Rezession. Die Stagflation stellt die Geldpolitik vor ein Dilemma. Das schwache Wachstum verlangt nach geldpolitischer Unterstützung, während die hohe Inflation nur durch eine restriktive Politik bekämpft werden kann. Aus diesem Grund haben praktisch alle großen Notenbanken lange gezögert, doch sich schlussendlich für den Weg der Inflationsbekämpfung entschieden. Besonders aggressiv geht die **US-Notenbank** gegen die Preissteigerungen vor, da die US-Wirtschaft kaum negativ vom russischen Krieg betroffen ist, aber der Lohndruck, der die Inflation dauerhaft macht, schon deutlich zu spüren ist. Die **Europäische Zentralbank** hat lange gezögert, stellt nun aber auch Leitzinserhöhungen im zweiten Halbjahr in Aussicht.

Ein völlig anderes Bild zeigt sich dagegen in **China**. Der Krieg hat, ähnlich wie in den USA, kaum direkte wirtschaftliche Auswirkungen, aber die Inflationsraten sind deutlich niedriger als in den USA und Europa. Trotzdem kämpft das Land mit der größten ökonomischen Krise der letzten dreißig Jahre. Die verfehlte Impfstrategie und die relativ geringe Wirksamkeit der chinesischen Impfstoffe haben zu einem erneuten Anstieg der Corona-Fälle geführt. Der Staat reagiert darauf mit sehr strengen Lockdowns, die wirtschaftliche Zentren wie Shanghai weitgehend stilllegen.

Krieg, Inflation, steigende Zinsen und Pandemie – die Liste der Probleme ist lang und trübt die Aussichten auf das zweite Halbjahr. Wir analysieren in diesem Schwerpunktteil die Situationen in Deutschland, den USA und China und wir zeigen, warum sich die wirtschaftlichen Aussichten derzeit in allen drei Ländern eintrüben und was dagegen getan werden kann.

Deutschland: Die Geister, die ich rief

Vor über zwanzig Jahren galt Deutschland als der „kranke Mann in Europa“. Die BIP-Wachstumsraten lagen deutlich unter dem europäischen Durchschnitt, die Arbeitslosenquote erreichte in der Spitze elf Prozent und die Immobilienpreise waren seit der Wiedervereinigung kaum gestiegen. Doch dann folgten Anfang des neuen Jahrtausends **zwei goldene Jahrzehnte**. Die deutsche Exportindustrie profitierte enorm vom kompetenhaften Aufstieg Chinas nach der Aufnahme in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001, mit den Hartz-Reformen begann die Arbeitslosigkeit zu sinken und die Niedrigzinspolitik der EZB in Folge der Finanzmarktkrise von 2008 löste einen Immobilienboom aus.

Mit der **Pandemie** geriet das deutsche Erfolgsmodell ins Wanken. Der Einbruch des Welthandels und die gestörten Lieferketten hinterließen tiefe Spuren in der Industrie. Unter den Lockdowns litten insbesondere das Gastgewerbe, die Hotellerie, die Touristikbranche und Teile des stationären Handels. Mit einem Einbruch des BIP um minus 4,6 Prozent im Jahr 2020 war der wirtschaftliche Schaden dennoch geringer als der Rückgang um minus 5,7 Prozent im Jahr 2009 in Folge der Finanzkrise. Durch umfangreiche fiskalische Maßnahmen, darunter Kurzarbeitergeld in Höhe von 42 Milliarden Euro in den Jahren 2020 und 2021, konnten die negativen Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und das Wirtschaftswachstum begrenzt werden. Angesichts negativer Zinsen von Bundesanleihen blieben die Auswirkungen auf den staatlichen Schuldendienst begrenzt.

Der **russische Angriffskrieg auf die Ukraine** stellt die nächste Herausforderung für das deutsche Wirtschaftsmodell dar. Die Auswirkungen auf das BIP-Wachstum dürften zwar selbst bei einem vollständigen Öl- und Gasembargo weniger negativ als während der Pandemie sein.

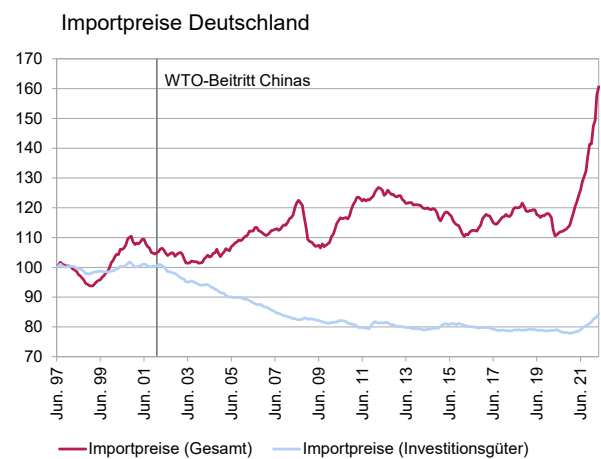
Dafür ist Deutschland aber das erste Mal seit den frühen 1980er Jahren mit dem Problem der **Inflation** konfrontiert. Für die deutsche Industrie erweisen sich zudem viele Faktoren als Belastung: Die Auslagerung von vorgelagerten Produktionsschritten nach Osteuropa, die starke Abhängigkeit von Öl- und Gasimporten aus Russland und die große Bedeutung Chinas als Absatzmarkt, der geopolitisch zunehmend fragwürdig wird.

Die **deutsche Abhängigkeit von russischem Öl- und Gas** hat eine lange Tradition. In den 1960er Jahren suchte die westdeutsche Schwerindustrie nach billigen Energiequellen in Osteuropa und war dazu bereit, die Sowjetunion dafür mit den notwendigen Pipelines zur Gasförderung zu versorgen. Die deutsch-sowjetischen Röhren-Erdgas-Geschäfte begannen 1970 mit der Unterzeichnung von Verträgen über die Lieferung von Großröhren durch bundesdeutsche Firmen, Erdgaslieferungen durch die Sowjetunion und Gewährung von Krediten durch westdeutsche Banken. Von Oktober 1973 an wurden jährlich drei Milliarden Kubikmeter Erdgas geliefert. Über ein derartiges Geschäft war bereits Ende der 1950er Jahre verhandelt worden, es scheiterte aber an dem 1962 von den USA durchgesetzten Röhren-Embargo.

Die Tradition der Röhren-Erdgas-Geschäfte setzte sich mit den Pipelines Nordstream 1 und 2 nahtlos fort und führte zu einer starken Abhängigkeit von russischen Energierohstoffen, von der sich Deutschland nun unter Hochdruck befreien muss. Der **Anteil der deutschen Ölimporte aus Russland** ist seit Kriegsbeginn bereits von 35 Prozent auf zwölf Prozent gesunken. Die Kohleinfuhren sind von 50 Prozent auf acht Prozent zurückgegangen. Ende April erklärte Wirtschaftsminister Habeck, dass alle Vorbereitungen für ein Ende des russischen Öls in Deutschland innerhalb weniger Tage getroffen werden sollten. Kurz davor hatte die Bundesregierung bereits die Aufsicht über die deutsche Tochter des russischen Gaskonzerns Gazprom übernommen. Die Bundesnetzagentur nimmt bis zum 30. September alle Stimmrechte aus Geschäftsanteilen wahr und übernimmt damit die Rolle der Eigentümerin. Eine Enteignung der wichtigsten Raffinerie des russischen Rosneft-Konzerns in Deutschland wird diskutiert.

Deutschland ist nach wie vor in hohem Maße von russischem Gas abhängig. Der Anteil des aus russischen Feldern stammenden Gases ist seit Kriegsbeginn von 55 auf 35 Prozent gesunken. Weitere Kürzungen dürften schmerz-

haft werden. Deutschland bezieht sein gesamtes Gas über Pipelines und besitzt noch keine funktionierenden stationären Terminals für die Einfuhr von verflüssigtem Erdgas (LNG). Das Finanzministerium hat 2,5 Milliarden Euro für die Anmietung schwimmender Terminals bereitgestellt, die bis zum Winter in Betrieb genommen werden sollen. Es hat sich auch verpflichtet, den Bau von stationärem Terminals zu beschleunigen, die jedoch erst in einigen Jahren fertiggestellt sein werden.



Deutschland steht also vor der gewaltigen Herausforderung, nicht nur die unterbrochenen Lieferketten in Osteuropa zu reparieren, sondern innerhalb kürzester Zeit auch den Ausstieg aus russischem Öl und Gas zu bewerkstelligen. Da gleichzeitig auch der Ausstieg aus Kohle und Kernenergie erfolgen soll, sind die Alternativen dünn gesät. In jedem Fall dürfte es zu einer **deutlichen und anhaltenden Steigerung der Energiekosten** kommen, die sich jetzt schon unter anderem im kräftigen Anstieg der Importpreise widerspiegelt. Darunter leiden die Verbraucher und all jene Unternehmen, die höhere Energiekosten nicht auf die Absatzpreise überwälzen können.

Schon im laufenden Jahr stagniert die deutsche Wirtschaft. Im nächsten Jahr könnte sie bei einem vollständigen Öl- und Gasembargo in die **Rezession** abrutschen. Dennoch gehen die meisten Experten davon aus, dass eine solche Rezession milder verlaufen wird als die Einbrüche während der Finanzkrise oder der Pandemie. Einer der Gründe liegt darin, dass die Bedeutung der Industrie für die deutsche Wirtschaft in den vergangenen Jahrzehnten deutlich abgenommen hat. Die Chemieindustrie, die neben der Nahrungsmittelindustrie und dem Metall-Sektor zu den gasabhängigsten Bran-

chen zählt, beschäftigt nur 0,78 Prozent der Arbeitnehmer in Deutschland. Für die Beschäftigung und das Wachstum in Deutschland ist schon seit längerem vor allem der Dienstleistungssektor verantwortlich, dessen Anteil am deutschen BIP von 56 Prozent im Jahr 1991 auf knapp 70 Prozent gestiegen ist. Dennoch gibt es Sorgen, dass Ausfälle in den gasabhängigen Branchen der deutschen Industrie zu Beeinträchtigungen der gesamten Wertschöpfungskette führen können. Wenngleich die direkten Auswirkungen in der Chemiebranche beispielsweise gering sind, sind ihre indirekten Auswirkungen schwer einschätzbar.

Trotzdem gibt es gute Gründe, warum Deutschland eine Rezession ganz vermeiden kann oder sie nur von kurzer Dauer sein wird. Das Ende der Corona-bedingten Einschränkungen erzeugt insbesondere im Dienstleistungssektor einen **Wachstumsimpuls**. Die Industrieunternehmen sind mit einem Auftragsüberhang in Höhe von rund 100 Milliarden Euro in das Jahr gestartet. Die privaten Haushalte waren während der Pandemie in ihren Konsummöglichkeiten eingeschränkt und haben ungewollte Ersparnisse in Höhe von 220 Milliarden Euro aufgebaut. Zusätzlich entlastet die Bundesregierung die Haushalte als Ausgleich für die gestiegenen Energiekosten. Lohnsteigerungen in Folge der höheren Inflation begünstigen ebenfalls den privaten Verbrauch. Da im Gegensatz zu den USA der Lohndruck in Deutschland aber bislang verhalten bleibt, sind die Voraussetzungen für einen langsamen Rückgang der Inflationsraten im zweiten Halbjahr gut. Es besteht also die begründete Hoffnung, dass die Fehler der deutschen Energiepolitik in den vergangenen Jahren nicht mit einer längeren Rezession bezahlt werden müssen.

USA: Albtraum Inflation

Die USA leiden wirtschaftlich kaum unter dem russischen Krieg gegen die Ukraine. Die wirtschaftlichen Verflechtungen mit Russland sind gering und die US-Ölproduzenten profitieren sogar von steigenden Ölpreisen. Auch die Pandemie schränkt die US-Wirtschaft nicht länger ein. Dennoch schwächt sich das Wachstum merklich ab und die Rezessionsgefahren nehmen zu. Der Grund ist der **massive Anstieg der Inflationsraten**, der einen kräftigen Zinsanstieg ausgelöst hat und nun das Wachstum abzuwürgen droht.

Um zu verstehen, wie es dazu kommen konnte, muss man auf das vergangene Jahr zurückschauen. Im Januar 2021

übernahm Joe Biden als Nachfolger von Donald Trump das Amt des Präsidenten der USA. Die Zahl der täglichen Covid-Todesfälle in den USA überschritt nur wenige Tage danach den Wert von 5.000. Die Bekämpfung der Pandemie und ihrer negativen wirtschaftlichen Folgen hatte für die neue Administration die allerhöchste Priorität. Nach einem großzügigen, von beiden Parteien getragenen Haushaltsstimulus Ende 2020 brachte die Biden-Administration im Frühjahr 2021 ein zusätzliches 1,9 Billionen Dollar schweres Konjunkturprogramm durch den Kongress. Der Haushaltsstimulus für 2021 summierte sich damit auf gewaltige 13 Prozent des US-BIP. Nach Schätzungen des Congressional Budget Office lag die US-Wirtschaftsleistung damals aber nur etwa drei Prozent unter ihrem Potenzial. Viele Ökonomen warnten deshalb vor der **Gefahr einer Übersteuerung** mit möglichen inflationären Folgen.

Doch weder die Fiskal- noch die Geldpolitiker nahmen diese Warnungen ernst. Sie verwiesen darauf, dass der **Einbruch der Beschäftigung** in den USA 2020 historische Ausmaße hatte. Noch Anfang 2021 gab es knapp neun Millionen weniger Jobs als vor Beginn der Pandemie. Während in Europa die Schäden am Arbeitsmarkt durch Kurzarbeit begrenzt wurden, fiel in den USA jede sechste Stelle weg. Sorgen vor einem Lohnruck, der zu Inflation führen könnte, schienen in einer solchen Situation völlig abwegig. Der rasche Anstieg der US-Inflationsrate, die im Sommer 2021 schon bei über fünf Prozent lag, wurde daher als transitorisch gesehen. Noch Ende August 2021 erklärte Fed-Chef Powell, dass eine Straffung der Geldpolitik ein „besonders schädlicher“ Fehler sei. Erst drei Monate später verbannte Powell den Begriff „transitorisch“ aus der Fed-Kommunikation und bereitete die Kehrtwende der Geldpolitik vor.

Durch die starke fiskalische Stimulierung der privaten Konsumnachfrage erholte sich die US-Wirtschaft sehr schnell. Die pandemisch bedingten Einschränkungen limitierten die Nachfrage nach Dienstleistungen, sodass sich vor allem die Güternachfrage extrem stark erhöhte und viele Produzenten an ihre Kapazitätsgrenzen brachte. Doch niemand hatte damit gerechnet, dass auch der Arbeitsmarkt zu einem limitierenden Faktor des Aufschwungs werden sollte. **Paradoxiertweise nahm trotz immer noch hoher Arbeitslosigkeit die Zahl der Kündigungen zu**. Die Konjunkturpakete und die Erhöhung der Arbeitslosenunterstützung ermöglichten es denjenigen, die zum Überleben auf Niedriglohnjobs angewiesen waren, zu kündigen und zu Hause

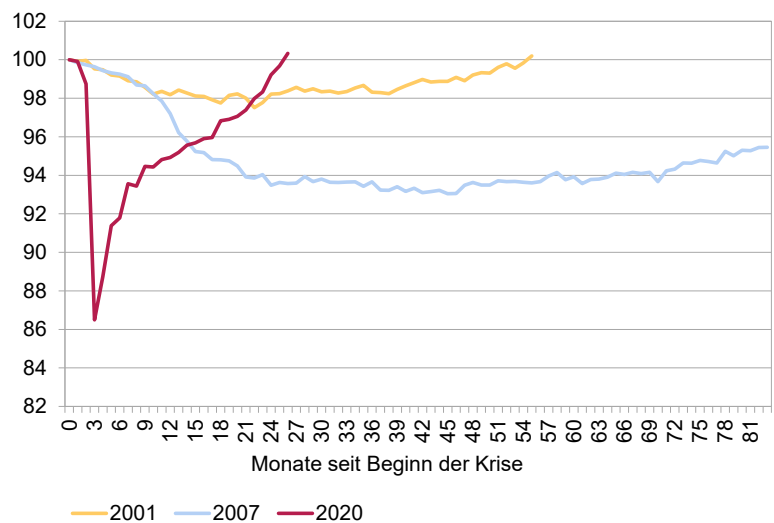
zu bleiben. Laut einer Adobe-Studie wurde diese Abwanderung von Millennials und den Post-Millennials der Generation Z vorangetrieben.

Die Lage beruhigte sich allerdings auch ab September 2021 nicht, als die **großzügige Arbeitslosenunterstützung** eingestellt wurde. Etwa 3,5 Millionen Arbeitnehmer in den USA bekamen keine wöchentlichen staatlichen Unterstützungen von 300 US-Dollar mehr, über elf Millionen Arbeitnehmer verloren ihre staatlichen Leistungen aus den Notfallprogrammen für den Arbeitsmarkt. Die von vielen erhoffte massive Ausweitung des Arbeitsangebots insbesondere im unteren Lohnsegment blieb dennoch aus.

Obwohl die Beschäftigung immer noch leicht unter dem Vorkrisenniveau liegt, sind kaum (bezahlbare) Arbeitskräfte in den USA zu finden. Auf zwei offene Stellen kommt ein Arbeitssuchender. Doch die Theorie, dass alleine eine „**great resignation**“, also eine große Kündigungswelle die Ursache für dieses Phänomen ist, wird durch die jüngsten Daten nicht mehr unterstützt. Die Zahl der Arbeitsfähigen, die ihre Arbeitskraft auch tatsächlich anbieten, ist zumindest in der Altersgruppe der 15- bis 54-jährigen wieder deutlich gestiegen.

Was also sind die Gründe für die Engpässe am Arbeitsmarkt? Auffällig ist zum einen, dass die **Zahl der Selbstständigen** stark zugenommen hat und um rund 600.000 über dem Durchschnitt des Jahres 2019 liegt. Ein Teil davon könnte fiktiv sein, sogenannte „Gigworker“, die nur dem Namen nach Angestellte sind, aber für Unternehmen arbeiten, die sie als unabhängige Auftragnehmer einstufen, um Regulierungen zu vermeiden. Aber es scheint auch, dass die Pandemie dazu beigetragen hat, dass viele ehemalige Arbeitnehmer nun ihr eigenes Unternehmen gründen.

Beschäftigung in den USA
(100 = Höchststand vor Beginn der jeweiligen Krise)



Ein weiterer Grund für die Engpässe am Arbeitsmarkt dürfte der **Rückgang der Migration** sein. Die Nettozuwanderung in die Vereinigten Staaten war im Jahr 2021 so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Nach Schätzungen des Census Bureau hat die internationale Migration die US-Bevölkerung zwischen Mitte 2020 und Mitte 2021 um 247.000 Personen erhöht. Dies ist ein deutlicher Rückgang gegenüber den beiden Vorjahren. Die dramatischen Rückgänge in den letzten beiden Jahren waren größtenteils auf die Pandemie zurückzuführen, als die Migration in beide Richtungen aus Gründen der öffentlichen Gesundheit eingeschränkt war und der wirtschaftliche Abschwung die Nachfrage nach Arbeitskräften begrenzte.

Der Rückgang der Nettozuwanderung begann jedoch schon vor der Pandemie und ging seit 2016, als die Nettozuwanderung eine Million überstieg, in jedem Jahr zurück. Die **Politik der Trump-Regierung** hat wahrscheinlich dazu beigetragen, ist aber nicht der einzige Faktor. Die Regierung hat damals mehr als 400 Maßnahmen zur Verringerung der Einwanderung ergriffen. Die direkten Auswirkungen der Abschiebungen während der Trump-Ära erklären den

Obwohl die Beschäftigung immer noch leicht unter dem Vorkrisenniveau liegt, sind kaum (bezahlbare) Arbeitskräfte in den USA zu finden.

allgemeinen Rückgang der Migrationszahlen allerdings nicht. Die höchste Zahl an Abschiebungen innerhalb der USA während der Trump-Regierung wurde 2018 mit etwa 95.000 erreicht. Diese Zahl ist geringer als in den meisten Jahren während der Obama-Regierung. Im Jahr 2020 sank die Zahl der Abschiebungen auf 63.000.

Die einwanderungsfeindliche Rhetorik der Trump-Regierung hat aber möglicherweise einige potenzielle Migranten davon abgehalten, in die USA zu kommen. Oft sind die abschreckenden Effekte von angekündigten Maßnahmen wirkungsvoller als die Maßnahmen selbst. Obwohl sich die Regeln für die familienbasierte Einwanderung vor 2019 nicht explizit geändert haben, sind die Anträge auf Eintragung von Familienmitgliedern als Verwandte, damit sie einen legalen Daueraufenthalt auf Familienbasis beantragen können, seit 2017 rückläufig. Die Engpässe bei der Bearbeitung von Einwanderungsanträgen haben sich während der Pandemie verschärft. Viele Menschen sind nach wie vor daran interessiert, in die USA zu kommen, aber der Rückstau bei den Anträgen auf eine Green Card liegt aktuell bei neun Millionen.

Der geringe Zustrom von Zuwanderern hat den derzeitigen **Arbeitskräftemangel** verschärft. Da die amerikanische Bevölkerung altert und die Geburtenrate unter dem Reproduktionsniveau von zwei Kindern liegt, waren Einwanderer und ihre Kinder und Enkelkinder in den letzten Jahrzehnten für einen Großteil des Bevölkerungswachstums in den USA verantwortlich. Darüber hinaus werden die finanzielle Stabilität der Sozial- und Krankenversicherung sowie die Kapazitäten für die Pflege älterer Menschen ohne ein anhaltend positives Wachstum der US-Bevölkerung beeinträchtigt. Ein Bericht der National Academies of Sciences aus dem Jahr 2017 kam zu dem Schluss, dass Einwanderer tendenziell mehr zu den Gesamteinnahmen des Staates beitragen als sie an staatlichen Leistungen erhalten, insbesondere wenn man die Beiträge der Kinder von Einwanderern im Laufe ihres Lebens berücksichtigt.

Da kurzfristig das Arbeitsangebot in den USA kaum erhöht werden kann, muss die Geldpolitik nun die Aufgabe übernehmen, durch Zinserhöhungen und den schrittweisen Abbau der Wertpapierbestände **die gesamtwirtschaftliche Nachfrage soweit abzukühlen**, dass Lohn- und Inflationsdruck nachlassen. Die Frage ist nicht nur, ob und wie schnell ihr das gelingt, sondern vor allem, wie hoch der Preis dafür sein wird. Wenn die Zinsschraube zu schnell

und zu weit gedreht wird, könnte dies eine Rezession in den USA auslösen.

Ein Sorgenkind ist in diesem Zusammenhang der **US-Immobilienmarkt**. Gemessen am Case-Shiller-Index, der die Wertentwicklung von Einfamilienhäusern in den USA misst, hat sich der Preisanstieg seit anderthalb Jahren extrem beschleunigt. Das Tempo der Preissteigerungen erinnert inzwischen an die Situation vor Beginn der Subprime-Krise im Jahr 2007. Gemessen am linearen Trend erscheinen die Immobilienpreise heute sogar stärker überbewertet als vor 15 Jahren. Ein wichtiger Unterschied zur damaligen Situation ist allerdings die Breite des derzeitigen Preisanstiegs. Vor der Subprime-Krise boomten die Immobilienmärkte in den Küstenregionen von Miami und San Diego, während sie in anderen Landesteilen stagnierten. Aktuell gibt es dagegen keine extremen Preisentwicklungen in einzelnen Regionen, die den Charakter einer spekulativen Blase hätten. Immobilien sind überall knapp, weil sich die Bautätigkeit seit der Subprime-Krise nie wirklich erholt hat. Die Zahl der Neubaubeginne liegt aktuell gerade einmal auf dem Niveau des Jahres 2000. Dazu kommen Engpässe bei Vorprodukten. Holz, Stahl und Beton sind, wie viele andere Baumaterialien auch, kaum verfügbar und sehr teuer geworden. Da es gerade für einfachere Tätigkeiten kaum noch bezahlbare Arbeitskräfte zu finden gibt, steigen auch die Lohnkosten beim Hausbau.

Zur Situation vor der Subprime-Krise drängt sich allerdings eine andere Parallele auf, denn damals wurden wie heute die Leitzinsen kräftig angehoben. Von einem Prozent im Mai 2004 stiegen sie auf 5,25 Prozent im Juni 2006. Die US-Notenbank steht aktuell ebenfalls vor einem **Zyklus von Leitzinserhöhungen**. Bis Jahresende ist ein Leitzins von drei Prozent eingepreist. Angesichts der hartnäckigen Inflation und der immer noch negativen Realzinsen dürften noch weitere Zinserhöhungen in den kommenden Jahren folgen. Die Gefahr, dass dies irgendwann zu einem Kollaps am Immobilienmarkt führt, scheint daher groß.

Doch während die Leitzinsen von 2004 bis 2006 kräftig angehoben wurden, stiegen die **langfristigen Hypothekenzinsen** damals kaum. Die Subprime-Krise wurde weniger durch steigende Kreditzinsen ausgelöst als durch eine Verschärfung der Kreditvergabestandards, die auf dem Höhepunkt des Booms extrem lax waren. Die aktuelle Situation in den USA ist in gewisser Weise sogar das genaue Gegenteil der damaligen. Denn während die Fed derzeit

erst am Anfang ihrer Leitzinserhöhungen steht, sind die 30-jährigen Hypothekenzinsen bereits kräftig von drei auf über fünf Prozent gestiegen.

Spuren am Immobilienmarkt hinterlässt dieser Zinsanstieg aber nur langsam. Das liegt zum einen daran, dass das Angebot an Häusern unverändert knapp ist, aber auch an der unverändert hohen Zahlungsbereitschaft der Käufer. Der Anstieg der Zinsen ist zwar kräftig, doch ist das Niveau im historischen Vergleich immer noch niedrig. Gemessen am Anstieg der aktuellen Inflationsraten sind die realen Zinsen sogar gesunken. Zudem profitieren die Haushalte auch weiterhin von der nun zu Ende gegangenen langen Phase extrem niedriger Zinsen. Der Anteil der Zahlungen für Zinsen und Tilgungen am verfügbaren Einkommen lag Ende letzten Jahres bei 9,3 Prozent. Das ist einer der niedrigsten Werte der letzten vierzig Jahre. Vor Beginn der Subprime-Krise lag dieser Anteil bei über 13 Prozent.

Für die **finanzielle Stabilität der privaten Haushalte** spricht auch die Entwicklung der Sparquote, die als Anteil der Ersparnisse am verfügbaren Einkommen definiert ist. Vor Beginn der Subprime-Krise erreichte sie mit 2,1 Prozent einen historischen Tiefststand. Die Corona-Pandemie schränkte die Konsummöglichkeiten ein und ließ die Sparquote auf fast 34 Prozent ansteigen. Inzwischen hat sie sich wieder auf 4,4 Prozent normalisiert, doch bilden die Zwangsparsparnisse während der Corona-Zeit immer noch ein dickes Polster für die Konsumausgaben. Ablesen lässt sich das an der Verschuldung der privaten Haushalte, die Ende letzten Jahres 77 Prozent des US-BIP betrug. Vor Beginn der Subprime-Krise lag der Verschuldungsgrad bei über 100 Prozent. Durch die hohe Zwangsparsparnis und die kräftigen Gehaltsanstiege, die sich inzwischen nicht mehr nur auf die unteren Lohngruppen beschränken, gibt es für die meisten Haushalte wenig Gründe für eine exzessive Kreditaufnahme.

Bei genauerem Hinsehen unterscheidet sich die aktuelle Situation also deutlich von den Umständen, die zur Subprime-Krise führten. Das Immobilienangebot bleibt extrem knapp und die privaten Haushalte sind für einen Anstieg der Hypothekenzinsen gut gerüstet. Während die US-Konjunktur bereits deutliche Anzeichen von Schwäche insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe zeigt, bleibt der Immobilienmarkt noch robust. Der US-Immobilienfinanzierer Fannie Mae rechnet damit, dass die Nachfrage nach neuen Häusern in naher Zukunft weiterhin das Angebot

übersteigen wird. **Die Immobilienpreise dürften daher weiter steigen, wenn auch langsamer als in der jüngsten Vergangenheit**, da die höheren Hypothekenzinsen die Nachfrage dämpfen. Ein Crash wie Mitte der 2000er Jahre zeichnet sich aber nicht ab.

Mittelfristig wird der kräftige Zinsanstieg jedoch ein anderes Problem für die US-Wirtschaft verursachen. Die **staatlichen Haushaltsdefizite** werden in den kommenden Jahren zwar sinken, aber hoch bleiben. Für 2022 ist ein Fehlbetrag in Höhe von 7,8 Prozent des BIP geplant. Erst ab 2027 sollen die Defizite weniger als fünf Prozent des BIP betragen, aber sie werden auch dann immer noch deutlich über dem fünfzigjährigen Durchschnitt von 3,3 Prozent des BIP liegen. Trotz dieser hohen Zahlen steigt der Schuldenstand gemäß dem Haushaltsplan der Regierung allerdings nur leicht an, und zwar von 109,7 Prozent des BIP im laufenden Jahr auf 117 Prozent im Jahr 2031. Das liegt vor allem an den niedrigen Zinsen, die die USA derzeit auf ihre Schulden zahlen müssen.

Das **Congressional Budget Office** (CBO), eine überparteiliche Behörde, hatte schon vor über einem Jahr berechnet, was bei steigenden Zinsen passieren könnte. Analysiert wurde ein Szenario, bei dem die Zinssätze in der zweiten Hälfte der 2020er Jahre steigen werden. In diesem Szenario liegt der Zinssatz für zehnjährige US-Staatsanleihen im Zeitraum 2021 bis 2025 bei durchschnittlich 1,6 Prozent und bei drei Prozent über den Zeitraum 2026 bis 2031. Nach 2031 steigt er weiter an und erreicht bis 2051 4,9 Prozent. Dieser Wert liegt zwar immer noch über dem aktuellen Zinsniveau, ist im historischen Vergleich aber sogar unterdurchschnittlich.

Die **Auswirkungen eines solchen Zinsanstiegs auf den Staatshaushalt** sind dramatisch. Die Nettoausgaben für Zinsen steigen von 1,4 Prozent des BIP im Jahr 2021 auf 2,4 Prozent im Jahr 2031 und nehmen in den nächsten zwei Jahrzehnten weiter zu. Im Jahr 2051 erreichen sie 8,6 Prozent. Diese höheren Zinsausgaben bedeuten auch steigende Zahlungen an ausländische Investoren, die derzeit ein Drittel der US-Staatsschulden halten, wodurch sich das Leistungsbilanzdefizit deutlich vergrößern würde. Da auf Grund der demografischen Entwicklung in den nächsten dreißig Jahren auch die staatlichen Gesundheitsausgaben stark zunehmen werden, ergibt sich in den Projektionen des CBO ein gewaltiger Anstieg der Staatsschuldenquote

auf über 200 Prozent des BIP im Jahr 2051. Das entspricht einer Verdopplung des aktuellen Werts.

Die Realität hat das angenommene Zins-Szenario längst überholt. Der 10-Jahreszins ist jetzt schon auf über drei Prozent angestiegen. Selbst wenn es die Geldpolitik schaffen sollte, durch Zinserhöhungen die Inflation unter Kontrolle zu bringen und damit eine „sanfte Landung“ der US-Konjunktur gelingt, sind die fiskalischen Spielräume für die kommenden Jahre minimal. Die Überstimulierung der US-Wirtschaft während der Pandemie belastet daher nicht nur die kurzfristigen Aussichten, sondern könnte zu einem langfristigen Problem werden. **„Long Covid“-Symptome lassen sich also auch bei der US-Wirtschaft erkennen.**

China: Neue Prioritäten

China steht vor einem Scherbenhaufen. Die wirtschaftliche Dynamik ist verpufft und die Impfstrategie gescheitert.

Am 9. Oktober 2020 veröffentlichten wir eine Analyse mit dem Titel „China, der Corona-Superstar“. Während viele Länder im Herbst 2020 mit einer zweiten Corona-Welle zu kämpfen hatten, war die Krise in China bereits abgehakt. Chinas Wirtschaft erreichte schon im zweiten Quartal 2020

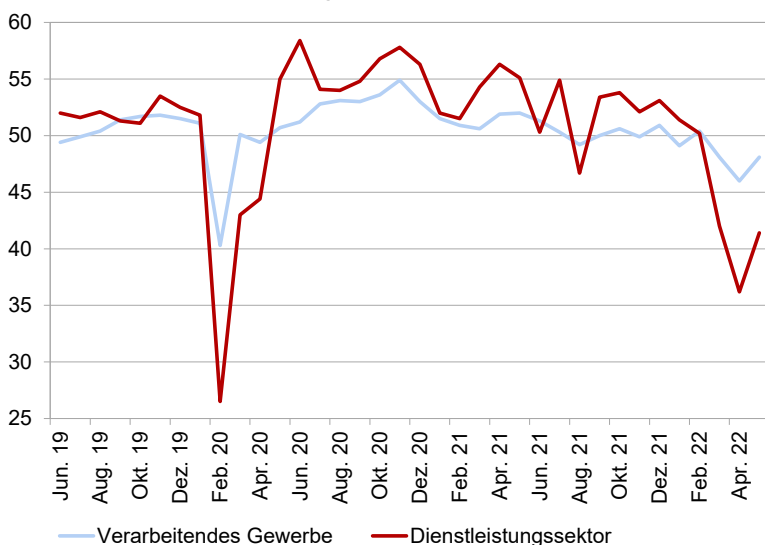
wieder das Vorkrisenniveau. Das Land profitierte wie kein anderes von den gewaltigen Konjunkturprogrammen zur Bekämpfung der Pandemie, die insbesondere in Europa und den USA aufgelegt wurden. Und die strikten Lockdowns, die in Wuhan und anderen Städten zu Beginn der Pandemie verhängt wurden, schienen das richtige Mittel gewesen zu sein, um die Ausbreitung des Virus zu verhindern.

Doch nun steht das Land vor einem **Scherbenhaufen**. Die wirtschaftliche Dynamik ist verpufft. Mit massiven staatlichen Eingriffen in den Unternehmenssektor hat China in- und ausländische Investoren verprellt. Der Immobiliensektor ist überhitzt und stellt auf Grund seiner enormen Bedeutung für die Gesamtwirtschaft eine große Belastung dar. Durch die ambivalente Haltung des Landes zum russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine drohen eine zunehmende Abwendung des Westens und sekundäre Sanktionen.

Das größte Problem ist jedoch, dass aus dem einstigen „Corona-Superstar“ längst ein „Corona-Sorgenkind“ geworden ist. Wenig wirksame Impfstoffe und eine gescheiterte Impfstrategie haben seit einigen Monaten zu einem Anstieg der Krankheitsfälle geführt. Chinas Führung ist fest davon überzeugt, dass sie mit ihrer Strategie der harten Lockdowns, die in der ersten Phase der Pandemie so erfolgreich war, auch dieses Mal wieder erfolgreich sein wird.

Es gibt jedoch **entscheidende Unterschiede zwischen den Maßnahmen zu Beginn der Pandemie und der aktuellen Serie von Lockdowns**. Die Maßnahmen von 2020 waren ein relativ kurzer, heftiger Schock. Sie fielen mit den jährlichen Mondneujahrsferien zusammen, während der ohnehin viele Geschäfte geschlossen sind. Nach den verlängerten Feiertagen wurde der größte Teil des Landes innerhalb eines Monats wieder geöffnet. Nur in Hubei und

China: Einkaufsmanagerindizes



Wuhan galten längere Beschränkungen, und selbst diese wurden Ende März 2020 wieder aufgehoben. Im Gegensatz dazu sind die Schließungen in diesem Frühjahr ad hoc und unbefristet. Sie werden letztlich von Beamten auf unterer Ebene in den Bezirken oder Stadtvierteln kontrolliert, die – oft brutal – die Vorgaben der Kommunistischen Partei umsetzen. Das japanische Brokerhaus Nomura schätzt, dass Anfang Mai 41 Städte mit einer Gesamtbevölkerung von 290 Millionen Einwohnern, die für etwa 30 Prozent der nationalen Wirtschaftsleistung verantwortlich sind, ganz oder teilweise geschlossen waren.

Die wirtschaftlichen Schäden sind erheblich und auf der ganzen Welt zu spüren. Und sie werfen die Frage auf, ob die westliche **Sichtweise auf China** nicht grundsätzlich verändert werden muss. Das Land wurde bislang von vielen als Motor der Weltwirtschaft verstanden, das nicht nur ökonomisch, sondern auch gesellschaftlich zum Kreis der führenden Wirtschaftsnationen aufschließt. Chinas politische Führung wird zwar im Ausland meist mit Argwohn betrachtet, aber letztlich als „pragmatisch“ eingeschätzt. Die Partei würde nichts tun, so die verbreitete Ansicht im Westen, was den wirtschaftlichen Interessen des Landes schadet. Kurzfristige Störungen würden durch die Politik immer ausgegült, sodass sie keine langfristigen Folgen haben.

Der China-Expert George Magnus spricht in diesem Zusammenhang von einer „katastrophalen Fehleinschätzung des Westens“. Viele haben nicht verstanden, dass Präsident Xi Jinping den **Fokus der chinesischen Politik** völlig verändert hat. Nicht mehr die Wirtschaft steht im Vordergrund, sondern das staatliche Machtmonopol und die militärische Stärke. Das zeigt sich gerade im Kampf gegen Covid-19. Xi Jinping hat seinen persönlichen Ruf davon abhängig gemacht, dass es China gelingt, die Pandemie einzudämmen. Todesfälle und überlastete Krankenhäuser, die das Bild in anderen Ländern prägen, soll es in China nicht geben.

Ausländische Investoren erkennen nur allmählich, dass China eher bereit ist, erhebliche wirtschaftliche Einbußen hinzunehmen, als sein Engagement für seine Null-Covid-Strategie aufzugeben oder die im Westen entwickelten mRNA-Impfstoffe einzuführen. Die Anleger mögen in der **Reihe neuer Konjunkturmaßnahmen**, die Peking als Reaktion auf die wirtschaftliche Schwäche beschlossen hat, eine gewisse Hoffnung sehen. Doch das wäre ein Irrtum. Es hat sich immer wieder gezeigt, dass die nationale Sicherheit und die politische Stabilität für die Regierung

oberste Priorität haben. Bei einer Zeremonie während der Olympischen Winterspiele sagte Xi, China verdiene eine „Goldmedaille“ für seine Bemühungen zur Eindämmung des Coronavirus.

Dem könnte man entgegenhalten, dass China gute Voraussetzungen habe, die aktuelle wirtschaftliche Schwäche zu überwinden. Im Gegensatz zu den USA und Europa plagt das Land **kein Inflationsproblem**, sodass die Geldpolitik durch Zinssenkungen unterstützen kann. Der Ukraine-Krieg hat kaum negative wirtschaftliche Folgen, im Gegenteil. Zur Kompensation der wegfallenden westlichen Nachfrage wendet sich Russland China zu, das die russische Notlage durch Preiszugeständnisse ausnutzen kann. Die Staatsverschuldung in China ist weiterhin gering, sodass auch weitere fiskalische Maßnahmen möglich sind.

Eine wirtschaftliche Stimulierung läuft jedoch ins Leere, wenn sie auf Grund von Lockdowns gar nicht effektiv werden kann. Dazu kommen die weiterhin ungelösten **strukturellen Probleme**. Die jüngsten Zusagen, die Infrastrukturinvestitionen anzukurbeln, werden zu einem weiteren Anstieg der Schulden in einer Wirtschaft führen, die im privaten Sektor bereits mit erheblichen notleidenden Krediten belastet ist. Das Coronavirus hat die Fortschritte zunichtegemacht, die in den letzten Jahren beim Abbau der Verschuldung in der Wirtschaft und der Verringerung des Risikos im Finanzsystem geleistet wurden.

Sicherlich werden die im April vorgestellten Pläne zum **Aufbau eines einheitlichen nationalen Marktes** Effizienzgewinne bringen, wenn sie erfolgreich sind. Im Moment jedoch beeinträchtigen Protektionismus und Bürokratie die Hersteller in China weniger als die Einschränkungen durch die Null-Covid-Politik. Noch wichtiger ist, dass Chinas Konzentration auf die Produktionsseite der Wirtschaft eine Sackgasse ist, wenn der Konsum nicht gefördert wird. Als echter Marxist-Leninist sieht Xi den individuellen Konsum und die Schaffung von Wohlstand in einem negativen Licht. Er handelt ganz im Sinne der Devise der Kommunistischen Partei, dass die „Bedürfnisse der Wenigen nicht über die Bedürfnisse der Vielen“ gestellt werden dürfen. Mit ihrer oft wirtschaftsfeindlichen Politik versucht das Regime gezielt das Entstehen einer wohlhabenden Mittelschicht zu verhindern, die zu einer Bedrohung des kommunistischen Machtmonopols werden könnte.

Was bedeutet das für die Investoren? Die Anleger sollten sich wohl bis zum Parteikongress im Herbst auf einen Wachstumseinbruch und Unterbrechungen in den Lieferketten einstellen, aber auch auf mehr dirigistische Eingriffe der Regierung, da Peking versucht, das Wachstum stabil zu halten. Die politischen Entscheidungsträger werden auch versuchen, den Wert der chinesischen Währung Renminbi zu verteidigen. Irgendwann wird Peking eine Alternative zu seiner rigiden Null-Covid-Politik finden müssen, aber bis dahin könnte der Schaden, den es der Wirtschaft zugefügt hat, schwer rückgängig zu machen sein.

Fazit: Politische Fehler gefährden das Wachstum

Aus ganz unterschiedlichen Gründen kriselt es derzeit in den großen Volkswirtschaften. Deutschland bezahlt die Zehne seiner verfehlten Energiepolitik, die USA leiden unter den Nebenwirkungen der Überstimulierung während der Pandemie und in China hat die Priorisierung politischer Ziele verheerende wirtschaftliche Folgen. Bei allen regionalen Unterschieden gibt es jedoch eine Gemeinsamkeit. In allen drei Fällen sind es **politische Fehler**, die zu den aktuellen Problemen geführt haben.

Es stellt sich nun die Frage, **wie schnell diese Fehler korrigiert werden können**. Deutschland forciert seine An-

strengungen, um die Abhängigkeit von russischer Energie vor dem kommenden Winter zu reduzieren. In den USA muss die Geldpolitik die inflationären Folgen der Überstimulierung bekämpfen, ohne eine Rezession zu verursachen. Und in China dürfte die Einsicht reifen, dass ein zu starker Einbruch der Wirtschaft das Vertrauen in die Allmacht der Kommunistischen Partei erschüttern könnte. Die Aufhebung des Lockdowns in Shanghai ist dafür ein gutes Beispiel.

In allen drei Fällen kann die Kehrtwende gelingen, doch die **Kosten** dürften hoch sein. Eine komplette Abkehr vom russischen Gas könnte Deutschland im kommenden Jahr in die Rezession abrutschen lassen. In den USA droht eine harte Landung, wenn die restriktive Geldpolitik nicht nur die Inflation bekämpft, sondern dabei auch die Konjunktur abwürgt. Verschärft würde dies durch die erheblichen Schäden für die Weltwirtschaft, wenn China seine Strategie der Pandemiebekämpfung zu spät ändert und zu den altbekannten Mitteln der Konjunkturstimulierung zurückgreift, die das Verschuldungsproblem wieder verschärfen.

Für das zweite Halbjahr 2022 bleibt die bange Hoffnung, dass sowohl in den USA, in China und im Euroraum die Korrektur der vergangenen Fehler **ohne allzu große wirtschaftliche Kollateralschäden** erfolgen kann.

KONJUNKTUR

Gefahren durch die hohe Inflation

Das Wirtschaftswachstum in den USA im vergangenen Jahr war beachtlich. **5,7 Prozent legte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) zu**, das stärkste Wachstum seit 1984. Diese Expansion folgte allerdings auf den stärksten Wirtschaftseinbruch seit 1946, der im Jahr 2020 minus 3,5 Prozent betrug. Doch bereits ab Frühjahr letzten Jahres zeichnete sich ab, dass die Inflation zur neuen Gefahr dieses dynamischen Aufschwungs werden würde. Als die Inflation im April letzten Jahres auf 4,2 Prozent gegenüber Vorjahr stieg und in den nächsten Monaten weiter zulegte, gab es zunächst keine großen Befürchtungen bei der US-Notenbank. Der Konsum hatte sich während der coronabedingten Einschränkungen sehr stark von den Dienstleistungen hin zu den Gütern verlagert. Die enorm gestiegene Güternachfrage traf auf ein Angebot, das ebenfalls pandemiebedingt unter Lieferengpässen litt. Der dadurch entstehende Preisdruck schien aber temporär zu sein, zumal keine Engpässe am Arbeitsmarkt erkennbar waren.

Mittlerweile hat sich dieses Bild stark gewandelt. Die Inflationsraten sind noch weiter gestiegen und liegen inzwischen in der Jahresrate bei über acht Prozent. Preistreiber sind längst nicht mehr nur die Energiekosten. In fast allen Komponenten des Warenkorb, der für die Berechnung der Inflationsraten genutzt wird, macht sich inzwischen Preisdruck bemerkbar. Dies liegt vor allem daran, dass der **Arbeitsmarkt in den USA inzwischen sehr angespannt** ist. Während die Arbeitslosenquote bei sehr niedrigen 3,6 Prozent liegt, befindet sich die Anzahl der offenen Stellen auf einem Niveau von elf Millionen, wobei die Höchststände in der Zeit vor Corona bei etwa acht Millionen lagen. Gleichzeitig ist im Zuge der Corona-Pandemie die Partizipationsrate, also der Anteil der Erwerbspersonen am Arbeitskräftepotenzial, auf mittlerweile 62,2 Prozent zurückgegangen, nachdem sie vor der Pandemie bei 63,4 Prozent lag. Dieser Unterschied erscheint nicht groß, bei einem engen Arbeitsmarkt ist dies jedoch umso mehr spürbar. Das Brookings Institute schätzt, dass derzeit 85 Prozent der fehlenden Beschäftigung verglichen mit dem Vor-Corona-Arbeitsmarkt durch die niedrigere Partizipationsrate erklärt werden kann.

Das Resultat dieses insgesamt sehr angespannten Arbeitsmarktes sind spürbare Lohnsteigerungen. **Unternehmen konkurrieren zunehmend um Arbeitskräfte**, was letztlich

die Löhne in die Höhe treibt. Durch höhere Löhne steigt grundsätzlich die Bereitschaft, wieder am Arbeitsmarkt zu partizipieren. Während der Pandemie hatten großzügige staatliche Unterstützungsmaßnahmen die Partizipationsrate gesenkt, da für viele kein unmittelbarer Arbeitsanreiz gegeben war. Da diese Maßnahmen zu großen Teilen ausgelaufen sind, nimmt nun auch die Partizipationsrate wieder zu.

Lohnwachstum in den USA
(Veränderung gegenüber Vorjahr)



Dies allein wird jedoch nicht ausreichen, um den Lohn-Druck zu senken. Da die Geldpolitik kaum etwas gegen Inflationsdruck unternehmen kann, der von der Angebotsseite kommt, besteht die Aufgabe der Fed nun darin, die Wirtschaft abzukühlen, um die Arbeitsnachfrage der Unternehmen zu verringern und die Gefahr einer **Lohn-Preis-Spirale zu bannen**. Wenn die Fed erfolgreich ist, werden die Unternehmen zunächst offene Stellen streichen und somit Druck vom Arbeitsmarkt nehmen. Außerdem ist die Arbeitslosenquote derzeit sehr niedrig, sodass auch Entlassungen bis zu einem gewissen Grad toleriert werden können.

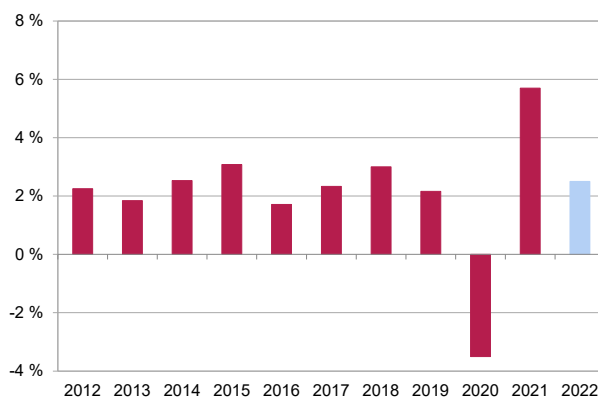
Ob eine **sanfte Landung der US-Wirtschaft**, die das Wachstum abbremst, ohne dabei eine Rezession zu verursachen, tatsächlich gelingen kann, bleibt die große Frage. Es besteht die Gefahr, dass die Maßnahmen der Federal Reserve zu stark wirken. Bisher gab es zwei Zinserhöhungen, eine über 25 Basispunkte und eine über 50, sodass der Zins im Augenblick bei 0,75 bis 1,00 Prozent liegt. Bis Jahresende erwartet der Markt derzeit einen Zins von 2,75 bis 3,00 Prozent. Die Kapitalmarkt- und Hypothekenzinsen haben dies bereits eingepreist und sind kräftig angestie-

gen. Die Stimmung am Immobilienmarkt hat sich deutlich eingetrübt und wird die Nachfrage nach Häusern weiter dämpfen. Bei der industriellen Nachfrage zeigen die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen dagegen bislang kaum Effekte.

Für die US-Wirtschaft wird es entscheidend sein, wie sich die private Konsumnachfrage entwickeln wird, die den größten Anteil am US-BIP ausmacht. Das Verbrauchervertrauen hat sich schon seit längerem verschlechtert, was aber bislang noch nicht zu einem Rückgang des Konsums geführt hat. Die jüngsten Zahlen zu den Einzelhandelsumsätzen deuten auf eine weiterhin starke Nachfrage hin. Der Rückgang des US-BIP im ersten Quartal dürfte sich im zweiten Quartal daher nicht fortsetzen. Schon im ersten Quartal war nicht die Inlandsnachfrage der Grund für das schwache Wachstum, sondern die rückläufigen Lagerinvestitionen und vor allem der starke Anstieg der Importe.

Im zweiten Halbjahr werden die Zinserhöhungen der Fed aber wohl zunehmend Spuren hinterlassen. Nachlassende Lieferengpässe und ein gradueller Rückgang der Inflationsraten sollten allerdings verhindern, dass die US-Wirtschaft in die Rezession abgleitet. Unter diesen Rahmenbedingungen erscheint es realistisch, dass die USA in dem Gesamtjahr 2022 ein **Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 2,5 Prozent** erreichen werden. Dies ist eine deutliche Abschwächung im Vergleich zur Jahresanfangsprognose von 4,5 Prozent. Eine Trendwende beim US-Wachstum wird es wohl erst dann geben, wenn sich das Ende des Zinserhöhungszyklus abzeichnet. Damit ist wohl frühestens Ende nächsten Jahres zu rechnen.

Wachstum des BIP in den USA
(Inklusive der Erwartung für 2022; Veränderung gegenüber Vorjahr)



Europas Abhängigkeit von russischer Energie

Nachdem Europa wirtschaftlich stärker unter der Corona-Krise gelitten hatte als die USA, war die **Hoffnung groß, dass die europäische Wirtschaft in diesem Jahr aufholen könnte**. Die südeuropäischen Länder präsentierten sich robust, Deutschland, das 2021 unter Lieferkettenschwierigkeiten litt und Frankreich, wo die Reformen von Emmanuel Macron Wirkung zeigten, schienen der Garant für ein erfolgreiches Jahr zu sein.

Doch dann kam im Februar dieses Jahres der **russische Überfall auf die Ukraine**. Die geschlossene europäische Antwort beeindruckte, machte andererseits aber auch klar, in welcher energiepolitischen Abhängigkeit von Russland sich vor allem Deutschland befindet. Zunächst wurden

Revision der Wachstumsprognosen für 2022

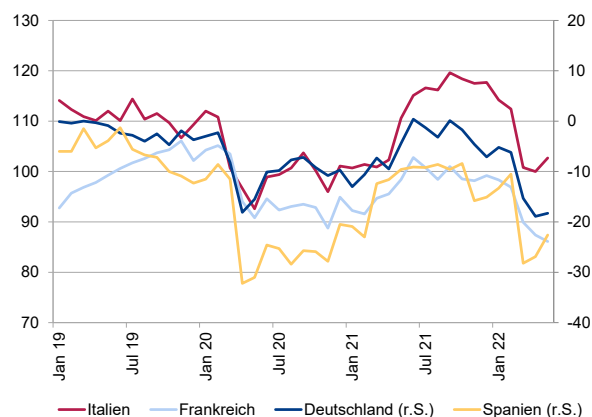
Marcard, Stein & Co	Dezember 2021	Juni 2022	Differenz zur alten Prognose	Aktueller Konsens	Differenz zum Konsens
Welt	4,3	2,9	-1,4	3,5	-0,6
USA	4,5	2,5	-2,0	3,3	-0,8
Japan	2,0	2,0	0,0	2,4	-0,4
Euroraum	4,0	2,2	-1,8	2,8	-0,6
Deutschland	3,7	1,8	-1,9	2,1	-0,3
Großbritannien	4,5	3,0	-1,5	3,7	-0,7
Russland	2,5	-10,0	-12,5	-8,5	-1,5
China	5,0	4,0	-1,0	4,4	-0,4
Indien	7,5	7,5	0,0	8,2	-0,7
Brasilien	1,0	0,8	-0,2	0,8	0,0

erfolgreich Sanktionspakete verabschiedet, die insbesondere dem russischen Finanzsektor empfindliche Schläge versetzten. Es folgten auch Rohstoffsanktionen wie beispielsweise für Kohle. Bei den Sanktionen von Ölimporten wurde die Kompromissbereitschaft unter den EU-Mitgliedstaaten bereits geringer. Hier wurden die Strafmaßnahmen so erlassen, dass einzelne Mitgliedstaaten mit einer zu großen Abhängigkeit von russischem Öl weiterhin die Möglichkeit haben, Öl von Russland zu beziehen. Das wichtige Exportgut Gas ist hingegen bis heute von Sanktionen verschont geblieben. Als zu groß wird der Schaden eingeschätzt, den solche Sanktionen der europäischen Wirtschaft zufügen würden. Seitdem versuchen die Europäische Union und vor allem auch wirtschaftliche Schwergewichte wie Deutschland und Italien, alternative Quellen vor allem für ihre Erdgasimporte zu finden. Denn in vielen osteuropäischen Staaten existiert eine starke Abhängigkeit von russischen Energierohstofflieferungen, aber eben auch in den genannten großen Volkswirtschaften.

Da die europäischen Staaten sich derzeit nicht in der Lage sehen, ein Gasembargo zu erlassen, hängt seit dem Ausbruch des Krieges über den europäischen Ländern das **Damoklesschwert eines Gaslieferstopps** durch Russland, denn hierbei handelt es sich um die wirksamste wirtschaftliche Waffe Russlands gegenüber der Europäischen Union.

Ähnlich zu der Situation in den USA hat sich die **Inflationsrate seit Mitte des vergangenen Jahres stark erhöht**. Der russische Krieg in der Ukraine lieferte einen zusätzlichen Inflationsschub, sodass für die Eurozone Werte von zuletzt über acht Prozent gemessen wurden. Durch diese hohen Inflationsraten ist zunehmend der Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB) gestiegen, mit Zinserhöhungen gegen die Teuerung anzukämpfen. Da die EZB jedoch darauf bedacht ist, die Finanzierungsbedingungen für die südeuropäischen Volkswirtschaften möglichst günstig zu halten, gab es lange Zeit Uneinigkeit im EZB-Präsidium über Zinserhöhungen. Doch je höher die Inflationsrate stieg, desto weniger kritische Stimmen bezüglich möglicher Zinserhöhungen gab es. Eine Leitzinserhöhung im dritten Quartal wird inzwischen von der EZB deutlich kommuniziert.

Konsumentenvertrauen im Euroraum



Ein Vorteil gegenüber der US-amerikanischen Fed ist hierbei, dass der Arbeitsmarkt in der Eurozone nicht überhitzt ist und deshalb bisher auch **kein großer Druck von der Lohnseite** besteht. Insofern steht EZB-Präsidentin Lagarde vor der Aufgabe, die Zinsen zu erhöhen und die Anleihekäufe zu reduzieren, ohne dabei die Wirtschaft zu stark in Mitleidenschaft zu ziehen. Die Kunst besteht also darin, die wirtschaftliche Dynamik derart zu bremsen, dass die Inflation wieder zurückgeht, ohne dass die bereits durch den Ukraine-Krieg verunsicherten Unternehmen noch zusätzlich belastet werden.

Eine **konjunkturelle Abschwächung** ist also sehr wahrscheinlich. Einige der größten Volkswirtschaften leiden unter hohen Rohstoffpreisen und die EZB-Politik wird die finanziellen Bedingungen verschlechtern. Allerdings gibt es auch positive Signale für die diesjährige Entwicklung. Vielen Ländern steht immer noch eine Erholung von dem Corona-Einbruch bevor. Insbesondere die südeuropäischen Länder hatten zu Beginn des Jahres gute Aussichten, was unter anderem auf Unterstützungsmaßnahmen der Europäischen Union zurückzuführen war. Diese Effekte sind nach wie vor vorhanden. Außerdem gibt es bei den Auswirkungen des Ukraine-Krieges Unterschiede innerhalb der EU. Während Deutschland und Italien stark von Energieimporten aus Russland abhängig sind, ist dies bei Spanien oder Frankreich weit weniger der Fall.

Als zusätzliche Stütze wurde vor kurzem von der **EU-Kommission vorgeschlagen, den Stabilitätspakt erneut auszusetzen**. Wenn einer Aussetzung bis 2023 zugestimmt würde, wäre dies das vierte Jahr in Folge. Die Maastricht Kriterien, die unter anderem vorsehen, dass die Staatsverschuldung 60 Prozent des BIP und die Neuverschuldung

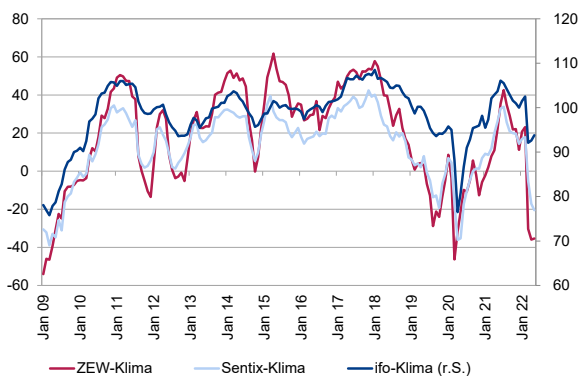
drei Prozent des BIP nicht überschreiten dürfen, müssten also erst ab 2024 wieder beachtet werden. Dies soll den EU-Staaten mehr Spielraum dabei verschaffen, konjunkturstützende Maßnahmen zu erlassen. Da mittlerweile eine Minderheit der EU-Staaten tatsächlich beide Kriterien erfüllt, ist dieses Aussetzen ohnehin nur konsequent.

Insgesamt ist jedoch damit zu rechnen, dass es zu einer **deutlichen Abkühlung der Wirtschaft** kommen wird. Insbesondere Staaten, die von Russlands Energielieferungen stark abhängig sind, erleben negative Effekte auf das Konsumentenvertrauen und die Ausblicke der Unternehmen. Dies gilt aber nicht nur für diese Länder, denn die gestiegenen Rohstoffpreise betreffen letztlich alle Staaten der EU und lassen Unternehmen wie Verbraucher darunter leiden. Dazu kommen die Effekte durch eine straffere EZB-Politik, die zu geringeren Investitionen der Unternehmen und zu einer Verlangsamung der Konjunktur führen werden. Aus diesem Grund erwarten wir für das laufende Jahr ein Wachstum des BIP von 2,2 Prozent für den Euroraum, also deutlich weniger als die vier Prozent Anfang des Jahres. Für Deutschland ist mit einem noch schwächeren Wachstum von 1,8 Prozent zu rechnen. Auch hier gibt es also eine Herabstufung gegenüber den 3,7 Prozent, die wir zu Jahresbeginn erwartet hatten.

Schwellenländer mit gemischten Aussichten

Innerhalb der Gruppe der Schwellenländer ergibt sich ein gemischtes Bild. **China** kämpft vor allem mit den Folgen der Lockdowns, die zur Eindämmung der neuen Corona-Welle verhängt wurden und scheint bereit zu sein, wirtschaftliche Ziele den politischen Zielen unterzuordnen. In Shanghai war mitanzusehen, wie rigoros die Führung in Peking gegen das Virus vorgeht. Aus diesem Grund haben sich die **Erwartungen für China deutlich eingetrübt** und wir erwarten ein Wachstum des BIP von vier Prozent anstelle der fünf Prozent zu Jahresanfang.

Geschäftsklima der deutschen Unternehmen



Bei Indien oder auch Brasilien haben sich die **Wachstums-erwartungen vergleichsweise wenig geändert**. Indien profitiert von Aufholeffekten nach der Corona-Pandemie. Die Wirtschaft leidet zwar auch unter den gestiegenen Rohstoffpreisen auf den Weltmärkten, allerdings ist davon auszugehen, dass es letztlich zu einem Wachstum von 7,5 Prozent kommen wird. Dies wurde bereits zu Jahresbeginn erwartet. Für Brasiliens Wirtschaft wird das Wachstum etwas geringer ausfallen. Hier erwarten wir 0,8 Prozent nach einem Prozent zu Beginn des Jahres. Brasilien gehört zwar zu den Profiteuren der gestiegenen Rohstoffpreise, da es große Mengen an Eisenerz, Öl oder Sojabohnen exportiert. Allerdings leidet die heimische Wirtschaft unter der starken Währung, sodass unter dem Strich mit keinen Wachstumssprüngen zu rechnen ist.

Die größte Verringerung bei den Wachstumserwartungen gibt es natürlich bei den Kriegsparteien Ukraine und Russland. Aufgrund der Belastungen durch den Ukraine-Krieg und den daraus folgenden Sanktionen betragen die Wachstumserwartungen für **Russland** mittlerweile **minus zehn Prozent für 2022**. Zum Jahresanfang und damit vor Beginn des Krieges, lag unsere Erwartung noch bei 2,5 Prozent.

AKTIENMARKT

Volatile Aktienmärkte

Seit Jahresbeginn hat eine Kombination aus hohen Inflationsraten, restriktiver Geldpolitik, dem Krieg in der Ukraine und den Risiken der chinesischen Null-Covid-Strategie die Aktienmärkte belastet.

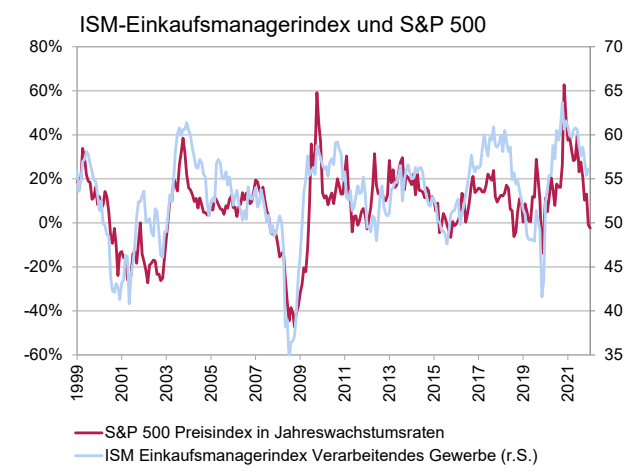
Für die Einschätzung der künftigen Marktentwicklung sind neben den Unternehmensgewinnen die Bewertungsveränderung und die Dividendenrenditen von Relevanz. In den letzten Quartalen hat insbesondere die starke **Gewinnentwicklung** die Aktienmärkte nach oben getrieben. Seit Jahresanfang haben sich die Gewinnerwartungen zwar auch verbessert, aber das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 ist stark zurückgegangen. Der rasante Abschwung an den Märkten ist insbesondere auf die niedrigeren Bewertungsfaktoren zurückzuführen. Dabei verursachte primär der Anstieg der Realrenditen den Rückgang. Da die Realrenditen weiter steigen dürften, wird in diesem Jahr wohl nur das Gewinnwachstum die Aktienmärkte stützen.

Die Gewinnentwicklung verlangsamt sich

Ende vergangenen Jahres bestand die Hoffnung, dass sich die konjunkturelle Dynamik aufgrund der sich bessernden Corona-Situation weiter beschleunigen dürfte. Da die Gewinnentwicklung von der konjunkturellen Lage abhängt, basierte unsere Gewinnprognose auf einem überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum. Der anhaltende Krieg in der Ukraine, Chinas Abschwächung im Zuge der Lockdowns und eine restriktive Geldpolitik jenseits und bald auch diesseits des Atlantiks dürften jedoch das **globale Wirtschaftswachstum bremsen**. Folglich erwarten wir auch, dass das Wachstum der Unternehmensgewinne im Schnitt durchaus positiv, aber insgesamt geringer ausfallen wird. Die in der letzten Berichtssaison veröffentlichten Prognosen der Unternehmen bestätigen ein solches Bild. Im zweiten Quartal haben mehr Unternehmen eine negative Gewinnprognose abgegeben als eine positive.

Viele Marktteilnehmer haben auch ihre Prognosen für das reale BIP-Wachstum nach unten korrigiert, um die wirtschaftlichen Auswirkungen der Ereignisse in diesem Jahr zu berücksichtigen. **Die Gewinnschätzungen der Analysten sind jedoch tendenziell gestiegen**. So liegen diese für den deutschen Leitindex bei 6,4 Prozent. Eine mögliche Erklärung

für die Diskrepanz zwischen Wachstum und Gewinnschätzungen ist, dass die Gewinnprognosen zu Beginn des Jahres zu konservativ waren. Die starke Berichtssaison könnte ein Argument dafür liefern. Die Ergebnisse des ersten Quartals zeigen, dass die Gewinne positiv überrascht haben. Der Gewinn je Aktie im STOXX Europe 600 lag zehn Prozent über den Konsenserwartungen. Für den S&P 500 waren es fünf Prozent. Auf der anderen Seite deutet die schwache Performance an den Märkten auch darauf hin, dass der größte Teil, wenn nicht sogar die gesamte **konjunkturelle Abschwächung bereits eingepreist** ist. Im Jahresvergleich sind US-amerikanische Aktien sogar stärker gesunken, als mit dem Rückgang der Einkaufsmanagerindizes zu erwarten gewesen wäre.

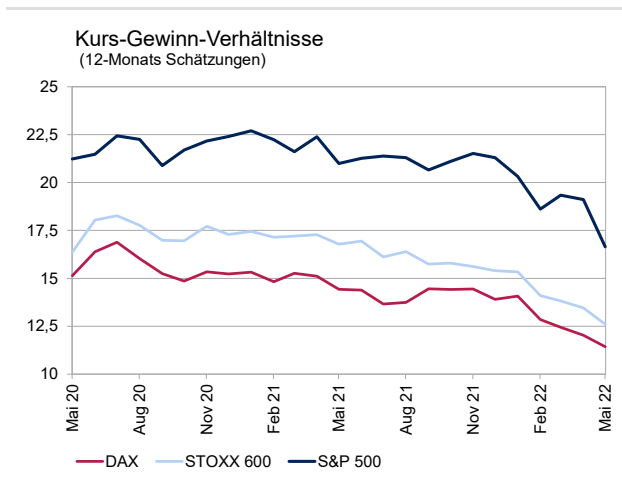


Die Bewertungen geben die Richtung vor

Während die Unternehmensgewinne als Stütze dienen, haben bislang die Bewertungsänderungen die allgemeine Richtung des Aktienmarkts in diesem Jahr vorgeben. Somit sind aktuell die **Zinserwartungen und die Risikoaversion** für die Performance wichtiger als die Unternehmensgewinne. Entscheidend sind dabei das allgemeine Zinsniveau, die Aktienrisikoprämie wie auch die langfristigen Wachstumsaussichten der Unternehmen. Während letztere auf Indexebene recht stabil sind, führt ein Anstieg der Anleiherenditen oder eine erhöhte Risikoaversion zu einer Verringerung des Bewertungsniveaus von Aktien.

Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist erheblich gesunken, was sowohl auf die Aktienkorrektur angesichts

erhöhter Risiken als auch auf die Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen im ersten Quartal zurückzuführen ist. An den europäischen Märkten liegt das Bewertungsniveau unter dem historischen Durchschnitt. Dies deutet darauf hin, dass die eingepreiste Risikoprämie sehr hoch ist. Die Bewertungen an den US-amerikanischen Aktienmärkten haben sich zwar ebenfalls reduziert, liegen jedoch weiterhin auf hohen Niveaus.



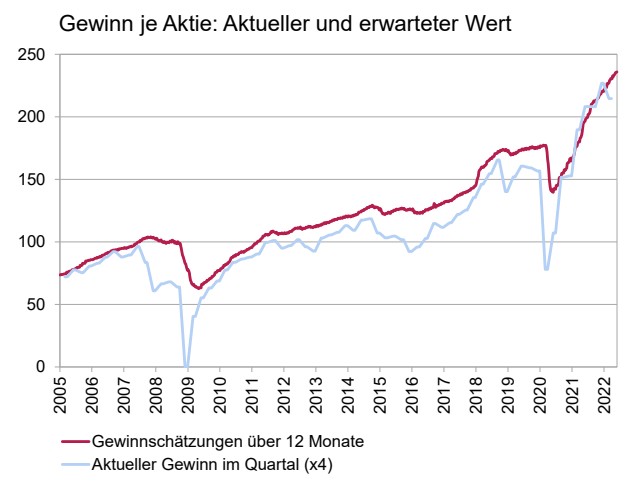
An der erhöhten Unsicherheit in Europa dürfte sich im Jahresverlauf wenig ändern. Die Chancen auf eine diplomatische Lösung in der Ukraine sind gering und auch ein Energieembargo ist nicht vom Tisch. Zudem dürfte die Null-Covid-Politik in China die Exportkraft Europas weiterhin im Zaum halten. Sollte es jedoch bis zum Jahresende zu einer zufriedenstellenden Lösung der Energiesituation in Europa kommen und China mithilfe von Vakzinen die Covid-Infektionen in den Griff kriegen, **könnten die Anleger mehr Risiko eingehen wollen**. Auf der Zinsseite dürften das Ende des Anleihekaufprogramms der EZB sowie erste Zinserhöhungen die Renditen weiter ansteigen lassen. Insgesamt sehen wir von der Bewertungsseite für europäische Aktien aber nur einen geringen negativen Effekt.

In den USA haben die beschleunigte Straffung der Geldpolitik und der starke Anstieg der Anleiherenditen die Risikobereitschaft beeinträchtigt und **die Sorgen vor einer Rezession** in den USA geschürt. Ein Blick auf verschiedene Indikatoren zeigt, dass die Risikoaversion deutlich zugenommen hat. So stieg das Put-Call-Verhältnis seit Jahresanfang stetig an, liegt derzeit aber weiterhin unter kritischen Niveaus. Sollte sich im zweiten Halbjahr die Wahrscheinlichkeit einer harten Landung der US-Wirt-

schaft verringern, wird die Risikoneigung wieder steigen. Ein guter Indikator wird hierbei die **Entwicklung der Inflation** sein. Eine hohe Inflation kann einen stärkeren Anreiz für den Besitz von Aktien schaffen, da sie als Inflationsabsicherung dienen können. Mit einer höheren Inflation geht jedoch auch eine höhere Inflationsvolatilität einher, die zu einer höheren Risikoprämie führt. Ein Hochpunkt in den Inflationsraten, die sich in den USA aktuell andeutet, kann förderlich sein, um die Risikoprämie zu stabilisieren.

Von der **Zinsseite** dürfte der Gegenwind zwar anhalten, gleichzeitig ist die aggressivere geldpolitische Strategie der Notenbank aber **bereits eingepreist**. Ähnlich wie der Markt erwarten wir, dass die US-Notenbank die Zinsen in diesem Jahr in jeder Sitzung erhöhen wird. Die Verschärfungen der finanziellen Bedingungen dürften eine ausreichende Wachstumsverlangsamung implizieren und damit auch abflauende Inflationsraten. Dies bedeutet, dass die Notenbank wahrscheinlich die Zinsen in diesem Jahr nicht stärker als bereits erwartet anheben muss.

Der Markt befindet sich seit Anfang des Jahres in einer Situation fallender Bewertungen und gleichzeitig höherer Gewinnschätzungen der Analysten. In diesem Szenario dürfte der Bärenmarkt nicht lange anhalten, da die **Gewinne die Aktienkurse** wieder nach oben treiben werden, sobald die Talsohle bei den Bewertungen erreicht ist.



Dividendenrenditen bleiben stabil

Sobald das Risiko einer Rezession kontinuierlich abnimmt, dürften viele Anleger Aktien als attraktive reale Anlage sehen. Deutsche Aktienwerte bieten beispielsweise der-

zeit eine jährliche Dividendenrendite von 3,5 Prozent, was selbst nach den Zinsanstiegen noch über dem Rendite-niveau am Rentenmarkt liegt. Angesichts der niedrigen Ausschüttungsquote von Dividenden an den Gewinnen und der Tatsache, dass im vergangenen Jahr das **Dividendenwachstum deutlich hinter dem Gewinnwachstum** zurückgeblieben ist, sind stabile Dividenden zu erwarten.

In den USA konnten die Befürworter von **Aktienrückkäufen** durchatmen, als das Build-Back-Better Programm scheiterte, das eine Steuer auf Aktienrückkäufe vorsah. Mit dem neuen Budget für das Jahr 2023 hat die Regierung jedoch ein neues Programm ins Leben gerufen, um die Rückkaufprogramme zu begrenzen. Der vorgeschlagene Haushaltsplan sieht vor, dass Vorstände ihre Aktien nach einem Rückkauf für drei Jahre nicht mehr verkaufen dürfen. Dies dürfte einen Anreiz setzen, die Zahl der Aktienrückkäufe zu begrenzen. Im Kongress bleibt es jedoch eher unwahrscheinlich, dass das Vorhaben eine Mehrheit gewinnt oder rechtliche Anfechtungen übersteht.

Revision der DAX- und S&P 500-Prognosen

Unsere Prognosen für das laufende Jahr wurden gleich von mehreren Ereignissen erschüttert. Insbesondere der russische Angriffskrieg auf die Ukraine und die Unsicherheit aufgrund von Handelsembargos waren am Anfang des Jahres noch nicht absehbar. Überraschend kam zudem der sehr starke Anstieg der Kapitalmarktzinsen.

Wir haben unsere BIP-Prognosen für Europa, für die USA und für China reduziert. Da die Gewinnmargen aber noch kaum unter Druck sind, gehen wir von **niedrigeren, aber weiterhin positiven Unternehmensgewinnen** in allen drei Regionen aus. In Deutschland belasten eingeschränkte Handelsbeziehungen zu Russland, steigende Material- und Rohstoffkosten, wie auch die Lockdowns in China weiterhin die Wirtschaft. Wir revidieren daher unsere Prognose für das jährliche Gewinnwachstum der DAX-Unternehmen in diesem Jahr auf drei Prozent. Damit ergibt sich eine neue Jahresendprognose von 14.600 Punkte für den deutschen Leitindex.

Im Vergleich zu Europa, wo vor allem der Krieg in der Ukraine zu einer erhöhten Unsicherheit führt, liegt in den USA das Augenmerk vor allem bei den geldpolitischen Entwicklungen. **Eine Rezession angesichts aggressiverer Zinsschritte erwarten wir jedoch nicht.** Stattdessen dürfte auch in diesem Jahr die USA stärker wachsen als Europa.

In diesem Jahr erwarten wir für die US-Unternehmen ein Gewinnwachstum von rund sechs Prozent. Ein wichtiges Ereignis in den USA dürften die im November stattfindenden **Zwischenwahlen zum Kongress** sein. Sollte der Kongress von den amtierenden Demokraten kontrolliert werden, dürfte dies für einige Branchen unvorteilhaft ausgehen. Technologie- oder Pharmaunternehmen dürften dann einer stärkeren Regulierung gegenüberstehen. So könnte der Kongress Maßnahmen zum stärkeren Datenschutz oder Arzneimittelpreisregulierung durchsetzen. Auf der anderen Seite dürfte ein gespaltenere oder republikanisch dominierter Kongress fiskalische Impulse verhindern. Wir erwarten aber kaum Volatilität im Hinblick auf die Wahl, da bereits erwartet wird, dass die Demokraten die Kontrolle über mindestens eine Kammer des Kongresses verlieren werden. Für die Jahresendprognose sind und bleiben die **Inflationentwicklung und die Schritte der Zentralbank entscheidend.** Sollten die Leitzinserhöhungen wie erwartet erfolgen, dürften die zu erwarteten positiven Gewinne den Aktienmarkt leicht positiv beeinflussen. Wir setzen das Jahresendziel für den S&P 500 auf 4.300 Punkte herab.

Im regionalen Vergleich sind wir weiterhin **vorsichtig bezüglich europäischer und insbesondere deutscher Aktien.** Wenngleich ein vollständiges Energieembargo für die EU in weiter Ferne liegt, sind Vergeltungsschläge von russischer Seite nicht auszuschließen. Daher empfehlen wir im relativen Vergleich weiterhin ein leichtes Übergewicht in US-Aktien gegenüber europäischen Werten. In diesem von Unsicherheit geprägten Marktumfeld fokussieren wir uns auf eine **breite Allokation auch innerhalb der Assetklasse Aktien.** Dabei sollte eine gleichgewichtete Allokation in qualitativ hochwertige Titel einerseits und günstige Value-Titel andererseits erfolgen, um die Zinssensibilität im Portfolio zu reduzieren. Wir behalten eine neutrale Positionierung in Aktien bei, da wir eine leichte Markterholung bis Jahresende für möglich halten.

Revision der Jahresprognosen:

Wir revidieren unsere Prognose für den DAX auf 14.600 Punkte und für den S&P 500 auf 4.300 Punkte.

Maßnahmen:

Angesichts der erhöhten Volatilität behalten wir eine neutrale Positionierung bei. Innerhalb der Länderallokation sollte die USA leicht Übergewichtet werden. Europa sollte hingegen neutral positioniert werden.

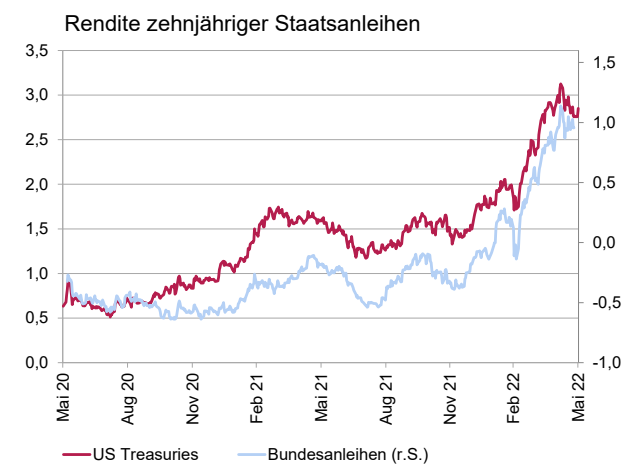
RENTENMARKT

Starker Renditeanstieg nach Inflationssorgen

Seit Jahresanfang konnte man einen **starken Anstieg der Renditen sowohl in den USA als auch in Europa** beobachten. Dieser begann Mitte letzten Jahres, als die Investoren die steigenden Inflationsraten immer mehr in den Kapitalmarktrenditen einpreisten. Beschleunigt hat sich dieser Anstieg noch einmal Ende letzten Jahres und Anfang dieses Jahres als klar wurde, dass die Inflation nicht transitorisch bleiben würde, wie von Federal Reserve und EZB lange Zeit angenommen. Im Gegensatz dazu erreichte die Preissteigerung durch den russischen Krieg in der Ukraine Werte, wie man sie seit den 1980er Jahren nicht mehr gesehen hat. Ein aggressives Vorgehen der Zentralbanken zeichnete sich zunehmend ab.

Wie schon bei der Gesamtwirtschaft ist momentan also die Inflation, beziehungsweise die Reaktionen der **Zentralbanken** darauf, die **treibenden Kräfte auf den Rentenmärkten**. Im April 2021 überschritt die Inflation in den USA die Marke von vier Prozent. Selbst als die Marken von fünf Prozent im Sommer und sechs Prozent im Herbst überschritten wurde, blieb die Fed allerdings bei ihrer Einschätzung, dass sie von einer kurzzeitigen Inflation ausgehe und kein starkes Gegensteuern vonnöten wäre, um die Inflation erneut zu bändigen. Im November, als die Preissteigerung schließlich 6,8 Prozent betrug, wurde der Begriff „transitory“ von der Fed gestrichen. Im Dezember kündigte die Fed an, ihre Wertpapierkäufe bis März 2022 auf Null herunterzufahren und in der Folge eine erste Leitzinserhöhung in Betracht zu ziehen. Damals rechnete die Mehrheit der Fed-Mitglieder mit mindestens drei Leitzinserhöhungen um 0,25 Prozentpunkte in 2022. Die Markterwartung war, dass ein Jahr später der Leitzins der Notenbank, die Federal Funds Rate, zwischen 0,75 und einem Prozent liegen könnte.

Dieser **stufenweise und vorsichtige Plan wurde in den folgenden Monaten jedoch schnell den Gegebenheiten angepasst**. Die erste Leitzinserhöhung wurde bereits im März vollzogen und als Höhe der Zinsschritte war bald von 0,5 Prozentpunkten die Rede. Einen ersten solchen Zinsschritt gab es nun im Mai. An der Kommunikation und den Taten der Federal Reserve kann man somit sehr genau ablesen, wie das Unbehagen der Notenbank mit der Inflation immer größer wurde.



Dieses Stimmungsbild lässt sich in gleichem Maße an der Rendite der US-Staatsanleihen ablesen. Während die Rendite von zehnjährigen US-Staatsanleihen zum Ende des Jahres 2021 1,51 Prozent betrug, gab es einen Zwischenspurts bis Ende Februar auf knapp zwei Prozent. Hier lieferte der russische Einmarsch in die Ukraine den nächsten Schub für die Inflation und somit letztlich auch für die Anleihe-Renditen. Nach einem kurzen Rückgang der Renditen durch die politischen Unsicherheiten aufgrund des Kriegsausbruchs, setzte sich der Anstieg fort auf Höchststände von rund 3,15 Prozent. Zuletzt gab es eine **leichte Entspannung, nachdem es im April in den USA zu einem ersten Rückgang der Jahres-Inflationsrate kam**.

Der Ausblick für die Rendite US-amerikanischer Anleihen hängt davon ab, ob die Fed ihren Zinspfad noch einmal anpassen muss oder ob die kommenden Zinsanstiege vom Markt bereits eingepreist sind. Derzeit befindet sich der Leitzins bei einer Bandbreite von 0,75 bis 1 Prozent. Für die kommenden zwei Fed-Sitzungen im Juni und Juli werden zwei Zinserhöhungen in Höhe von jeweils 0,5 Prozentpunkten erwartet. Bis zum Ende des Jahres erwarten die Marktteilnehmer ein Zinsniveau von 2,75 bis drei Prozent. **Entscheidend für die Entwicklung der Zinsen wird allerdings sein, wie sich die Inflationsraten in den nächsten Monaten entwickeln**. Im April kam es zu einem ersten Rückgang der Hauptinflationsrate sowie der Kerninflationsrate. Diese Rückgänge waren allerdings schwächer als erwartet. Nun kommt es darauf an, ob sich die Rückgänge der Preissteigerungen in der Breite materialisieren. In den USA werden

Zweitrundeneffekte beobachtet, deren Eindämmung eines der Hauptziele der Geldpolitik ist.

Mit ihrer Kommunikation signalisiert die Fed derzeit, dass sie bereit ist, auch mit einem strengen Vorgehen die Inflation zu bekämpfen. Wenn man in diesem Zusammenhang davon ausgeht, dass die Federal Funds Rate als kurzfristiger Zinssatz im Verlauf des Jahres auf mindestens 2,5 Prozent steigen wird, ist damit zu rechnen, dass die **Rendite für zehnjährige US-Staatsanleihen bei 3,25 Prozent** am Jahresende liegen wird.

Straffung durch die EZB nach langem Zögern

Während die Inflation in den USA bereits auf die höchsten Stände der letzten 20 Jahre stieg, war sie im Euroraum lange Zeit noch auf niedrigem Niveau. Im Sommer 2021 erreichte sie zwar Werte von rund zwei Prozent. Dies entspricht aber immer noch dem Zielwert der EZB. In der Folge konnte sich aber auch Europa nicht dem inflatorischen Druck entziehen. Im Herbst erreichte die Inflationsrate Werte von etwa vier Prozent und lag zum Jahreswechsel bei fünf Prozent. Ähnlich wie in den USA argumentierte EZB-Präsidentin Christine Lagarde, dass die Inflation nur transitorisch sei und dass sie ohnehin vor allem durch Importpreise getrieben werde, auf welche die EZB nicht einwirken könne. Da man in der Eurozone auch keine Gefahr einer überhitzten Wirtschaft und eines heiß gelaufenen Arbeitsmarktes sah, durch den Lohndruck auf die Inflation entstehen könnte, wiegelte die EZB deshalb lange Zeit ab, wenn sie nach Zinserhöhungen gefragt wurde. **Als die Fed bei ihrer Rhetorik bereits eine Wende vollzog, sah die EZB keinen unmittelbaren Anlass zu handeln.**

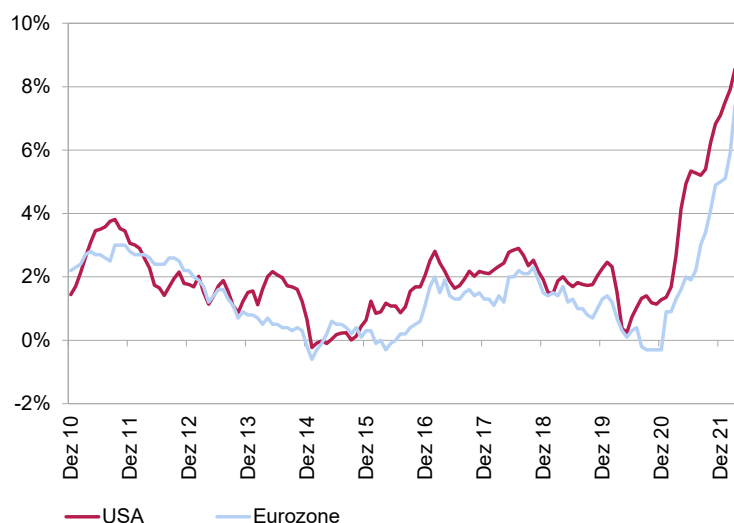
Bis zum Januar 2022 kommunizierte die EZB, eine Zinserhöhung im laufenden

Jahr sei sehr unwahrscheinlich. Diese Kommunikation wurde ab Februar abgeschwächt, nachdem die EZB-Mitglieder unsicherer über den Zinspfad wurden. Zum einen äußerte die EZB seit ihrer März-Sitzung zunehmend die Sorge, die Inflation könnte hartnäckiger bleiben als bisher von ihr erwartet. Zum anderen musste sie beachten, dass die europäischen Volkswirtschaften sehr viel mehr unter den wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Krieges leiden könnten, als es bei den USA der Fall ist. Aus diesem Grund wurde auf der März-Sitzung zunächst nur verkündet, man werde die Anleihekäufe der EZB schneller drosseln als bisher geplant, während man **bezüglich möglicher Zinserhöhungen sehr auf die wirtschaftliche Datenlage achten würde**. Man würde also zunächst abwarten, was die Auswirkungen des Krieges auf die Volkswirtschaften innerhalb der Eurozone sein würden, bevor man sich diesen zusätzlichen Druck in Form von Zinserhöhungen aufbürden würde.

Die Finanzmärkte haben jedoch bereits viel früher auf die hohen Inflationsraten und die Zinsanstiege in den USA reagiert. Befand sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum Jahresende 2021 noch

Während die Inflation in den USA bereits auf die höchsten Stände der letzten 20 Jahre stieg, war sie im Euroraum lange Zeit noch auf niedrigem Niveau.

Inflationsraten im Zeitverlauf



bei minus 0,18 Prozent, gab es bereits ab Februar eine positive Rendite. Im März wurde ein Höchststand von rund 1,15 Prozent erreicht, seitdem schwankt sie um das Niveau von einem Prozent. Dies sind immerhin die **höchsten Renditen seit 2014**.

Der Ausblick für die Renditen im Euroraum hängt nun stark davon ab, wie die EZB ihren Zinspfad gestalten wird. Mittlerweile werden eine oder zwei Zinserhöhungen für den bislang negativen Einlagensatz erwartet, sodass dieser bis Ende September auf null Prozent erhöht wird. Ein Anstieg des Hauptrefinanzierungssatzes, dem anderen Leitzins der EZB, wird erst für die Zeit danach erwartet. Allerdings vermittelt die EZB zunehmend, dass sie **Willens sein wird, die Inflation mit kontraktiver Geldpolitik zu bekämpfen**. Die Folgen des Ukraine-Krieges scheinen sie im Augenblick nicht davon abzuhalten. Unter Berücksichtigung dieses Umfeldes erwarten wir, dass die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen zum Jahresende ein Niveau von 1,25 Prozent erreichen wird. Sollte sich für die Eurozone ein Rezessionszenario ergeben, beispielsweise verursacht durch ein russisches Gasembargo, wäre diese Vorhersage hinfällig. In diesem Fall würden die Renditen sicherlich ein niedrigeres Niveau als derzeit erreichen.

Schwieriges Umfeld für Unternehmensanleihen

Da sowohl in Europa als auch in den USA die Rezessionsrisiken zunehmen, drohen **Spread-Ausweitungen bei den Renditen von Unternehmensanleihen**. Sollte es zu einer deutlichen Konjunkturabschwächung kommen, werden die Gewinne der Unternehmen zurückgehen, während aufgrund der steigenden Zinsen die Refinanzierung teurer wird. Dadurch wird die Bedienung der Schulden für die Unternehmen zunehmend schwieriger. Die steigenden Ausfallwahrscheinlichkeiten belasten insbesondere High-Yield-Unternehmensanleihen.

Revision der Jahresprognosen:

Für zehnjährige Bundesanleihen erwarten wir nun eine Rendite von 1,25 Prozent bis Jahresende. Die Renditeerwartung für zehnjährige US-Staatsanleihen wird von 1,8 auf 3,25 Prozent angepasst.

Maßnahmen:

Renten sollten leicht untergewichtet werden. Innerhalb der Rentenquote sollten Staatsanleihen über- und Unternehmensanleihen untergewichtet werden.

ROHSTOFFMARKT

Goldpreis stabilisiert sich

Gold war in den ersten Monaten dieses Jahres als sicherer Hafen und Inflationsschutz stark nachgefragt. Der Ausbruch des Krieges in der Ukraine und der fortgesetzte Anstieg der Inflationsraten hieften das gelbe Metall auf Höchststände.

Seit einiger Zeit enttäuscht die Entwicklung des Goldpreises jedoch. Im Zuge **steigender Renditen und erster Zins-erhöhungen** durch die US-Notenbank ist der Preis deutlich zurückgegangen. Steigende Realrenditen sind in der Regel ein Gegenwind für den Goldpreis, da sichere Alternativen attraktiver werden und so die Anlegernachfrage nach Gold dämpfen. Da die Inflationsraten jedoch stark angestiegen sind und längerfristig auf einem höheren Niveau bleiben dürften, sind auch die Realzinsen weiterhin negativ. Für die Schwäche des Goldpreises dürfte daher vor allem die **zunehmende Stärke des US-Dollar** den Ausschlag gegeben haben. Gerade weil Gold in US-Dollar notiert, macht ein hoher Dollarkurs Gold für ausländische Anleger weniger attraktiv.

Aber es gibt auch einige Faktoren, die für einen weiterhin hohen Goldpreis sprechen. Die geopolitischen Risiken dürften angesichts **zahlreicher potenzieller Krisenherde** erhöht bleiben. Auch die Sorge vor einer zu starken Straffung der Geldpolitik und einer damit verbundenen Rezession in den USA dürfte die Nachfrage nach einer sicheren Anlage schüren. Chinas physische Nachfrage leidet zwar derzeit unter den Lockdowns, gleichzeitig dürften **Verluste im Immobiliensektor und regulatorische Eingriffe am Aktienmarkt** in Verbindung mit einem verlangsamten Wachstum zu einer gewissen Anlegernachfrage führen. In Indien dürfte dagegen die Schmucknachfrage wieder an Fahrt gewinnen, auch weil im Gegensatz zu China die wirtschaftlichen Aussichten deutlich positiver sind. Zwar ist die indische Nachfrage, die rund 30 Prozent der weltweiten Nachfrage ausmacht, als Reaktion auf die höheren lokalen Goldpreise stark zurückgegangen. Diese dürfte sich aber angesichts der korrigierten Goldpreise wieder erholen.

Schließlich spricht auch die strukturelle Nachfrage der Zentralbanken für den Goldpreis. Wir erwarten, dass **Zentralbanken ihre Devisenreserven stärker diversifizieren** werden. Die Dynamik der Zentralbanknachfrage nach Gold

war in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 und Anfang 2022 schwach. Dies war in erster Linie auf den starken Dollar zurückzuführen, der eine umfangreiche Anhäufung von Währungsreserven verhinderte und einige Zentralbanken dazu veranlasste, ihr Gold zu liquidieren, um die Währung zu stützen. Russland, das seit 2014 seinen Goldanteil an den Devisenreserven massiv erhöht hatte, hat nach einer längeren Pause die Goldkäufe wieder aufgenommen. Angesichts der sanktionsbedingten Beschränkungen wird die russische Zentralbank einen großen Teil der eigenen Produktion akkumulieren. Da sich die Währungen vieler Schwellenländer und insbesondere Russlands weitgehend erholt haben, ist nun eine Beschleunigung der Goldkäufe zu erwarten. Um sich zukünftig vom US-Dollar, aber auch von anderen westlichen Devisen stärker unabhängig zu machen, dürften viele Staaten ein diversifiziertes Reservenportfolio mit hohem Goldanteilen anstreben.

Revision der Jahresprognosen:

Die grundlegenden Preistreiber dürften bestehen bleiben. Wir setzen daher unser Jahresendziel für den Goldpreis auf 1.910 US-Dollar pro Unze.

Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Gold leicht übergewichtet werden.

Korrekturpotenzial am Rohölmarkt

Der Krieg in der Ukraine und die damit verbundenen westlichen Sanktionen haben zu Sorgen vor einer Unterbrechung der russischen Energieexporte geführt. Infolgedessen sind die Rohölpreise im Vergleich zum Vorjahr um rund 60 Prozent gestiegen.

Im Gegensatz zu Aktien, bei denen die erwarteten Erträge und Dividende den Kurs beeinflussen, spiegelt der Rohölpreis das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage wider. Wenngleich durch den teilweisen Boykott russischen Öls ein gewisser Teil des Angebots wegfällt, haben andere ölexportierende Staaten wie die USA ihr Angebot durch die Freigabe von Ölreserven ausgeweitet. Gleichzeitig dürfte ein schwächeres Wirtschaftswachstum insbesondere in China zu einem langsameren Nachfragewachstum führen

und damit ein akutes Angebotsdefizit und höhere Preise abwenden.

Die **OPEC-Staaten** haben Produktions-erhöhungen angekündigt, produzieren aber weiterhin **unter ihren Zielvorgaben**. Grund dafür ist unter anderem, dass sie im Konflikt der westlichen Gemeinschaft mit Russland nicht als politisches Instrument fungieren wollen. Die Beziehung zu Russland als OPEC+ Mitglied aufrechtzuerhalten, scheint weiterhin eine wichtige Rolle zu spielen.

Auch in den USA, wo die Zahl der Förderstätten zunimmt, liegt die Ölproduktion immer noch unter den Werten vor der Pandemie. Das Hauptproblem der US-amerikanischen Ölindustrie sind die zu geringen Investitionen nach dem Zusammenbruch des Fracking-Booms und dem pandemiebedingten Preisverfall im Jahr 2020, was zahlreiche Unternehmen in den Konkurs trieb. Während private Betreiber in den Wachstumsmodus geschaltet haben, befinden sich die **Marktführer im Erholungsmodus**. So konzentrieren sich börsennotierte Unternehmen darauf, die Ausgaben zu begrenzen und die Gewinne aus den hohen Preisen durch Dividenden und

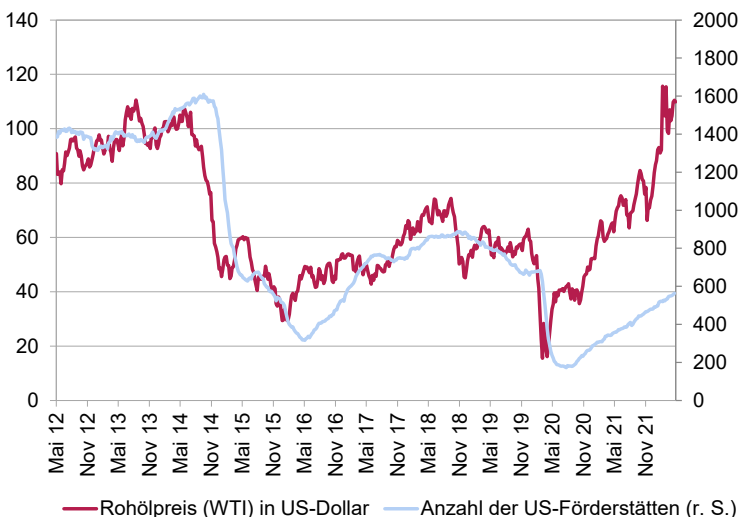
Aktienrückkäufe an die Aktionäre weiterzuleiten, anstatt in neue Förderanlagen zu investieren. Die Kosteninflation aufgrund von Einschränkungen in der Lieferkette und der angespannte Arbeitsmarkt halten zudem von weiteren Bohrungen ab. Auch zögern die Dienstleistungsanbieter, ihre Investitionen in Personal und Ausrüstung zu schnell zu erhöhen, da sie befürchten, bei einer erneuten Marktverschlechterung unter Druck zu geraten.

Es zeichnet sich aber ab, dass bis zum Jahresende die alten Produktionslevels wieder erreicht werden. So haben die ölproduzierenden Länder der OPEC ihre Produktion in den letzten Monaten hochgefahren. Zuletzt hat sich die OPEC+ darauf geeinigt, ihr Produktionsziel für Juli und August um 650.000 Barrel aufzustocken. Die zusätzlichen Lieferungen weichen damit zum ersten Mal von dem bestehenden Plan ab, die Drosselungen aus 2020 durch rund 400.000 Barrel pro Tag rückgängig zu machen. Auch die USA stocken trotz der zurückhaltenden Unternehmen ihre Kapazitäten auf. In der vergangenen Woche ist die **Zahl der Ölbohranlagen**, die als guter Frühindikator für die künftige Produktion dient, so stark erhöht worden wie seit Monaten nicht mehr. Dies dürfte nicht nur an den hohen Preisen liegen, sondern auch an dem Appell und der Unterstützung seitens der US-Regierung.

Ein entscheidender Impuls für das Korrekturpotenzial dürfte von der Nachfrageseite kommen. Wir erwarten, dass der Rohölverbrauch aufgrund der Pandemielockerungen in den kommenden Monaten zwar steigt, aber wesentlich langsamer als bisher angenommen. Die sich abzeichnende Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums und die strikten **Lockdown-Maßnahmen in China dürften die Nachfrage dagegen deutlich bremsen**. So ist

Bis zum Jahresende dürften die Produktionslevels wieder erreicht werden.

Rohöl: Preis und US-Förderung



China nach den Vereinigten Staaten mit 13,2 Prozent einer der größten Ölkonsumenten der Welt.

Die Entwicklung an den Rohstoffmärkten wird zudem vom Ausgang des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine abhängen. Als einer der größten Produzenten spielt Russland eine wichtige Rolle an den Ölmärkten. Aufgrund der Sanktionen hat Russland aber allein im April neun Prozent weniger gefördert. Zwar wurden die russischen Exporte in gewissem Umfang in andere Länder umgeleitet, doch wird dies durch die Infrastruktur und die Unsicherheit von Abnehmern und Finanzdienstleistern behindert. Mit dem **europäischen Ölembargo gegen russische Lieferungen auf dem Seeweg** dürfte sich der Produktionsrückgang in den kommenden Monaten verschärfen. Eine Energieverknappung sehen wir jedoch nicht. Nicht nur hat die OPEC+ bereits auf die Entwicklungen mit Aufstockungen reagiert, auch hat Saudi-Arabien betont, dass es bereit sei, die russischen Engpässe auszugleichen. Für den Fall eines vollständigen Embargos werden zudem sanktionierte Staaten wie Venezuela oder der Iran als Alternativen diskutiert. Schließlich könnten die USA und Mitglieder der Internationalen Energieagentur weitere strategische Reserven freigeben, um den Druck von den Preisen zu nehmen. Insgesamt rechnen wir bis Jahresende mit einem leichten Rückgang des Ölpreises.

Revision der Jahresprognosen:

Wir revidieren unsere Prognose für den Preis der Sorte WTI auf 95 US-Dollar pro Barrel.

Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Rohöl leicht untergewichtet werden.

DEISENMARKT

Der US-Dollar auf dem Weg zur Parität

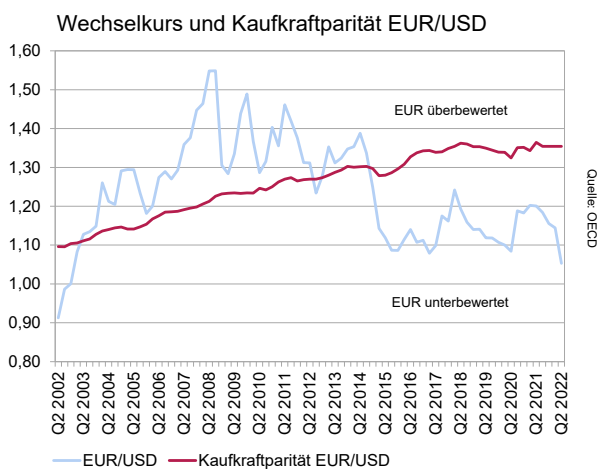
Seit Jahresanfang wertete der Euro im Vergleich zum US-Dollar deutlich ab und erreichte den tiefsten Stand seit sechs Jahren. Die Argumente, die wir im Jahresausblick für einen stärkeren US-Dollar angeführt haben, sind weiter intakt und haben sich tendenziell verstärkt.

Ein wichtiger Grund für die Schwäche des Euro gegenüber dem US-Dollar liegt in der **unterschiedlichen Geldpolitik**. Die Fed hat seit Jahresbeginn einen entschlosseneren und zielstrebigeren Zinserhöhungspfad eingeschlagen, um die hohe Inflation zu bekämpfen, während die EZB zögerlich agiert. Die Zinsdifferenz hat sich deutlich zu Gunsten der USA ausgeweitet und begünstigt den US-Dollar. Momentan rentieren zehnjährige US-amerikanische nominal verzinsliche Anleihen etwa 175 Basispunkte über vergleichbaren Bundesanleihen.

Hinzu kommen die **Unsicherheiten**, die aktuell die Investoren beschäftigen: Der russisch-ukrainische Krieg offenbart eine starke Abhängigkeit Europas von russischen Energieimporten und nährt die Sorge vor einer Rezession in Europa. Gleichzeitig belastet die Nulltoleranzpolitik der chinesischen Regierung gegenüber Covid-19 nicht nur die Aussicht auf sich weiter entspannende Lieferkettenprobleme, sondern auch die globalen Wachstumsaussichten. All das treibt die Anleger in „sichere Häfen,“ zu denen auch der US-Dollar zählt.

Inzwischen deutet sich bei der EZB allerdings eine erste Zinserhöhung bereits im Juli an. Zu einer dauerhaften Euro-Stärke sollte dies dennoch nicht führen. Der etwas geringere Inflationsdruck im Euroraum, der im Gegensatz zu den USA noch nicht in der Breite zu steigenden Löhnen geführt hat, und die Sorge vor negativen Auswirkungen auf hochverschuldete Euro-Staaten wie Italien bremsen das Tempo der Leitzinserhöhungen im Euroraum. In der Vergangenheit ging eine Ausweitung der Risikoaufschläge zwischen deutschen Bundesanleihen und entsprechenden Staatsanleihen der Peripherie häufig mit einem schwächeren Euro einher. Die Risikoaufschläge sind bereits angestiegen, nachdem die EZB begonnen hat, ihre Unterstützung für die Anleihemärkte zu reduzieren. Letztlich wird die EZB einer zu ungünstigen Entwicklung der Risikoaufschläge entgegenwirken, doch würde sie sich so in ihren

Möglichkeiten, die Geldpolitik zu straffen, einschränken. Im Gegensatz dazu wird die US-amerikanische Notenbank **ihren eingeschlagenen Zinserhöhungspfad konsequent weiterverfolgen**. Wenn man den Äußerungen des Fed Präsidenten Powell nach der letzten FOMC-Sitzung glauben darf, könnte die Fed bei andauernden Inflationsgefahren auch bereit sein, trotz negativer realwirtschaftlicher Folgen das Leitzinsniveau weiter zu erhöhen.



Bis Jahresende wird sich daher zumindest bei den kurzen Laufzeiten die Zinsdifferenz weiter zu Gunsten der USA ausweiten, was für eine **weitere Abschwächung des Euro** gegenüber dem US-Dollar spricht. Für den Greenback spricht zudem die solidere Verfassung der US-Wirtschaft. Das BIP-Wachstum in den USA wird auch in diesem Jahr knapp über dem des Euroraums liegen. Vor allem aber sind die Rezessionsrisiken im Euroraum im Vergleich zu den USA auf Grund der starken Abhängigkeit von russischen Energieimporten höher. Die hohen Rohstoffpreise sind gemessen am BIP in Europa deutlicher zu spüren als jenseits des Atlantik. Dies dürfte den Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone belasten.

Revision der Jahresprognose:

Wir passen unser Wechselkursziel auf 1,00 US-Dollar pro Euro bis Jahresende an und schließen auch einen temporären Handel unterhalb der Parität nicht aus.

IMMOBILIENMARKT

Das erste Halbjahr des Jahres 2022 ist geprägt von **erhöhter Unsicherheit** über die zukünftige Entwicklung der Immobilienmärkte. Ausschlaggebend hierfür ist die Kombination aus Risiken und Störungen des Wirtschaftslebens infolge der Corona-Pandemie und des Ukraine-Krieges sowie gestiegenen Energiepreisen, hohen Inflationsraten und steigenden Zinsen.

Übersteigen die Zinsen die Inflationserwartung, so erhöhen sich tendenziell die geforderten Renditeerwartungen für Immobilien. Die über eine Dekade andauernde Renditekompression steuert ihrem Ende entgegen und könnte sich ins Gegenteil wandeln mit entsprechendem Druck auf die Immobilienwerte.

Entwicklung 2012 bis 2022

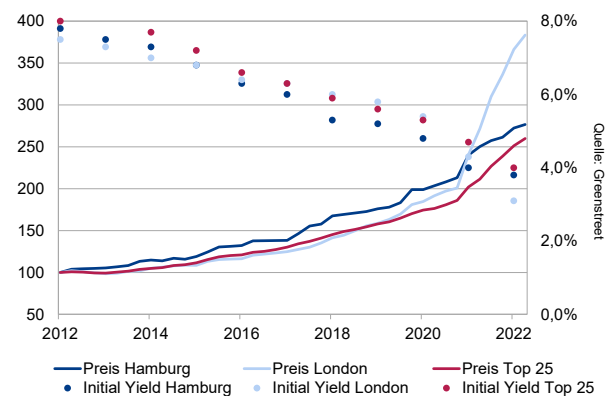
Über die vergangenen zehn Jahre haben Immobilien in den Sektoren Logistik, Wohnen und Büro an den Top 25 Standorten Europas eine **positive Wertentwicklung** erfahren. Das gilt insbesondere für Logistik (plus 9,6 Prozent p.a.), bei der sich die Investorenerwartungen stark positiv geändert und die Renditeerwartungen um 400 Basispunkte gesenkt haben.

In den deutschen Metropolen war die Wertentwicklung im Vergleich zum übrigen Europa in allen drei Nutzungsarten überdurchschnittlich: In Hamburg beispielsweise sind die Preise zwischen 2012 und 2022 beim Wohnen um plus 8,7 Prozent p.a. gestiegen (gegenüber plus 5,0 Prozent an allen Top-25-Standorten) und bei Büros um plus 8,2 Prozent p.a. (gegenüber plus 5,2 Prozent p.a. an allen Top-25-Standorten).

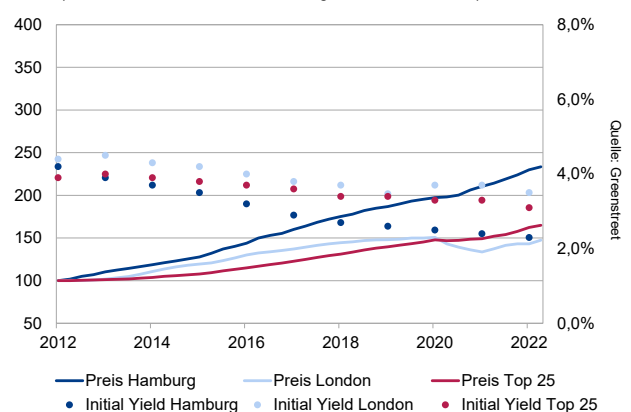
Ein wesentlicher Grund hierfür war die überdurchschnittlich starke Renditekompression der letzten zehn Jahre in Deutschland: Beim Wohnen sank die Anfangsrendite um 200 Basispunkte auf 2,2 Prozent (gegenüber minus 80 Basispunkte auf 3,1 Prozent in Europa), bei Büros sank sie um 250 Basispunkte auf 3,7 Prozent (gegenüber minus 90 Basispunkte auf 4,5 Prozent in Europa).

Im europaweiten Vergleich liegen die **Anfangsrenditen** damit in Deutschland auf niedrigstem Niveau, die Immobilienpreise haben damit Spitzenwerte erreicht. Aus den sehr niedrigen Anfangsrenditen ergibt sich eine Hebelwirkung und damit eine besonders hohe Sensitivität der Preise

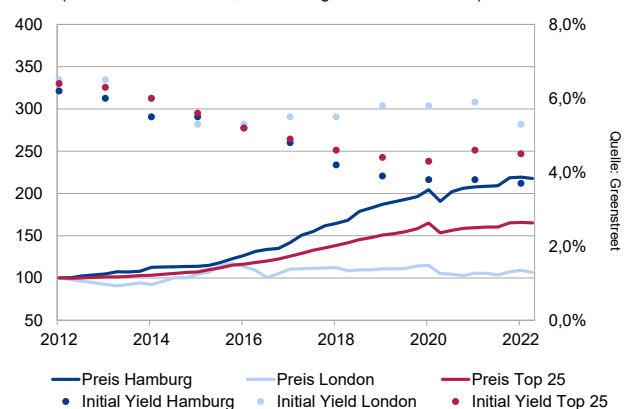
Preisentwicklung Logistik
(l.S.: Preise 2012 = 100; r.S.: Anfangsrenditen in Prozent)



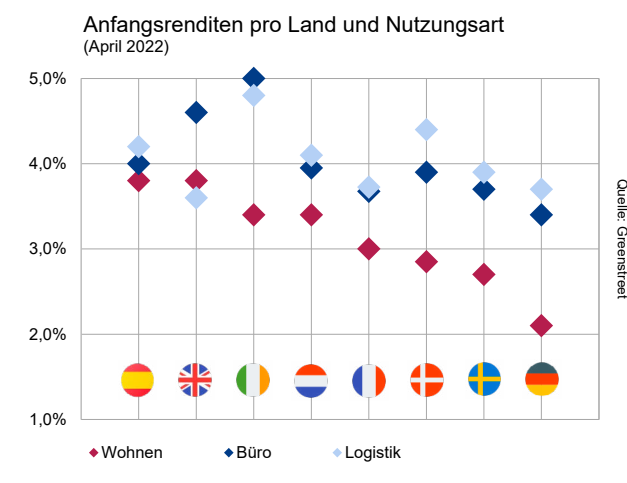
Preisentwicklung Wohnen
(l.S.: Preise 2012 = 100; r.S.: Anfangsrenditen in Prozent)



Preisentwicklung Büro
(l.S.: Preise 2012 = 100; r.S.: Anfangsrenditen in Prozent)



auf sich ändernde Renditeerwartungen: Beispielsweise würden um 50 Basispunkte höhere Renditeerwartungen für Wohnobjekte in Deutschland eine Preisreduktion um 19 Prozent bedeuten, in Großbritannien nur um 12 Prozent.



Aktuelle Tendenzen auf dem Immobilienmarkt

Höchststände bei Kaufpreisen

Während börsennotierte Immobiliengesellschaften seit Jahresbeginn zum Teil deutlich an Wert verloren haben (z.B. Vonovia minus 20 Prozent), wird weiterhin von einer positiven Kaufpreisentwicklung berichtet. So stiegen die Immobilienpreise in Deutschland im ersten Quartal 2022 gegenüber dem Vorjahr um 8,8 Prozent. Ein Teil der Fundamentaldaten lässt tatsächlich eine weitere positive Entwicklung erwarten. So ist beispielsweise im Wohnsegment die Nachfrage nach Wohnraum ungebrochen hoch und die Zahl der Baufertigstellungen führt bisher zu keinem nachhaltigen Entlastungseffekt. Investoren schätzen weiterhin die stabilen Cashflows aus Mieteinnahmen und sehen in Immobilien einen **Schutz gegen die Inflation**, was tatsächlich aber nur bei indexierten Mietverträgen explizit der Fall ist.

Diese Meldungen können jedoch zum Teil auch Folge statistischer Effekte sein. So beruhen Zahlen wie z.B. Mietabschlüsse und Transaktionen noch auf Entscheidungen vom Jahresanfang, also vor dem Zinsanstieg und Ukraine-Krieg. Zudem gibt es erste Schlagzeilen pausierter oder gescheiterter Transaktionen oder von Schwierigkeiten einzelner Projektentwickler, die darauf hindeuten, dass die Zeit ungebremsster Preissteigerungen vorbei ist. Gleich mehrere Entwicklungen, die im ersten Quartal 2022 be-

gonnen bzw. sich beschleunigt haben, könnten im Verlauf des Jahres noch zu stärkeren Veränderungen an den Immobilienmärkten führen.

Starker Zinsanstieg leitet die Zinswende ein

Seit Jahresbeginn zeichnet sich eine Wende an den Kapitalmärkten ab. Die **Hypothekenzinsen** sind sprunghaft angestiegen. Lag der Zinssatz zum Jahresbeginn in Deutschland noch bei unter einem Prozent, liegt er Mitte des zweiten Quartals bereits bei über zwei Prozent und hat damit binnen weniger Wochen das Niveau des Jahres 2014 erreicht. Zudem führen die Kreditinstitute die Beleihungswerte nicht mit der Marktentwicklung mit und verlangen höhere Tilgungsbeiträge, sodass der Kapitaldienst bei über vier Prozent liegt. Bei Neuinvestitionen zu Multiplikatoren zwischen 30 und 40 führt dies dazu, dass die Immobilien keinen positiven Cashflow mehr ausweisen. Dies aber ist für viele Käufer eine Voraussetzung für den Immobilienerwerb.

Ein steigendes Zinsniveau lässt zudem Rentenpapiere im Vergleich attraktiver werden und erhöht die geforderte Rendite für Immobilieninvestitionen.

Baukostensteigerung verteuert Neubauten

Nicht nur Investoren und Bestandshalter, die ihre Immobilienkredite prolongieren müssen, sondern auch Projektentwickler haben mit dem Zinsanstieg zu kämpfen. Ihnen bereiten zudem **deutlich steigende Baukosten** Sorge, die bereits im Jahr 2021 mit plus 11,6 Prozent überdurchschnittlich angestiegen sind. Eine hohe Nachfrage und die Corona-Pandemie hatten zu Lieferengpässen und Materialpreissteigerungen geführt. Durch den Ukraine-Krieg wird sich diese Entwicklung voraussichtlich fortsetzen. Erschwerend kommt für Projektentwickler hinzu, dass die Neubauten überdurchschnittlichen Qualitätsansprüchen genügen müssen, gerade im Hinblick auf Nutzerwünsche und ESG-Kriterien. Forward Deals, bei denen Objekte bereits schlüsselfertig zu einem Festpreis verkauft wurden, können sich bei stark steigenden Kosten als belastend erweisen. Um weiterhin kostendeckend bauen zu können, ist bereits jetzt absehbar, dass die Kaufpreise für Neubaugenbauwerke noch einmal anziehen müssten. Ob das im Markt durchsetzbar ist, bleibt abzuwarten.

Doppelte Belastung durch gestiegene Energiepreise

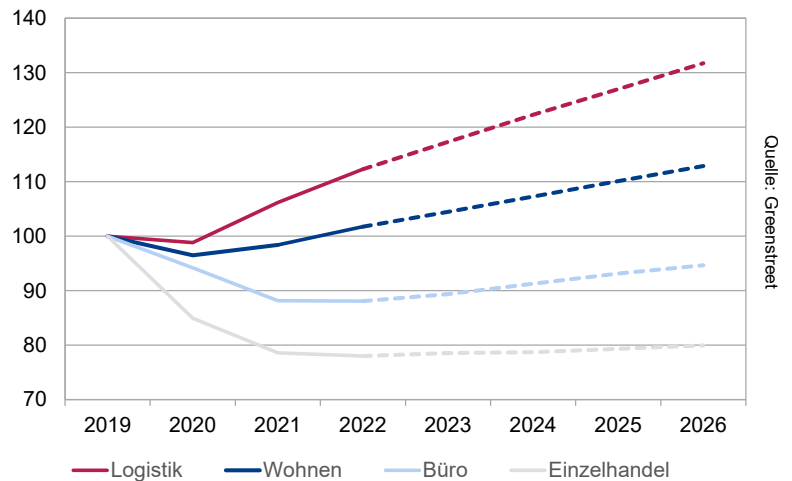
Die bislang folgenschwerste wirtschaftliche Auswirkung des Ukraine-Krieges ist der starke Anstieg der Energiepreise. Dieser führt zu einer zu Verteuerungen der Materialpreise durch gestiegene Produktionskosten und zum anderen zu höheren Nebenkosten bei den Mietern. Höhere Nebenkosten im Wohnsegment wirken dabei dämpfend auf die Nettokaltmiete, da Mieter die Bruttobelastung betrachten und weitere Anpassungen der Nettokaltmiete eventuell nicht mehr bedienen können.

Aussichten der Immobilien-Nutzungsarten 2022 bis 2026

Bei den Marktteilnehmern besteht darin Konsens, dass die Preisdynamik abflachen wird. Bei tendenziell steigenden Renditeerwartungen gilt es verstärkt auf die Nutzungsarten und die Regionen zu setzen, in denen eine steigende Nachfrage zu steigenden Mieten und steigenden Belegungsquoten führt, d.h. fundamentales Wachstum der Immobilien-Cashflows zu erwarten ist. Nur steigende Immobilien-Cashflows können einem kapitalmarktbedingten Preisdruck steigender Renditeerwartungen entgegenwirken. Immobilien mit langfristig festgeschriebenen Cashflows sind – ähnlich wie Anleihen – einem höheren Preisdruck ausgesetzt als Immobilien, deren Cashflows am positivem Wachstum direkt teilhaben können.

Vor der Pandemie waren die Cashflows im **Einzelhandel** über lange Zeit stabil. Aufgrund der Veränderungen im Konsumverhalten (Online-Shopping) war kein Wachstum in diesem Segment zu verzeichnen. Mit der Pandemie haben sich die disruptiven Veränderungen jedoch schlagartig in einem gut 20-prozentigen Rückgang der Cashflows manifestiert. Gemäß Prognose 2022 - 2026

Entwicklung der Immobilien-Cashflows nach Nutzungsarten
(2019 = 100; 2022 – 2026: Prognose)



stabilisieren sich die Cashflows im Segment Einzelhandel auf diesem niedrigen Niveau.

In den übrigen Nutzungsarten sind die Immobilien-Cashflows nach der Finanzkrise bis zur Pandemie um rund 25 Prozent gestiegen. Mit der Pandemie setzte hier der Gleichlauf aus.

Im Segment **Büro** hat das Arbeiten aus dem Homeoffice gerade in Kernmärkten wie London starke Auswirkungen. Europaweit erfuhren die Immobilien-Cashflows bei Büros einen Rückgang von gut zehn Prozent, der gemäß Prognose in den kommenden Jahren nur langsam wieder aufgeholt wird. Es ist davon auszugehen, dass Büromieter noch selektiver bei der Wahl ihrer Büros vorgehen und stärker die Wünsche ihrer Mitarbeiter berücksichtigen werden, um sie zurück ins Büro zu holen.

Bei den Marktteilnehmern besteht darin Konsens, dass die Preisdynamik abflachen wird.

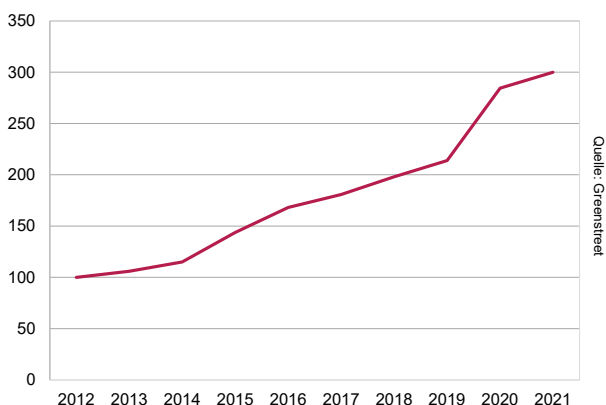
Wachstum Immobilien-Cashflows in Europa 2022 – 2026	kumuliert	p.a.
Logistik	17%	4,1%
Wohnen	11%	2,6%
Büro	7%	1,8%
Einzelhandel	3%	0,6%

Weitgehend unbeeindruckt von der Pandemie haben sich die Nutzungsarten **Logistik** und **Wohnen** entwickelt. Hier sind die langfristigen Nachfragetreiber intakt, beziehungsweise wurden durch die Pandemie nach kurzer Unsicherheit noch verstärkt. Insbesondere der Logistiksektor wird in den kommenden Jahren prognosegemäß deutliches Wachstum erfahren.

Weiteres Wachstum im Logistiksektor

Die E-Commerce-Umsätze in Europa haben sich seit 2012 verdreifacht. Es wird eine Steigerung des Anteils von E-Commerce am Gesamthandel von derzeit rund 15 Prozent auf 25 Prozent in 2025 und 30 Prozent in 2030 erwartet, ein Wert der aktuell in Großbritannien bereits fast erreicht wird. Damit ist von einer Verdopplung des aktuellen E-Commerce-Umsatzes bis 2030 und einem jährlichen Wachstum von rund zehn Prozent p.a. auszugehen.

Europaweite E-Commerce-Umsätze
(2012 = 100)

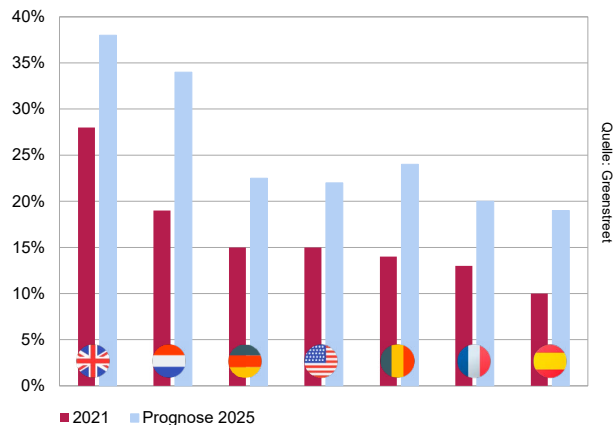


Dieses Wachstum wird sich auch bei der Nachfrage nach Logistikflächen bemerkbar machen. Da das Fulfillment im Online-Handel ein wichtiger Erfolgsfaktor ist und die Mietkosten mit rund fünf Prozent (gegenüber Transport- und Lohnkosten mit zusammen 68 Prozent) nur einen geringen Anteil an der Kostenstruktur im Logistiksektor ausmachen, werden innerstädtische Last-Mile und weitere hocheffektive Logistikstandorte besonders nachgefragt. Entsprechend werden höhere Mieten dafür gezahlt, weil sie helfen, die Kosten im E-Commerce-Fulfillment zu senken.

Fazit

Das aktuelle Umfeld steigender Zinsen führt zu steigenden Renditeerwartungen, die tendenziell einen Preisdruck auch auf Immobilien ausüben. Anders als andere Assetklassen reagieren Immobilienpreise aber nicht direkt auf das kurzfristige Kapitalmarktumfeld, sondern es stehen langfristige Erwartungen und fundamentale Entwicklungen der Immobiliennachfrage im Vordergrund. Deshalb gilt es, in diesem Umfeld hinsichtlich neuer Investitionen weiter zu diversifizieren und auf die Nutzungsarten und Regionen zu setzen, die fundamentales Wachstum versprechen. Im Asset Management liegt der Fokus auf einem aktiven Mietmanagement und der Etablierung indexierter Mieten.

Anteil E-Commerce am Gesamthandel



BETEILIGUNGEN

Wachstum setzt sich fort

Der pandemiebedingte Nachfragerückgang bei alternativen Kapitalanlagen war lediglich kurzfristig. 2021 stieg das von Private-Equity-Gesellschaften verwaltete Kapital erstmals über die Schwelle von 10 Billionen US-Dollar und damit auf einen historischen Höchstwert von rund 17 Prozent der globalen Marktkapitalisierung bei Aktien. Trotz politischer Unsicherheiten spricht einiges dafür, dass sich der Trend durch eine anhaltende Nachfrage fortsetzen dürfte.

Institutionelle Investoren haben in den vergangenen Jahren beständig ihre Zielquoten für alternative Anlagen erhöht. Weil gleichzeitig die Aktienmärkte haussierten, ist die Lücke zum Zielniveau trotz Zeichnungen im Rekordumfang tendenziell noch gestiegen. Aufgrund der vergleichsweise niedrigen Private-Equity-Quoten vieler Investoren hatten die jüngsten Korrekturen allerdings nur geringe Auswirkungen. Darüber hinaus waren zuletzt insbesondere **Pensionskassen für die Dynamik im Markt verantwortlich**, da diese ihr bisher recht konservatives Anlageprofil vor dem Hintergrund hoher Rentenverbindlichkeiten zugunsten einer offensiveren Investitionsstrategie aufgegeben haben. Da sie deutlich mehr Kapital verwalten als die historisch im Private-Equity-Segment sehr aktiven Stiftungen, dürfte die Nachfrage nach Private-Equity-Fonds vorerst anhalten.

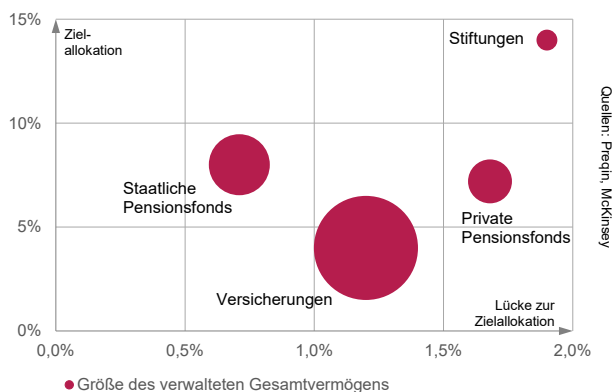
Zusätzlich sorgen zwei weitere Gruppen für Bedarf: Neben Versicherungen, mit denen zahlreiche Private-Equity-Gesellschaften bereits Partnerschaften geschlossen oder diese gleich ganz übernommen haben, um so eine per-

manente Kapitalbasis für die eigene Produktpalette zu schaffen, sind dies Privatanleger. Diese verfügen zwar über rund 50 Billionen US-Dollar an investierbarem Vermögen, sind aufgrund von Zugangsbeschränkungen bislang jedoch deutlich unterinvestiert. Änderungen bei den gesetzlichen Auflagen, Produktinnovationen sowie erweiterte Vertriebsfähigkeiten der Gesellschaften dürften zukünftig für eine **stärkere Durchdringung bei Privatanlegern** führen. Eine aktuelle Umfrage von Preqin ergab, dass mehr als ein Drittel der Private-Equity-Gesellschaften davon ausgehen, innerhalb der nächsten fünf Jahre auch Produkte für diese Gruppe anzubieten. Blackstone, der größte Anbieter alternativer Anlagen, hatte bereits im Jahr 2018 angekündigt, dass noch vor dem Ende dieses Jahrzehnts vermutlich die Hälfte des von der Gesellschaft verwalteten Kapitals von Privatanlegern stammen werde.

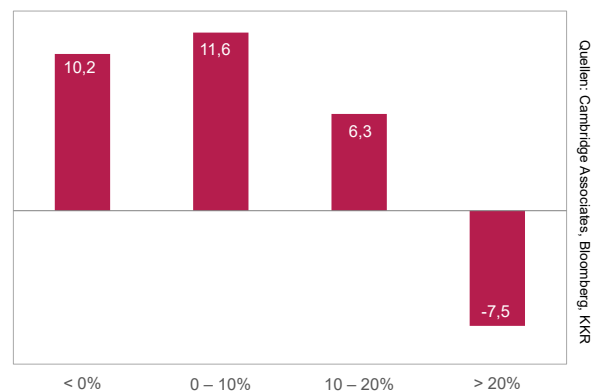
Das wesentliche Argument für eine anhaltend hohe Nachfrage bleibt die gute Performance der Anlageklasse. Dabei konnte Private Equity historisch gerade abseits haussierender Aktienmärkte seine Vorteile ausspielen. Da die Märkte derzeit von zahlreichen Krisenfaktoren und einem steigenden Zinsumfeld belastet werden, sollten Buyouts daher auch weiterhin eine **Überrendite gegenüber liquiden Anlagen** erzielen können.

Die größten Profiteure bleiben dabei die in der Vergangenheit erfolgreichsten Gesellschaften, die einen immer größeren Teil des Anlegerkapitals auf sich vereinen können. Auch wenn die Gesellschaften ihren Anlageerfolg nutzen, um Fonds mit angrenzenden Investitionsstrategien zu

Zielquote institutioneller Investoren für Private Equity und Abweichungen hiervon (in Prozentpunkten)

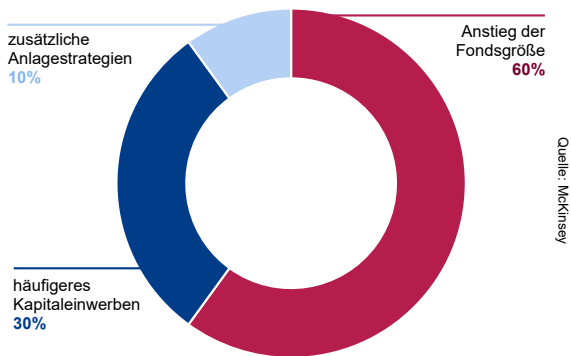


Durchschnittliche Überrenditen von Private Equity gegenüber dem S&P 500 (in Prozentpunkten)



etablieren, so steht diese Ausweitung der Produktpalette lediglich für 10 Prozent des Wachstums. Der weit überwiegende Teil resultiert aus einer beständig **zunehmenden Größe der Fonds** sowie einem deutlich gestiegenen Investitionstempo.

Faktoren des Private-Equity-Wachstums

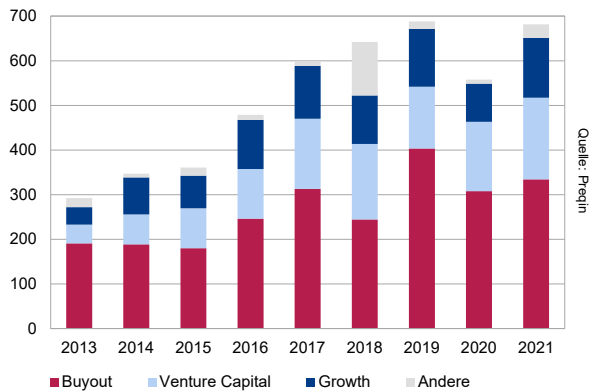


So hat sich die durchschnittliche Fondsgröße der 20 erfolgreichsten Managementgesellschaften in den vergangenen sechs Jahren auf mehr als 10 Milliarden US-Dollar in etwa verdoppelt. Dabei wird dieses Kapital nicht wie in der Vergangenheit über rund vier Jahre in geeignete Unternehmen investiert, sondern teilweise in nur noch gut zwei Jahren vollständig allokiert. Ermöglicht wird dies in der Regel durch deutliche Ausweitungen der Personal-Kapazitäten. Dennoch sollten Investoren bei der Auswahl ihrer Private-Equity-Anlagen genau beobachten, inwieweit diese Entwicklung beim jeweiligen Manager zulasten der Selektivität geht.

Steigende Bedeutung von Growth Equity

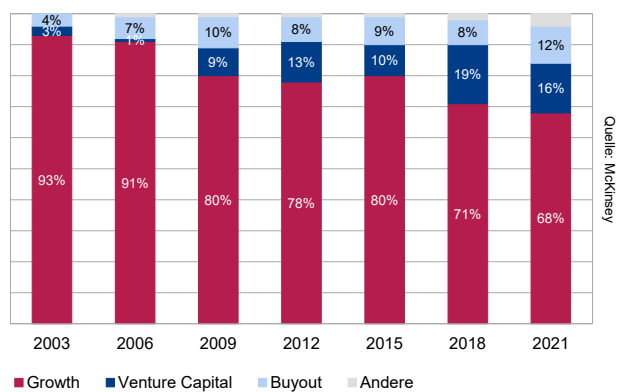
Private-Equity-Fonds erfreuten sich im Jahr 2021 nicht zuletzt aufgrund der hohen Nachfrage institutioneller Investoren des zurückgekehrten Anlegervertrauens und verfehlten mit 680 Milliarden US-Dollar eingeworbenem Kapital nur knapp den Rekordwert von 688 Milliarden US-Dollar aus dem Jahr 2019. Insbesondere Fonds mit einem tendenziell höheren Risikoprofil aus den **Growth- und Venture-Capital-Segmenten** konnten dabei neue Höchststände verzeichnen. Nachdem die Nachfrage nach Growth-Fonds im Vergleich zu anderen Private-Equity-Sub-Assetklassen 2020 überdurchschnittlich stark unter den Marktumständen zu leiden hatte, erreichten entsprechende Produkte mit 132 Milliarden US-Dollar eingeworbenem Kapital einen neuen Höchstwert.

Private-Equity-Kapitaleinwerbung nach Sub-Asset-Klassen (in Mrd. US-Dollar)



Ursächlich für den starken Anstieg könnte vor allem die Tatsache sein, dass viele Private-Equity-Gesellschaften immer schneller mit nachfolgenden Fondsgenerationen an den Markt zurückkehren. Drei Viertel der größten 20 Private-Equity-Firmen haben mittlerweile ihre Produktpalette um ein Angebot im Growth-Segment erweitert, um flexibel in möglichst alle Lebenszyklusphasen von Unternehmen investieren zu können. Damit erweitern diese stetig ihr **Produktangebot**, um mehr Marktanteile zu gewinnen.

Growth-Equity-Kapitaleinwerbung nach Manager-Typ (in Prozent)

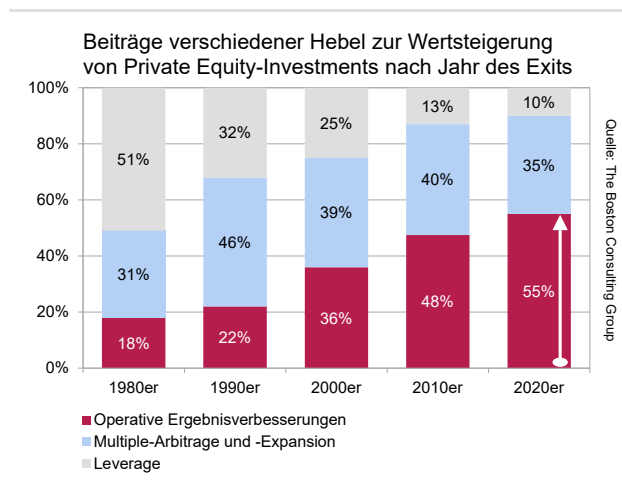


Die gestiegene Attraktivität von Growth Equity ist im Wesentlichen auf die signifikanten Kapitalflüsse in das Venture-Capital-Segment zurückzuführen. Denn Growth Equity ist die auf Venture Capital folgende Finanzierungsstufe, die sich an Unternehmen auf der Schwelle zur Profitabilität richtet, um zusätzliches Kapital für weiteres Wachstum bereitzustellen. Aufgrund der **Erfolge im Venture-Capital-Segment** während der vergangenen Jahre ist der Fundus

potenzieller Investments zuletzt stetig angewachsen. Diese Entwicklung wird verstärkt durch den Trend, dass Unternehmen versuchen, möglichst lange Kapital auf alternativen Wege einzuwerben, um sich so den regulatorischen Zwängen der Kapitalmärkte zu entziehen.

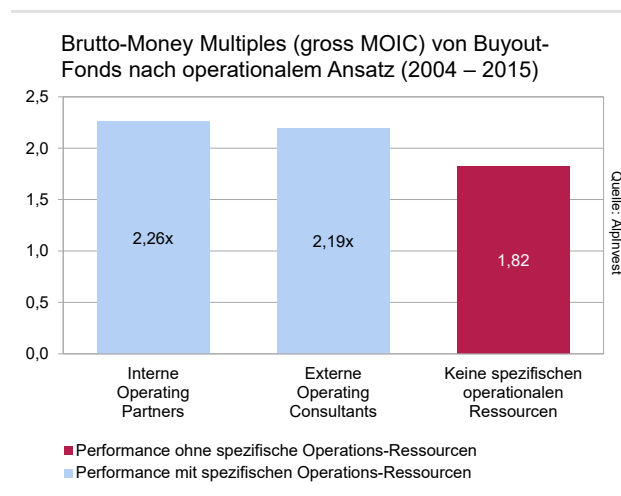
Werttreiber im Wandel

Private-Equity-Gesellschaften verfügen über verschiedene Hebel, um den Wert ihrer Beteiligungen zu steigern. Bis in die 1990er Jahre zählten hierzu vorrangig das Ausnutzen von Bewertungsunterschieden bei An- und Verkauf infolge von Marktineffizienzen (Multiple-Arbitrage) sowie der umfassende Einsatz von Fremdkapital (Leverage). Seit der Jahrtausendwende ist das Marktumfeld aufgrund der Vielzahl neuer Private-Equity-Gesellschaften wettbewerbsintensiver und somit deutlich effizienter geworden, sodass **operative Ergebnisverbesserungen** der Portfoliounternehmen als Werthebel stark an Bedeutung gewonnen haben.



Outperformance operativer Ansätze

Aufgrund der erhöhten Markteffizienz ist bei Private-Equity-Fonds das Erzielen einer Überrendite nur noch gewährleistet, sofern durch den Einsatz spezifischer operativer Ressourcen eine Optimierung der Zielunternehmen erfolgen kann. So konnten Private-Equity-Fonds, die für die Umsetzung operativer Verbesserungsmaßnahmen auf dediziertes Personal zurückgreifen, durchschnittlich signifikant höhere Renditen erzielen als solche, die auf klassische Deal-Teams ohne gesonderte „Operations-Ressourcen“ setzen.



Varianten operativer Ansätze

Bei der Implementierung operativer Verbesserungen in Portfoliounternehmen verfolgen Private-Equity-Fonds verschiedene organisatorische Ansätze. Diese unterscheiden sich zum einen darin, ob interne oder externe Mitarbeiter zum Einsatz kommen, und zum anderen darin, ob es sich hierbei um Generalisten oder funktionale Spezialisten handelt. Neben den im Folgenden dargestellten Reinformen kommen auch Hybride aus mehreren Ansätzen zum Einsatz.

Ein weit verbreiteter interner Ansatz ist der Einsatz sogenannter **Industriexperten** oder **Operating Partner**. Diese sind typischerweise Branchenkenner, die über langjährige Erfahrung – zumeist in leitenden Positionen – im Sektor des Portfoliounternehmens verfügen. Dabei profitieren die Portfoliounternehmen nicht nur von branchenspezifischem Know-how der Operating Partner, sondern auch von deren umfangreichem Netzwerk. Sie unterstützen meist mit strategischer Beratung auf Geschäftsführungs- oder Aufsichtsratsebene.

Ein zweiter interner Ansatz ist die Entwicklung und Implementierung operativer Verbesserungsmaßnahmen über **Inhouse-Beratungen**, die sich vielfach aus ehemaligen Unternehmensberatern **rekrutieren**. Diese sind häufig eher generalistisch orientiert und begleiten die operative Entwicklung von Portfoliounternehmen funktionsübergreifend über längere Zeiträume. Beide internen Ansätze ermöglichen personelle Kontinuität bei der Umsetzung operativer Verbesserungsmaßnahmen und damit auch den

Aufbau interner Erfahrungswerte, best practices sowie von Branchenkenntnissen.

Ein Ansatz zur Einbindung externer operativer Ressourcen ist das **Funktionale Modell**. Hierbei wird ebenfalls auf sektor- oder funktionsbezogenes Fachwissen von Branchenexperten oder ehemaligen Strategieberatern zurückgegriffen. Anders als beim Einsatz interner Operating Partner oder Inhouse-Beratungen wird hier jedoch auf die Expertise externer Berater zurückgegriffen, die häufig über längere Zeiträume engagiert werden. Dies ermöglicht den zielgerichteten, zeitlich begrenzten Einsatz der qualifiziertesten sektoralen oder funktionalen Spezialisten.

Welches der vorgenannten Modelle für eine PE-Gesellschaft das erfolversprechendste ist, hängt im Wesentlichen von der Strategie der betreuten Fonds ab. Insgesamt lässt sich jedoch konstatieren, dass Private-Equity-Fonds mit dedizierten operativen Ressourcen sich in der Vergangenheit aufgrund ihres von Marktpreisentwicklungen weitgehend unabhängigen Wertschöpfungsansatzes als überdurchschnittlich erfolgreich erwiesen haben.

Perspektiven für Private Equity

Nach den sehr erfolgreichen vergangenen zwei Jahren wird sich auch Private Equity den **Herausforderungen der Märkte** stellen müssen: Steigende Zinsen werden zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten für Unternehmenskäufe führen, zum anderen die Bewertungen von Bestandsbeteiligungen reduzieren. Preisdruck und Störungen der Liefer-

ketten werden zusätzlich operativ für Handlungsbedarf in Portfoliounternehmen sorgen. Es ist daher davon auszugehen, dass die durchschnittliche Haltedauer steigen wird.

Doch diese Entwicklungen haben auch positive Seiten: Das zuletzt enorm hohe Bewertungsniveau könnte sinken, wodurch wieder günstigere Käufe möglich sein sollten. Fonds mit einer starken operativen Agenda können durch den umfassenden Eingriff in die Wertschöpfung **Margensteigerungen erzielen**, die der Ermäßigung der Bewertungsparameter entgegenwirken. Auf Wachstum fokussierte Fonds bekommen mehr Möglichkeiten, auf Expansion gerichtete Unternehmen zu unterstützen, die aufgrund restriktiverer Finanzierungsbedingungen nach alternativen Kapitalquellen suchen. Und auch **Spezialisten** mit besonderen Fähigkeiten in anspruchsvolleren Unternehmensphasen werden wieder mehr Gelegenheit haben, ihre Fähigkeiten auszuspielen als in der langen Phase des Aufschwungs zuletzt.

Der Kosmos der Private-Equity-Manager bietet weiterhin eine große Auswahl, mit der Investoren auch bei gesteigerter Unsicherheit langfristig eine Überrendite erzielen können. Mehr denn je ist eine **sorgfältige Auswahl der Manager** entscheidend, um dieses Ziel zu erreichen. Da zu erwarten ist, dass sich die Kapitaleinwerbung nun ebenfalls verlangsamt, haben private Investoren wieder größere Chancen, bei nachgefragten Fonds die volle gewünschte Allokation zu erhalten.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

TAKTISCHE GRUNDALLOKATION		Untergewichtung		Neutral	Übergewichtung	
		stark	leicht		leicht	stark
Liquide Anlageklassen	Geldmarkt					
	Renten					
	Aktien					
	Rohstoffe					
	Hedgefonds					
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					
	China					
	Schwellenländer ex China					
	Discount-Zertifikate					
Rohstoffe	Gold					
	Rohöl					
	Industriemetalle					
Hedgefonds	Long/Short Equity					
	Marktneutral					
	Event Driven					
	Fixed Income					
	Global Macro					
	Trend Following					
EMPFEHLUNGEN INNERHALB DER ILLIQUIDEN ANLAGEKLASSEN FÜR DIE NEUANLAGE						
Immobilien	Verstärkte Diversifikation der Immobilieninvestments über die Nutzungsarten und Regionen, die fundamentales Wachstum versprechen.					
Beteiligungen	Auswahl von Fondsmanagern mit nachweisbar erfolgreichem Track Record in anspruchsvolleren Marktperioden bei konstantem Investitionstempo					

IMPRESSUM

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren

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

Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

Redaktionsschluss

2. Juni 2022

Urheberrechtshinweis

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

Haftungsausschluss

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

Datenquellen

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

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

www.marcard.de

Ein Unternehmen der


M.M. WARBURG & CO
BANK