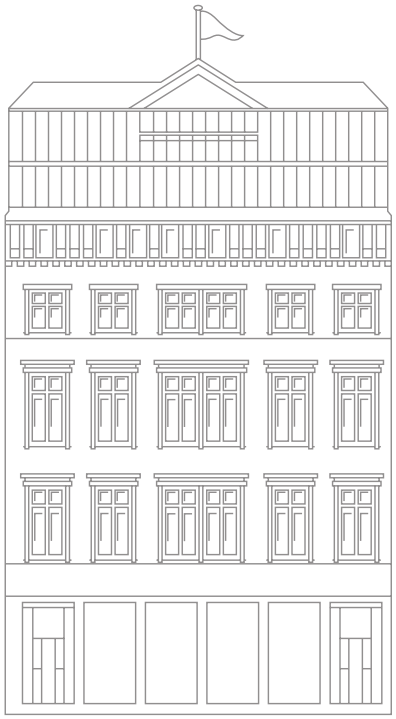
MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Jahresrückblick 2018 und Ausblick 2019

Anlagestrategien für den Spätzyklus

VORWORT

Das Jahr 2018 verlief für die Anleger sehr enttäuschend. Trotz eines soliden weltwirtschaftlichen Wachstums von voraussichtlich 3,7 Prozent und Gewinnsteigerungen der US-Unternehmen von über 20 Prozent notierten die Aktienmärkte fast weltweit zum Jahresende im Minus, der DAX mit immerhin 18 Prozent. Neben einer nachlassenden Wirtschaftsdynamik im Laufe des vergangenen Jahres waren es vor allem politische Themen, die den Anlegern die Laune verdarben.

Das vergangene Jahr macht deutlich, welchen ökonomischen Preis der politische Populismus fordert. Während in Großbritannien die Diskussionen über die Modalitäten des EU-Austritts chaotische Züge annahmen, sorgte vor allem der Handelskrieg des US-Präsidenten gegen China für höchste Verunsicherung bei den Anlegern. Die im März 2018 gewählte populistische Regierung in Italien irritierte die Märkte mit ihren Plänen für eine deutlich höhere Neuverschuldung, während der einstige Hoffnungsträger Macron in Frankreich den Forderungen der protestierenden „Gelbwesten“ nachgeben musste und damit ebenfalls die fiskalischen Spielregeln in der EU ignorierte.

Gegenwind kommt jedoch nicht nur von der populistischen Wirtschaftspolitik, sondern auch von den Notenbanken. Die Europäische Zentralbank hat zum Jahreswechsel ihr Anleiheankaufprogramm eingestellt und in den USA addieren sich die Leitzinserhöhungen des letzten Jahres auf einen vollen Prozentpunkt. Damit fehlt das Sicherheitsnetz der extrem expansiven Geldpolitik der vergangenen Jahre für die Aktienmärkte. Zudem prognostiziert die OECD, dass sich in zwei Dritteln der 35 größten Volkswirtschaften das Wirtschaftswachstum in 2019 verlangsamen wird. Einige glauben sogar, bereits das Gespenst der Rezession am Horizont erkennen zu können.

Auf das Ende des konjunkturellen Höhepunkts folgt jedoch nicht unmittelbar die Rezession, sondern zunächst die Phase des Spätzyklus. Das Bild für die Rentenmärkte hellt sich in dieser Phase deutlich auf, da die Zinsen nur noch langsam ansteigen. Am Aktienmarkt wird verstärkt Wert auf Qualität und Geschäftsmodelle gelegt, die wenig konjunkturreagibel sind. Die Gewinne steigen im Spätzyklus noch, aber nicht mehr so stark wie in der Boomphase. Kleine und mittlere Unternehmen tun sich in diesem Umfeld schwerer als die großen Unternehmen. Statt den Aktienmarkt nach den schlechten Erfahrungen des vergangenen Jahres ganz zu verdammen, empfiehlt sich eine Untergewichtung und eine defensivere Ausrichtung, die auf Großunternehmen und konservative Geschäftsmodelle setzt. Die Beimischung von Staatsanleihen mit guten Bonitäten und Gold erhöht die Krisenresistenz des Portfolios.

Könnte 2019 sogar ein gutes Aktienjahr werden? Die Gründe für Sorgen am Kapitalmarkt haben zu einem guten Teil auch mit Politik zu tun. Das ist gut und schlecht zugleich: Schlecht, weil es zeigt, was unkluge Politik anrichten kann – gut, weil politische Krisen auch politisch gelöst werden können. Mit der Einigung im italienischen Haushaltsstreit und der angekündigten moderateren Gangart der amerikanischen Zentralbank haben sich die Rahmenbedingungen verbessert. Was derzeit bleibt, ist das Brexit-Chaos, aber auch der Schuldenberg in Italien, der durch die Einigung noch nicht abgetragen ist. Besonders schwer belasten die sino-amerikanischen Handelsstreitigkeiten den Ausblick, bei denen sich Signale der Entspannung regelmäßig mit urplötzlicher Eskalation abwechseln. Unterstützen könnte der Ölpreis, der im vierten Quartal 2018 um bis zu 45 Prozent gefallen ist, was auf die meisten Volkswirtschaften dieser Welt wie eine gewaltige Steuersenkung wirkt. Gleichzeitig sind die Bewertungen an den Aktienmärkten deutlich attraktiver geworden. Viele institutionelle Anleger, deren Risikobudgets Ende 2018 erschöpft waren, könnten an den Aktienmarkt zurückkehren. Dass die Volatilität 2019 mindestens so hoch bleiben wird wie 2018, dürfen Anleger angesichts der Risiken voraussetzen.

Die Devise für 2019 lautet also: die Sicherheit des Portfolios erhöhen und die politischen Entwicklungen genau beobachten. Die Allokation sollte je nach Entwicklung beherzt angepasst werden, da die Ereignisse bei einer fragilen Konjunktur stärkere Kurseinbrüche oder -erholungen auslösen könnten.

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes
Hamburg, Januar 2019

Vorwort 1

Zusammenfassung 4

Schwerpunktthema: Anlagestrategien für den Spätzyklus 9

Jahresausblick 2019: Volkswirtschaft und Geldpolitik 21
- Weltkonjunktur: Das Wachstumstempo verlangsamt sich 21
- US-Konjunktur: Abschwächung, aber noch keine Rezession 25
- China: Zwischen Handelskrieg und politischem Stimulus 29
- Europa: Sonderfaktoren trüben den Ausblick 31
- Deutschland: Robuster Dienstleistungssektor, fragile Industrie – und ein Regierungswechsel? 35
- Devisenmarkt: Fortsetzung der Dollar-Stärke 38

Jahresausblick 2019: Liquide Vermögensklassen 41
- Geldmarkt: Eine kleine Verbesserung in der zweiten Jahreshälfte 41
- Rentenmarkt: Kaum Spielraum für steigende Zinsen 42
- Aktienmarkt: Abnehmender Optimismus 48
- Rohstoffmarkt: Vorhandenes Potenzial bei Rohöl und Industriemetallen 57
- Hedgefondsmarkt: Nettoabflüsse im Jahr 2019 61

Jahresausblick 2019: Vermögensklasse Immobilien 63

Jahresausblick 2019: Vermögensklasse Beteiligungen 73
- Private Equity Markt: Auch am Ende des Zyklus attraktiv 73
- Listed Private Equity: Herausforderndes Umfeld 79
- Private Debt: Vorteile im Spätzyklus 82

Jahresrückblick 2018 89
- Konjunktur und Geldpolitik 89
- Devisenmarkt 92
- Geldmarkt 92
- Rentenmarkt 93
- Aktienmarkt 96
- Rohstoffmarkt 98
- Hedgefondsmarkt 99
- Immobilienmarkt 100
- Private Equity Markt 103
- Listed Private Equity Markt 104
- Private Debt Markt 105

Impressum 106

ZUSAMMENFASSUNG

Die Zeichen mehren sich, dass der Höhepunkt des globalen Konjunkturzyklus inzwischen überschritten wurde. Die konjunkturelle Phase, in der die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts rückläufig, aber immer noch positiv sind, wird als späte Aufschwungphase oder **Spätzyklus** bezeichnet. Sie mündet irgendwann in eine Rezession, in der die Wirtschaftsleistung abnimmt.

Der Spätzyklus kann mehrere Jahre dauern und erfordert eine Anlagestrategie, die sich sowohl von der im Aufschwung als auch von der in der Rezession unterscheidet. Wir arbeiten in unserem **Schwerpunktthema** heraus, welche Merkmale der Spätzyklus hat und wie Anleger darauf reagieren sollten. An den Aktienmärkten lässt sich auch im Spätzyklus Geld verdienen, aber die Schwankungen werden größer und die Bedeutung der Selektion nimmt zu. Für Rentenanleger hellt sich das Bild im Spätzyklus dagegen langsam auf.

In den beiden größten **Volkswirtschaften** der Welt, USA und China, wird sich 2019 das Wachstumstempo auch unabhängig vom Zollstreit verlangsamen. Während die USA den Höhepunkt des Konjunkturzyklus mutmaßlich überschritten haben, setzt sich die strukturelle Abkühlung in China weiter fort. Japan und Brasilien könnten 2019 die einzigen größeren Volkswirtschaften sein, die ihr Wachstum gegenüber dem Vorjahr steigern werden. In Europa belasten Sonderthemen wie die italienische Staatsverschuldung und der geplante EU-Austritt Großbritanniens den Ausblick. Geldpolitisch erwarten wird für 2019 maximal eine Leitzinserhöhung in den USA. Der Zins- und Wachstumsvorsprung gegenüber dem Euroraum bleibt jedoch so groß, dass der **US-Dollar** 2019 weiter stark bleiben dürfte.

Die **Europäische Zentralbank** wird im Jahresverlauf zunächst die Zinsen auf ihren tiefen Niveaus belassen. Nach dem Sommer erwarten wir eine leichte Anhebung des Einlagensatzes, der auch die Renditen kurzlaufender Anleihen etwas ansteigen lassen könnte. Die Situation für Investoren wird sich demnach nur leicht verbessern. Zumindest besteht aber nun die Aussicht, dass am Jahresende auch bei bonitätsstärkeren Banken einige wenige Basispunkte positive Verzinsung für Tagesgelder erzielt werden können.

Konjunkturprognose Marcard, Stein & Co

BIP-Wachstum	2018 Ist-Werte	2019 Konsens	2019 Prognose Marcard
Welt	3,7 %	3,5 %	**3,4 %**
USA	2,9 %	2,6 %	**2,3 %**
China	6,6 %	6,2 %	**6,2 %**
Euroraum	2,0 %	1,8 %	**1,3 %**

Am **Rentenmarkt** dürften die Zinsen nur leicht ansteigen. Die Geldpolitik wird insgesamt etwas weniger expansiv sein, aber das strukturelle Angebotsdefizit vor allem bei Bundesanleihen bleibt bestehen. Bei US-Staatsanleihen liegen die Zinsen mittlerweile über alle Laufzeiten wieder auf attraktiven Niveaus. Deshalb wird selbst ein moderater Zinsanstieg die Jahresperformance hier nicht in den negativen Bereich drücken. Italienische Staatsanleihen sind weiterhin zu meiden. Zwar ist die Chance, hier eine hohe Rendite zu erzielen, nicht von der Hand zu weisen. Durch die konfrontative Politik des Landes wurde jedoch viel Vertrauen zerstört. Unsere Einschätzung ist, dass es Zeit brauchen wird, bis die Anleger das Vertrauen in das Land zurückgewinnen. Auch Unternehmensanleihen dürfte ein schwieriges Jahr bevorstehen. Das Ende der Aufkäufe durch die EZB und die etwas schwächere konjunkturelle Entwicklung lassen keine Spreadrückgänge erwarten. Insgesamt raten wir dazu, auf höhere Bonitäten zu setzen.

Das Rendite-Risiko-Profil von **Aktien** wird im Spätzyklus weniger attraktiv. Zum einen lässt die Unterstützung durch steigende Unternehmensgewinne nach und zum anderen übt eine höhere Risikoaversion Druck auf die Bewertungen aus. Im Ergebnis sinken die erwarteten Renditen im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen deutlich und die Volatilität nimmt spürbar zu. Um erfolgreich in diesem Umfeld zu investieren, muss die Aktienanlage aktiver werden. Dabei sollten vor allem die defensiveren Sektoren, wie zum Beispiel Gesundheit und Nahrungsmittel, höher gewichtet werden als zyklische Segmente wie Technologie oder Maschinenbau. Zudem lohnt es sich, auf größere Unternehmen zu setzen und Small Caps zu meiden. Auch in Bezug auf das Faktorinvesting schafft eine aktive Positionierung Mehrwert. Besonders robust zeigen sich in den Spätzyklusphasen die Faktoren Low Vola und Qualität. Anfälliger sind hingegen Growth und Momentum.

Am **Rohstoffmarkt** muss differenziert werden. So dürfte der Goldpreis etwas sinken. Denn durch den Anstieg der realen Verzinsung von US-Staatsanleihen ist nun wieder eine Anlageklasse vorhanden, die als Sicherheitsbaustein fungieren kann und zusätzlich einen positiven Ertrag liefert. Der Rohölpreis dürfte sich nach dem Preisrutsch des Vorjahres zunächst stabilisieren und im Jahresverlauf im Zuge der OPEC-Förderkürzungen etwas ansteigen. Die Preise von Industriemetallen sollten davon profitieren, dass die Nachfrage bei vielen Metallen über dem Angebot liegt.

Hedgefonds leisten weiterhin einen Diversifikationsbeitrag im Portfolio. Da aber nach den Zinserhöhungen durch die US-amerikanische Fed auch am US-Dollar-Geldmarkt wieder attraktive Renditen mit geringer Volatilität erzielt werden können, hat die relative Vorteilhaftigkeit der Anlageklasse abgenommen. Im Ergebnis dürften sich im Jahr 2019 Nettoabflüsse aus Hedgefonds zeigen. Besonders schwierig ist das spätzyklische Umfeld für Strategien, die mehrere Ansätze risikoparitätisch kombinieren, da sie durch plötzliche Volatilitätsänderungen an den Märkten negativ beeinflusst werden. Ansätze, die von der höheren Volatilität im Spätzyklus profitieren, sollten hingegen gefragt sein. Die entscheidende Performance-Komponente bleibt am Ende aber die Managerselektion. Insbesondere reine Alpha-Strategien erzielen ihre Renditen einzig aus dem Geschick der Portfoliomanager.

Immobilien gehören zu den wenigen Anlageklassen, die auch im aktuellen Marktumfeld noch messbare laufende Erträge generieren. Allerdings bewegen sich sowohl in Deutschland als auch in Europa die Preise auf historischen Höchstständen, sodass einerseits die laufenden Verzinsungen stark zurückgegangen sind und andererseits die Fallhöhe der Märkte stark zugenommen hat. Für 2019 erwarten wir sowohl bei den Mieten als auch bei den Preisen das Einschwenken der Märkte in eine Seitwärtsbewegung. Für den Aufbau von Beständen mit langfristiger Halteabsicht bietet das Marktumfeld kaum die geeigneten Voraussetzungen. Vielmehr sollten Eigentümer das sich absehbar schließende Zeitfenster nutzen, um Immobilien zu Höchstpreisen zu veräußern. Neuengagements bieten sich an, wenn der Investor durch eigene Managementleistung aktive Wertschöpfung betreiben kann, beispielsweise in Form von Baurechtschaffung, Schaffung von zusätzlicher Mietfläche oder baulicher Optimierung von Beständen.

Private Equity sollte langfristig betrachtet auch künftig Renditen im niedrigen zweistelligen Bereich erwirtschaften. Wesentliche Bewertungsindikatoren befinden sich zwar weiterhin auf historisch sehr hohen Niveaus, zeigten zuletzt aber rückläufige Tendenzen. Zudem erscheinen die Bewertungen im Vergleich zu anderen Assetklassen wie z. B. Aktien weiterhin angemessen. Die Vergangenheit zeigt, dass der Spätzyklus kein schlechter Zeitpunkt für Neuanlagen in Private-Equity-Fonds sein muss. Für Neuanlagen empfehlen wir nach wie vor Fonds, die sich auf mittelständische Unternehmen spezialisiert haben.

Listed Private Equity (LPE) bietet Investoren den Vorteil einer unmittelbaren Kapitalallokation im Bereich Private Equity. Während sich die Net Asset Values des Segments im Jahr 2019 voraussichtlich noch leicht positiv entwickeln, ergeben sich in der aktuellen Zyklusphase jedoch erhebliche Risiken für Anleger. Aufgrund der im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen erhöhten Verschuldung reagieren die Kurse von LPE-Fonds bei Marktunsicherheiten sehr empfindlich. Somit können die Kurse von LPE-Fonds im Jahr 2019 deutlich nachgeben und sich die Discounts ausweiten. Anleger, die LPE als taktischen Baustein im Beteiligungsportfolio verwenden, sollten versuchen, günstige Ausstiegszeitpunkte abzupassen.

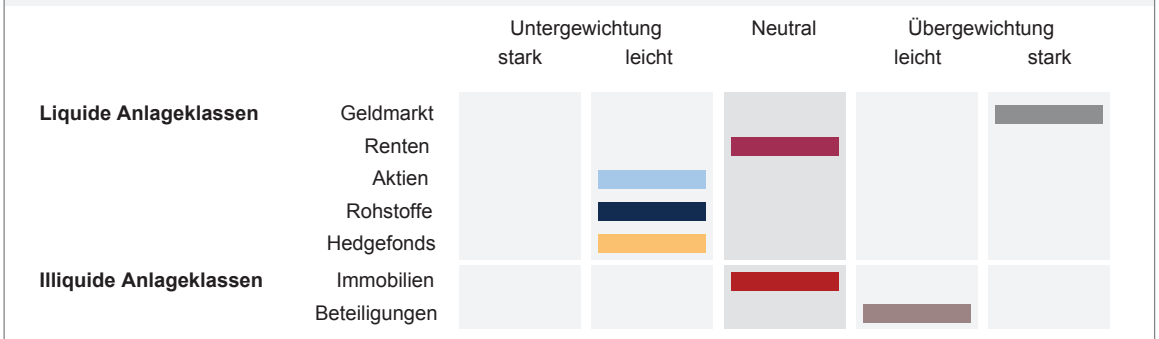
Auch in einem Umfeld nachlassender wirtschaftlicher Dynamik dürfte sich die Bedeutung von **Private Debt** als Anlageklasse weiter erhöhen. Dabei erhöht eine zunehmende Kapitalkonzentration auf wenige große Manager den Druck auf die Konditionen insbesondere im oberen Größensegment. Dies führt zwar nicht zu einer Verringerung der Margen, kann sich allerdings in Zugeständnissen bei der Kreditqualität niederschlagen, weshalb der Auswahl des geeigneten Fondsmanagers eine zunehmende Bedeutung zukommt. Einem möglichen Anstieg der Ausfallraten im Spätzyklus sollte anlegerseitig zur Vermeidung von Verlusten durch eine möglichst vorrangige Platzierung in der Kapitalstruktur begegnet werden. Zwar können notleidende Kredite Investitionschancen eröffnen, die sich jedoch kaum gezielt ausnutzen lassen.

PROGNOSEN JE VERMÖGENSKLASSE

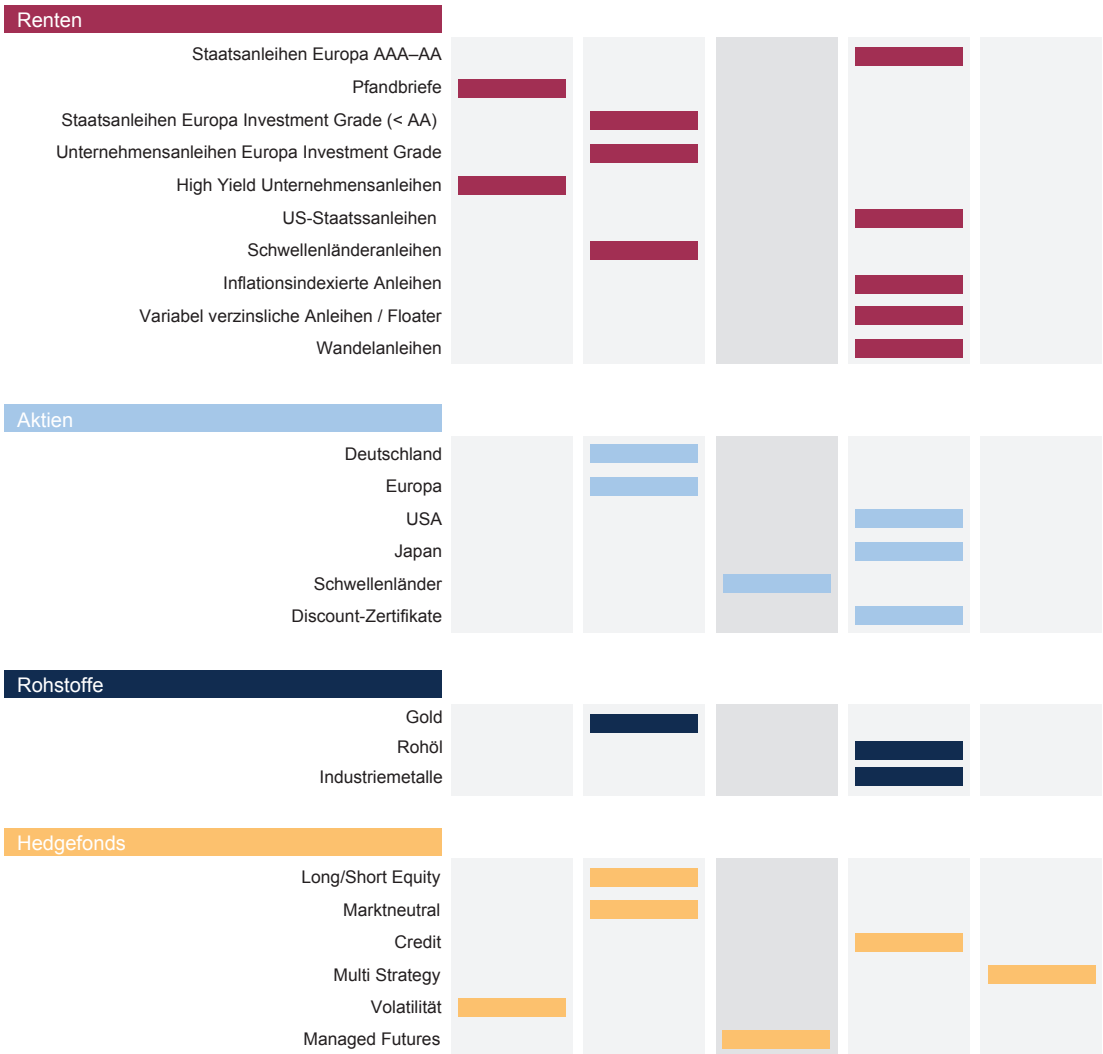
Vermögensklassen	2019 Prognose Marcard	Erläuterung
Liquide		
DAX	10.850 Punkte	Die Kursentwicklung wird von weiterhin positiven, aber verhaltenen Gewinnwachstumsraten der Unternehmen gestützt. Unter der Annahme, dass keine Extremszenarien eintreten, ist das Bewertungsrisiko aufgrund der bereits hohen eingepreisten Risikoprämien überschaubar. Das Kursziel impliziert eine Gesamtrendite von 2,5 Prozent.
S&P 500	2.550 Punkte	Die weiterhin gute Wirtschaftslage sollte den Unternehmen ein ordentliches Gewinnwachstum einbringen. Einen negativen Einfluss dürften aber rückläufige Bewertungen haben. Das Kursziel impliziert eine Gesamtrendite von etwa fünf Prozent (drei Prozent Kurssteigerung plus zwei Prozent Dividendenrendite).
Bundesanleihen (10 Jahre)	0,4 %	Das knappe Angebot an Bundesanleihen und eine weiterhin expansive Geldpolitik der EZB begrenzen den Spielraum für Zinsanstiege.
US-Dollar	1,12 EUR/USD	Das Wachstum in den USA verlangsamt sich zwar, doch der Zins- und Wachstumsvorsprung gegenüber dem Euroraum spricht weiterhin für den US-Dollar.
Immobilien		
Deutsche Immobilien (Wohnen, Gewerbe) in Top-Lage und Top-Qualität	Mögliche Rendite: < 2 %	Die Ausschüttungsziele müssen noch weiter reduziert werden. Nachhaltig sind weniger als zwei Prozent laufende Rendite zu erwarten.
Value- bzw. Strategien der aktiven Wertschöpfung	Mögliche Rendite: 4–6 %	Objekte mit Vermietungs- oder baulichen Aufgaben bieten weiterhin Preisvorteile im Einkauf. Die Immobilienwerte können durch Übernahme von Managementaufgaben aktiv gesteigert werden.
Beteiligung an Immobilieninvestitionen über Real Estate Private Equity	Mögliche Rendite: 6–10 %	Insbesondere im Beleihungsauslauf über 60 Prozent und bei Risikokapital bestehen für Investoren weiter interessante Beteiligungsmöglichkeiten.
Beteiligungen		
Private Equity	Durchschnittliche jährliche Rendite (Netto-IRR) von knapp über 10 %	Langfristige Analysen zeigen solide zweistellige Renditen über die jeweiligen Laufzeiten sowie Mehrrenditen gegenüber Aktieninvestments. Die Renditen zeigen jedoch leicht rückläufige Tendenzen.
Listed Private Equity	Durchschnittlicher jährlicher Anstieg des NAV um etwa 10 %	Langfristig gehen wir aufgrund der vergleichbaren Assets von LPE von einer ähnlichen Entwicklung der NAV wie bei Private Equity aus. Kurzfristig können sich für Investoren erhebliche negative Abweichungen von der langfristigen Performance ergeben.
Private Debt / „Senior Secured“	Durchschnittliche jährliche Rendite von knapp über 5 %	Auf Basis der aktuellen Marktverzinsung von erstrangigen Mittelstandskrediten sowie historischer Ausfallraten unterstellen wir eine jährliche Rendite von knapp über fünf Prozent mit laufenden Auszahlungen von ca. vier Prozent p. a.

TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG

TAKTISCHE GRUNDALLOKATION



ALLOKATION INNERHALB DER LIQUIDEN ANLAGEKLASSEN



EMPFEHLUNGEN INNERHALB DER ILLIQUIDEN ANLAGEKLASSEN FÜR DIE NEUANLAGE

Immobilien	Deutsche Wohn- und Gewerbeimmobilien Core untergewichten, Anlagestrategien mit aktiver Wertschöpfung übergewichten
Beteiligungen	Listed Private Equity untergewichten

SCHWERPUNKTTHEMA: ANLAGESTRATEGIEN FÜR DEN SPÄTZYKLUS

Vor knapp zehn Jahren endete die globale Rezession, die durch die Finanzkrise in den USA ausgelöst wurde. Seitdem befinden sich die meisten Volkswirtschaften in einer mehr oder weniger stetigen konjunkturellen Aufschwungphase. Doch die Zeichen mehren sich, dass der **Höhepunkt des globalen Konjunkturzyklus** inzwischen überschritten wurde. Die konjunkturelle Phase, in der die Wachstumsraten des BIP rückläufig, aber immer noch positiv sind, wird als späte Aufschwungphase oder **Spätzyklus** bezeichnet. Sie mündet irgendwann in eine Rezession, in der das Wachstum negativ wird.

In den USA befindet sich die Wirtschaft seit Juni 2009 in einer Aufschwungphase. Die Wendepunkte der Konjunktur werden für die US-Wirtschaft vom **National Bureau of Economic Research** (NBER), der größten wirtschaftswissenschaftlichen Forschungseinrichtung in den USA, offiziell festgelegt. Das NBER verwendet eine Vielzahl von Indikatoren für die Zyklusbestimmung (neben diversen Maßen für den volkswirtschaftlichen Output vor allem Arbeitsmarktdaten) und geht damit über die einfache Regel hinaus, dass zwei aufeinanderfolgende Quartale mit Negativwachstum eine Rezession bedeuten. Da das NBER monatliche Daten verwendet und auch Schätzungen des monatlichen BIP-Wachstums vornimmt, erfolgt die Datierung der Wendepunkte auf monatlicher Basis.

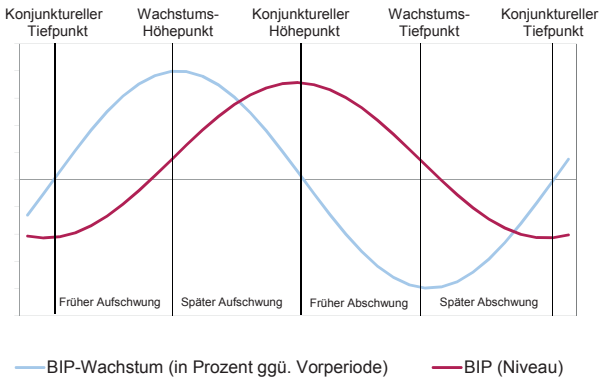
Im Gegensatz zum stilisierten Konjunkturzyklus dauern Aufschwungphasen in der realen Wirtschaft wesentlich länger als Abschwungphasen. Zwischen 1945 und 2009 lag die durchschnittliche Länge des Aufschwungs bei 58 Monaten und die des Abschwungs bei elf Monaten. Seit dem Ende des zweiten Weltkriegs hat die Länge der Aufschwungphasen immer mehr zugenommen. So dauerte der letzte Aufschwung von 1991 bis 2001 ganze zehn Jahre. Der aktuelle Aufschwung könnte diesen Rekord sogar brechen, denn das Tempo der Erholung blieb deutlich hinter früheren Aufschwungphasen zurück.

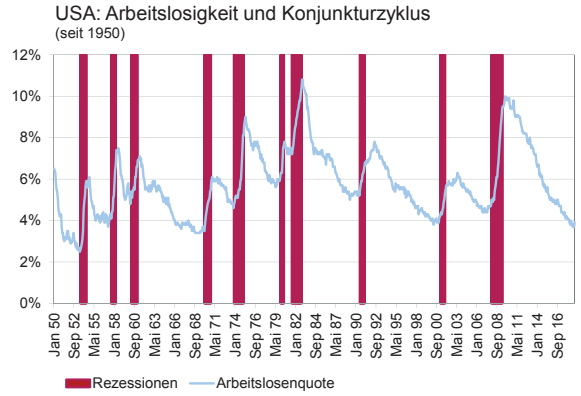
These 1: Arbeitslosigkeit, Inflation und Zinsen zeigen ein klares zyklisches Muster.

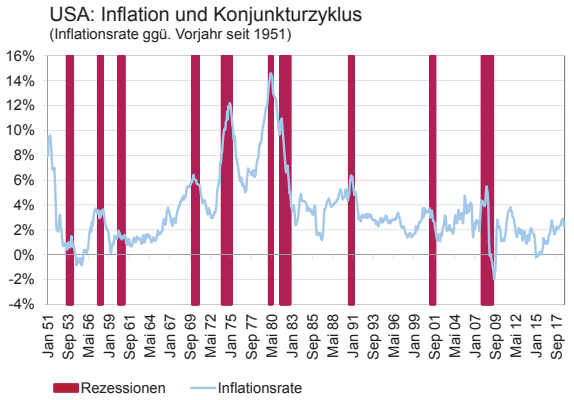
Im Spätzyklus wächst die Wirtschaft langsamer.

Trotz der Tatsache, dass China zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen ist und in einigen Jahren die USA voraussichtlich überholen wird, hat die US-Wirtschaft weiterhin eine Leitfunktion für die Weltwirtschaft. Daher spielt die Zyklusbestimmung der US-Wirtschaft für die globalen Konjunkturaussichten eine entscheidende Rolle. Dass der aktuelle Aufschwung in den USA bereits knapp zehn Jahre andauert, bedeutet nicht, dass das Land in den nächsten Jahren zwangsläufig auf eine Rezession zusteuern wird. Denn entscheidend ist nicht nur die Länge, sondern auch die Stärke des Aufschwungs und die Entwicklung des Produktions-

Stilisierter Konjunkturzyklus
(gemäß der Definition des NBER)





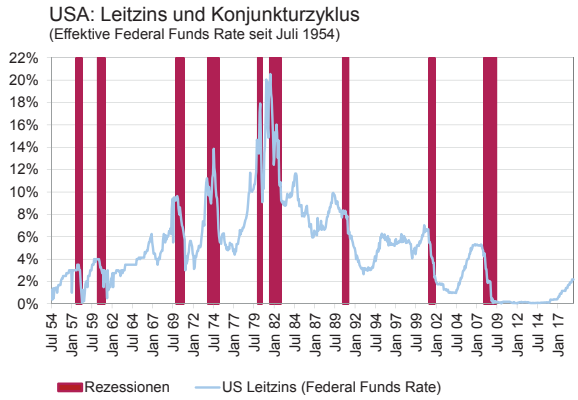


potenzials. Aufschwünge enden nicht wegen „Altersschwäche“, sondern weil die **Kapazitätsgrenze der Produktion** erreicht wird.

Wo genau die Kapazitätsgrenze liegt, ist nicht immer leicht zu ermitteln. Am klarsten sind die Grenzen am **Arbeitsmarkt** zu erkennen. Im Spätzyklus wird Vollbeschäftigung oder sogar eine Situation der Überbeschäftigung erreicht. Die Arbeitslosenquote ist allerdings ein nachlaufender Konjunkturindikator, da die Beschäftigung üblicherweise mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auf eine steigende gesamtwirtschaftliche Nachfrage reagiert. Die Situation in den USA, wo die Arbeitslosenquote auf einen Wert von aktuell 3,9 Prozent gefallen ist, entspricht dem typischen Bild einer spätzyklischen Wirtschaft.

Die sogenannte Phillips-Kurve legt nahe, dass es zwischen Arbeitslosigkeit und **Inflation** einen inversen Zusammenhang gibt. Wenn Arbeitskräfte schwer zu finden sind, kann dies zu Lohnsteigerungen führen, die Unternehmen zu Preiserhöhungen veranlassen. Die gestiegenen Preise führen ihrerseits zu steigenden Lohnforderungen, was eine Spirale in Gang setzen kann. Die Zentralbanken, deren Aufgabe die Erhaltung der Preisstabilität ist, reagieren auf drohende Inflationsgefahren mit Leitzinserhöhungen, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu dämpfen und den Preisdruck zu mildern.

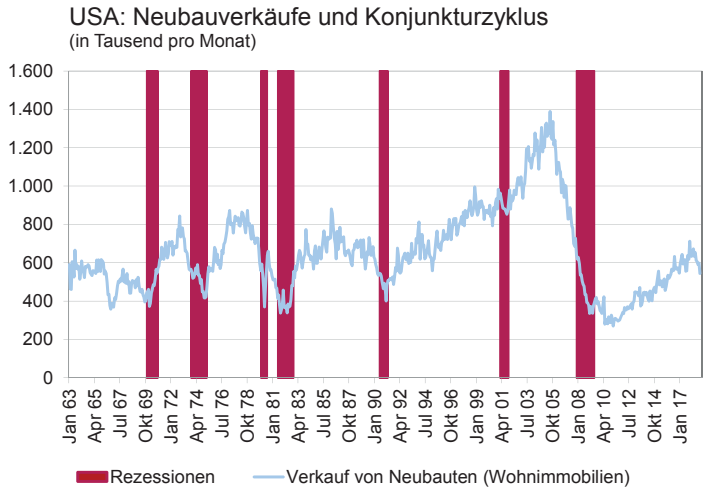
Das historische Bild für die USA zeigt, dass es häufig vor Rezessionen zu einem Anstieg der Inflation kam. Dieses Phänomen ist jedoch seit dem Beginn der 1980er Jahre weniger ausgeprägt. Zahlreiche akademische Studien deuten darauf hin, dass die Phillips-Kurven-Relation von Arbeitslosigkeit und Inflation zwar weiterhin gilt, **die Kurve aber wesentlich flacher geworden ist**. Die Lohn- und Preissteigerungen bei Vollbeschäftigung fallen also deutlich geringer als in der Vergangenheit aus.



Die Geldpolitik reagiert jedoch nicht nur auf die Inflation, sondern auch auf das reale Wachstum. Diesen Zusammenhang hat der US-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler John Taylor in der nach ihm benannten Regel formalisiert. Die Leitzinsen werden demnach nicht nur bei steigender Inflation angehoben, sondern auch, wenn die Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem BIP zunimmt. Die Grafik verdeutlicht, dass **die Leitzinsen in den USA vor jeder Rezession stiegen** und während der Abschwungphasen gesenkt wurden.

Eng verbunden mit dem Zinszyklus ist auch das Verlaufsmuster am **Immobilienmarkt**. Sinkende Arbeitslosigkeit und steigende Einkommen fördern die Nachfrage nach Wohnimmobilien. Im Spätzyklus führen jedoch steigende

Hypothekenzinsen und der Preisanstieg bei Immobilien zu einer Abkühlung der Nachfrage. Da die Fertigstellung von Immobilien eine längere Zeit in Anspruch nimmt, kann es in der Spätphase des Booms zu einem deutlichen Überangebot an Immobilien kommen, das den zyklischen Abschwung noch verschärft.



Wie die Konjunktur die Kapitalmärkte beeinflusst

Die zyklische Position einer Volkswirtschaft ist ein zentraler Einflussfaktor auf die zu **erwartenden Erträge an den Kapitalmärkten**. Da die Geldpolitik die Leitzinsen prozyklisch variiert, verhalten sich die Erträge von Anleihen tendenziell antizyklisch: Steigende Zinsen verursachen Kursverluste im Aufschwung, fallende Zinsen dagegen Kursgewinne im Abschwung. Dieses Zinsmuster wirkt sich unmittelbar auf den Aktienmarkt aus, wo die diskontierten zukünftigen Gewinne im Aufschwung sinken und im Abschwung steigen. Auch Bewertungskennziffern wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis spiegeln das aktuelle Renditeniveau zu einem Teil wider.

Einen direkten Einfluss hat die Konjunktur zudem auf die Gewinne von Unternehmen mit zyklischen Geschäftsmodellen. Ebenfalls zyklisch beeinflusst ist der Wechselkurs, da Zinssenkungen meist eine Abwertung der inländischen Währung nach sich ziehen. Allerdings hängt dies entscheidend davon ab, wie global der Abschwung ist, da die inländische Währung weniger auf den nationalen Zins, sondern auf die internationalen Zinsdifferenzen reagiert.

Über die **Inflation**, die sich prozyklisch verhält, verläuft ein weiterer Wirkungskanal von der Konjunktur zu den Kapitalmärkten. Steigende Inflationsraten in der Spätphase des Konjunkturzyklus machen Sachwerte und Rohstoffe attraktiv, während fallende Inflationsraten und Deflation nominalen Vermögenswerten wie festverzinslichen Anleihen zugutekommen.

Da die Akteure am Kapitalmarkt jedoch nicht nur passiv auf die Konjunktur reagieren, sondern mit ihren Konjunkturerwartungen die Kurse auch aktiv beeinflussen, lassen die Kapitalmarktpreise Rückschlüsse auf die künftige Konjunkturentwicklung zu. Der verlässlichste Indikator ist dabei nicht der Aktien-, sondern der Rentenmarkt. Wenn die kurzfristigen Zinsen über die langfristigen steigen, ist dies ein guter Frühindikator für eine Rezession. Typischerweise kommt es im Spätzyklus etwa vier Quartale vor dem konjunkturellen Höhepunkt zu einer **Inversion der Zinsstruktur**.

Die Kapitalmarktpreise spiegeln das Konjunkturbild der Marktteilnehmer wider.

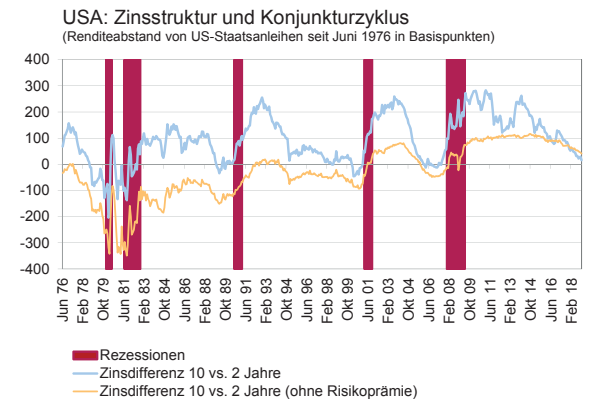
Was genau signalisiert eine inverse Zinskurve? Dazu muss man sich vergegenwärtigen, dass Anleger am Rentenmarkt die Wahl haben zwischen dem Erwerb einer langlaufenden Anleihe oder der sukzessiven Anlage in kurzlaufende Titel. Die Verzinsung der langlaufenden Anleihe spiegelt die erwartete Entwicklung der kurzfristigen Zinsen wider. Eine inverse Zinsstruktur ist also ein Indiz dafür, **dass der Markt sinkende kurzfristige Zinsen erwartet**. Das

passiert normalerweise nur während einer Rezession, in der die Zentralbank die Leitzinsen senkt.

Wäre genau bekannt, wie hoch die Zinsen in der Zukunft sind, ließe sich der Preis einer langlaufenden Anleihe ohne Unsicherheiten bestimmen. Da dies jedoch nicht der Fall ist, verlangen die Käufer eine **Risikoprämie**. Dieser Renditebestandteil, der im englischen als „term premium" bezeichnet wird, entlohnt die Unsicherheit darüber, wie sich die wichtigsten Einflussfaktoren auf den Zins wie das reale Wachstum, die Inflation, die Geldpolitik, die Angebots- und Nachfragesituation, das Potenzialwachstum oder die Demografie entwickeln werden.

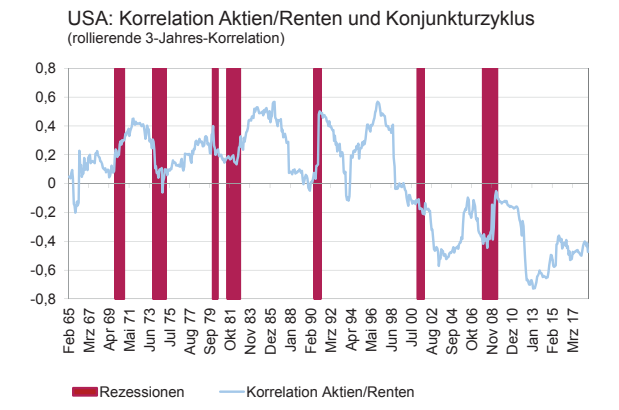
Die Rendite einer Staatsanleihe kann in zwei Komponenten aufgeteilt werden: Eine **Erwartungskomponente**, die den Pfad der zukünftigen Zinsentwicklung gemäß der Markterwartung einpreist, und eine **Risikokomponente**, die die Unsicherheit bezüglich dieser Markterwartung widerspiegelt. Diese Unterscheidung ist wichtig, weil nur die reine Erwartungskomponente einen Rückschluss auf die erwartete Zinsentwicklung und damit den künftigen Konjunkturverlauf ermöglicht.

Es wäre wünschenswert, die **Steilheit der Zinskurve ohne Risikoprämien** zu messen. Zu diesem Zweck gibt es wissenschaftliche Verfahren, die die Risikoprämien aus den Marktpreisen extrahieren. Tobias Adrian, Richard Crump und Emmanuel Moench von der New Yorker Fed haben eine entsprechende Methode entwickelt. Vergleicht man beide Zinskurven miteinander, fallen zwei Dinge auf. In den letzten Monaten haben sich zwar beide Zinskurven verflacht, die risikobereinigte Kurve ist aber noch weit von der Inversion entfernt. Ein wirklich kritischer Wert scheint zudem erst bei einer sehr starken Inversion von etwa 50 Basispunkten erreicht zu werden.



Asset Allokation im Spätzyklus

Der Spätzyklus stellt die Anleger vor große Herausforderungen. Steigende Zinsen, steigende Inflationsraten, eine abnehmende wirtschaftliche Dynamik und die Sorge vor einer bevorstehenden Rezession bilden eine Mixtur, die die Börsen meist nur schwer verdauen können. Doch nicht nur die einzelnen Assetklassen ändern ihre Eigenschaften im Spätzyklus, auch das Verhältnis zwischen den Assetklassen ändert sich.

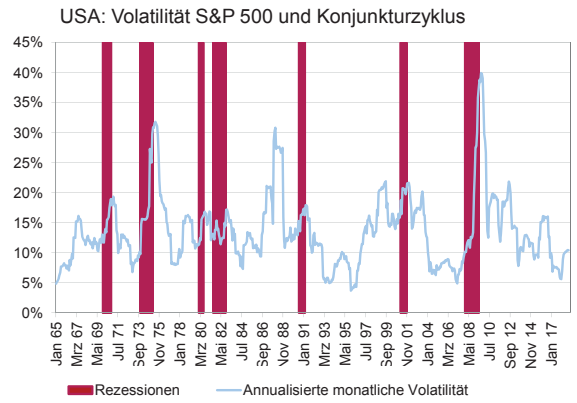


These 2: Im Spätzyklus wird es schwieriger, die Portfoliorisiken durch Diversifikation zu senken.

Mit Blick auf die **Korrelation zwischen Aktien und Renten** fällt zunächst weniger das zyklische, sondern vor allem das strukturelle Muster auf, dass die Korrelationen bis Ende der neunziger Jahre positiv und seitdem negativ waren. Bei genauerem Hinsehen zeigt sich, dass die Korrelationen während Rezessionen selten und oft nur kurzfristig negativ waren. Die historische Entwicklung zeigt, dass eine negative Korrelation zwischen Aktien und Renten ein relativ junges Phänomen ist. In Phasen hoher Inflation wie in den siebziger und achtziger Jahren waren die Korrelationen dagegen immer positiv. Da im Spätzyklus typischerweise die Inflationsraten ansteigen, verschlechtert sich nach diesem Muster die Diversifikation eines Aktien-/Renten-Portfolios. Die Beimischung von Renten zu einem Aktienportfolio erhöht zwar auch in Rezessionsphasen die Diversifikation, aber eine echte Absicherung gegen fallende Aktienkurse kann sie nicht leisten. Sobald sich stärkere (und vor allem unerwartete) Inflationsgefahren zeigen, ist es daher sinnvoll, das Portfolio um weitere Assetklassen wie zum Beispiel Rohstoffe zu ergänzen.

These 3: Die Volatilität der Aktienmärkte nimmt im Spätzyklus zu.

Ein weiteres spätzyklisches Phänomen ist die **Zunahme der Volatilität am Aktienmarkt**. Der Grund dafür sind die ökonomischen Signale, die im Spätzyklus häufig widersprüchlich sind. Wachstum und Gewinne sind weiterhin hoch, doch die Jahresveränderungsraten nehmen ab. Aufgrund der Vollbeschäftigung kann das Konsumklima neue Höchststände erreichen, während die Immobiliennachfrage unter steigenden Preisen und Hypothekenzinsen leidet. Das Verarbeitende Gewerbe sieht eine immer noch hohe Nachfrage, leidet aber unter vollausgelasteten Kapazitäten und Kostendruck. Innerhalb der Branchen findet am Aktienmarkt im Spätzyklus eine Rotation statt, die meist nicht reibungslos erfolgt. Generell stehen sich am Aktienmarkt im Spätzyklus diejenigen gegenüber, die an eine Fortsetzung des Aufschwungs glauben, und jene, die bereits die Rezession nahen sehen. Diese Gemengelage führt zu stärkeren Schwankungen an den Aktienmärkten.



These 4: Der Spätzyklus kann mehrere Jahre dauern und verlangt daher nach einer eigenen Anlagestrategie.

Viele Anleger neigen dazu, den Zustand der Wirtschaft binär zu interpretieren: gut oder schlecht. Das hier entwickelte zyklische Schema macht dagegen deutlich, dass es nicht zwei, sondern vier eigenständige und dauerhafte Phasen gibt. Rezessionen sind üblicherweise kurz und dauern nur wenige Quartale. Alle anderen Phasen können dagegen mehrere Jahre dauern. Auch der Spätzyklus, in dem sich gute und schlechte volkswirtschaftliche Signale mischen, kann mehrere Jahre dauern. Es macht daher Sinn, für diese Phase eine eigene Anlagestrategie zu verfolgen.

Wir werden im Folgenden für Aktien und Renten deren Verhalten im Spätzyklus analysieren und Empfehlungen ableiten. Andere Anlageklassen wie Rohstoffe oder Gold zeigen dagegen keine klaren Regelmäßigkeiten im Verlauf des Konjunkturzyklus und bleiben daher außen vor.

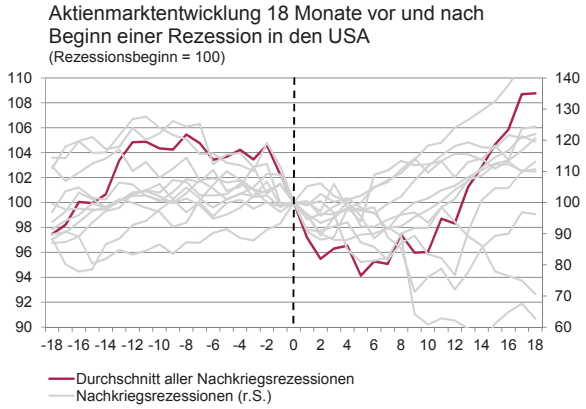
Die Aktienmärkte am Ende des Aufschwungs

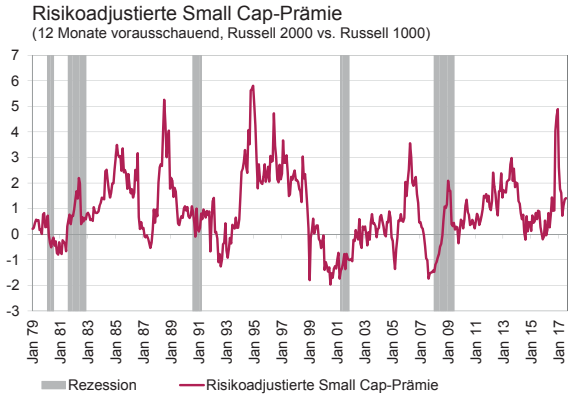
These 5: Der Höhepunkt des Aktienzyklus wird in der Regel bereits drei bis zwölf Monate vor einer Rezession erreicht.

Die Dynamik der Aktienmarktentwicklung verringert sich im Spätzyklus in der Regel spürbar. So lassen sich historisch in den zwölf Monaten vor dem Beginn einer Rezession zwar immer noch im Schnitt positive Aktienmarktrenditen erwirtschaften. Das **Ausmaß der Kurszuwächse ist aber deutlich geringer** als in früheren Zyklusphasen. Wurde zum Beispiel im S&P 500 seit 1964 eine durchschnittliche Monatsrendite von 0,87 Prozent in Aufschwungphasen erreicht, lag diese in den zwölf Monaten unmittelbar vor Beginn einer Rezession mit 0,43 Prozent nur noch bei etwa der Hälfte. Aktienanleger werden bereits vor dem Schrumpfen der Realwirtschaft vorsichtiger und preisen mögliche Margen- und Wachstumsabschwächungen durch steigende Kosten, zum Beispiel bei Löhnen, Rohstoffen oder Finanzierungen, ein.

Dies hat zur Folge, dass der Aktienmarkt in der Regel noch während der späten Aufschwungphase, also bei weiterhin positiven Wachstumsraten der Realwirtschaft, seinen **Höhepunkt überschreitet**. Historisch wurden die Aktienhöchststände in den USA etwa drei bis zwölf Monate vor dem Beginn einer Rezession erreicht.

Ist der Aktienmarkt daher ein guter Frühindikator für die Realwirtschaft? Nicht wirklich, denn Aktien verzeichnen öfter Korrekturen von zehn Prozent und mehr, ohne dass es tatsächlich zu einer Rezession kommt. So gab es alleine seit dem Jahr 2009 fünf Phasen mit Verlusten von zehn Prozent und mehr im S&P 500. Der Aktienmarkt **als Frühindikator liefert daher viele Fehlsignale**. Gibt es jedoch weitere (ökonomische) Signale, die auf den Spätzyklus hindeuten, lohnt es sich, vorsichtiger zu werden. Das Erkennen des tatsächlichen Wendepunktes wird vielen Investoren aber dennoch wohl erst mit einer Verzögerung von mindestens einigen Monaten möglich sein.





These 6: Large Caps performen im Spätzyklus besser als Small Caps.

Langfristig lässt sich an den Aktienmärkten eine Prämie für Investitionen in kleine Unternehmen beobachten. Diese ist theoretisch begründet, da Anleger für das höhere Risiko, welches mit Small Caps einhergeht, entlohnt werden müssen. In Spätzyklusphasen materialisiert sich aber oft dieses erhöhte Risiko. So wird es zum Beispiel für kleine, spezialisierte Unternehmen auf geräumten Arbeitsmärkten immer schwieriger, qualifizierte Arbeitskräfte zu finden, da oft der Zugang zum ausländischen Arbeitsmarkt fehlt. Auch gestaltet sich die Refinanzierung kleinerer Unternehmen im Spätzyklus schwieriger, da sie im Vergleich zu großen Unternehmen in der Regel nur über wenige Alternativen zur Kapitalbeschaffung verfügen.

In der Historie zeigt sich, dass die Differenz der risikoadjustierten Erträge (Rendite der nächsten zwölf Monate geteilt durch die Volatilität der nächsten zwölf Monate) vor Rezessionen oft negativ wird. Das heißt, dass die **Risikovergütung kleinerer im Vergleich zu größeren Unternehmen im Spätzyklus unattraktiv** wird. Für Aktieninvestoren hat dieser Effekt aber nicht nur Auswirkungen auf die Entscheidung, ob generell in Small oder Large Caps investiert werden soll, sondern auch auf die Portfoliokonstruktion. Denn der Small Cap-Effekt zeigt sich auch bei einer Gleichgewichtung im Portfolio. Da bei einer solchen Methode im Vergleich zu einer Marktkapitalisierungsgewichtung kleinere Unternehmen höher und größere Unternehmen geringer gewichtet werden, ist dem Ansatz ein Small Cap-Bias inhärent. Das bedeutet einerseits, dass zwar langfristig alleine durch die Gleichgewichtung eines Aktienportfolios eine Small Cap-Prämie eingesammelt werden kann. Kurzfristig führt eine gleichgewichtete Portfolioausrichtung im Spätzyklus hingegen oft zu einer Underperformance, da der Small Cap-Effekt in dieser Zyklusphase meist negativ wird.

Für aktive Anleger lohnt es sich daher im Spätzyklus zum einen auf große Unternehmen zu setzen und zum anderen eine **Marktkapitalisierungsgewichtung einer Gleichgewichtung vorzuziehen**.

These 7: Die Sektorallokation wird im Spätzyklus wichtiger – Defensive Sektoren outperformen zyklische.

Mit zunehmender Zyklusreife gewinnt die Sektorallokation in einem Aktienportfolio an Bedeutung. Während in den frühen Zyklusphasen der Gesamtmarkt stark ansteigt, wodurch fast alle Aktien mit einem positiven Beta nach oben gezogen werden, ändert sich dieses Bild im Spätzyklus. Bei nachlassender Gesamtmarktperformance bilden sich starke **Unterschiede in den Entwicklungen der einzelnen Sektoren** heraus. Dabei zeigt sich oft, dass die starken Sektoren der sehr frühen Zyklusphasen zu den schwächeren Segmenten im Spätzyklus gehören und umgekehrt. Das Erkennen dieses Wechsels vom Früh- auf den Spätzyklus ist daher entscheidend für die Performance eines Aktienportfolios.

Historisch zeigt sich, dass in den späten Zyklusphasen vor allem die **defensiven Sektoren** eine relativ bessere Wertentwicklung als der Gesamtmarkt aufweisen. Hierzu gehören zum Beispiel nichtzyklische Konsumgüter oder

Gesundheitsunternehmen, deren Nachfrage kaum von Konjunkturzyklen bestimmt wird. Darüber hinaus verzeichnen Aktien aus dem Energiesektor im Spätzyklus oftmals eine starke Wertentwicklung. Dies hängt mit den im Spätzyklus oftmals zu beobachtenden steigenden Inflationsraten zusammen, von denen insbesondere Rohstoffunternehmen profitieren.

Demgegenüber zeigen Aktien aus den Segmenten zyklische Konsumgüter oder Technologie tendenziell schwache Wertentwicklungen in der späten Zyklusphase. Zyklische Konsumgüter leiden zum Beispiel darunter, dass die Zinsen in diesen Phasen oft ansteigen und somit die Finanzierung von Autos, Elektronikgeräten etc. verteuert wird. Darüber hinaus haben viele Verbraucher bereits im Verlauf des Aufschwungs ihre Nachfrage nach eher langlebigen Gütern bedient. Bei Technologieunternehmen spielen die relativ geringen Vorlaufzeiten von Technologieinvestitionen eine Rolle. So führt eine sich abzeichnende Wachstumsverlangsamung bei vielen Unternehmen zu einer Investitionszurückhaltung, die sich aufgrund der geringen Projektlaufzeiten zunächst vor allem im Technologiebereich niederschlägt.

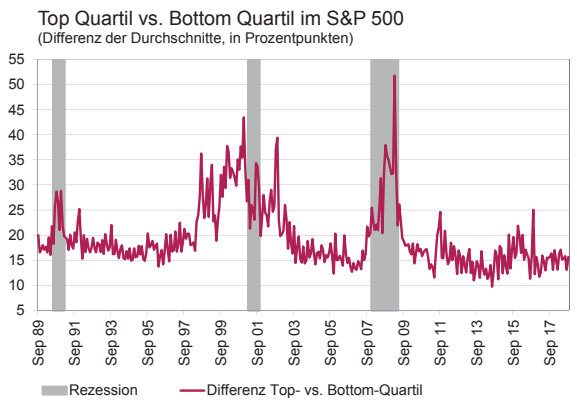
Aktive Aktienanleger sollten sich daher defensiver in ihrer Sektorallokation aufstellen. Insbesondere zyklusabhängige Segmente, deren Nachfrage stark mit dem Konsum oder dem Investitionsverhalten schwankt, sollten vermieden werden.

These 8: Die Dispersion nimmt im Spätzyklus zu, aktives Management schafft Mehrwert.

Der Abstand zwischen den jeweils besten und den schlechtesten Aktien, Sektoren, Stilen etc. nimmt im Spätzyklus spürbar zu. Während es in frühen Zyklusphasen ausreichend ist, ein breit diversifiziertes Portfolio zu halten, um mit dem Markt nach oben zu laufen, gewinnt die Selektion in den späten Phasen zunehmend an Bedeutung. In solchen Marktphasen ist ein Ende der Aufwärtsbewegung absehbar und Investoren werden nervöser und risikosensitiver. Oftmals fallen positive Nachrichten, zum Beispiel im Rahmen von Quartalszahlen, kaum noch ins Gewicht, während negativen Überraschungen eine überproportionale Aufmerksamkeit geschenkt wird. Im Ergebnis führt dies dazu, dass es zu **größeren Unterschieden zwischen den besten und den schlechtesten Aktien** kommt.

Ein Vergleich des besten mit dem schlechtesten Quartil der Aktien im S&P 500 bestätigt dieses Bild. Ist der Abstand der Durchschnittsrenditen zwischen dem oberen und dem unteren Quartil in früheren Zyklusphasen oftmals in einem engen Band, steigt dieser in der Regel bereits im Vorfeld von Rezessionen spürbar an.

Im Spätzyklus lohnt sich **aktives Management,** da die Opportunitäten, insbesondere für Stockpicker, im Vergleich zu früheren Zyklusphasen zunehmen.



These 9: Die Faktoren Low Vola und Low Leverage outperformen im Spätzyklus.

Späte Zyklusphasen sind in der Regel von einem deutlichen Anstieg der Aktienmarktvolatilität gekennzeichnet. Dabei steigt insbesondere die sogenannte **Downside-Volatilität** an, d. h. die Ausschläge nach unten werden größer. Dementsprechend entwickeln sich Unternehmen, deren Kursentwicklung eine geringe Schwankungsbreite aufweist, oftmals besser als der gesamte Aktienmarkt. Dieser Effekt setzt sich auch zu Beginn einer Rezession weiter fort.

Darüber hinaus führen die oftmals deutlichen Zinssteigerungen in Spätzyklusphasen zu Zweifeln über die Bonität hochverschuldeter Unternehmen. Die Einschätzung über die Rückzahlungsfähigkeit von Krediten und Anleihen verschlechtert sich dabei vor allem bei Unternehmen, die hohe Leverage-Niveaus und gleichzeitig eine geringe Profitabilität aufweisen. Schon leichte Beeinträchtigungen der Refinanzierungsbedingungen können bei diesen Titeln zu existenzbedrohenden Szenarios führen. Ungleich positiver ist die Einschätzung dagegen bei Unternehmen mit geringen Verschuldungskennzahlen und hoher Profitabili-

tät, weshalb sich der Faktor **Qualität** in Spätzyklusphasen in der Regel besser entwickelt als der Gesamtmarkt.

Aktienstile weisen hingegen historisch kein klares Bild auf. Während zum Beispiel Value-Titel gegenüber Wachstumsaktien im Spätzyklus vor der Rezession im Jahr 2001 zu den Outperformern gehörten, waren im Vorfeld der Finanzmarktkrise 2008 vor allem Wachstumsunternehmen gefragt. Hier kommt es vielmehr auf die jeweiligen Gründe und Auslöser der dann folgenden Rezession an. Für Aktieninvestoren lohnt es sich daher in Spätzyklusphasen keine Extrempositionen einzunehmen, sondern sich von der **Stilausrichtung eher in der Mitte**, also in einem Blend-Ansatz, zu bewegen.

Handlungsempfehlungen für Aktieninvestoren im Spätzyklus

Aktienanleger sollten im Spätzyklus aktiv auf die sich verändernden Rahmenbedingungen reagieren. Zwar ist die Anlageklasse insbesondere in der Cross-Asset-Betrachtung vor allem gegenüber Anleihen weiterhin attraktiv, das zu erwartende Rendite-Risiko-Profil ist jedoch deutlich schwächer als in früheren Zyklusphasen. Das heißt, ein gewisses Aktienexposure ist weiterhin zu rechtfertigen, die taktische Ausrichtung sollte aufgrund des erhöhten Risikos bei gleichzeitig geringeren Renditen in Bezug auf die individuelle strategische Ausrichtung des Anlegers aber eher untergewichtet sein.

Zur Feinabstimmung des Portfolios sollten zudem innerhalb der Anlageklasse Aktien einige Anpassungen im Spätzyklus vorgenommen werden:

- Den Fokus vermehrt auf große Unternehmen legen, Small und Micro Caps eher vermeiden. Eine Marktkapitalisierungsgewichtung einer Gleichgewichtung vorziehen.
- Die Sektorausrichtung defensiver gestalten, das heißt weniger konjunkturanfällige Segmente übergewichten. Bei Anzeichen aufkommender Inflation bietet der Rohstoffsektor einen gewissen Schutz.
- Aktives Management im Vergleich zu früheren Zyklusphasen stärker betonen, da Opportunitäten zur Mehrwertgenerierung zunehmen.
- Im Hinblick auf Faktor-Exposures Low Vola und Low Leverage übergewichten. Extreme Stilpositionen vermeiden.

Die Rentenmärkte am Ende des Aufschwungs

Angesichts des **weit vorangeschrittenen Konjunkturzyklus** haben Anleger und Investoren Sorgen vor weiter steigenden Zinsen. In den USA ist die Spätphase des Konjunkturzyklus bereits angebrochen. Die US-amerikanische Notenbankpolitik wird graduell restriktiver. Zinserhöhungen und ein Abbau der in den letzten zehn Jahren aufgeblähten Bilanz der Federal Reserve kennzeichnen diese Entwicklung. Die Unternehmen haben zudem ihre margenstärksten Quartale innerhalb des Konjunkturzyklus vermutlich bereits hinter sich und stoßen aufgrund ausgelasteter Kapazitäten an Produktionsgrenzen, während gleichzeitig die Verschuldung häufig erhöht wurde.

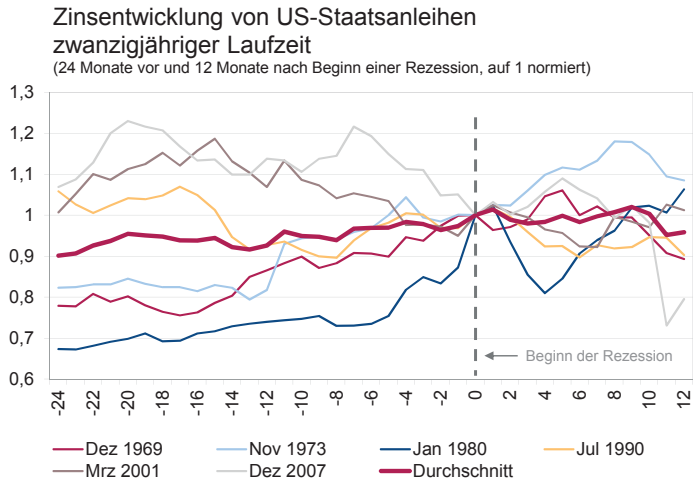
In diesem spätzyklischen Umfeld wird das Investieren auch am Rentenmarkt herausfordernder. Anhand vergangener Zyklen zeigen wir am Beispiel des US-amerikanischen Anleihemarktes auf, welche Strategien in diesem Jahr genutzt werden können, um dennoch **ein zufriedenstellendes Ergebnis** zu erzielen.

> These 10: Die Zinsen länger laufender Anleihen steigen im Spätzyklus kaum noch an.

Am Beginn des Aufschwungs sind die Zinsen länger laufender Anleihen aufgrund der Nachwehen der vorangegangenen Rezession oft auf einem tiefen Niveau. Die Geldpolitik ist in dieser frühen Phase noch sehr locker. Die Inflation hat ihren Tiefpunkt erreicht oder fällt oftmals sogar noch etwas, während die Kapazitäten unterausgelastet sind. Die Arbeitslosigkeit ist hoch. Mit der einsetzenden konjunkturellen Erholung, wie in den USA seit 2009, nimmt der Auslastungsgrad wieder zu. Langsam entsteht Lohndruck. Der Inflationsausblick hellt sich nach und nach auf. Dadurch steigen zunächst die Zinsen länger laufender Anleihen stärker an. Wenn die Notenbank schließlich genügend Konfidenz hat, dass der Aufschwung sich selbst trägt, wird die geldpolitische Unterstützung sukzessive beendet, sodass auch die Zinsen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve nach oben klettern können. Diese lehrbuchmäßige Entwicklung konnte in den letzten Jahren in den USA beobachtet werden.

Während also im frühen Aufschwung die Zinsen länger laufender Anleihen stärker als die Zinsen kürzer laufender Anleihen steigen, ist es im Spätzyklus umgekehrt. **Die**

Zinsen länger laufender Anleihen steigen kaum noch an, während am kurzen Ende die restriktivere Geldpolitik die Zinsen steigen lässt. In der Grafik ist die Zinsentwicklung zwanzigjähriger US-Staatsanleihen 24 Monate vor und zwölf Monate nach Beginn der sieben letzten Rezessionen dargestellt. Es fällt auf, dass nicht nur theoretisch einiges gegen deutlich steigende Zinsen im Spätzyklus spricht, sondern dies auch im Durchschnitt beobachtet werden konnte. Zur Veranschaulichung wurde das Zinsniveau auf den Wert eins im Zeitpunkt des Rezessionsbeginns normiert.



Eine **bedeutende Ausnahme** stellen jedoch angebotsseitige Schocks dar, die zu einer starken Inflationszunahme führen können. Ein Beispiel hierfür waren die beiden Ölpreiskrisen der Jahre 1973 und 1979/80. In so einem Fall kann die Notenbank die Inflation nicht, wie bei einer nachfragebedingten Inflation, mit moderaten Zinserhöhungen unter Kontrolle halten. Sie ist dann auf weitergehende Maßnahmen wie kräftige Anhebungen der Leitzinsen angewiesen, um eine galoppierende Inflation einzudämmen. So wurden 1973/74 die Leitzinsen in den USA auf etwa elf Prozent und 1980/81 auf bis zu 19 Prozent angehoben. Entsprechend stiegen in diesen Phasen im Spätzyklus auch die Zinsen länger laufender Anleihen deutlich an.

Man muss also **auf die Ursachen der Inflation schauen**, um die Zinsentwicklung im Spätzyklus zu prognostizieren. Der Anstieg der Inflation in den letzten Jahren war durch die Nachfrageseite bedingt. Vor allem der leergefegte Arbeitsmarkt in den USA dürfte dazu beigetragen haben. Der Ölpreis hat dagegen im letzten Jahr korrigiert und der Markt für Rohöl dürfte im Jahresverlauf weiter gut versorgt bleiben. Ein Angebotsschock ist daher nicht zu erwarten.

Aktuell können 2,7 Prozent als laufende Verzinsung für zehnjährige US-Staatsanleihen vereinnahmt werden. Dies ist ein **guter Puffer** gegen mögliche Kursverluste, die aus einem Anstieg der Zinsen entstehen können. Selbst bei einem moderaten Zinsanstieg würde die Performance im positiven Bereich bleiben.

> These 11: Die Zinsen am kurzen Ende der Kurve steigen im Spätzyklus weiter an und erreichen kurz vor der Rezession den Hochpunkt.

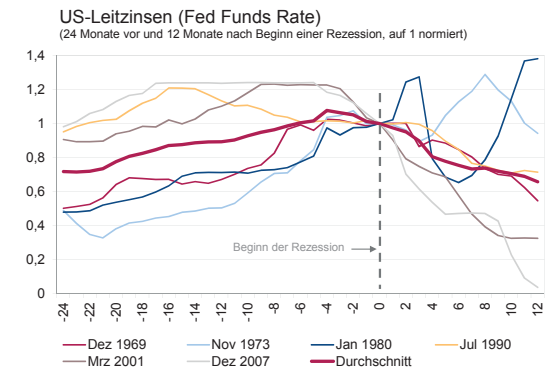
Im Spätzyklus steigen die Zinsen langlaufender Anleihen kaum noch an.

Am kurzen Ende des Laufzeitenbandes ist dagegen im Spätzyklus mit **weiter ansteigenden Zinsen zu rechnen**. Die Wirtschaft wächst in dieser Phase über ihrem Potenzial, wie es derzeit in den USA auch zu erkennen ist. Hält so eine Phase über mehrere Quartale an, können Überhitzungserscheinungen wie ein stärkerer Anstieg der Inflation eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen und die Wirtschaft schädigen. Um dem entgegenzuwirken, verschärft die Notenbank wie aktuell in den USA ihren geldpolitischen Kurs.

Dazu gehören vor allem **Zinserhöhungen durch die Notenbank**, die die Geldversorgung der Geschäftsbanken bei der Noten-

bank verteuern. Steigende Zinskosten, die von den Geschäftsbanken an die Unternehmen und Haushalte weitergereicht werden, dämpfen die Kreditnachfrage. Auch über den Häusermarkt, der in den Vereinigten Staaten aufgrund des Vermögenspreiseffekts einen wichtigen Einfluss auf die Konsumneigung hat, wirken höhere Zinsen dämpfend auf Konjunktur und Inflation. Die höheren Zinsen führen zudem in der Regel zu ansteigenden Kapitalimporten, die mit einer Aufwertung der inländischen Währung einhergehen und damit die Inflation und die Exporte zusätzlich mindern.

Dieses klassische Muster geldpolitischer Wirkungsmechanismen ist auch in diesem Konjunkturzyklus zu erkennen. Trotz der Verschlechterung der finanziellen Bedingungen hat sich das Wachstum in den USA aber weiter beschleunigt und die Inflation ist auf dem Zielwert der Fed angelangt. Der **Arbeitsmarkt ist leergefegt** und die Löhne beginnen zu steigen. Um die Inflationserwartungen fest zu verankern und damit Inflationsgefahren durch zu stark steigende Löhne vorzubeugen, dürfte die Federal Reserve die Zinsen weiter anheben, wenngleich vermutlich nicht mit derselben Geschwindigkeit des Vorjahres. Die folgende Grafik veranschaulicht gut, dass **bis wenige Monate vor Rezessionsbeginn in der Vergangenheit die Geldpolitik gestrafft wurde.**



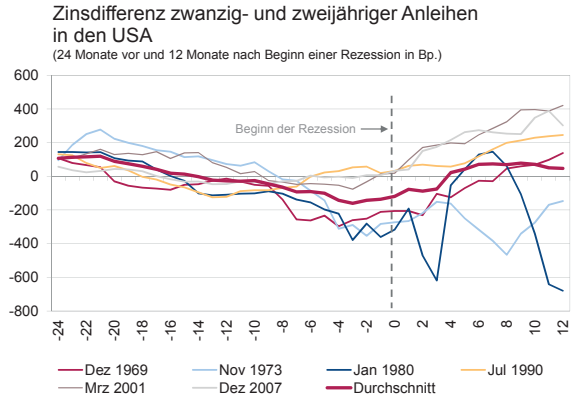
Für Anleiheinvestoren ist dies nicht zwangsläufig negativ. Denn gerade im Bereich kürzer laufender Anleihen können mithilfe einer **Leiterstrategie** steigende Zinsen bei der Wiederanlage genutzt werden, während **Kursrisiken kaum bestehen**. Während also sowohl im Bereich kurzer als auch länger laufender Anleihen positive Erträge möglich sind, sehen wir vor allem bei den mittleren Laufzeiten geringere, aber nicht zwangsläufig negative Erträge als realistisches Szenario.

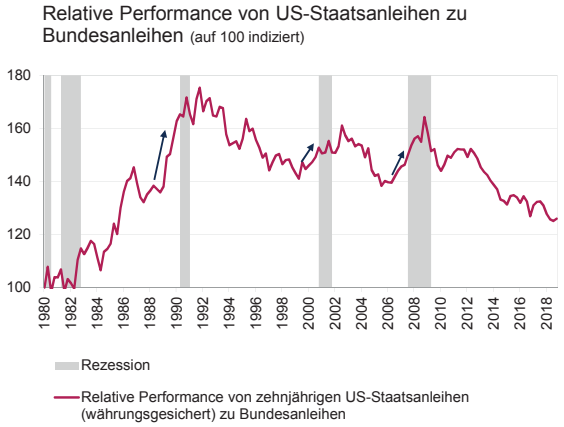
These 12: Im Spätzyklus verflacht sich die Zinsstrukturkurve vom kurzen Ende her und invertiert schließlich.

Steigende kurzfristige Zinsen und kaum ansteigende längere Zinsen (siehe die beiden vorherigen Thesen) verringern die Zinsdifferenz zwischen den Laufzeiten und führen dazu, dass sich die **Zinsstrukturkurve „verflacht“**. Dies wirkt wie ein geldpolitisches Mittel zur Dämpfung der Konjunktur- und Inflationsdynamik. Denn bei schrumpfenden Zinsdifferenzen (und damit Zinsmargen) lohnt es sich für die Geschäftsbanken weniger, ihre Einlagen als Kredite an Unternehmen weiterzureichen. Während also die Kreditnachfrage bereits durch das höhere Zinsniveau langsamer ansteigt, verringert sich durch die Verflachung der Kurve auch tendenziell das Kreditangebot durch die Banken. Auf Ebene der US-amerikanischen Volkswirtschaft ist dieser Effekt anhand der ausgereichten Kredite, die nicht mehr so stark wie noch vor wenigen Jahren ansteigen, gut abzulesen.

Eine Inversion der Zinsstrukturkurve lässt sich etwa vier bis fünf Quartale vor Beginn einer Rezession beobachten. Marktteilnehmer preisen keine Zinserhöhungen mehr ein oder erwarten mittelfristig fallende Leitzinsen. Die Zinsstrukturkurve ist in den USA aktuell noch positiv, mit anhaltendem geldpolitischen Gegenwind ist aber mit **einer weiteren Verflachung im Jahresverlauf** zu rechnen.

Anleger können auf dieses Szenario mit einer sogenannten **Hantel-Strategie** reagieren (Barbell-Strategie). Wie bei einer Hantel liegen die Schwerpunkte der Anlage auf den Enden, während sich in der Mitte kein oder nur ein geringes Gewicht befindet. Dies kann vorteilhaft sein, da die Performance bei einer sich verflachenden Kurve am kurzen und ganz langen Ende höher als im mittleren Bereich ist. Am kurzen Ende entstehen kaum Kursverluste durch den Zinsanstieg, am langen Ende ist der Zinsanstieg weniger stark ausgeprägt und es stehen hohe Kupons dagegen. Besonders anfällig ist demnach der mittlere Bereich, wo die Zinserhöhungen der Notenbank noch stärker durchschlagen, gleichzeitig der Kupon aber geringer als bei den längeren Laufzeiten ist.





These 13: Unternehmensanleihen leiden trotz maximaler Gewinne der Unternehmen im Spätzyklus.

Auch im Bereich der Unternehmensanleihen können aus vorangegangenen Konjunkturzyklen Erkenntnisse abgeleitet werden. So kommt es sowohl bei Investmentgrade- als auch bei High Yield-Anleihen zu einem **Anstieg der Anleihespreads** am Ende des Spätzyklus. Dieser ist umso ausgeprägter, je geringer die Bonität ist. Problematisch ist, dass einige Unternehmen in der Phase niedriger Zinsen die **Verschuldung zu stark erhöht** haben. Dies macht sie anfällig, wenn die Zinsen wieder steigen. Anleger sollten also im Bereich der Kreditrisiken Vorsicht walten lassen, auf die Verschuldungssituation der Unternehmen achten und auf bessere Bonitäten setzen.

These 14: US-Staatsanleihen sollten im Spätzyklus übergewichtet werden.

Der Konjunkturverlauf in den USA bestimmt den Zyklus in den meisten anderen Industriestaaten, und **die Geldpolitik der Fed hat einen großen Einfluss auf das Weltzinsniveau**. So fallen die Zinsen in den USA in der Regel, bevor die Zinsen im Euroraum zurückgehen. Für die Länderallokation empfiehlt sich aus taktischer Sicht daher ein **Übergewicht bei US-Staatsanleihen**, da zu erwarten ist, dass die Zinsen von Bundesanleihen im Spätzyklus stärker ansteigen als die ihrer US-amerikanischen Pendants, wo möglicherweise am Jahresende ein Plateau erreicht werden könnte. In den letzten drei Konjunkturzyklen ist der sogenannten Transatlantikspread, also die Differenz der Verzinsung von US-Staatsanleihen und Bundesanleihen, stets gefallen. Entsprechend performten US-Staatsanleihen besser als Bundesanleihen, wenn man den Einfluss der Währung unberücksichtigt lässt.

JAHRESAUSBLICK 2019: VOLKSWIRTSCHAFT UND GELDPOLITIK

Weltkonjunktur: Das Wachstumstempo verlangsamt sich

Die **strukturelle Veränderung der Weltwirtschaft**, die Anfang der 1990er Jahre mit dem rasanten Aufstieg der Schwellenländer begann, setzt sich auch in den kommenden Jahren weiter fort. Der Anteil der entwickelten Industrienationen am globalen BIP liegt nur noch bei 40 Prozent mit weiter abnehmender Tendenz. Für die Prognose des globalen Wachstums ist also insbesondere der Ausblick für die Schwellenländer relevant. Während sie Anfang der 2000er Jahre noch unter der Abkürzung BRIC (Brasilien, Russland, Indien, China) zusammengefasst werden konnten, ist ihre Bedeutung seitdem so stark gewachsen, dass eine differenziertere Herangehensweise nötig ist.

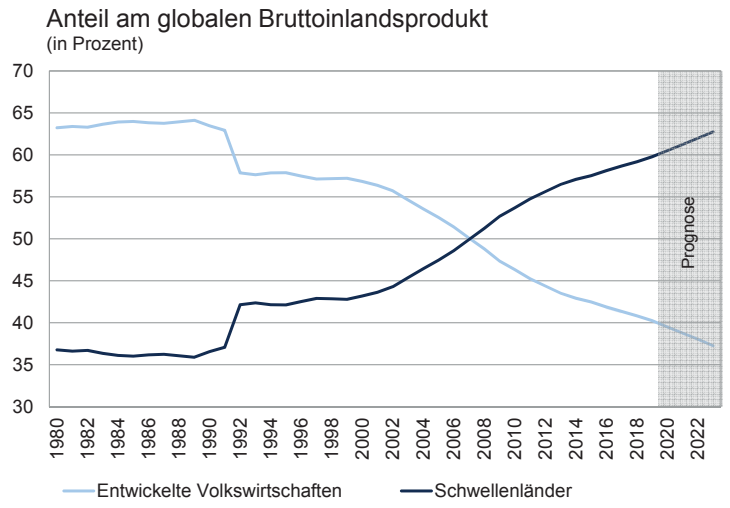
These 1: Die USA und China, die beiden größten Volkswirtschaften der Welt, werden 2019 auch unabhängig von der Entwicklung des bilateralen Handelsstreits ein im Vergleich zum Vorjahr geringeres Wachstum verzeichnen.

China wird voraussichtlich in gut zehn Jahren die USA als größte Volkswirtschaft der Welt ablösen. Dies mag einer der Gründe sein, warum die US-Regierung unter Präsident Trump **politisch motivierte Zölle** auf chinesische Importe verhängt hat, die wiederum zu Vergeltungsmaßnahmen Chinas führten. Die Eskalation der Handelsstreitigkeiten stellt eine ernsthafte Bedrohung für den Welthandel und das Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2019 dar. Mit dem Handelskrieg setzen wir uns in den Abschnitten zur US-amerikanischen und chinesischen Wirtschaft intensiv auseinander. Wir können aber bereits vorwegnehmen, dass sich 2019 in den beiden größten Volkswirtschaften der Welt auch unabhängig vom Zollstreit das Wachstumstempo verlangsamen wird. Während die USA den Höhepunkt des Konjunkturzyklus mutmaßlich überschritten haben, setzt sich die strukturelle Abkühlung in China weiter fort. Es stellt sich daher die Frage, ob andere Volkswirtschaften den Trend zu schwächerem globalen Wachstum aufhalten können.

In den beiden größten Volkswirtschaften der Welt verlangsamt sich das Wachstum.

These 2: Indien bleibt auch 2019 unter den größten Volkswirtschaften das Land mit der höchsten Wachstumsdynamik, kann aber das Wachstumstempo gegenüber 2018 nicht steigern.

Relativ unbeeindruckt vom Handelskrieg zeigt sich **Indien**. Das Land ist die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt, wenn man den Vergleich auf Kaufkraftparitäten basiert. Verwendet man dagegen den aktuellen Wechselkurs, steht das Land, das eine



Bevölkerung von 1,37 Mrd. Menschen und ein BIP pro Kopf in Höhe von 2.250 US-Dollar hat, nur auf dem siebten Platz. Die indische Volkswirtschaft ist 2018 mit 7,6 Prozent erneut sehr kräftig gewachsen. Bliebe dieses Wachstumstempo konstant, würde sich das indische BIP in weniger als zehn Jahren verdoppeln und Indien damit die drittgrößte globale Volkswirtschaft vor Japan und Deutschland werden (gemessen in US-Dollar).

Ein wichtiger Treiber der wirtschaftlichen Dynamik in Indien ist die jährliche **Bevölkerungszunahme** um 1,2 Prozent, mehr als doppelt so viel wie in China. Bereits jetzt kommt jeder sechste Weltbewohner aus Indien. Der Bevölkerungszuwachs in Indien im kommenden Jahr entspricht in etwa der Einwohnerzahl der Niederlande. Mehr als die Hälfte der Bevölkerung ist jünger als 25, mehr als zwei Drittel sind unter 35. Das Durchschnittsalter in Indien wird 2020 bei 29 Jahren liegen, während es in China 37 und in Japan 48 betragen wird.

Die günstige Demografie ist einer der Gründe, warum die indische Wirtschaft relativ unabhängig von der globalen Nachfrage ist und daher auch von den Folgen des Handelskriegs weniger betroffen ist. Dennoch gibt es Gründe, die das Wachstum im kommenden Jahr temporär dämpfen könnten. So musste die Zentralbank nach einer dreijährigen Zinssenkungsphase im August 2018 die Zinsen erhöhen, um die **Abwertung der indischen Rupie** zu stoppen. Gegenüber dem US-Dollar lag der Wertverlust bei bis zu 17 Prozent. Die Mischung aus steigenden US-Zinsen und einem hohen Ölpreis, der das Leistungsbilanzdefizit erhöhte, könnte auch 2019 eine eher restriktive Geldpolitik erfordern. Das dürfte die inländische Nachfrage dämpfen. Der unerwartete Wechsel an der Spitze der Notenbank im Dezember 2019 wird von vielen Beobachtern als Versuch der Regierung gewertet, Einfluss auf die Zentralbankpolitik zu nehmen und weitere Zinserhöhungen zu verhindern. Das Beispiel der Türkei hat jedoch deutlich gezeigt, dass die Märkte sehr negativ auf solche Interventionen reagieren. Hinzu kommen die Unsicherheiten im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen, die voraussichtlich im Mai 2019 stattfinden.

These 3: Brasilien und Japan sind 2019 die einzigen großen Volkswirtschaften, die ihr Wachstumstempo gegenüber 2018 steigern können.

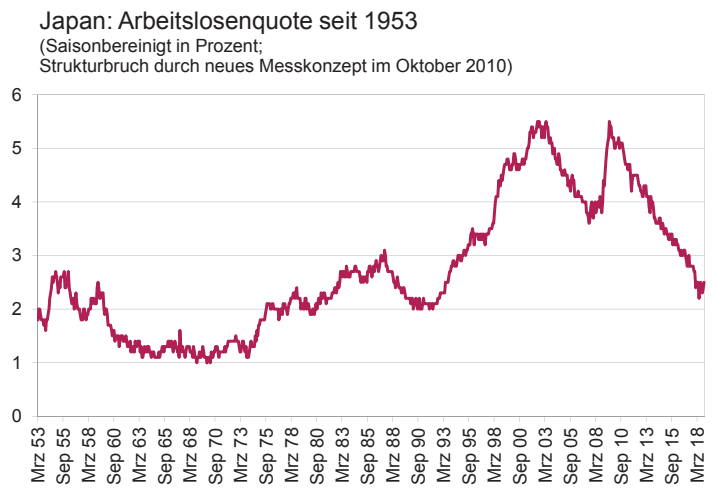
Während nicht nur Indien, sondern auch Indonesien, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, die Türkei und viele weitere Schwellenländer 2018 die Zinsen erhöhen mussten, wurden sie in **Brasilien** gesenkt. Die Wahl des umstrittenen rechtspopulistischen Präsidenten Bolsonaro Ende Oktober 2018 wurde von der Börse positiv aufgenommen, und auch der Brasilianische Real konnte deutlich zulegen. Trotzdem bleibt die wirtschaftliche Erholung nach der Rezession von 2014 bis 2016, der tiefsten und längsten des Landes, weiter verhalten. Und es gibt weitere Faktoren, die den Aufschwung gefährden könnten. Neben den Folgen des Handelskriegs und der Kombination aus steigenden Zinsen und starkem US-Dollar könnte auch die polarisierende Politik von Präsident Bolsonaro auf Dauer das zarte Pflänzchen des Aufschwungs zertrampeln. Besorgniserregend ist auch, dass sich die öffentlichen Finanzen des Landes trotz des moderaten Aufschwungs weiter verschlechtern. Wir bleiben daher mit unserer Wachstumsprognose von 1,8 Prozent für 2019 unter dem Konsens, liegen aber immer noch über dem Wachstum im Jahr 2018.

Neben Brasilien könnte sich vor allem in **Japan** die wirtschaftliche Dynamik im kommenden Jahr verbessern. Die japanische Wirtschaft dürfte von den Aufholeffekten nach den schweren Unwettern im Juni und Juli 2018 profitieren. Im Westen des Landes verursachte das Unwetter aufgrund von Überschwemmungen große Schäden und forderte mehr als 200 Todesopfer. Gemessen an der Opferzahl handelte es sich um das schwerste Unwetter seit 1982. Mitsubishi Motors, Mazda, Daihatsu, Panasonic und andere Unternehmen mussten ihre Produktionsstätten zwischenzeitlich aufgrund von Lieferschwierigkeiten und zu hohen Risiken für ihre Mitarbeiter schließen. Die japanische Regierung bereitet zwei **Fiskalpakete** vor, um die wirtschaftlichen Folgen zu mildern. Zunächst soll ein Paket in Höhe von umgerechnet 7,7 Mrd. Euro für den Wiederaufbau geschnürt werden. Das zweite Paket soll dem Katastrophenschutz dienen und noch deutlich größer ausfallen.

Skeptiker weisen allerdings auf die **geplante Mehrwertsteuererhöhung** um zwei Prozentpunkte auf zehn Prozent im Oktober 2019 hin. Die letzten beiden Erhöhungen von drei auf fünf Prozent im Jahr 1997 und von fünf auf acht Prozent im Jahr 2014 stürzten das Land jeweils in eine

Rezession. Da die Steuererhöhung jedoch erst im Herbst erfolgt, könnten Vorzieheffekte das Wachstum sogar temporär stimulieren. Zudem plant die japanische Regierung zahlreiche Maßnahmen, um die negativen Folgen der Mehrwertsteuererhöhung abzudämpfen.

Da von der **Geldpolitik** in 2019 kein Gegenwind zu erwarten ist, trauen wir der japanischen Wirtschaft ein Wachstum von 1,3 Prozent zu. Während die private Konsumnachfrage von der stark gesunkenen Arbeitslosigkeit profitiert, manifestiert sich das positive Umfeld im Unternehmenssektor in einer hohen Investitionsbereitschaft. Dies betrifft sowohl Ersatz- als auch Ausrüstungsinvestitionen. Die japanische Zentralbank hat zudem festgestellt, dass die inländische Industrie auf eine Verschärfung des Handelskriegs zwischen den USA und China gut vorbreitet ist und teilweise sogar von ihr profitieren könnte. Japan hat 2018 ein Freihandelsabkommen mit der Europäischen Union abgeschlossen und verhandelt derzeit über weitere Abkommen mit China und Indien. Auch mit den USA wird ein Freihandelsabkommen verhandelt.

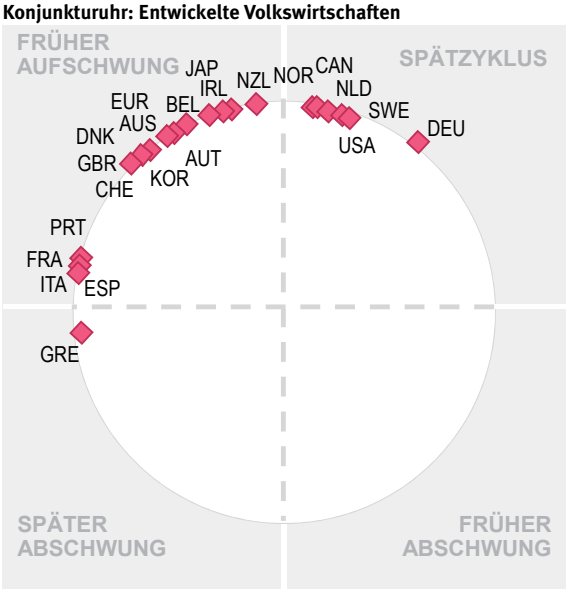


These 4: Das Wachstum der Weltwirtschaft wird sich 2019 auf 3,4 Prozent verlangsamen.

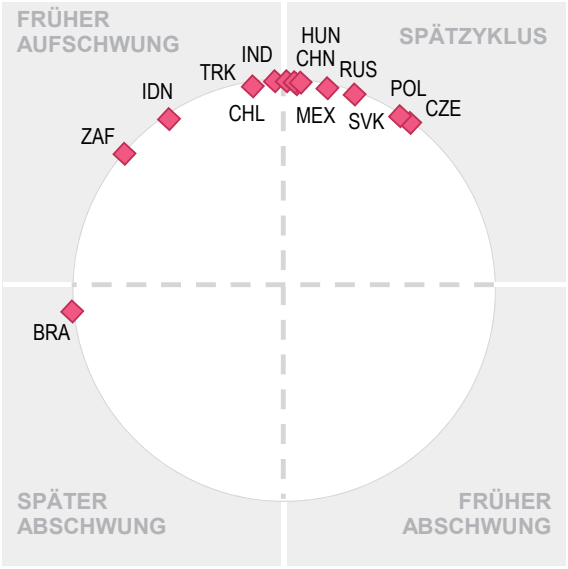
In den meisten globalen Volkswirtschaften wird das Wachstum 2019 hinter dem des Vorjahres zurück bleiben. Ein Blick auf die **„Konjunkturuhr“** zeigt jedoch, dass die These vom Spätzyklus nicht auf alle Volkswirtschaften zutrifft. Für die Berechnung der Konjunkturuhr verwenden wir die von Oxford Economics berechneten Produktionslücken und die Veränderung der von der OECD ermittelten Frühindikatoren. Daraus ergeben sich vier die folgenden vier Fälle.

- **Früher Aufschwung:**
  positive Frühindikatoren und negative Produktionslücke
- **Später Aufschwung / Spätzyklus:**
  positive Frühindikatoren und positive Produktionslücke
- **Früher Abschwung:**
  negative Frühindikatoren und positive Produktionslücke
- **Später Abschwung:**
  negative Frühindikatoren und negative Produktionslücke

Konjunkturuhr: Entwickelte Volkswirtschaften



Konjunkturuhr: Schwellenländer



Für jede Volkswirtschaft lässt sich aus den zwei Datenpunkten die Position auf einem Kreisrand berechnen, der den Konjunkturzyklus widerspiegelt. Bei den entwickelten Ländern haben vor allem Deutschland und die USA die spätzyklische Phase erreicht, bei den Schwellenländern sind dies China und Russland.

Im Vergleich zum vergangenen Jahr haben mehr Länder die späte Phase des Aufschwungs bzw. den Spätzyklus erreicht. Für die Weltwirtschaft erwarten wir daher mit 3,4 Prozent im Jahr 2019 ein leicht geringeres Wachstum als im Vorjahr.

US-Konjunktur: Abschwächung, aber noch keine Rezession

These 5: Die Zinskurve in den USA signalisiert noch keine bevorstehende Rezession in den USA.

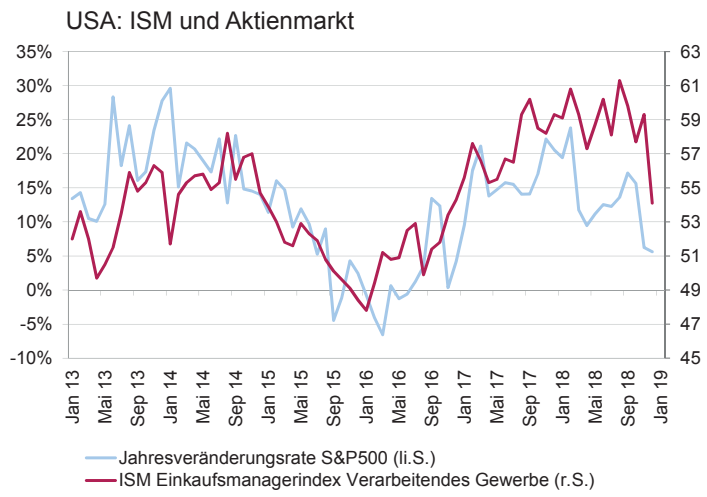
Die Verflachung der US-Zinsstruktur in den letzten Jahren ist vor allem von einer Verflachung der Risikoprämien ausgegangen. Tatsächlich sind die Risikoprämien von zehnjährigen US-Treasuries seit einiger Zeit negativ. Der Grund dafür ist die lange Phase von Wertpapierkäufen durch die US-Notenbank („quantitative easing"). Der Fokus der Käufe lag dabei auf langen Laufzeiten wie etwa bei der „operation twist" im September 2011, als die Federal Reserve zweijährige Staatsanleihen verkaufte und mit den Erlösen zehnjährige Staatsanleihen erwarb. Dadurch sanken die Risikoprämien am langen Ende überproportional und führten zu einer **„künstlichen" Verflachung der Zinskurve.**

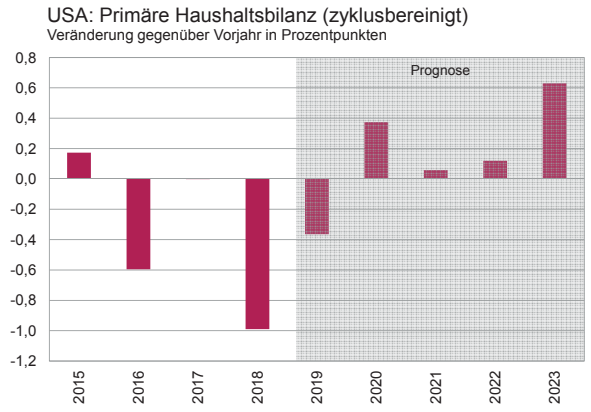
Gegen diese Argumentation ließe sich einwenden, dass mit der Beendigung des Ankaufprogramms der Fed im Oktober 2014 auch die Verzerrung der Zinsstruktur zu Ende gegangen sein müsste. Tatsächlich sind die Risikoprämien im zweijährigen Bereich seit 2014 nicht mehr gesunken, doch im zehnjährigen Bereich waren sie weiter rückläufig und liegen aktuell sogar unter dem Niveau der zweijährigen. Die **sehr moderate Inflationsentwicklung in den USA seit 2014** könnte eine Erklärung für dieses Phänomen sein. Aber auch die konstante Nachfrage asiatischer Anleger nach langlaufenden US-Staatsanleihen dürfte zur Inversion der Risikoprämien beigetragen haben.

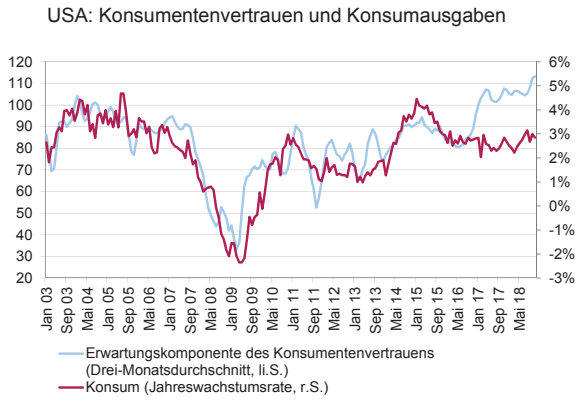
Ein weiterer Einwand wäre, dass nicht die „theoretische", sondern allein die tatsächliche Zinskurve konjunkturrelevant sei. Ist die Zinskurve invers, lohnt sich für die Banken die Fristentransformation nicht mehr, also die Ausleihung langlaufender Gelder, die kurzfristig refinanziert wird. Für die Fristentransformation sind allerdings vor allem die sehr kurzfristigen Zinsen im Interbankenhandel wie etwa der 3-Monats-US-Dollar-Libor relevant, die aktuell noch deutlich unter den Renditen zweijähriger US-Staatsanleihen liegen. Eine inverse Zinskurve ist zudem selten kausal für eine Rezession verantwortlich, sondern hat ihre Bedeutung für die Konjunkturprognose vor allem deshalb, weil sie die **Zinserwartungen der Marktteilnehmer** spiegelt.

Da von der Zinsstrukturkurve derzeit also noch keine eindeutigen Rezessionssignale ausgehen, ist die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA in den nächsten vier Quartalen relativ gering. Die New Yorker Fed hat einen Indikator entwickelt, der die **Rezessionswahrscheinlichkeit** in den USA unter anderem auf der Basis der Steilheit der Zinsstrukturkurve misst. Nach diesem Indikator ist die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die US-Wirtschaft in den nächsten zwölf Monaten in eine Rezession gerät, aktuell bei 11,5 Prozent. Bestätigt wird dieses Bild vom Einkaufsmanagerindex ISM für das Verarbeitende Gewerbe, der vor Rezessionen meist Werte von 50 unterschreitet. Mit einem aktuellen Wert von 54,1 besteht

Die Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession im Jahr 2019 ist gering.







noch ein gewisser Abstand zum Rezessionsniveau. In unserem Basisszenario verbleiben die USA im Jahr 2019 daher in der Phase des Spätzyklus.

Mit Blick auf 2019 gibt vor allem der **private Konsum** in den USA Anlass zu Optimismus. Die Arbeitslosigkeit wird 2019 weiter sinken, das Lohnwachstum zieht an und das Vertrauen der Konsumenten steigt. Die Jahreswachstumsrate der Konsumausgaben zog im Laufe des vergangenen Jahres auf drei Prozent an und könnte 2019 angesichts des starken Anstiegs des Konsumentenvertrauens weiter zulegen.

Auch 2019 profitiert die US-Wirtschaft von der **Steuerreform**. Der Effekt ist jedoch deutlich geringer als 2018, nimmt 2019 nach und nach ab und wird ab 2020 negativ. Die Steuerreform hatte 2018 die Unternehmensgewinne um mehr als zehn Prozentpunkte gesteigert, sodass in den kommenden Jahren ohne zusätzliche fiskalische Impulse deutlich niedrigere Gewinnsteigerungen zu erwarten sind.

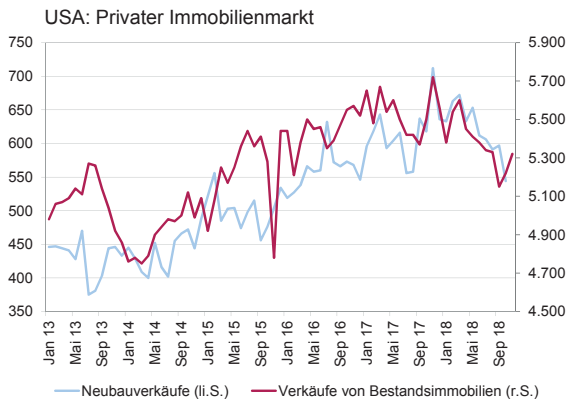
Die eingetrübten Gewinnaussichten und die bereits stark ausgelasteten Kapazitäten dürften sich dämpfend auf das **Investitionsverhalten der US-Unternehmen** auswirken. Die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe, die vom ISM-Institut gemessen wird, hat sich seit Mitte 2018 etwas eingetrübt. Die Schwäche des US-Aktienmarkts in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres und der allgemeine Abwärtstrend der globalen Einkaufsmanagerindizes deuten darauf hin, dass auch in den USA die privaten Investitionen an Dynamik verlieren werden.

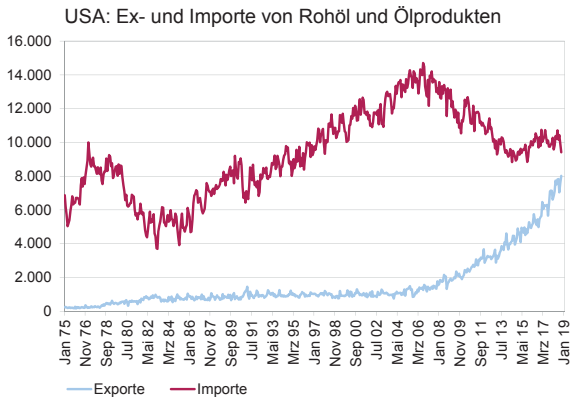
These 6: Der private Immobilienmarkt wird sich in den USA weiter abkühlen.

Während die US-Wirtschaft zwar mit etwas rückläufigem, aber dennoch hohem Tempo wächst, zeigt sich der **private Wohnungsbau in den USA** relativ schwach. Sowohl die Verkäufe bestehender Häuser als auch die Verkäufe von Neubauten sind seit einigen Monaten rückläufig. Die Zahl der Neubaubeginne stagniert, und die Zahl der Baugenehmigungen verzeichnete im August den stärksten Rückgang seit 2011. Gleichzeitig nehmen die Zwangsversteigerungen zu. Nach Angaben des Immobilien-Researchunternehmens Attom Data Solutions ist die Jahresveränderungsrate der Zwangsversteigerungen das erste Mal seit 2015 wieder positiv.

Der Immobilien-Index der National Association of Homebuilders (NAHB), ein **Stimmungsindikator für den Immobilienmarkt**, zeigt ebenfalls nach unten. Viele Preisindikatoren für den Immobilienmarkt, wie etwa der bekannte Case-Shiller-Index, steigen zwar weiterhin, allerdings sind die durchschnittlichen Preise von verkauften Neubauten im ersten und zweiten Quartal dieses Jahres um insgesamt 8,3 Prozent gesunken. Das ist der stärkste Rückgang seit der Finanzkrise.

Für die enttäuschende Entwicklung des US-Immobilienmarkts gibt es verschiedene Gründe. Auffällig ist, dass das **Angebot** die Nachfrage inzwischen wieder übersteigt. So ist die Zahl der neu angebotenen Einfamilienhäuser gemäß den Zahlen der National Association of Realtors im vergangenen Jahr das erste Mal seit 2013 wieder deutlich gestiegen. Verkäufer berichten, dass sie





wesentlich länger brauchen, um ihre Immobilien verkaufen zu können.

Negative Einflüsse auf den Immobilienmarkt kommen in erster Linie von der **Nachfrage**. Der „housing affordability index“, der das Haushaltseinkommen zu den Immobilienpreisen in Relation setzt und auf diese Weise misst, ob sich die Haushalte Immobilien leisten können, hat sich im vergangenen Jahr weiter verschlechtert. Dämpfend auf die Nachfrage wirken vor allem die stark gestiegenen Zinsen. Der durchschnittliche Hypothekenzins ist so hoch wie zuletzt vor sechs Jahren. Deutlich wird der negative Effekt auf die Nachfrage vor allem bei der jüngeren Generation. In der Altersgruppe der „Millennials“, die in vielen Fällen mit einer hohen Schuldenlast aus der Ausbildungszeit zu kämpfen haben, ist Wohneigentum weniger verbreitet als im Durchschnitt und nimmt tendenziell weiter ab. Hinzu kommt, dass sich ausländische Käufer zunehmend vom US-Immobilienmarkt zurückziehen.

Eine deutlichere Korrektur des Immobilienmarkts hätte das Potenzial, den **Abschwung der US-Wirtschaft** nach einer langen zyklischen Erholungsphase einzuläuten. Bewerten die privaten Haushalte ihre Immobilien niedriger, kommt es zu einem negativen Vermögenseffekt, der sich dämpfend auf das Verbrauchervertrauen auswirkt. Da der private Konsum 68 Prozent des US-BIP ausmacht, würde dies die gesamte US-Wirtschaft empfindlich treffen.

Der **Einbruch des Ölpreises**, der Ende vergangenen Jahres in der Spitze mehr als 30 Prozent betrug, entlastet dagegen die US-amerikanischen Haushalte und Unternehmen aufgrund sinkender Energieausgaben. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass in den USA die **Bedeutung der Ölindustrie** für die US-Exporte in den vergangenen Jahren sehr stark zugenommen hat, sodass der Preisverfall belastend für Ölproduzenten und die Zulieferindustrie wirkt.

> These 7: Trotz positiver Impulse vom inländischen Konsum wird sich das Wachstumstempo in den USA 2019 gegenüber dem Vorjahr verlangsamen. Daran sind auch die unsicheren Folgen der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China Schuld.

In unserem Basisszenario für 2019 schwächt sich das Wachstum in den USA weiter ab, ohne dass es zu einer Rezession kommt. Getragen wird die Konjunktur vom kräftigen Konsum, während die Investitionen an Dynamik verlieren. Das Damoklesschwert, das nicht nur über dem Ausblick für die US-Wirtschaft 2019 schwebt, ist der **Handelskonflikt zwischen den USA und China**. Beim G20-Gipfel Ende 2018 in Buenos Aires haben sich beide Länder zwar auf einen 90-tägigen „Waffenstillstand“ geeinigt, sodass es nicht zur angedrohten Erhöhung der Zölle von 10 auf 25 Prozent zum 1. Januar 2019 gekommen ist. Die bereits beschlossenen Zölle bleiben jedoch vorerst bestehen. Während die erste Zollrunde vor allem Ausrüstungsgüter und Maschinen betraf, sind inzwischen auch viele Konsumgüter wie Fernsehgeräte und Nahrungsmittel betroffen.

Die **Effekte des Protektionismus** auf das Land, das Zölle auf Importe erhebt, lassen sich in direkte und indirekte unterscheiden.

Die Zollpolitik der USA belastet das globale Wachstum.

Direkte Effekte:

- Importzölle erhöhen die Importpreise und führen zu einem Kaufkraftverlust, der sich **negativ** auf den Konsum und die Investitionen im Inland auswirkt (Einkommenseffekt).
- Wenn die von Zöllen betroffenen Importe durch inländische Produkte ersetzt werden, **erhöht** sich dagegen die inländische Nachfrage (Substitutionseffekt).
- Der Nettoeffekt hängt von dem **Grad der Substituierbarkeit** zwischen importierten und im Inland hergestellten Gütern ab.
- **Vergeltungsmaßnahmen** des von Strafzöllen betroffenen Landes wirken negativ auf die Exporte.

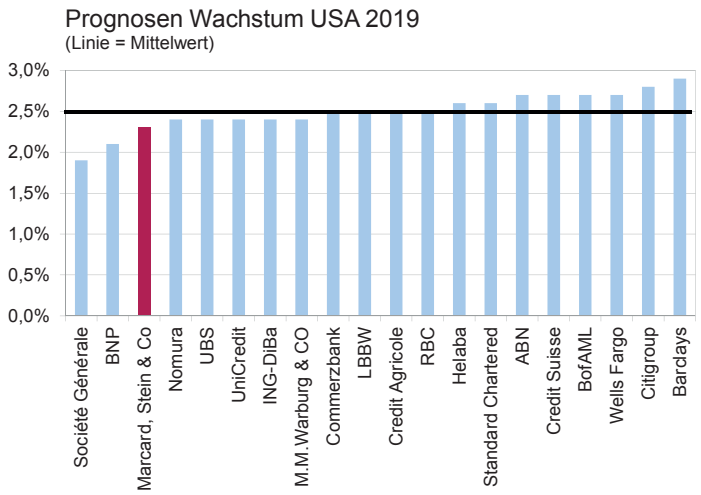
Indirekte Effekte:

- Die unsicheren Effekte der Zölle könnten sich negativ auf das **Konsum- und Geschäftsklima** auswirken.
- Negative Effekte auf die Finanzmärkte können über den **Vermögenseffekt** die Konsumnachfrage dämpfen.

Aufgrund der komplexen Wirkungsketten macht es Sinn, die ökonomischen Folgen des Protektionismus mit Hilfe von **Simulationsmodellen** zu berechnen. Die Europäische Zentralbank hat Ende September 2018 ein Szenario untersucht, in dem die USA einen Zoll in Höhe von zehn Prozent auf alle Importe erheben (also nicht nur auf die chinesischen) und die Handelspartner Vergeltungszölle in Höhe von ebenfalls zehn Prozent auf Importe aus den USA erheben. Um die indirekten Effekte zu messen, wurde ein Anstieg der Zinsen um 50 Basispunkte und ein Einbruch der globalen Aktienmärkte um zwei Standardabweichungen unterstellt.

Eine wichtige **Annahme in der Simulation** der EZB ist, dass der Handelskrieg nur von den USA multilateral geführt wird, während die anderen Länder einseitig gegenüber den USA vergelten, nicht aber untereinander Zölle erheben. Während in den USA alle Importe teurer werden, gilt dies in China nur für US-Importe. Die teurer gewordenen US-Importe können durch günstigere Importe aus anderen Ländern ersetzt werden. Die chinesische Exportwirtschaft kann sogar davon profitieren, dass US-Importe bei allen Handelspartnern der USA teurer geworden sind, wenn die US-Importe durch Güter aus China ersetzt werden. Insgesamt kann der Handelseffekt für China sogar positiv werden.

Tatsächlich ergibt sich für das erste Jahr des Handelskonflikts unter den gemachten Annahmen im EZB-Modell ein leicht positiver Gesamteffekt auf das Wachstum in China. Für die USA dagegen ergibt sich ein Wachstumseinbruch von über zwei Prozentpunkten, der zu zwei Dritteln auf den direkten Handelseffekt und zu einem Drittel auf den indirekten Vermögenseffekt zurückgeht. Der Welthandel bricht um bis zu drei Prozentpunkte ein und das globale Wachstum sinkt um knapp einen Prozentpunkt.



These 8: Die USA werden einen multilateralen Handelskrieg vermeiden, da die Kosten für die US-Wirtschaft zu hoch wären.

Angesichts der hohen Kosten, die ein **multilateraler Handelskrieg** für die USA erzeugen würde, spricht vieles dafür, dass sich auch 2019 der Handelskrieg bilateral zwischen China und den USA abspielt. Während die direkten negativen ökonomischen Effekte überschaubar sind, sorgen vor allem die indirekten Effekte für eine Abkühlung des Welthandels.

These 9: Die Fed wird 2019 höchstens einmal die Leitzinsen erhöhen.

Die **US-Zentralbank** steht 2019 vor einer schwierigen Aufgabe. Sie hat die Leitzinsen seit Ende 2015 in mehreren Schritten auf ein Niveau von 2,25 bis 2,5 Prozent angehoben. Allerdings hatte 2018 auch die Inflation angezogen und lag in der Spitze bei rund 2,5 Prozent. Mit einem realen Leitzins von Null ist die US-Geldpolitik also keineswegs restriktiv. Weitere Zinsschritte wären erforderlich, um die Wirtschaft vor einer Überhitzung zu schützen. Das legt insbesondere die angespannte Situation am Arbeitsmarkt nahe. Auch die Gefahr einer importierten Inflation infolge der Zölle spricht für weitere Zinserhöhungen.

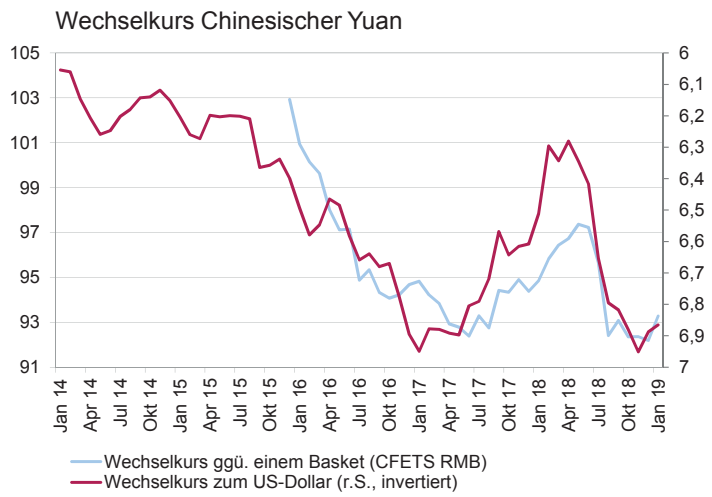
Auf der anderen Seite zeigen sich am Immobilienmarkt die dämpfenden Effekte der bereits erfolgten Leitzinserhöhungen. Der starke Verfall der Ölpreise lässt inzwischen auch die Inflationsraten sinken. Hinzu kommt, dass der Handelskrieg nicht nur inflationäres Potenzial besitzt, sondern auch die US-Konjunktur abwürgen könnte. Die Kombination aus steigenden Zinsen, abnehmendem Gewinnwachstum und Konjunktursorgen hat den US-Aktienmarkt am Ende des vergangenen Jahres stark unter Druck gebracht. Die US-Notenbank muss also aufpassen, dass sie nicht selbst zum Auslöser einer Rezession wird. Dass US-Präsident Trump die Fed in dieser Hinsicht bereits öffentlich angegriffen hat, macht die Sache nicht leichter.

Der Anfang des Jahres veröffentlichte sehr schwache ISM-Index für Dezember und die sinkenden Inflationsraten wird die Fed zum Anlass nehmen, die Leitzinsen zunächst nicht weiter zu erhöhen. Nach vier Zinserhöhungen in 2018 erwarten wir für 2019 nur maximal eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte. Wir liegen mit dieser Prognose leicht über den Markterwartungen, die derzeit keine weitere Zinserhöhung sehen und für das Jahresende eine Zinssenkung einzupreisen beginnen. Das Wachstumstempo dürfte sich nach 2,9 Prozent Wachstum im Jahr 2018 auf 2,3 Prozent im Jahr 2019 verringern.

Die US-Zentralbank wird eine Zinspause einlegen.

China: Zwischen Handelskrieg und politischem Stimulus

Der **Handelskrieg mit den USA** trifft die chinesische Wirtschaft in einer Phase des Übergangs von einem stark investitionsgetriebenen und kreditfinanziertem



Wachstum hin zu einem nachhaltigeren Tempo. Die bis jetzt beschlossenen Zölle auf Güter für den US-Export im Gegenwert von 250 Mrd. US-Dollar könnten bei einer angedrohten Zollhöhe von 25 Prozent bis zu 0,8 Prozentpunkte Wachstum im Jahr 2019 kosten. Zweitrundeneffekte über eine schwächere globale Nachfrage, sinkende Unternehmensgewinne und Löhne könnten diese Verluste auf weit über einen Prozentpunkt steigern, wenn der Handelskrieg bilateral bleibt.

Ein Teil des negativen Zolleffekts wird durch die **Abwertung der chinesischen Währung** abgefedert, die nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegen einem breiten Korb von Währungen deutlich nachgegeben hat. Die Abwertung hat jedoch auch unangenehme Nebeneffekte: Die importierte Inflation steigt, und es drohen Kapitalabflüsse, die eine Destabilisierung des Finanzsektors zur Folge hätten. Von chinesischer Seite wurde daher bereits betont, dass kein Interesse an einer weiteren Abwertung des chinesischen Yuan besteht.

Die chinesischen Behörden setzen dagegen auf eine **fiskalische und geldpolitische Stimulierung** der inländischen Wirtschaft. Die Zentralbank hat den Mindestreservesatz für Banken bereits mehrfach gesenkt und wird mit allen Mitteln versuchen, das Kreditwachstum so aufrecht zu erhalten, dass das BIP-Wachstum nicht unter sechs Prozent fällt. Wenn die chinesische Währung allerdings stärker unter Abwertungsdruck geraten sollte, wären der expansiven Geldpolitik Grenzen gesetzt.

Angesichts dieser Problematik dürften fiskalische Stimuli 2019 an Bedeutung gewinnen. Die chinesische Wirtschaft ist zwar bereits hoch verschuldet, allerdings stärker im privaten als im öffentlichen Sektor, wo der Schuldenstand bei nur 65 Prozent des BIP liegt. Für 2019 stehen **Steuersenkungen** von mehr als einem Prozent des BIP im Raum. Dies könnte dem inländischen Konsum helfen, der unter der Schwäche des Immobilienmarkts, dem geringeren Kreditwachstum und dem Einbruch am chinesischen Aktienmarkt leidet.

Der Übergang vom export- zum konsumgetriebenen Wachstum schlägt sich auch in der **chinesischen Leistungsbilanz** nieder. Im ersten Halbjahr 2018 wurde das erste Leistungsbilanzdefizit seit zwanzig Jahren ausgewiesen. Dem Handelsbilanzüberschuss steht ein Defizit in der Dienstleistungsbilanz gegenüber. Die Passivierung der Leistungsbilanz wird sich in den kommenden Jahren fortsetzen.

> These 10: Aufgrund von wirtschaftspolitischen Maßnahmen wird es 2019 trotz der Gefahren durch die Handelsstreitigkeiten mit den USA gelingen, das chinesische Wachstum über sechs Prozent zu halten.

Die entscheidende Frage für 2019 wird sein, ob die **wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen** ausreichen, um die negativen Folgen der bereits erhobenen Zölle abzudämpfen und dabei die Währung nicht zu sehr zu schwächen. Im besten Fall führen die US-Zölle zu einer Entwicklung, die China ohnehin forcieren wollte, nämlich der Abkehr vom kreditfinanzierten Exportboom der vergangenen Jahre. Diese Entwicklung hat schon lange vor dem Handelskrieg begonnen: Der Anteil des Exportsektors an der Gesamtwirtschaft ist von 35 Prozent im Jahr 2007 auf 18,5 Prozent im Jahr 2017 gefallen. US-Exporte machen dabei nur 18 Prozent der gesamten Ausfuhren aus.

Entscheidend ist dabei die Frage, welchen **Wirkungsgrad die expansivere Wirtschaftspolitik** hat. In den letzten Jahren ist es den chinesischen Behörden recht gut gelungen, das Wirtschaftswachstum mit einer Mischung aus expansiven und kontraktiven Impulsen in geordnetere Bahnen zu lenken. Ob die expansiven steuerlichen Impulse im aktuellen Umfeld allerdings eine größere Multiplikatorwirkung entfalten können, hängt stark von der Entwicklung der Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen ab, die sich in Folge des Handelskriegs bereits eingetrübt hat. Wir rechnen für 2019 mit einer weiteren Abkühlung des chinesischen Wachstums auf 6,2 Prozent.

Europa: Sonderfaktoren trüben den Ausblick

Die Perspektiven für die europäische Konjunktur werden von zwei Sonderfaktoren beeinflusst: den Modalitäten des EU-Austritts Großbritanniens und der italienischen Haushaltspolitik – auch wenn das drohende Defizitverfahren kurz vor Weihnachten abgewendet werden konnte.

> These 11: Ein ungeordneter Brexit ist unwahrscheinlich. Falls das Unterhaus im Januar den Vertragsentwurf für den EU-Austritt ablehnt, ist eine Verschiebung des Brexit-Austrittstermins wahrscheinlich.

Nach 524 Verhandlungstagen hat die britische Premierministerin Theresa May eine Austrittsvereinbarung mit der EU getroffen. Der Vertragsentwurf besteht aus zwei Teilen: Der 585-seitigen **Austrittsvereinbarung** („withdrawal agreement") und der 26-seitigen **politischen Absichtserklärung** („political declaration") zum zukünftigen Verhältnis zwischen Großbritannien und der EU. Nur die Austrittsvereinbarung ist rechtlich verbindlich.

Die wichtigsten Regelungen der **Austrittsvereinbarung** sind:

- Sicherung der bestehenden Rechte der mehr als drei Millionen EU-Bürger in Großbritannien und der mehr als eine Million Briten, die in der EU leben.
- Großbritannien zahlt 2019 und 2020 seine regulären EU Beiträge.
- Gemäß der sogenannten „Backstop"-Regelung bleibt Großbritannien in der Zollunion, wenn es bei zukünftigen Handelsvereinbarungen nicht gelingen sollte, eine innerirische Zollgrenze zu vermeiden.

Die wichtigsten **Regelungen** der politischen Absichtserklärung sind:

- Im Güterverkehr wird Großbritannien wie ein EU-Mitglied behandelt, wenn sich das Land an alle EU-Standards hinsichtlich Wettbewerb, Besteuerung, Umwelt usw. hält.
- Im Dienstleistungsverkehr, der vor allem Finanzdienstleistungen umfasst, wird Großbritannien zukünftig von der EU wie ein Nicht-EU-Mitglied behandelt.
- Großbritannien scheidet als Mitglied aus den Polizei- und Justiznetzwerken Europol und Eurojust sowie aus den EU-Sicherheitsprojekten aus.

Die Vereinbarungen entsprechen weitgehend den Vorstellungen der EU. Innerhalb der EU gelten die vier Grundfreiheiten des freien Verkehrs für Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital. Da Großbritannien die Freizügigkeit der Arbeitnehmer nach dem Austritt einschränken will, verliert das Land im Gegenzug den freien Zugang zum Markt für Dienstleistungen in der EU. Die EU hat zudem darauf bestanden, dass es keine innerirische Zollgrenze gibt. Dies wird durch die Backstop-Regelung gesichert. Solange der Backstop gilt, kann Großbritannien nach dem EU-Austritt keine bilateralen Handelsvereinbarungen mit anderen Ländern abschließen.

Es ist vor allem die Backstop-Regelung, an der sich der Widerstand der May-Gegner entzündet. Da sie nicht mit einer Mehrheit im Unterhaus rechnen konnte, hat die Premierministerin die für den 11. Dezember geplante Abstimmung über den Vertragsentwurf im britischen Unterhaus abgesagt und sah sich einen Tag später mit einem **Misstrauensvotum** ihrer eigenen Fraktion konfrontiert. Diese Abstimmung konnte sie zwar für sich entscheiden, doch die 117 Gegenstimmen zeigen, wie viele Stimmen bei einer Abstimmung über den Vertragsentwurf im Unterhaus fehlen könnten. Beim EU-Gipfel Mitte Dezember hat die Premierministerin geringe Zugeständnisse erreichen können. So soll der umstrittene Backstop so schnell wie möglich durch ein Folgeabkommen ersetzt werden. Die 27 bleibenden EU-Länder beteuerten in einer gemeinsamen Erklärung, dass die Anwendung der Sonderregeln für eine offene Grenze in Irland wenn möglich vermieden werden solle.

Theresa May hat bis zum 21. Januar Zeit, einen überarbeiteten Entwurf zur Abstimmung vorzubringen. Sollte bis dahin kein Vertrag beschlossen sein, dreht sich das Verhältnis von Parlament und Regierung um. Das Parlament übernimmt dann die Initiative für die Entwicklung eines mehrheitsfähigen Vertragsentwurfs. Wenn bis zum 29. März keine Vereinbarung getroffen würde, käme es zu einem **ungeregelten Austritt aus der EU** („Hard Brexit"). Die britische Zentralbank hat jüngst davor gewarnt, dass in diesem Fall das Wachstum um acht Prozent und der Immobilienmarkt um 30 Prozent einbrechen könnten, während die Arbeitslosenquote von aktuell vier auf 7,5 Prozent stiege.

Für die weitere Entwicklung sind folgende Varianten denkbar:

- Ein nachverhandelter Vertragsentwurf findet im Unterhaus eine Mehrheit. Es kommt am 29. März zu einem geordneten Brexit.
- Eine überparteiliche Mehrheit im Parlament könnte die jetzige Regierung beauftragen, einen **neuen Vertrag mit der EU** auszuhandeln. Angesichts der bisherigen Verhandlungsstärke der EU ist jedoch kaum mit einer Verbesserung aus britischer Sicht zu rechnen.
- Es könnte ein **zweites Referendum** abgehalten werden. Umfragen zeigen, dass die Mehrheit der Bevölkerung einen Brexit, wie ihn der May-Entwurf vorsieht, ablehnt. Theresa May selbst ist strikt gegen ein zweites Referendum.
- Käme es zu **Neuwahlen** und einer neuen Regierung mit einer stabilen Mehrheit unter der Führung von Labour, wäre eine Neuverhandlung des Vertrags mit der EU denkbar. In dieser Konstellation könnte das norwegische Modell zu einer sehr milden Form des Brexits führen. Die entscheidende Frage ist dabei die Migration, denn das norwegische Modell sieht keine Einschränkung der Freizügigkeit für Arbeitnehmer vor.
- Scheitern alle Varianten, käme es zu einem **ungeordneten Brexit**, der zu einem (temporären) Zusammenbruch des Waren- und Dienstleistungshandels mit der EU führen würde. Entsprechende Notfallpläne liegen auf beiden Seiten des Ärmelkanals bereits in den Schubladen.

Fasst man die unterschiedlichen Optionen zusammen, bleiben am Ende drei Varianten übrig:

- Es wird ein Vertrag mit der EU geschlossen und der Austritt erfolgt **planmäßig** am 29. März 2019.
- Es wird kein Vertrag mit der EU geschlossen. Am 29. März 2019 kommt es zu einem **ungeordneten Austritt** aus der EU.
- Der Austrittstermin wir durch einen einseitigen oder beidseitigen Beschluss **verschoben**.

Wir halten einen ungeordneten Brexit für unwahrscheinlich. Falls das Parlament im Januar dem jetzigen Vertragsentwurf nicht zustimmt, ist eine Verschiebung des Austrittstermins wahrscheinlich.

Doch selbst wenn es Theresa May gelingen würde, ihren Entwurf des Austrittsvertrags durch das Parlament zu bekommen, würden die Unsicherheiten in Großbritannien nur kurzfristig abnehmen. Viele Details der längerfristigen Beziehung zwischen der EU und Großbritannien müssen noch geklärt werden. Angesichts der gezeigten Verhandlungsstärke der EU dürften auch hier die britischen Hoffnungen nicht in Erfüllung gehen. Die Unsicherheiten über die zukünftigen Modalitäten des Waren- und Dienstleistungsverkehrs mit dem größten Handelspartner beeinträchtigen die Investitionsbereitschaft und fördern die Konsumzurückhaltung. Wir rechnen daher selbst im Falle eines geordneten Brexits nur mit einem Wachstum der britischen Wirtschaft von 0,8 Prozent im kommenden Jahr.

These 12: Italien bleibt ein Stabilitätsrisiko für den Euroraum.

Der zweite Sonderfaktor in Europa ist **Italien**. Das Land ist nach Griechenland das am höchsten verschuldete Euro-Land mit einem Schuldenberg von mehr als 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Dennoch plante Italiens Regierung für 2019 zunächst eine Neuverschuldung von 2,4 Prozent der Wirtschaftsleistung – drei Mal so viel wie der EU-Kommission eigentlich versprochen. Das drohende Defizitverfahren konnte kurz vor Weihnachten abgewendet werden, weil Rom einen revidierten Haushaltsplan mit einem Verschuldungsziel in Höhe von 2,04 Prozent des BIP und einer realistischeren Wachstumsprognose von 1,0 Prozent für 2019 (vorher 1,5 Prozent) vorlegte.

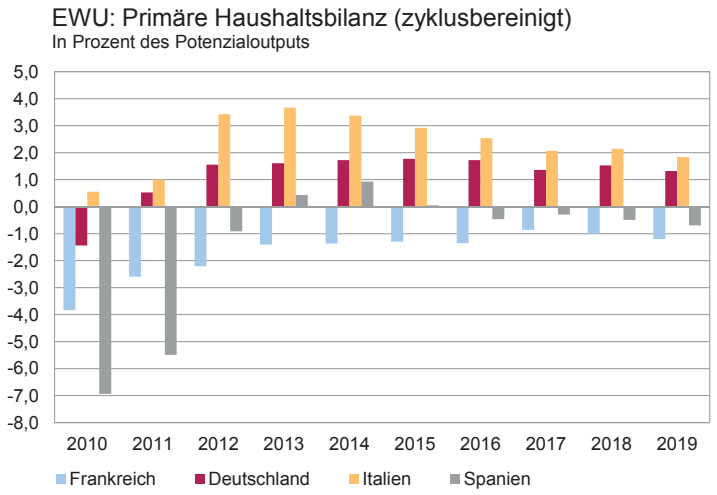
Rein rechnerisch wäre das italienische Schuldenproblem recht einfach zu lösen. Der Leiter der Abteilung Öffentliche Finanzen bei der Deutschen Bundesbank, Karsten Wendorff, hat in einem Gastbeitrag der „Frankfurter Allgemeinen Zeitung“ eine **Zwangsanleihe** für reiche Italiener vorgeschlagen. Die italienische Bevölkerung wäre demnach verpflichtet, die Solidaritätsanleihen zu erwerben, und zwar in Abhängigkeit vom Nettovermögen der Haushalte. Bei einem „Solidaritätssatz“ von 20 Prozent und einem Freibetrag von 50.000 Euro könnte fast die Hälfte der italienischen Staatsschulden in Solidaritätsanleihen umgewandelt werden.

Auf freiwilliger Basis sind die italienischen Haushalte kaum noch bereit, ihrem Staat Geld zu leihen. An den Privatsektor gerichtete Emissionen von italienischen Staatsanleihen stoßen derzeit auf eine geringe Nachfrage, und das, obwohl die Anleihen aufgrund des Haushaltsstreits

hohe Verzinsungen bieten. Als Alternative zu den privaten Haushalten kämen im Inland vor allem die Geschäftsbanken als Abnehmer der Staatsanleihen in Frage. Während der Eurokrise 2011 und 2012 waren sie die Retter des Staats, da sie ihre Bestände italienischer Staatsanleihen deutlich aufstockten. Bis 2015 stieg der Anteil italienischer Staatsanleihen an den gesamten Assets italienischer Banken auf elf Prozent.

Genau dies erweist sich jetzt als Bumerang. Rund zwei Drittel des **Kernkapitals italienischer Banken** ist in italienischen Staatsanleihen investiert. Nur wenn diese Papiere als Haltepositionen verbucht sind („held-to-maturity"), müssen sie nicht wertberichtigt werden. Der Wertverfall italienischer Staatsanleihen kann daher einige Banken in eine Schieflage bringen, die eine Rekapitalisierung erfordert. Bei einem Verlust des „Investment Grade"-Ratings könnten italienische Banken zudem die Staatspapiere nicht mehr als Sicherheiten für die regulären Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB dienen. Seit Ende 2014 steht der italienische Bankensektor direkt unter der Aufsicht der EZB, sodass die Spielräume für die Staatsfinanzierung noch geringer geworden sind.

Italien erwirtschaftet zwar seit Jahren einen Primärüberschuss, muss aber auf Grund des hohen Schuldenbergs hohe Summen am Kapitalmarkt refinanzieren. Im Jahr 2019 werden italienische Staatsanleihen im Wert von 290 Mrd. Euro fällig. Ein kleiner Teil der fällig werdenden Anleihen hat die EZB im Rahmen des Anleiheankaufprogramms erworben und wird ihn entsprechend refinanzieren. Mehr als 85 Prozent muss jedoch über den Kapitalmarkt gedeckt werden. Die angestiegenen Refinanzierungskosten sind dabei kurzfristig weniger ein Problem als das schiere Volumen. Da die Aufnahmefähigkeit der italienischen Banken beschränkt ist und



die italienischen Privathaushalte auf freiwilliger Basis derzeit kaum bereit sind, dem eigenen Staat größere Summen zu leihen, müssen Käufer aus dem Ausland gefunden werden. Dazu bedarf es einer **größeren syndizierten Bondemission**, die es seit Antritt der neuen Regierung nicht mehr gegeben hat.

Wer sonst könnte die Refinanzierung des italienischen Staats sicherstellen? Grundsätzlich käme der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) in Frage. Voraussetzung für ein Hilfsprogramm des ESM ist die einstimmige Zustimmung aller Euro-Länder. Die Einstimmigkeit kann nur dann gelockert werden, wenn die EU-Kommission und die EZB die Stabilität der Währungsunion akut bedroht sehen. Die finanzielle Macht des ESM ist allerdings begrenzt. Derzeit verfügt der Rettungsfonds über ein freies Kreditvolumen von 410 Mrd. Euro. Das würde gerade einmal ausreichen, um die Refinanzierung des italienischen Staates für zwei Jahre zu sichern.

Italien muss 2019 Staatsanleihen in Höhe von 290 Mrd. Euro refinanzieren.

Daher scheinen alle Wege Roms zur **Europäischen Zentralbank** zu führen. Diese stellt zwar ihr Anleiheankaufprogramm und damit die Politik der quantitativen Lockerung (QE) zum Jahresende ein, hatte aber Mitte 2012 beschlossen, im

Rahmen ihrer normalen Offenmarktgeschäfte (OMTs) unbegrenzt Anleihen eines einzelnen Mitgliedsstaats kaufen zu können, wenn die Währungsunion in ihrer Existenz bedroht ist. Die Käufe sind an Bedingungen geknüpft und mit einer verschärften Überwachung der Reform- und Haushaltspolitik verbunden. Die EZB hat sich unter dem Eindruck der letzten Eurokrise dazu verpflichtet, für die Mitgliedsstaaten die Rolle des „Kreditgebers in letzter Instanz" („Lender of Last Resort") zu spielen. Üblicherweise übernehmen Zentralbanken diese Aufgabe nur für den Bankensektor, um nicht in den Verdacht der heimlichen Staatsfinanzierung zu geraten. Um ein OMT-Programm aktivieren zu können, muss nicht einmal, wie die EZB am 6. September 2012 klar gestellt hat, ein vollständiges ESM-Anpassungsprogramm durchlaufen werden. Ein sogenanntes vorsorgliches Programm („Enhanced Conditions Credit Line") genügt.

Wird die neue politische Führung in Rom es darauf ankommen lassen, die Interventionsbereitschaft der EZB zu testen? Nicht nur für Italien, sondern auch für die EZB steht viel auf dem Spiel. Über die **Target-Salden** hat die EZB Forderungen gegenüber der italienischen Zentralbank in Höhe von knapp 490 Mrd. Euro. Mehr als 16 Prozent der italienischen Staatsschulden liegen bei der EZB, die daher großes Interesse daran hat, die Zahlungsfähigkeit des Landes aufrechtzuerhalten.

Allerdings bewegt sich die EZB auf dünnem Eis, denn die **europarechtliche Zulässigkeit des OMT-Programms** ist umstritten. Am 21. Juni 2016 hat sich das Bundesverfassungsgericht zwar der Sichtweise des Europäischen Gerichtshofs angeschlossen, dass das OMT-Programm rechtmäßig sei, dies aber an Bedingungen geknüpft. Ankäufe dürfen demnach nicht im Voraus angekündigt werden und ihr Volumen muss begrenzt sein. Außerdem dürften nur Anleihen von Staaten gekauft werden, die sich nicht selbst am Markt finanzieren können.

Nach der Einigung im Haushaltsstreit mit Brüssel hat sich die aktuelle Lage zwar beruhigt, doch das langfristige Problem des zu hohen Schuldenstands ist weiterhin ungelöst. Denkbar ist auch, dass die derzeitige italienische Regierung an der Budgetfrage oder einem anderen kontroversen Thema zerbricht und nach Neuwahlen von einem Bündnis aus Lega Nord und Berlusconis Forza Italia abgelöst wird. Doch auch eine neue Regierung hätte mit dem hohen Schuldenstand zu kämpfen, denn die Wachstumsaussichten für 2019 sind so bescheiden, dass auf diesem Wege keine Lösung der Schuldenprobleme zu erwarten ist.

> These 13: Die Europäische Zentralbank wird 2019 nur den Einlagensatz anheben, nicht aber den Darlehenssatz.

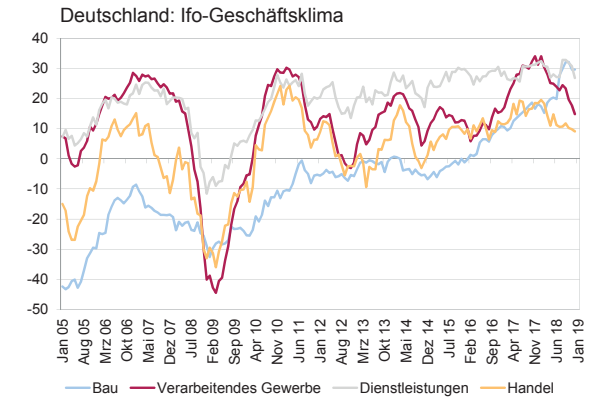
Neben den Sonderthemen wird der Ausblick für die europäische Konjunktur insbesondere von der abnehmenden weltwirtschaftlichen Dynamik getrübt, die die exportorientierten europäischen Volkswirtschaften wie Deutschland belastet. Dem steht allerdings ein immer noch robuster inländischer Konsum gegenüber, der von sinkender Arbeitslosigkeit und steigenden Löhnen profitiert. Die **Europäische Zentralbank** steht daher ähnlich wie die US-amerikanische Fed 2019 vor einer schwierigen Aufgabe. Da die Wirtschaft auf Potenzialniveau wächst und die Inflationsraten im vergangenen Jahr ihren Zielwert erreicht haben, gibt es keinen Grund mehr für eine extrem expansive Geldpolitik.

Der große Unterschied besteht jedoch darin, dass die EZB mit der Beendigung ihrer Deflationsbekämpfungsmaßnahmen noch ganz am Anfang steht. Während die Fed ihr Anleiheankaufprogramm bereits 2014 beendet hat und seit Ende 2015 die Leitzinsen sukzessive anhebt, endete das Kaufprogramm der EZB erst Ende vergangenen Jahres. Eine erste **Leitzinserhöhung** wurde frühestens für den Spätsommer 2019 angedeutet, doch die Zweifel nehmen zu, dass es überhaupt dazu kommen wird. Für Länder wie Deutschland wäre eine Leitzinserhöhung zwar überfällig, doch die Euro-Peripherie muss über höhere Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen bereits jetzt ein deutlich höheres Zinsniveau verkraften. Unter Mario Draghi hatte sich die EZB mit ihrer Geldpolitik stets an den schwächeren Mitgliedern des Euroraums orientiert und nicht an Deutschland. Daran wird sich voraussichtlich auch nach dem Ende von Draghis Amtszeit im Oktober 2019 nicht viel ändern, zumal die Chancen des deutschen Kandidaten Jens Weidmann auf Draghis Nachfolge derzeit gering sind. Wir halten es aber für möglich, dass sich Draghi dennoch mit einer Zinserhöhung verabschiedet, die allerdings nur den negativen Einlagensatz betrifft. Denn eine Reduktion des Zinses von minus 0,4 auf minus 0,2 Prozent wäre keine geldpolitische Verschärfung, sondern eine kleine Entlastung für den Bankensektor, dessen Stabilität für die EZB ein wichtiges Ziel darstellt.

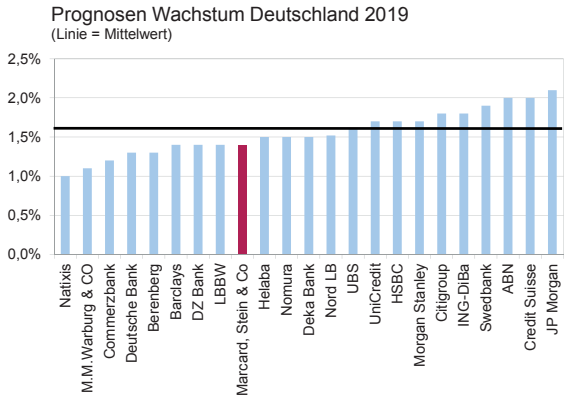
Deutschland: Robuster Dienstleistungssektor, fragile Industrie – und ein Regierungswechsel?

These 14: Das Wachstum in Deutschland wird 2019 knapp unter dem des Vorjahres liegen.

Das öffentliche Bild der deutschen Wirtschaft wird von exportorientierten Industrieunternehmen geprägt. Tatsache aber ist, das 68 Prozent des deutschen BIP vom **Dienstleistungssektor** erwirtschaftet wird. Dies kommt der deutschen Wirtschaft im nächsten Jahr zu Gute, denn das Verarbeitende Gewerbe zeigt Anzeichen der Schwäche. Beim Einbruch der Automobilproduktion, die im dritten Quartal 2018 um minus 7,5 Prozent gegenüber dem Vorquartal zurück ging, dürfte es sich zwar um einen Sondereffekt aufgrund der Einführung der WLTP-Standards gehandelt haben. Doch auch unabhängig davon hat sich die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe, wie sie etwa vom ifo-Geschäftsklimaindex gemessen wird, deutlich verschlechtert. Die Verlangsamung des Welthandels aufgrund des sino-amerikanischen Handelskriegs und die Schwäche der Schwellenländer, die unter den steigenden US-Zinsen und dem starken US-Dollar leiden, fordern hier ihren Tribut.



Der Dienstleistungssektor und der Bau zeigen sich dagegen noch weitgehend unbeeindruckt von den handelspolitischen Turbulenzen. Weiter sinkende Arbeitslosigkeit und leicht steigende Löhne sind gute Voraussetzungen für eine kräftige Konsumnachfrage und damit auch für alle konsumnahen Dienstleistungen. Selbst ohne einen positiven Wachstumsbeitrag vom Außenhandel halten wir daher ein Wachstum des deutschen BIP von 1,4 Prozent im Jahr 2019 für möglich. Wenn die Verbraucher allerdings, wie die jüngsten Daten befürchten lassen, zunehmend von der schlechten Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe infiziert werden, dürfte diese Prognose noch zu optimistisch sein.



These 15: Nach den Europawahlen ist ein Regierungswechsel in Deutschland möglich. Die Auswirkungen auf die Konjunktur und die Kapitalmärkte sollten allerdings begrenzt sein.

Die regierende **Große Koalition in Deutschland** gibt kein überzeugendes Bild ab. Das zeigten die Ergebnisse der Landtagswahlen in Bayern und Hessen, die letztlich die Ursache für die personellen Veränderungen in CDU und CSU waren. Die SPD hat dagegen bislang keine inhaltlichen oder personellen Konsequenzen gezogen. Laut einer Umfrage von Civey vom 23. November 2018 sind nur noch 35,2 Prozent der Wahlberechtigten der Meinung, dass die derzeitige Bundesregierung ihre Arbeit fortsetzen solle.

In der SPD dürfte zunehmend die Einsicht reifen, dass eine Erneuerung der Partei nur in der Opposition möglich ist. Die CDU dagegen hätte mit einer schwarz-grünen Koalition oder einem zweiten Jamaika-Versuch die Chance, den schwächelnden Koalitionspartner SPD zu ersetzen. Unter diesen Umständen könnten schon kleinere inhaltliche Differenzen zwischen CDU und SPD zum Anlass genommen werden, die Große Koalition platzen zu lassen.

Sollte die Große Koalition scheitern, wären bei den derzeitigen Mehrheitsverhältnissen im Bundestag eine Jamaika-Koalition oder eine Minderheitsregierung der CDU am wahrscheinlichsten. Wenn diese Optionen scheitern bzw. keine absolute Mehrheit für den neuen Bundeskanzler zustande käme, kann der Bundespräsident den Bundestag auflösen und somit **vorgezogene Neuwahlen**

veranlassen. Alternativ könnte Angela Merkel, ähnlich wie Helmut Kohl Ende 1982, die Vertrauensfrage stellen und auf diesem Wege Neuwahlen forcieren. Dieses wahltaktisch motivierte Vorgehen, das schon im Falle Kohls für Kritik sorgte, passt jedoch wenig zum Regierungsstil der Kanzlerin.

Obwohl die **Hürden für Neuwahlen** sehr hoch sind, werden sie bereits offen diskutiert. In der erwähnten Studie von Civey sprechen sich derzeit 53,5 Prozent der Wahlberechtigten in Deutschland für Neuwahlen zum Bundestag aus. Annegret Kramp-Karrenbauer hat sich im Falle des Scheiterns von Schwarz-Rot offen für Neuwahlen gezeigt und sich damit nicht nur gegen ihre Widersacher um den Parteivorsitz, sondern auch gegen Wolfgang Schäuble gestellt. Kein Wunder, denn in einer Forsa-Umfrage liegt die Saarländerin bei der „Kanzlerfrage" mit Angela Merkel gleichauf. Im Duell mit Olaf Scholz würde sie sich ebenso klar durchsetzen wie gegenüber einer Spitzenkandidatin Nahles.

Nach den Europa-Wahlen könnte es zu größeren politischen Veränderungen in Deutschland kommen.

Unabhängig von möglichen Neuwahlen zum Bundestag werden die deutschen Wählerinnen und Wähler im nächsten Jahr zur Urne gerufen, und zwar am 26. Mai anlässlich der **Direktwahl zum Europäischen Parlament**. Angela Merkel hat mit einem für sie ungewöhnlichen Pathos einen „großen Kampf" angekündigt, da mit dem Aufstieg der Rechtspopulisten eine Entwicklung drohe, die „ins Elend führen würde". Der italienische Vizeministerpräsident Matteo Salvini kündigte bereits an, dass er für den Posten des EU-Kommissionspräsidenten kandidieren will. Der ungarische Ministerpräsident Viktor Orbán hat Salvini als „Held und Weggefährten" bezeichnet, sich für die Europawahl allerdings der Europäischen Volkspartei (EVP) angeschlossen und somit zum Unterstützer von Manfred Weber von der CSU gemacht. Emanuel Macrons „En Marche"-Bewegung geht dagegen mit der Allianz der Liberalen und Demokraten für Europa (ALDE) ins Rennen, zu der auch die FDP gehört.

Einiges spricht dafür, dass Angela Merkel im Vorfeld der Europawahlen weder einen Regierungswechsel noch Neuwahlen in Deutschland riskieren wird. Wenn die CDU bei der Europawahl passabel abschneidet und Manfred Weber als erster Deutscher den EU-Kommissionsvorsitz von Jean-Claude Juncker übernimmt, könnte für Merkel allerdings der richtige Zeitpunkt gekommen sein, um auch in Deutschland die Weichen neu zu stellen. Sie könnte ihr Amt niederlegen und den Weg für Annegret Kramp-Karrenbauer frei machen. Laut Medienberichten plant die CDU dies für das Frühjahr 2020, doch es könnte auch schon früher dazu kommen.

Wie könnte eine neue Regierungskoalition aussehen, und wie würden die Kapitalmärkte reagieren? Eine **schwarz-grüne Koalition**, die in den aktuellen Umfragen auf Bundesebene eine absolute Mehrheit haben könnte, besteht auf Landesebene in Baden-Württemberg und Hessen, wo sie im Oktober wiedergewählt wurde. Das **Jamaika-Bündnis** gibt es derzeit nur in Schleswig-Holstein. In beiden Varianten würde die Bundeskanzlerin vermutlich Annegret Kramp-Karrenbauer heißen und für eine inhaltliche Kontinuität zur Merkel-Ära stehen. Eine Jamaika-Koalition würde im Gegensatz zu Schwarz-Grün inhaltlich mehr Gewicht auf Digitalisierung und Steuerpolitik legen, während mit Schwarz-Grün der Fokus stärker bei der Energie- und Umweltpolitik läge. Größere Richtungswechsel in der Migrations- und Sozialpolitik sind in beiden Konstellationen nicht zu erwarten. Am Kapitalmarkt dürfte sich eine neue Regierungspolitik vor allem auf der Branchenebene auswirken. Eine schwarz-grüne Regierung könnte insbesondere für deutsche Automobilhersteller und Versorger negative Folgen haben.

Wachstumsprognosen im Überblick (in Prozent)

		IWF	Goldman Sachs	UBS	Sachverst.rat	OECD	EU Komission	Konsens	Marcard, Stein & Co
	2018	2019							
Welt	3,7	3,7	3,5	3,6	3,0	3,5	3,5	**3,5**	3,4
USA	2,9	2,5	2,5	2,4	2,6	2,7	2,6	**2,6**	2,3
Japan	1,0	0,9	1,0	1,8	1,1	1,0	1,0	**1,1**	1,3
Euroraum	2,0	1,9	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	**1,8**	1,3
Deutschland	1,7	1,9	1,9	1,6	1,5	–	1,8	**1,7**	1,4
Großbritannien	1,3	1,5	1,5	1,8	1,4	–	1,2	**1,5**	0,8
Russland	1,8	1,8	1,8	1,5	1,8	–	–	**1,7**	1,2
China	6,6	6,2	6,2	6,0	6,2	6,3	6,2	**6,2**	6,2
Indien	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,3	–	**7,3**	7,4
Brasilien	1,3	2,4	2,6	3,0	1,8	2,1	–	**2,4**	1,8

Devisenmarkt: Fortsetzung der Dollar-Stärke

These 1: Der US-Dollar wertet bis Ende 2019 auf 1,12 gegenüber dem Euro auf.

Das Umfeld für den US-Dollar bleibt auch 2019 günstig. Die USA wachsen stärker als Europa und Japan, die Leitzinsen werden stärker angehoben und die Risikoaversion bleibt hoch. Angesichts des **Zinsvorsprungs der USA** stellt sich eher die Frage, warum der US-Dollar 2018 nicht noch stärker geworden ist. Im Folgenden werden daher einige Argumente diskutiert, die gegen eine starke Aufwertung des US-Dollar sprechen.

- Die Zinsdifferenzen sprechen nicht uneingeschränkt für den US-Dollar, da eine große Zinsdifferenz **Absicherungsgeschäfte** verteuert und daher die Nachfrage nach US-Dollar bremsen kann.
- Gemessen an den **Kaufkraftparitäten** ist der US-Dollar überbewertet (handelsgewichtet etwa elf Prozent).
- An den **Derivate- und Devisenmärkten** sind die Teilnehmer bereits überwiegend so positioniert, dass eine weitere Dollar-Stärke erwartet wird.
- Die politischen Risiken, die sich aus der **protektionistischen Politik** Donald Trumps ergeben, sind kaum eingepreist.
- Eine stärkere Abschwächung des Wachstums, die eine längere **Zinspause der Fed** zur Folge hätte, könnte den Dollar schwächen.
- Durch die Steuerreform hat sich der **staatliche Refinanzierungsbedarf** für 2019 deutlich erhöht, was den US-Dollar belasten könnte.

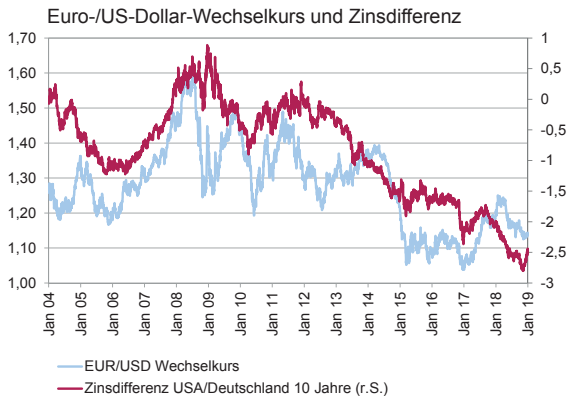
Dagegen stehen Argumente, die für einen deutlich **festeren US-Dollar** sprechen:

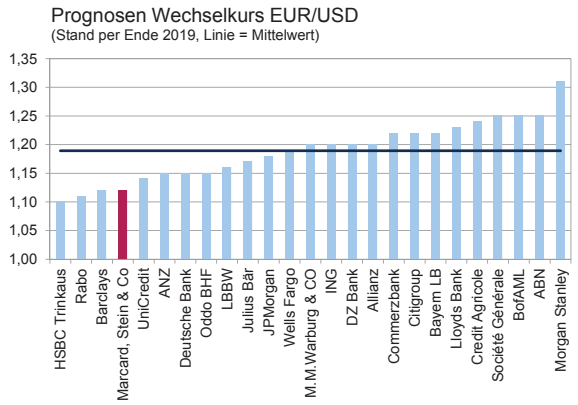
- Ein dauerhafter **Handelskrieg mit China** könnte zu importierter Inflation führen, die die Fed zu unerwarteten Zinserhöhungen zwingt.
- **Politische Krisen in Europa** (Brexit, Italien usw.) verzögern die Zinswende der EZB.
- Ein anhaltend **schwieriges Umfeld für risikobehaftete Assets** könnte die Nachfrage nach US-Dollar als sicheren Hafen fördern.

Insgesamt sehen wir angesichts der attraktiveren Aktien- und Rentenmärkte in den USA eine weitere Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro auf 1,12 und sind daher im Vergleich zum Konsens positiver für die Wertentwicklung der US-Währung.

These 2: Das Britische Pfund könnte positiv überraschen.

Die Aussichten für das Britische Pfund hängen stark von der Entscheidung des britischen Parlaments über das Brexit-Abkommen mit der EU ab. Wenn wie in unserem Basisszenario das Parlament zustimmt, nehmen die Belastungsfaktoren für das Pfund deutlich ab. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit haben bei vielen Investoren dazu geführt, das Britische Pfund als Anlagewährung zu meiden. Nach einer möglichen Einigung mit der EU könnte es zu einer „Erleichterungsrallye“ kommen. Mit einem Leitzins in Höhe von 0,75 Prozent und der Aussicht auf weitere Zinserhöhungen ist das Britische Pfund innerhalb Europas eine der attraktivsten Währungen. Wir

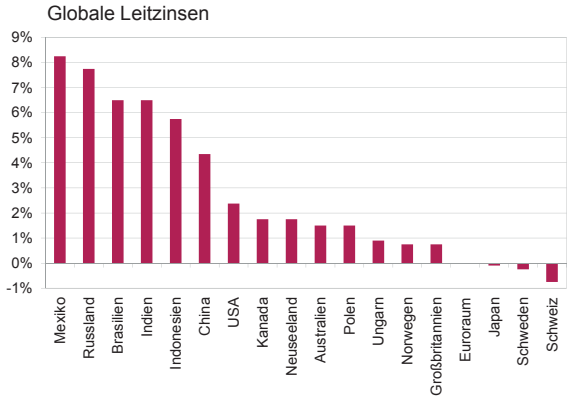




rechnen mit einer leichten Aufwertung des Britischen Pfund bis Ende 2019.

These 3: Stabile Aussichten für den Schweizer Franken.

Mit einem mittleren Ziel von minus 0,75 Prozent für den Drei-Monatszins führt die Schweiz die Weltrangliste der **Länder mit den niedrigsten Leitzinsen** an. Es scheint, dass sie diesen Titel auch verteidigen will und daher keinesfalls vor der EZB die Leitzinsen erhöhen wird. Gegenüber dem Euro besteht daher weiterhin leichter Abwertungsdruck, doch die ehemalige untere Zielmarke für den EUR/CHF-Wechselkurs von 1,20, die im Januar 2015 aufgegeben wurde, erweist sich nun als Widerstand nach oben. Hinzu kommt, dass die Branchenstruktur des eidgenössischen Aktienmarkts mit Schwergewichten im Pharmasektor und Rohstoffhandel im Spätzyklus attraktiv erscheint. Wir rechnen daher nicht mit einer signifikanten Abwertung des Schweizer Franken in 2019.



These 4: Während der japanische Yen gegenüber dem Euro weiter aufwertet, bleibt der chinesische Yuan gegenüber dem US-Dollar stabil.

Mit einer Aufwertung von über sechs Prozent gegenüber dem Euro war der Japanische Yen noch vor dem US-Dollar die stärkste G10-Währung im vergangenen Jahr. Der Yen profitierte von seiner Rolle als sicherer Hafen und dürfte daher auch 2019 stark bleiben.

Die Handelsstreitigkeiten mit den USA könnten zu einer weiteren Schwäche des **Chinesischen Yuan** führen. Die chinesischen Behörden haben aber schon deutlich gemacht, dass sie eine Abwertung nicht als Lösung des Handelskriegs sehen. Zu groß ist die Gefahr, dass Kapitalflucht und importierte Inflation infolge einer Abwertung Zinserhöhungen nötig machen würden, die die wirtschaftlichen Schwierigkeiten nur noch verschärfen. Eine Seitwärtsbewegung des Yuan gegenüber dem US-Dollar ist daher am wahrscheinlichsten.

These 5: Die Dollar-Peripherie steht im Schatten des US-Dollar.

Der Zinsabstand zwischen Australien und den USA hat sich 2018 ausgeweitet, da die australische Notenbank (wie auch die neuseeländische) ihre Leitzinsen nicht erhöht hat. Die Schwäche des australischen Immobilienmarkts könnte auch 2019 eine Leitzinserhöhung verhindern, sodass der Australische Dollar wenig Aufwertungspotenzial gegenüber dem US-Dollar hat. Auch der Kanadische und der Neuseeländische Dollar dürften 2019 im Schatten des US-Dollar stehen.

Devisenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: US-Dollar übergewichten

Wir empfehlen sowohl bei Aktien- als auch bei Renten ein regionales Übergewicht in den USA. Der US-Dollar sollte gegenüber dem Euro ungesichert bleiben.

Maßnahme 2: Untergewichtung im Britischen Pfund abbauen

Viele Investoren haben sich aufgrund der Brexit-Unsicherheiten aus dem Britischen Pfund zurückgezogen. Wir erwarten für 2019 eine teilweise Rückkehr der Anleger und raten daher dazu, Untergewichtungen im Britischen Pfund abzubauen.

Maßnahme 3: Japanischen Yen nicht absichern

Die Kosten einer Währungssicherung des Japanischen Yen sind zwar nicht hoch, aus unserer Sicht jedoch auch nicht notwendig. Der Yen dürfte leicht aufwerten.

Maßnahme 4: Neutrale Gewichtung der Dollar-Peripherie

Die Peripherie-Dollarmärkte in Kanada, Australien und Neuseeland stehen alle im Schatten der US-Notenbank, die mit weiteren Leitzinserhöhungen den Zinsabstand erhöht. Gegenüber dem Euro besteht kaum Aufwertungspotenzial.

JAHRESAUSBLICK 2019: LIQUIDE VERMÖGENSKLASSEN

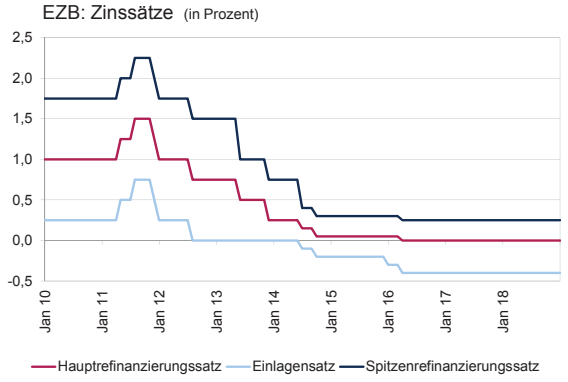
Geldmarkt: Eine kleine Verbesserung in der zweiten Jahreshälfte

These 1: Die EZB wird den Einlagen- und Leitzins geringfügig nach oben anpassen. Die Zinsen für kurzlaufende Anleihen steigen in der zweiten Jahreshälfte etwas an.

Die EZB steht bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik vor der schwierigen Aufgabe, für sich **divergent entwickelnde Wirtschaftsräume** eine **einheitliche Geldpolitik zu gestalten**. Dabei orientiert sie sich seit einigen Jahren an den schwächsten Mitgliedern der Währungsunion, um eine krisenhafte Entwicklung wie in den Jahren 2011 und 2012 nach Möglichkeit zu verhindern.

Mittlerweile entstehen aber durch die sehr lockere Geldpolitik **neue Stabilitätsrisiken**. Dies betrifft erstens die Banken, die stark unter den negativen Einlagenzinsen leiden. Zweitens sind durch die niedrigen Zinsen vor allem in Deutschland in den letzten Jahren die Immobilienpreise auf ein so hohes Niveau gestiegen, dass die Bundesbank in ihrem jüngsten Finanzstabilitätsbericht vor Verwundbarkeiten warnt. Und drittens ist die Geldpolitik in den USA weit vorausgeeilt. Für die starken Staaten des Währungsgebiets führt dies zu einem zu niedrigen Außenwert des Euro, der einen nicht benötigten zusätzlichen konjunkturellen Impuls darstellt. Dieser verschärft die bestehenden wirtschaftlichen Ungleichgewichte weiter.

Angesichts des **weit vorangeschrittenen Konjunkturzyklus** nimmt die EZB diese Risiken verstärkt zur Kenntnis und hat bereits zum Jahresende ihr Anleiheankaufprogramm eingestellt. Fällige Anleihen werden dabei reinvestiert. Mit aktuell etwa 4,6 Bio. Euro dürfte die Bilanzsumme ihren Gipfel nun erreicht haben. Die Notenbank hat angedeutet, nach dem Sommer 2019 die Zinsen erstmals seit dem Jahr 2011 wieder anzuheben. Wir vermuten, dass die EZB bei der **Straffung ihrer Geldpolitik sehr vorsichtig vorgehen wird**, um die konjunkturelle Erholung nicht zu beeinträchtigen. Möglich erscheint daher eine sehr verhaltene Anpassung der Zinsen nach oben. Der Einlagensatz könnte von minus 0,4 auf minus 0,2 Prozent angehoben werden, um die Banken zu entlasten. Der Leitzinssatz wird vermutlich nicht um eine volle Stufe von 25 Basispunkten angehoben, sondern möglicherweise nur um **fünf Basispunkte** auf 0,05 Prozent. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität dürfte unverändert bei 0,25 Prozent bleiben.



Für den Geldmarkt ist somit kaum Besserung in Sicht. Wahrscheinlich werden **die Zinssätze und die Renditen kurz laufender Bundesanleihen über das gesamte Jahr im negativen Terrain verbleiben**. Erst in der zweiten Jahreshälfte dürfte es dann eine gewisse Entspannung geben. Die Sätze könnten ähnlich wie der Einlagensatz um **20 Basispunkte** ansteigen. Für die Banken im Euroraum stellt dies eine gewisse Erleichterung dar und Anleger könnten am Jahresende auch bei bonitätsstärkeren Banken wieder Zinsen von wenigen Basispunkten über null Prozent erhalten.

Strategiebeitrag Geldmarkt in 2019

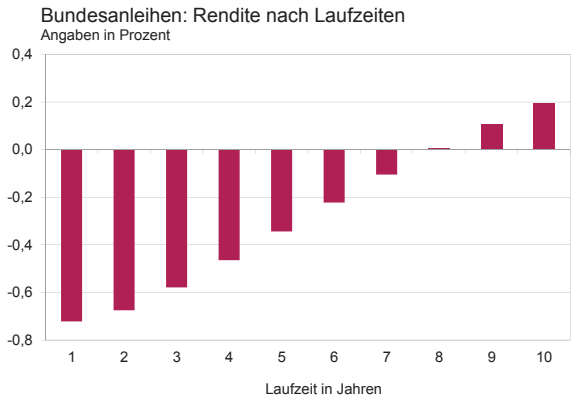
Da im Spätzyklus die Schwankungen zunehmen, hat der Geldmarkt gerade in diesem Jahr als sicherer Hafen eine wichtige Funktion im Portfoliokontext, auch wenn die Zinsen teilweise negativ sind.

Rentenmarkt: Kaum Spielraum für steigende Zinsen

These 1: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende nur leicht auf 0,4 Prozent an.

Zehnjährige Bundesanleihen waren im letzten Jahr als **Sicherheitsinvestment** bei den Anlegern begehrt und gehörten zu den wenigen Anlageklassen, die im Portfolio einen positiven Performancebeitrag geliefert haben. Die Turbulenzen bei den meisten risikobehafteten Anlageklassen haben vor Augen geführt, dass sicherheitsorientierte Investments trotz sehr niedriger Zinsen eine wichtige Funktion haben.

Jedoch ist durch die Entwicklung im letzten Jahr die Situation am Markt für Bundesanleihen weiterhin von tiefen Zinsen geprägt. Zehnjährige Titel erbringen eine Rendite von 0,24 Prozent bis zur Fälligkeit. Bundesanleihen mit einer Laufzeit unter acht Jahren rentieren negativ. **Der Anteil negativ rentierlicher Bundesanleihen beträgt insgesamt etwas mehr als 70 Prozent aller ausstehenden Emissionen**. Erschwerend hinzu kommt, dass die Inflation in Deutschland angestiegen ist und im Mai letzten Jahres über die Marke von zwei Prozent kletterte. Die um die Inflation bereinigte reale Verzinsung liegt somit nochmal deutlich tiefer und ist über die gesamte Zinsstrukturkurve negativ.



Wir rechnen damit, dass sich an dieser Situation im nächsten Jahr fundamental nur wenig ändern wird. Lediglich die etwas restriktivere US-Geldpolitik könnte auch auf den Markt für Bundesanleihen abfärben und die Zinsen etwas ansteigen lassen. Das Ende des Anleiheankaufprogramms der EZB zum Jahreswechsel wird dagegen vermutlich nichts an dem **strukturellen Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage** bei Bundesanleihen ändern. Zwar werden netto durch die EZB keine neuen Anleihen mehr erworben, aber durch den hohen Bestand, den die EZB mittlerweile an Staatsanleihen hält, kommt es vermehrt zu Fälligkeiten von Anleihen. Diese sollen in vollem Umfang reinvestiert werden. Laut EZB-Direktor Benoit Coeure werden das im Jahr 2019 etwa 15 Milliarden Euro pro Monat sein. Insgesamt dürfte die EZB dann Bundesanleihen und sonstige in Frage kommende deutsche Titel im Umfang von etwa 46 Mrd. Euro erwerben. Dies entspricht etwa einem Viertel der von der Deutschen Finanzagentur neu zu begebenden Bundesanleihen. **Das Knappheitsargument wird daher weiter bestehen**, auch wenn die EZB netto keine neuen Anleihen erwirbt. Bundesanleihen sind und bleiben auf absehbare Zeit die einzige wirklich liquide Renten-Anlageklasse im Euroraum, deren Bonität nicht in Frage steht.

Diskutiert wird in der EZB zudem darüber, die Duration des EZB-Portfolios zu verlängern, indem bei Fälligkeiten in länger laufende Anleihen investiert wird. Der Chefvolkswirt der EZB, Pater Praet, hat diese Idee vorgebracht. Praet ist der Ansicht, dass die Anleihekäufe hauptsächlich darüber gewirkt haben, dass sie die Laufzeitenprämie langlaufender Anleihen reduziert haben. Dies geschieht, indem die Notenbank durch den Kauf von langfristigen Anleihen einen Teil des Durationsrisikos aus dem Markt nimmt. Die Unsicherheit über den zukünftigen Zinspfad wurde künstlich reduziert, was die Laufzeitenprämie vermindert hat.

Stellt die EZB die Nettokäufe ein, so sinkt die durchschnittliche Restlaufzeit der Anleihen im Bestand der EZB jedoch mit jedem Tag – die Absorption des Durationsrisikos durch die Notenbank nimmt also ab. Damit steigt die Laufzeitprämie tendenziell wieder. Praet betont, dass die EZB durch Reinvestitionen fällig werdender Wertpapiere den Rückgang der durchschnittlichen Portfolioduration in gewissem Umfang kompensieren kann, indem sie **auslaufende Wertpapiere durch langfristige Wertpapiere** ersetzen könnte. Eine Verlängerung der Duration muss nicht zwangsläufig formal beschlossen werden. Im Falle einer weiter rückläufigen konjunkturellen Entwicklung könnte mit diesem Mittel das Renditeniveau im Bereich der längerfristigen Anleihen gedämpft und auch die Rendite von Bundesanleihen auf tiefen Niveaus gehalten werden.

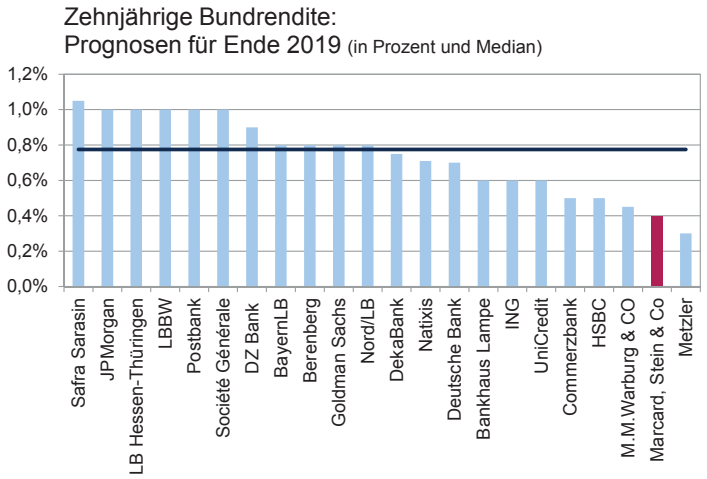
Es fällt schwer, Argumente zu finden, die für steigende Zinsen sprechen. Die etwas restriktivere Geldpolitik in den USA gehört dazu. Die Zinspolitik der EZB dürfte dagegen unserer Ansicht nach eher weniger restriktiv gestaltet werden als von den Marktteilnehmern erwartet. Eine Erhöhung des Leitzinses nach dem Sommer um eine volle Stufe, also um 25 Basispunkte, erwarten wir nicht (siehe vorheriges Kapitel), was ein weiteres Argument für tiefe Zinsen darstellt.

Alles in allem rechnen wir in diesem Jahr mit **weiterhin niedrigen Bundrenditen**. Die Wiederanlagepolitik der EZB und die Knappheit an Bundesanleihen sind starke Argumente, auch angesichts eines erneut ausgeglichenen Bundeshaushalts. Einen leichten Zinsanstieg erwarten wir dennoch, weil die Geldpolitik in den Industriestaaten insgesamt etwas restriktiver werden dürfte. Auch rechnen wir bei den politischen Themen, die im Vorjahr die Agenda maßgeblich geprägt haben, eher mit einer gewissen Entspannung. So gab es zwischen der EU und Italien bezüglich des Budgets des Landes Ende 2018 eine Einigung. Der Handelskonflikt zwischen China und den USA hat zum Jahreswechsel ebenfalls an Schärfe verloren. Die Sicherheitsnachfrage dürfte also etwas abnehmen.

Wir rechnen am Jahresende mit einer Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen von 0,4 Prozent, was einem Verlust von wenigen Basispunkten entspricht.

> These 2: US-Staatsanleihen erbringen über die gesamte Kurve einen positiven Ertrag.

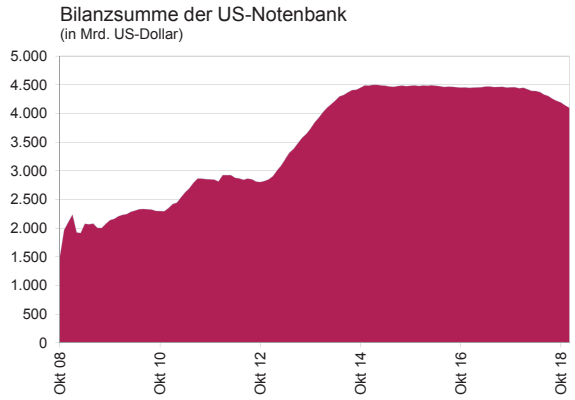
In den USA ist die geldpolitische Normalisierung weit vorangeschritten. Der Leitzinssatz liegt zwischen 2,25 und 2,5 Prozent und die aufgeblähte Notenbankbilanz



wird reduziert. Die geldpolitische Normalisierung nach der Finanzmarktkrise vor zehn Jahren ist damit zu einem guten Teil vollzogen worden und sollte sich noch etwas fortsetzen. Allerdings rechnen wir angesichts des konjunkturellen Gegenwinds zu Jahresbeginn nur noch mit einer Zinserhöhungen der US-Notenbank, was oberhalb der eingepreisten Markterwartung liegt. Die Fed lässt zudem fällige Anleihen auf ihrer Bilanz auslaufen, ohne diese wiederanzulegen. Damit werden dem Markt Monat für Monat etwa **50 Mrd. US-Dollar an Liquidität entzogen**, wobei auch dieser Automatismus zu Jahresbeginn mit gewissen Fragezeichen versehen wurde. Seit die Fed im Oktober 2017 die Wiederanlage fälliger Bonds erst teilweise und dann vollständig eingestellt hat, ist die Notenbankbilanz bereits um über acht Prozent geschrumpft. In der ersten Jahreshälfte könnte die Fed eine Zinspause einlegen, um die Wirkung ihrer Geldpolitik zu überprüfen. Denn bis sich ein **geldpolitischer Impuls auf die Realwirtschaft** überträgt, dauert es für gewöhnlich etwa ein Jahr oder länger. Der Präsident der Federal Reserve, Jerome Powell, sagte, dass der Leitzinssatz nun knapp unter der neutralen Schwelle liegen würde. Angesichts erster sich abschwächender Indikatoren vom Wohnungsmarkt in den USA möchte die

Die Ertragsaussichten für langlaufende Anleihen haben sich deutlich verbessert.

Notenbank möglicherweise sicherstellen, dass die geldpolitischen Zügel nicht zu sehr gestrafft werden.



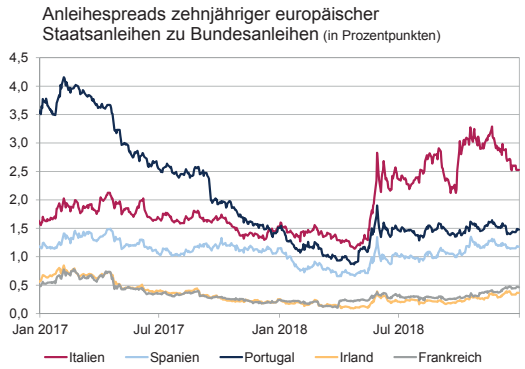
Hinzu kommt, dass die Steuerreform Trumps defizittreibend wirkt. Nach Schätzungen könnte die Neuverschuldung auf über **fünf Prozent des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts** ansteigen. Dies entspricht etwa einer Billionen US-Dollar. Diese Summe muss über Emissionen von Staatsanleihen am Kapitalmarkt eingesammelt werden. Lediglich nach der Finanzmarktkrise in den Jahren 2009 bis 2012 und 1983 unter Ronald Reagan lag die Verschuldung über dem Wert von fünf Prozent des BIP. Zwar ist aufgrund des Status des US-Dollar als Weltreservewährung nicht zu befürchten, dass das US-Schatzamt nicht genügend Käufer für die zu begebenden Anleihen finden wird. **Jedoch dürfte durch das hohe Angebot das Zinsniveau etwas nach oben klettern**.

Die etwas restriktivere Geldpolitik sowie das hohe Angebot sprechen für leicht steigende Zinsen. Auf der anderen Seite sollte die Inflation in den USA ihren Höhepunkt erreicht haben. Hinzu kommt, dass sich die Konjunktur in den USA in der späten Phase des Zyklus befindet, in der die Inflationserwartungen oftmals nicht mehr weiter ansteigen. Dies begrenzt das Aufwärtspotenzial bei den Renditen. Wir rechnen damit, **dass die Rendite einer zehnjährigen US-Staatsanleihe von 2,69 Prozent zu Jahresanfang auf 2,75 Prozent am Jahresende ansteigen wird**. Wie in unserem Schwerpunktthema erläutert, rechnen wir zudem damit, dass sich die Zinsstrukturkurve weiter verflacht.

US-Staatsanleihen können einen moderaten Zinsanstieg ohne Verluste auf Total Return-Basis in diesem Jahr verkraften. Denn durch die mittlerweile **hohe Ausgangsverzinsung besteht ein Puffer** gegenüber geringen bis moderaten Kursverlusten aus einem Zinsanstieg. **US-Staatsanleihen sollten in allen Laufzeitenbändern eine positive absolute Rendite erbringen**.

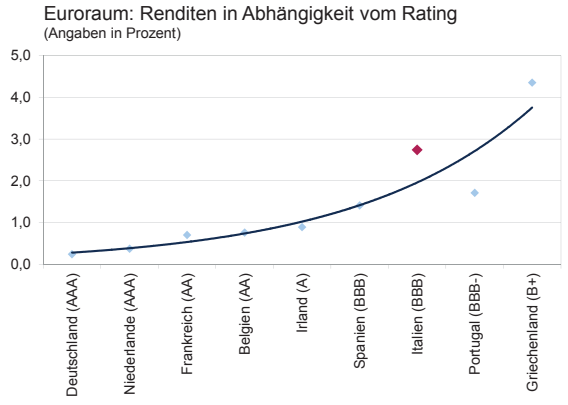
These 3: Die italienischen Anleihespreads verharren auf hohen Niveaus.

Im letzten Jahr war Italien der maßgebliche Spreadtreiber am Markt für europäische Peripherieanleihen. Die Wahl der populistischen Regierung aus Lega Nord und der Fünf-Sterne-Bewegung sowie der sich anschließende Streit mit der EU um den Haushalt des Landes verunsicherten die Marktteilnehmer. Hinzu kamen **negativere Einschätzungen der Ratingagenturen**.



In diesem Jahr wird Italien erneut eine maßgebliche Rolle spielen. Dabei ist die Einschätzung, in welche Richtung sich die Anleihespreads entwickeln, alles andere als einfach. Einerseits sind italienische Staatsanleihen aufgrund der **hohen Verzinsung** sehr attraktiv. Zehnjährige Titel erbringen 2,74 Prozent Rendite bis zur Fälligkeit. Dies sind immerhin gut 250 Basispunkte mehr als für eine vergleichbare Bundesanleihe. Die Rendite liegt zudem deutlich über dem, was angesichts des Ratings des Landes als angemessen betrachtet werden kann. Die Ratingagenturen beurteilen das Land damit positiver als die Investoren.

Die **populistische Regierung muss den Druck des Marktes im Auge behalten**. Schließlich ist das Land angesichts der sehr hohen Verschuldung auf einen störungsfreien Marktzugang angewiesen. Und so gab es zwischen der EU und der Regierung des Landes zum Jahreswechsel eine Annäherung im Budgetstreit. Die Töne aus Rom werden ins-



gesamt etwas moderater. Dies alles spricht dafür, dass sich die Spreads zurückbilden werden.

Aber der Staat hat **ein Finanzierungsproblem**. Die **Zinslast** ist jedoch anders als häufig behauptet **nicht das größte Problem**. In den kommenden Jahren laufen noch zahlreiche Anleihen aus, deren Kupon deutlich höher als die derzeit bei Neuemissionen zu zahlenden Renditen ist. Selbst bei Renditen wie zum Hochpunkt der Staatsschuldenkrise im Juli 2012 kurz vor Draghis „whatever it takes"-Versprechen, wären die zu leistenden Zinszahlungen in den kommenden Jahren zunächst nicht höher als im Durchschnitt der vergangenen 15 Jahre. Die häufig zu hörende Aussage, dass Risikoaufschläge um die 400 Basispunkte die Stabilität der italienischen Staatsfinanzen ins Wanken bringen würden, ist somit zumindest für die nähere Zukunft zu hinterfragen.

Problematisch ist aber, dass Italien mit einer **Verschuldung von 2,3 Bio. Euro** einen sehr hohen **Schuldenberg** aufgetürmt hat. Dieser Schuldenberg bedarf einer kontinuierlichen Refinanzierung. In diesem Jahr laufen zahlreiche Anleihen aus. Werden staatliche Institutionen mitgezählt, so muss das Land in diesem Jahr etwa **300 Mrd. Euro an Schulden** refinanzieren. Hinzu kommt die Neuverschuldung, die nun statt 0,8 Prozent bei 2,04 Prozent liegen soll. Aber selbst 2,04 Prozent dürften angesichts der schwachen konjunkturellen Entwicklung zum Jahresanfang nicht zu halten sein. Weitere 30 bis 40 Mrd. Euro kommen also als Neuverschuldung auf die zu refinanzierenden Anleihen hinzu. Insgesamt muss Italien damit in diesem Jahr einen Betrag am Kapitalmarkt aufnehmen, der die Gesamtverschuldung Griechenlands übersteigt. Wir rechnen damit, dass dies eine große Herausforderung für das Land werden wird.

Im aktuellen Umfeld haben sich zudem die **realwirtschaftlichen Daten** eingetrübt. Das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2018 war gegenüber dem Vorquartal mit minus 0,1 Prozent negativ, die Stimmung der Einkaufsmanager hat sich spürbar verschlechtert. Die schwache konjunkturelle Entwicklung wirkt sich über geringere Steuereinahmen und höhere Sozialtransfers direkt auf die Neuverschuldung aus, die noch höher als erwartet ausfallen dürfte. Eine schwache Konjunktur erhöht zudem die Anzahl der notleidenden Kredite, die mit 14,4 Prozent auf einem hohen Wert liegt. Kein Wunder, dass es im Falle Italiens einen direkten Zusammenhang zwischen der konjunkturellen Entwicklung und den Zinsaufschlägen gibt.

Wir rechnen damit, dass sich die **Anleihespreads Italiens nicht nachhaltig zurückbilden**, sondern sich in einer breiten Spanne bewegen. Gegen einen starken Spreadanstieg spricht, dass der Großteil der Anleihen von der EZB oder den Inländern gehalten wird. Auch kommt Italien zu Gute, dass durch die Wiederanlagepolitik der Europäischen Zentralbank eine gewisse Nachfrage nach italienischen Staatsanleihen erhalten bleiben wird. Die Schwankungen können aber stärker ausfallen. Das große Problem ist, dass **die Politik des Landes nicht zuverlässig prognostizierbar ist**. Dies dürfte der Hauptgrund dafür sein, dass das verlorene Vertrauen der Anleger nicht so schnell zurückkehren wird.

These 4: Die Renditeaufschläge bei Unternehmensanleihen aus dem High Yield- und Investment Grade-Bereich steigen an.

Auch Unternehmensanleihen können sich dem Trend zu steigenden Zinsen nicht entziehen. Hinzu kommt, dass sich die **Anleihespreads ausweiten dürften**. Neben der Schwäche zahlreicher europäischer Unternehmen, die im letzten Jahr **durchwachsene Geschäftszahlen** präsentierten, kommt die **Beendigung des Anleihekaufprogramms** der EZB als Belastungsfaktor hinzu. Immerhin liegen mittlerweile 174 Mrd. Euro an Firmenanleihen auf der Bilanz der europäischen Notenbank, die in den letzten Jahren der aktivste Käufer in diesem Markt war.

These 5: Schwellenländeranleihen verzeichnen angesichts der restriktiven US-Geldpolitik moderate Verluste.

Schwellenländeranleihen haben erneut ein schwieriges Jahr vor sich. Denn die **Geldpolitik in den USA wird wieder etwas restriktiver** und der US-Dollar könnte noch ein wenig aufwerten. Hinzu kommen **konjunkturelle Unsicherheiten** in weiten Teilen der Schwellenländer, die teils begleitet werden von **strukturellen Problemen**. Die politischen Themen könnten dagegen für eine gewisse Entspannung sorgen. So blieb Ende des letzten Jahres eine weitere Verschärfung bezüglich des Handelsstreits zwischen China und den USA aus. Wie lange diese Einigung ihre Gültigkeit behält, ist jedoch unklar. Wir rechnen bei Schwellenländeranleihen in harter Währung mit moderaten Verlusten von wenigen Prozent. Ihre Pendants in lokaler Währung könnten angesichts weiterer Währungsverluste etwas stärker abgeben.

These 6: Inflationsindexierte Anleihen könnten von überraschend ansteigenden Preisen profitieren.

Aufgrund der weit vorangeschrittenen Phase im Konjunkturzyklus haben die Inflationsraten in Europa und den USA mittlerweile wieder die Zielwerte der jeweiligen Notenbanken erreicht oder leicht überschritten. Kennzeichnend für die spätzyklische Phase ist häufig, dass die Energiepreise ansteigen, bis die Nachfrage ihr Maximum erreicht hat. Hinzu kommt, dass durch den in den USA vollständig ausgelasteten Arbeitsmarkt stärkerer Lohndruck entstehen könnte. Mit einer recht hohen Wahrscheinlichkeit könnte **die Inflation also stärker als von uns erwartet ansteigen**, wogegen inflationsindexierte Anleihen einen **Schutz** bieten.

Floater bieten sich im Euroraum an, da wir für dieses Jahr eine Anhebung des Einlagensatzes erwarten. Dadurch dürfte auch der meistens verwendete Referenzzinssatz für Floater, der Dreimonats-EURIBOR, etwas nach oben klettern. In den USA können Floater ebenfalls angesichts einer möglichen weiteren Zinserhöhung durch die Fed einen Mehrwert erbringen.

Rentenmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Bonitätsstarke Anleihen sollten übergewichtet werden.

Angesichts erwarteter Spreadausweitungen bei den risikobehafteten Rentensegmenten sollten Anleger auf Sicherheit setzen und Anleihen bonitätsstarker Emittenten übergewichten.

Maßnahme 2: Im Verhältnis zum Vergleichsindex sollte eine neutrale Durationspositionierung vorgenommen werden.

Wir rechnen zwar mit einem Zinsanstieg, dieser dürfte allerdings recht verhalten ausfallen. Insbesondere bei Bundesanleihen ist die Kurve noch recht steil. Dies kann genutzt werden, um bei den längeren Laufzeiten eine Roll-Down-Yield als Kompensation für steigende Zinsen zu erzielen.

Maßnahme 3: Bei US-Staatsanleihen sollten die mittleren Laufzeiten gemieden und sowohl die kürzeren als auch längeren Bereiche der Kurve übergewichtet werden.

Da wir mit einer weiteren Verflachung der Zinsstrukturkurve in den USA rechnen, bietet sich eine Anleihestrategie an, die das mittlere Laufzeitenband untergewichtet und sowohl das kurze als auch das lange Ende der Kurve übergewichtet (Barbell-Strategie). Anleihen längerer Laufzeit profitieren von höheren Kupons und vermutlich relativ geringen Zinsanstiegen. Anleihen kürzerer Laufzeit weisen ebenfalls bereits recht hohe Zinsen auf und sind aufgrund der niedrigen Duration wenig anfällig bei Zinsanhebungen.

Maßnahme 4: US-Staatsanleihen sollten übergewichtet werden.

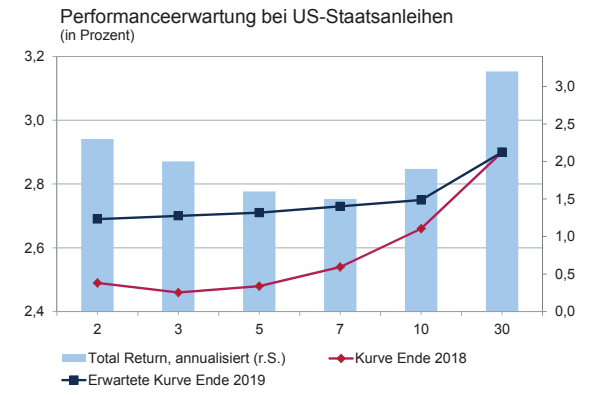
Da wir über die gesamte Kurve der US-Staatsanleihen eine positive Rendite erwarten, empfehlen wir eine Übergewichtung von US-Staatsanleihen im Portfolio. Dies ist auch ein gutes Mittel, um sich gegen politische Turbulenzen in diesem Jahr abzusichern.

Maßnahme 5: Italienische Anleihen sollten gemieden werden.

Italienische Staatsanleihen weisen im europäischen Investment Grade die höchsten Rendite auf, die Kursschwankungen sind aber beträchtlich. Da die politischen Risiken kaum abzuschätzen sind, sollten Anleger sich trotz der attraktiven Renditen von den Anleihen des Landes fernhalten.

Maßnahme 6: Floater und inflationsindexierte Anleihen sollten als Inflationshedge übergewichtet werden.

Sollte die Inflation stärker als erwartet ansteigen, bieten sich sowohl Floater als auch inflationsindexierte Anleihen an, um das Rentenportfolio weniger anfällig für Inflationsrisiken aufzustellen. Vor allem Floater sind zudem als Instrument zur Umsetzung einer Barbell-Strategie besonders gut geeignet.



Strategiebeitrag Rentenmarkt in 2019

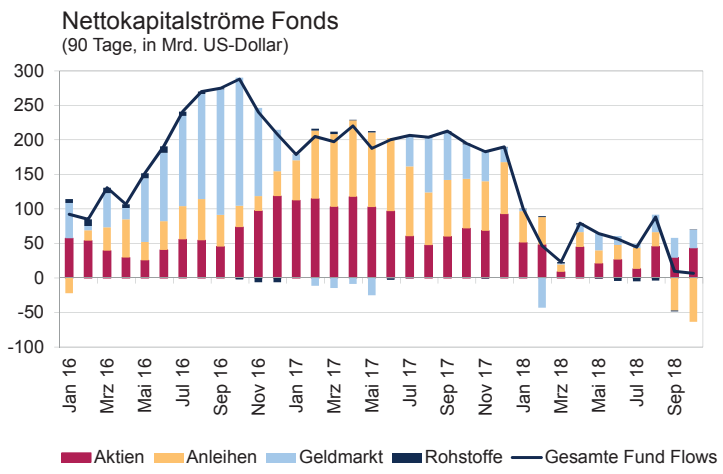
Angesichts der politischen Risiken und einer Zunahme der Volatilität an den Aktienmärkten spielt der Rentenmarkt im Jahr 2019 eine wichtige Rolle bei der Stabilisierung des Portfolios. Entscheidend dürfte sein, auf hohe Bonitäten zu setzen.

Aktienmarkt: Abnehmender Optimismus

Die Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte haben sich verschlechtert.

Im Vergleich zum Beginn des letzten Jahres hat sich die Ausgangslage für Aktien grundlegend verändert. Während damals das Bild einer synchron wachsenden Weltwirtschaft zu hohem Optimismus führte, dominiert zu Beginn des Jahres 2019 die Unsicherheit. Von synchronem Wachstum kann schon lange keine Rede mehr sein und der Optimismus ist der Angst vor der nächsten Rezession gewichen. Für die Aktienmärkte sind diese Entwicklungen besonders relevant, da sie ihre Kraft aus den Erwartungen und der Risikofreude der Anleger schöpfen.

Die gestiegenen Unsicherheiten haben bisher noch nicht zu größeren Nettoabflüssen aus den Risikoanlageklassen geführt. So verzeichneten die größten Aktienfonds bis ins letzte Quartal 2018 in der Summe weiterhin **positive Nettozuflüsse**. Dennoch hat sich die Nervosität deutlich verstärkt. Ein spürbarer **Anstieg der Volatilität** hat nach den rekordniedrigen Werten im Jahr 2017 den Anlegern das Risiko von Aktienanlagen wieder zurück ins Bewusstsein gerufen. Viele Investoren haben aber Schwierigkeiten, mit den erhöhten Schwankungen umzugehen und befinden sich daher noch in einer Art Abwartehaltung. Darauf deuten die Nettozuflüsse der anderen Anlageklassen hin. So sind weder bei Anleihen, noch im Geldmarkt oder bei Rohstoffen massive Veränderungen der Kapitalströme zu beobachten. Hieraus lässt sich schließen, dass noch keine generelle Flucht in sichere Häfen stattgefunden hat. Das Gesamtvolumen der Zu- und Abflüsse in allen Anlageklassen fällt vom Ausmaß her im Vergleich zu den Vorjahren dabei sehr verhalten aus, was die hohe Unentschlossenheit vieler Anleger im aktuellen Umfeld unterstreicht.



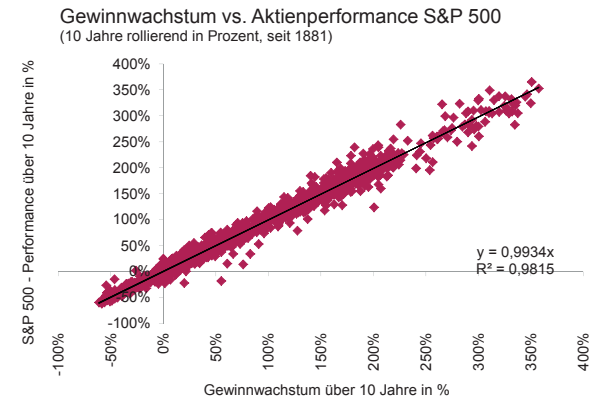
Diese Unentschlossenheit der Anleger sowie die erhöhte Volatilität an den Märkten sind jedoch keine Eigenheit des jetzigen Umfeldes, sondern vielmehr typisch in spätzyklischen Wirtschaftsphasen.

Im Spätzyklus häufen sich die Anzeichen eines sich abkühlenden Wachstums und die Rezessionswahrscheinlichkeit nimmt zu. Aktien sind in diesen Phasen im Vergleich zu anderen Anlageklassen zunächst noch relativ attraktiv. So waren diese Phasen im Vorfeld einer Rezession in den USA seit den sechziger Jahren im Schnitt von moderat **positiven Aktien- und negativen Anleihewertentwicklungen** geprägt. Dennoch agieren die Marktteilnehmer in diesen Phasen sehr nervös, da der Vorteil von Aktien schlagartig ins Negative drehen kann, wenn der Übergang in die Rezession erfolgt. Denn dann sinken die Zinsen sicherer Anleihen in der Regel, während die Aktienmärkte deutlich verlieren. Da dieser Übergang von der Spätzyklus- in die Rezessionsphase aber nicht in Echtzeit beobachtet werden kann, werden bereits erste mögliche Anzeichen einer Rezession von aktiven Managern zum Handeln genutzt. In der Endphase des Konjunkturzyklus erhöht sich hierdurch die Aktienmarktvolatilität. Um kurzfristige Panikreaktionen zu vermeiden, dürfen

daher die fundamentalen Daten nicht aus den Augen verloren werden.

> These 1: Der konjunkturelle Rückenwind für die Aktienmärkte wird im Jahr 2019 abnehmen.

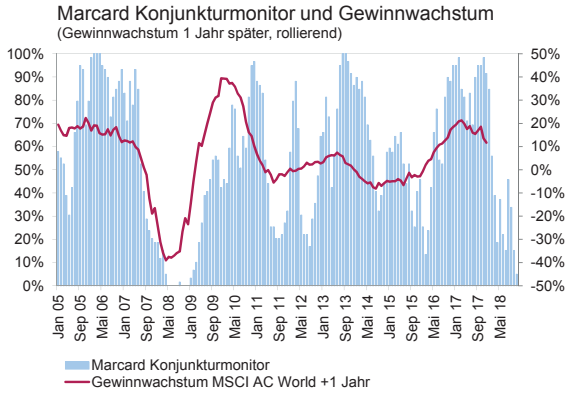
Langfristig wird die Entwicklung der Aktienmärkte fast ausschließlich **durch die Unternehmensgewinne bestimmt**. So können etwa 98 Prozent der Schwankungen der rollierenden Zehnjahresrenditen durch die Entwicklung der unterliegenden Gewinne erklärt werden. Zwar gibt es bei kürzeren Zeiträumen ein stärkeres statistisches Rauschen, aber selbst auf Ein-Jahres-Basis lassen sich immer noch 80 Prozent der Schwankungen der US-Aktienmarktrenditen durch die Gewinnentwicklung erklären.

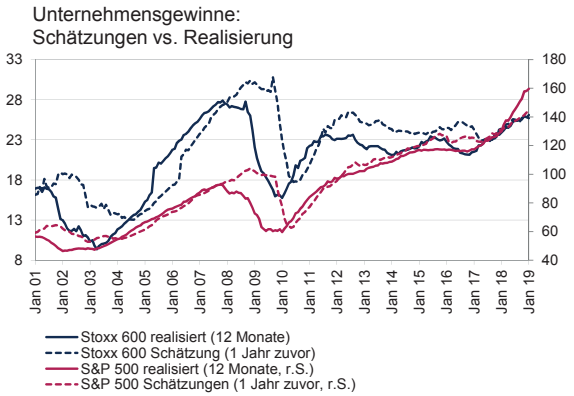


Die Gewinne wiederum werden hauptsächlich durch die unterliegende Konjunkturentwicklung bestimmt. Für die Einschätzung der Wirtschaftslage und damit indirekt für die Prognose des Wachstumspotenzials der Unternehmensgewinne verwenden wir unseren **Marcard Konjunkturmonitor**. Das Modell wertet eine Vielzahl weltweiter Frühindikatoren systematisch aus und aggregiert diese zu einem Gesamtwert zwischen null und einhundert Prozent. Dabei gehen sowohl das Niveau als auch die Veränderungen der jeweiligen Indikatoren in den Score ein.

Aktuell zeigt das Modell mit einem Wert von drei Prozent eine schwache Wirtschaftsentwicklung an. Zwar liegen die Niveauindikatoren in vielen Regionen weiterhin im Wachstumsbereich, die **Dynamik ist aber stark negativ**. Während also auch im Jahr 2019 ein positives Weltwirtschaftswachstum zu erwarten ist, nehmen die Zuwachsraten ab. Besonders deutlich zeigt sich die Eintrübung dabei im Euroraum und in Großbritannien. In den USA und den Schwellenländern zeigt sich ein etwas besseres Bild, wobei aber auch hier der Trend eher nach unten geht. Die geringere weltweite Wachstumsdynamik der Konjunktur dürfte sich auch in den Gewinnen der Unternehmen widerspiegeln.

Aktuell deutet einiges darauf hin, dass der Beitrag der Unternehmensgewinne zur Aktienmarktentwicklung zwar weiter positiv sein wird, die Unterstützung durch die reine Gewinnentwicklung aber abnimmt. Damit stehen die eher verhaltenen Aussichten aus dem Makrobild den weiter positiven Schätzungen der Analysten gegenüber. Sich alleine auf die Analystenschätzungen zu verlassen, ist unseres Erachtens aber trügerisch. Denn die Schätzungen weichen von den realisierten Werten in stabilen Aufschwungphasen zwar nur wenig ab, Wendepunkte hingegen kann der Konsens der Mikro-Analysten nicht erkennen. Hierfür ist die Betrachtung der Konjunktur zielführender.





Hinzu kommt als Belastungsfaktor, dass sich die verhaltenen Konjunkturaussichten auch negativ auf die erwarteten Wachstumsraten auswirken dürften, was die Bewertungsniveaus von Aktien unter Druck setzen könnte.

> These 2: Bewertungsveränderungen liefern 2019 keinen positiven Performancebeitrag am Aktienmarkt.

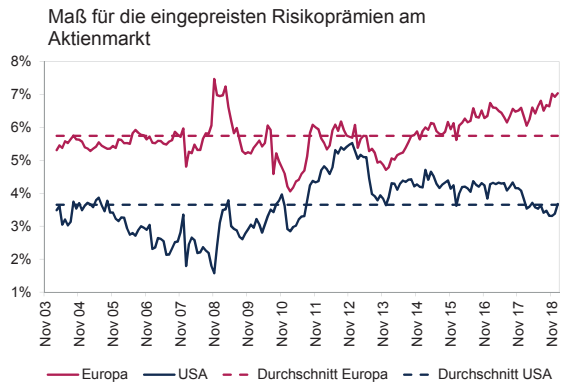
Neben der Entwicklung der Unternehmensgewinne spielen für die kurz- bis mittelfristige Aktienmarktperformance vor allem Bewertungsveränderungen eine entscheidende Rolle. Positiv auf Bewertungsmultiplikatoren wirken sich dabei Erhöhungen der langfristigen Wachstumserwartungen aus, negativ hingegen spiegeln sich steigende Zinsen oder eine erhöhte Risikoaversion der Anleger wider.

Bei den Wachstumserwartungen der Anleger sollten kurzfristige Schwankungen im Konjunkturzyklus zwar eigentlich keinen größeren Einfluss auf die Langfristerwartungen ausüben. Die Realität zeigt aber, dass die Einschätzungen der Marktteilnehmer nicht immun gegen externe Einflüsse des aktuellen Umfeldes sind. So werden die langfristigen Aussichten in positiven Marktphasen oft zu optimistisch eingeschätzt, während sie in wirtschaftlichen Schwächephasen nicht selten zu pessimistisch gesehen werden. Das heißt, dass sich eine Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums durchaus **negativ in den langfristigen Wachstumserwartungen** der Marktteilnehmer niederschlägt, worunter die Bewertungsmessgrößen in der Tendenz leiden dürften.

Von der **Zinsseite kommt ebenso wenig Unterstützung** für die Bewertungsmultiplikatoren. Zwar deutet sich aufgrund zunehmender Konjunktursorgen ein weniger steiler Zinspfad der weltweiten Zentralbanken als noch vor einigen Monaten erwartet an, das sehr expansive monetäre Umfeld sollte aber dennoch ein wenig restriktiver werden. Hierdurch dürfte es auf der Zinsseite zu einem leichten Aufwärtsdruck bei den Renditen kommen. Da ein Anstieg des Zinsniveaus ceteris paribus einen Anstieg der Kapitalkosten bedeutet, werden hiervon auch die Bewertungsmultiplikatoren an den Aktienmärkten negativ betroffen sein. Da der erwartete Zinseffekt unseres Erachtens in der Gesamtheit aber moderat ausfallen dürfte und es auf einigen Märkten wohl zu gar keinen Zinserhöhungen kommen dürfte, ist der negative Gesamteffekt aus den Zinsen im Jahr 2019 als moderat zu bewerten.

Anders sieht es bei der Risikoaversion der Anleger aus. Die im Vergleich zum Vorjahr deutlich erhöhten Volatilitäten an den Aktienmärkten haben die Risikosensitivität vieler Investoren geschärft. Ein sich eintrübendes Konjunkturbild verringert zudem die Risikobereitschaft vieler Anleger. Damit Aktien als volatile Anlageklasse weiter Kapital anziehen, müssen zwangsläufig die **vergüteten Risikoprämien ansteigen**, was im Gegenzug geringere Bewertungsmultiplikatoren impliziert.

Insgesamt dürfte von der Bewertungsseite ein negativer Performancebeitrag ausgehen. Dabei dürfen aber regionale Unterschiede nicht außer Acht gelassen werden. So sind zum Beispiel **an den europäischen Aktienmärkten bereits hohe Risiken eingepreist**. Die in den Preisen berücksichtigten Risikoprämien könnten sich zum Beispiel bei einem günstigen Verlauf des Brexit wieder teilweise auflösen. Auch von der Zinsseite ist in Europa insgesamt nur ein geringer Gegenwind für die Bewertungsmultiplikatoren zu erwarten.

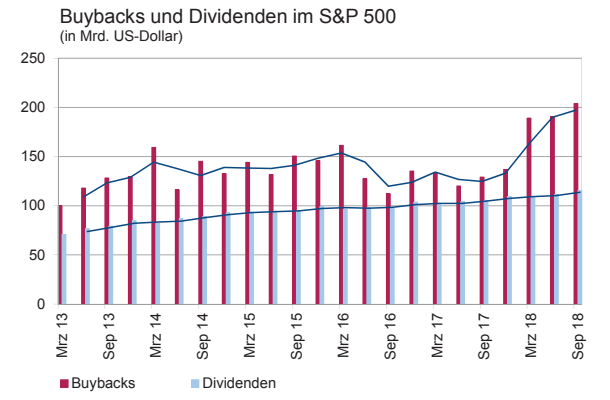


Im Gegensatz dazu sind die **eingepreisten Risikoprämien in den USA noch recht gering**, was sich in der relativ hohen Gesamtmarktbewertung ausdrückt. Zudem ist von der Zinsseite eine weitere Leitzinserhöhung durch die Fed nicht ausgeschlossen. Das bewertungsseitige Risiko ist daher bei US-amerikanischen Aktien höher einzuschätzen als dies bei ihren europäischen Pendants der Fall ist. Ein positiver Bewertungseffekt ist aber auf keinem der größeren Aktienmärkte zu erwarten.

These 3: Die Dividendenrendite wird stabil bleiben, Ausschüttungen aus Aktienrückkäufen werden abnehmen.

Neben dem Gewinnwachstum und den Veränderungen von Bewertungsmultiplikatoren spielen die Ausschüttungen als Renditekomponente bei Aktien eine wichtige Rolle. Während in Europa dabei immer noch die Dividenden maßgeblich sind, haben in den USA die Aktienrückkäufe mittlerweile eine prominentere Rolle übernommen.

Da von der Entwicklung der Dividenden eine Signalwirkung für die Märkte ausgeht und Investoren einen visiblen und konstanten Auszahlungsstrom bevorzugen, haben Unternehmen einen Anreiz, das Dividendenwachstum stabil zu halten. Diese Eigenschaft resultiert in einer hohen Prognosegenauigkeit der Dividendenschätzungen. Die **Dividendenrendite** auf Indexebene dürfte im Jahr 2019 dabei auf allen größeren Märkten in etwa **auf dem Niveau des Vorjahres** verbleiben. Viel volatiler ist hingegen die Entwicklung von Aktienrückkäufen. Diese werden eher situationsbezogen durchgeführt und von vielen Investoren auch nicht in ihrer Liquiditätsplanung in gleichem Maße wie Dividenden berücksichtigt. Dadurch ist das Profil von Aktienrückkäufen im Zeitablauf stark schwankend.



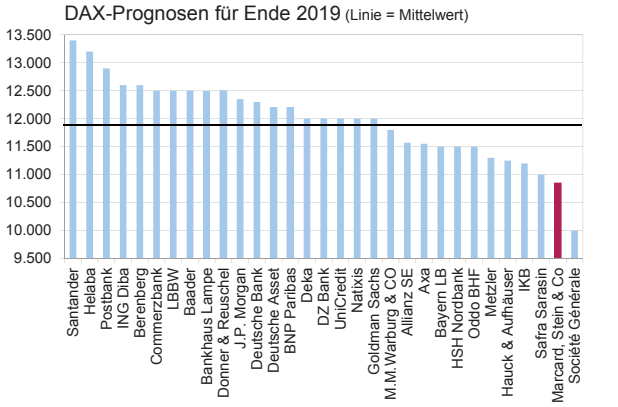
Im letzten Jahr hat die in den USA in Kraft getretene Steuerreform zu einer deutlichen Zunahme der verfügbaren Cash-Bestände bei US-Unternehmen geführt. Zum einen lag dies an der Repatriierung von Geldern auf Auslandskonten und zum anderen an der geringeren Besteuerung laufender Einnahmen. Vor allem die zusätzlichen Gelder, die vorher auf Auslandskonten lagerten, wurden für Aktienrückkäufe verwendet. Hierdurch ergab sich ein Einmaleffekt, der die Aktienrückkäufe im Vergleich zum Vorjahr um 41 Prozent im ersten und um 59 Prozent im zweiten Quartal in den USA ansteigen lassen hat. Da sich die Effekte der Repatriierung im Jahr 2019 nicht wiederholen werden, dürfte sich das **Wachstum der Aktienrückkäufe im laufenden Jahr wieder abschwächen**.

These 4: Wir erwarten den DAX zum Jahresende moderat höher bei 10.850 Punkten.

Auch wenn die endgültigen Zahlen zum Redaktionsschluss noch nicht vorlagen, deutet alles darauf hin, dass die Gewinne der DAX-Unternehmen im Jahr 2018 im Vergleich zum Vorjahr rückläufig gewesen sind. Im Jahr 2019 sollte das Gewinnwachstum aber insbesondere aufgrund der niedrigen Basis im Vorjahr wieder etwas zulegen können. Wir erwarten mit etwa vier Prozent allerdings ein weniger starkes Wachstum als die meisten Analysten, die eine Zuwachsrate von knapp zwölf Prozent veranschlagen.

Bewertungsseitig könnte etwas Gegenwind von leicht steigenden Zinsen kommen. Das Ausmaß dieser Zinssteigerungen dürfte aber moderat ausfallen. Eine günstige Entwicklung beim Brexit könnte diesen Negativeffekt über sinkende Risikoprämien aber kompensieren. Da jedoch die Unsicherheit über die Gewinnaussichten weiter zunehmen dürfte, erwarten wir einen negativen Gesamteffekt von etwa fünf Prozent.

Im Zusammenspiel mit einer erwarteten Dividendenrendite von 3,5 Prozent errechnet sich damit ein Kursziel von 10.850 Punkten Ende 2019, was einem Total Return von etwa 2,5 Prozent entspricht. Dabei unterliegt die Schätzung aber hohen Risiken, die auch einen niedrigeren DAX-Stand nicht unmöglich erscheinen lassen.



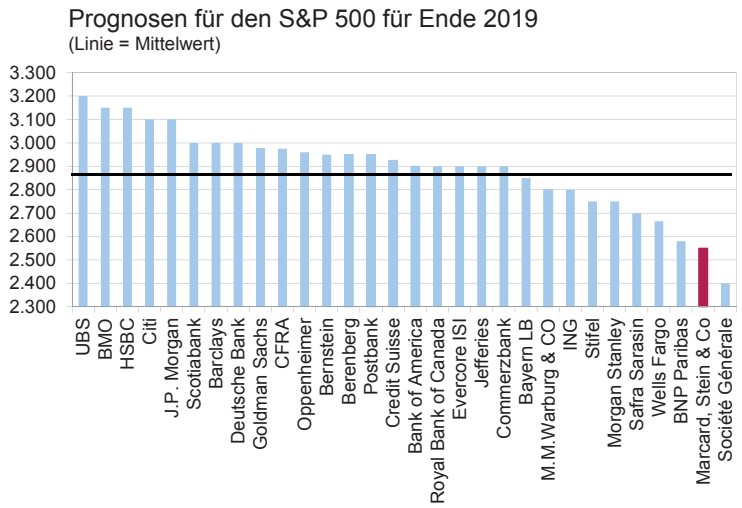
These 5: Wir erwarten den S&P 500 zum Jahresende bei 2.550 Punkten.

Nach einem von der Steuerreform begünstigten Gewinnwachstum von circa 24 Prozent im Jahr 2018 sollten die Zuwachsraten wieder auf moderatere Niveaus zurückfallen. Wir erwarten, dass sich das BIP-Wachstum in den **USA wieder in Richtung Potenzialwachstum** bewegt. Damit einhergehend sind unseres Erachtens Gewinnwachstumsraten von etwa acht Prozent realistisch. Von den Analysten werden in der Breite etwa neun Prozent prognostiziert.

Die Dynamik des US-Aktienmarkts nimmt weiter ab.

Auf der **Bewertungsseite** sind die USA der Markt **mit dem größten Rückschlagpotenzial**. Zum einen könnte ein weiterer Zinsschritt der Fed Druck auf die bereits erhöhten Bewertungen ausüben und zum anderen wird wahrscheinlich auch die Unsicherheit der Anleger aufgrund der Reife des Zyklus zunehmen. Spätestens mit Überschreiten des Rekordwertes von 120 Monaten ohne Rezession im Mai 2019 werden die Fragen nach dem Zyklusende wieder präsenter werden. Dies dürfte die verlangten Risikoprämien, welche sich aktuell im leicht unterdurchschnittlichen Bereich befinden, erhöhen und damit ebenso negativ auf die Bewertungen wirken. Die Kursunterstützung durch Aktienrückkäufe sollte aufgrund der geringer werdenden Effekte der Steuerreform zudem abnehmen.

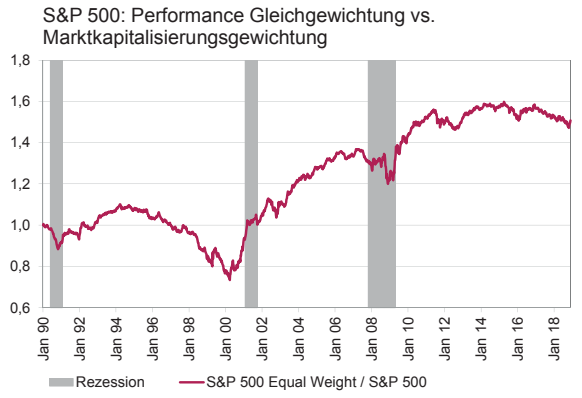
Im Ergebnis erwarten wir eine leicht positive Performance des Kursindex S&P 500 von circa drei Prozent. Dabei steht dem erwarteten Gewinnwachstum von acht Prozent ein negativer Bewertungseffekt von etwa fünf Prozent gegenüber, woraus sich ein Kursziel von 2.550 Punkten errechnet. Dividenden werden, anders als beim DAX, beim S&P 500 nicht berücksichtigt. Unter Einbezug einer Dividendenrendite von circa zwei Prozent ergibt sich ein erwarteter Total Return von fünf Prozent. Wie die DAX-Prognose unterliegt diese Schätzung eher dem Risiko negativer als positiver Überraschungen.



These 6: Large Caps werden eine bessere risikoadjustierte Rendite als kleinere Unternehmen aufweisen.

Es ist durch viele Studien belegt, dass durch die Investition in kleinere Unternehmen langfristig eine sogenannte Small Cap-Prämie vereinnahmt werden kann. Das heißt, dass über mehrere Konjunkturzyklen hinweg mit Aktien kleinerer Unternehmen (auch risikoadjustiert) eine höhere Wertentwicklung als mit Titeln großer Unternehmen zu erreichen ist. In Spätzyklusphasen dreht sich dieses Bild allerdings häufig um. Da kleinere Unternehmen spezialisierter sind, oft einen limitierten Ressourcenzugang haben und zudem über weniger Finanzierungskanäle verfügen, geraten sie in den späten Phasen eines Konjunkturzyklus früher in Schwierigkeiten, als dies bei Large Caps der Fall ist. Dies spiegelt sich dann oft in einer **temporären Underperformance der Aktien von kleinen Unternehmen** im Vergleich zu großen Unternehmen wider.

Da Portfolios mit einer **Gleichgewichtung der Positionen einen inhärenten Small Cap Bias** aufweisen, zeigt sich dieser Effekt ebenso in der relativen Performance von gleichgewichteten gegenüber marktkapitalisierungsgewichteten Portfolios. Da bei einer Gleichgewichtung die Aktien kleinerer Unternehmen automatisch ein proportional höheres Gewicht als bei einer Marktkapitalisierungsgewichtung erhalten, wirkt sich dies negativ in der relativen Performance aus. Im S&P 500 lässt sich dies anhand der letzten drei Rezessionen zeigen. Während längerfristig ein Portfolio mit den gleichgewichteten S&P 500-Unternehmen den eigentlichen Index outperformt hätte, kam es bereits im Vorfeld der Rezessionen von 1990, 2001 und 2007 zu einer temporären Underperformance gegenüber dem marktkapitalisierungsgewichteten Index. Im Spätzyklus kann sich daher eine Umstellung auf eine Gewichtung entsprechend der Marktkapitalisierung im Portfolio lohnen.



These 7: Die defensiven Sektoren Nahrungsmittel, nichtzyklische Konsumgüter und Gesundheit werden in Europa und den USA outperformen.

Abnehmende Wachstumsraten und eine erhöhte Unsicherheit über die kurz- bis mittelfristige Konjunkturentwicklung lassen vor allem stabile und wenig konjunkturanfällige Sektoren im Vergleich zu den Zyklikern attraktiver werden.

Bei der Definition **defensiver und zyklischer Sektoren ist es wichtig, über eine einfache Beta-Betrachtung hinauszugehen**, da in diese nicht nur die Korrelationseigenschaften der Sektoren, sondern auch die Eigenvolatilitäten eingehen. So würde zum Beispiel der Minensektor anhand einer Beta-Betrachtung zu den zyklischen Sektoren gezählt werden, obwohl das Segment eine der geringsten Korrelationen zum Gesamtmarkt aufweist. Da jedoch die Volatilität des Minensektors im Vergleich sehr hoch ist, resultiert ein hoher Beta-Wert, obwohl es sich eigentlich um ein weniger zyklisches Segment handelt.

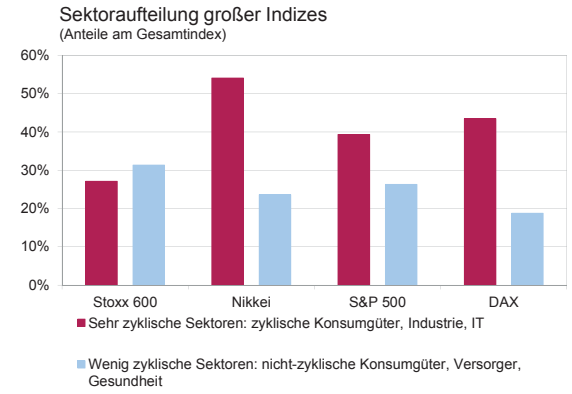
Zielführender ist die Betrachtung der Nachfrage. Dabei ist entscheidend, inwieweit die Nachfrage nach den Produkten der Unternehmen vom Konjunkturzyklus abhängig ist. So schieben Konsumenten und Unternehmen die Anschaffung von langlebigen Gütern oder Luxusprodukten im Falle unsicherer Einkommensaussichten oft so lange auf, bis sich das Bild wieder aufhellt. Zu den Sektoren, die von diesem zyklischen Nachfrageverhalten am meisten betroffen sind, gehören die Bereiche Technologie, Maschinenbau oder Automobil. Dem gegenüber stehen die Unternehmen aus Segmenten, deren Konsum nicht ohne weiteres verschoben werden kann. Hierzu gehören zum Beispiel der Medizin- und der Nahrungsmittelbereich. Die Produkte dieser Sektoren gehören zu denjenigen, auf die im Falle einer wirtschaftlichen Eintrübung als letztes verzichtet werden kann. In Bezug auf diese Produkte weisen Konsumenten und Unternehmen also eine geringe Einkommenselastizität auf.

Historisch zeigt sich, dass eine **Sektorrotation** aus den zyklischen in die defensiven Segmente **oft bereits im Spätzyklus** stattfindet. Da sich unseres Erachtens sowohl in Europa als auch in den USA das Bild einer spätzyklischen Konjunkturphase verfestigt hat, sollten die defensiven Segmente Nahrungsmittel, nichtzyklische Konsumgüter und Gesundheit den Gesamtmarkt daher outperformen können.

These 8: Der Stoxx 600 besitzt im Spätzyklus ein attraktiveres Profil als der DAX und der S&P 500.

Zwischen den großen Aktienindizes gibt es starke Unterschiede bezüglich der Sektor- und Stilausrichtung. So ist zum Beispiel der S&P 500 eher wachstumslastig, während die europäischen Indizes tendenziell mehr von Value dominiert werden. Noch entscheidender für den Spätzyklus ist aber die **zyklische Ausrichtung der Aktienbenchmarks**. Dabei zeigt sich, dass der japanische Markt die höchste Konjunkturanfälligkeit unter den großen Indizes besitzt. Mehr als 50 Prozent des Nikkei werden durch die Sektoren Industrie, zyklische Konsumgüter und IT repräsentiert.

Da wir für Japan aber als eine der wenigen großen Volkswirtschaften mit einem zunehmenden Wirtschaftswachstum im Jahr 2019 rechnen, ist die hohe Zyklik in diesem Markt weniger ein Problem. Anders sieht es in Europa und den USA aus, wo die Endphase des Konjunkturzyklus eingeleitet ist. Hier sollten Indizes mit einer defensiveren Ausrichtung entsprechend der obigen Argumentation bevorzugt werden. Dabei zeigt sich, dass der US-amerikanische **S&P 500 eine höhere Konjunkturanfälligkeit** als der europäische Stoxx 600 aufweist. So sind die drei oben genannten zyklischen Sektoren in den USA mit einem Gesamtgewicht von knapp 40 Prozent vertreten, während sie in Europa nur 27 Prozent des Index ausmachen. Gleichzeitig besitzen die defensiven Segmente Gesundheit, Versorger und nicht-zyklische Konsumgüter mit über 31 Prozent ein um etwa fünf Prozentpunkte höheres Gewicht im Stoxx 600 als im S&P 500. Noch zyklischer als der S&P 500 ist der DAX, der zu etwa 44 Prozent aus sehr zyklischen und nur zu 19 Prozent aus wenig zyklischen Sektoren besteht.



These 9: Die Faktoren Low Vola und Qualität werden die Faktoren Momentum und Wachstum outperformen.

Auch wenn der Investmentansatz über Faktoren noch relativ jung ist und dementsprechend auch die gängigen Zeitreihen nicht lange zurück reichen, lassen sich dennoch einige Aussagen über die Faktorperformances treffen. Spätzyklusphasen sind von einer erhöhten Volatilität an den Aktienmärkten geprägt. Darüber hinaus erfolgt ein Wechsel von zyklischen in defensive Sektoren. Diese Eigenschaften lassen sich nutzen, um das typische Verhalten verschiedener Faktorportfolios zu charakterisieren.

Low-Vola-Portfolios haben per Definition eine geringe durchschnittliche Volatilität, das heißt die Schwankungsbreite auf Einzeltitelbasis ist unterdurchschnittlich. Darüber hinaus zeigt sich aber auch, dass diese Portfolios **typischerweise ein geringes Marktbeta** aufweisen. Oftmals gehören die Titel eines solchen Faktorportfolios vermehrt zu den defensiven Sektoren. Daher weisen Low-Vola-Portfolios im Spätzyklus und den folgenden Rezessionsphasen in der Regel eine Outperformance auf.

Ähnlich verhält es sich mit Unternehmen, die eine geringe Verschuldung und hohe Profitabilität besitzen. Diese werden oft unter dem Faktor **Qualität** subsumiert. Da konjunkturelle Schwankungen aufgrund der guten Bilanzqualität leicht abgefedert werden können und keine Bedrohung bei steigenden Finanzierungskosten besteht, sind auch diese Titel in Spätzyklusphasen meist **weniger volatil und haben in der Regel ein Beta unter eins**.

Der **Momentum**-Faktor hingegen tendiert im Spätzyklus eher zu einer Underperformance. Da es sich bei Momentum-Aktien um die Titel handelt, die sich in der jüngeren Vergangenheit vergleichsweise am besten entwickelt haben, weisen sie **im Schnitt hohe Bewertungskennziffern** auf. Die im Spätzyklus aufkommenden Unsicherheiten über den zukünftigen Wachstumspfad führen dann aber zu einem Hinterfragen dieser Bewertungen, weshalb Momentum-Aktien in diesen Phasen oftmals zu den Underperformern gehören.

Auch der **Wachstumsfaktor** neigt zu einer relativ schwachen Wertentwicklung im Spätzyklus. Aktien, die nach starkem Wachstum selektiert werden, sind oftmals in zyklischen Branchen anzufinden. Auch weist ein so selektiertes Portfolio meist ein **Beta von über eins** auf. Ein Wachstumsportfolio ist also eher offensiv ausgerichtet, dafür in defensiven Sektoren untergewichtet, was im Spätzyklus zu einer Underperformance führen kann.

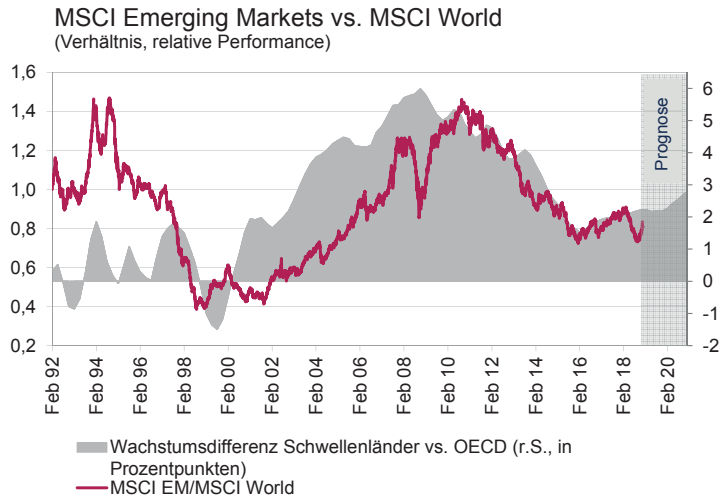
These 10: Schwellenländer werden durch eine Zunahme der Wachstumsdifferenz zu den entwickelten Ländern wieder attraktiver.

Nach einer deutlichen Abnahme der Wachstumsdifferenzen zwischen Schwellenländern und Industrienationen im Anschluss an die Finanzmarktkrise nehmen diese seit dem Jahr 2016 wieder zu. Historisch wirkte sich eine Zunahme

der Wachstumsdifferenzen positiv auf die relative Performance der Aktienmärkte von Schwellenländern im Vergleich zu entwickelten Ländern aus.

Für die kommenden Jahre wird erwartet, dass der jüngste Trend anhält und die **Wachstumsdifferenzen weiter zunehmen**. Hiervon dürften dementsprechend auch die Aktienindizes der Schwellenländer im Vergleich zu denen aus den entwickelten Ländern profitieren.

Anleger sollten sich dabei aber auf eine hohe Volatilität einstellen, da sich die Nervosität des Spätzyklus und die damit einhergehende **gestiegene Risikoaversion auch auf die Schwellenländer überträgt**. In der Vergangenheit erlebten Schwellenländeraktien dabei vor allem in den Anfangsphasen einer von den Industrienationen ausgehenden Rezession stärkere Kurseinbrüche als die entwickelten Märkte. Da wir im nächsten Jahr jedoch für die großen Volkswirtschaften keine Rezession erwarten, sollte der positive Effekt durch die Entwicklung der Wachstumsdifferenzen überwiegen.



Aktienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Aktienquote im Vergleich zu anderen Assetklassen untergewichten

Zwar können im Spätzyklus weiterhin leicht positive Renditen erwartet werden, das Risiko ist aber stark erhöht und recht asymmetrisch. Das heißt, die Wahrscheinlichkeit negativer Überraschungen ist höher als die von positiven Entwicklungen im Vergleich zum Basisszenario. Da zudem das Timing zum optimalen Ausstieg aus dem Aktienmarkt vor einer Rezession fast unmöglich ist, sollten die Risiken frühzeitig verringert werden, auch wenn die alternativen Anlageklassen ebenso wenig attraktive Profile aufweisen. Die Aktienquote sollte daher im Vergleich zu anderen Anlageklassen leicht untergewichtet werden.

Maßnahme 2: Europäische Aktien gegenüber US-Aktien untergewichten

Die Höhe des Wirtschaftswachstums spricht aktuell vor allem für den US-Aktienmarkt. Zwar sind hier auch die Bewertungsrisiken höher und die Branchenstruktur ist zyklischer, sodass die erwartete Rendite dies- und jenseits des Atlantiks in etwa vergleichbar ist. In Europa überwiegen aber die Abwärtsrisiken durch politische Themen. Darüber hinaus sind die Rezessionsgefahren in Europa gegenüber den USA erhöht. US-Aktien besitzen daher bei etwa vergleichbarer Renditeerwartung gegenüber Europa etwas geringere Abwärtsrisiken.

Große Unternehmen meistern den Spätzyklus besser als kleine.

Maßnahme 3: Aktien großer Unternehmen gegenüber Small Cap-Werten übergewichten

Die in der langen Frist zu beobachtende Small Cap-Prämie nimmt in Spätzyklusphasen meist ab oder wird negativ. Das in der Regel höhere inhärente Risiko kleinerer Unternehmen wird hierdurch oftmals nicht mehr angemessen vergütet. Große Unternehmen verfügen hingegen über einen breiteren Markt-, Ressourcen- und Finanzierungszugang, weshalb sie in

Spätzyklus- und anschließenden Rezessionsphasen stabiler sind. Aktienanleger sollten daher Aktien größerer Unternehmen übergewichten.

Maßnahme 4: Defensive gegenüber zyklischen Sektoren übergewichten

Abnehmende Wachstumsraten im Spätzyklus wirken sich unterschiedlich auf defensive und zyklische Sektoren aus. Die Nachfrage nach den Produkten in defensiven Segmenten ist weitgehend unabhängig von der konjunkturellen Situation, da mit diesen in der Regel notwendiger Konsum bedient wird. Dementsprechend verhalten sich auch die Aktienkurse defensiver Unternehmen vergleichsweise stabil in Spätzyklus- und Rezessionsphasen. Zyklische Sektoren hingegen bieten Produkte und Dienstleistungen an, deren Absatz unmittelbar an den Konjunktur- und Einkommensaussichten von Unternehmen und Verbrauchern hängt. In Phasen eines abnehmenden Wirtschaftswachstums sinkt deren Gewinnwachstum stark, was sich negativ auf die Aktienkurse dieser Unternehmen auswirkt. Im Spätzyklus sollten nicht-zyklische Sektoren wie Gesundheit, nicht-zyklische Konsumgüter oder Nahrungsmittel daher übergewichtet werden.

Maßnahme 5: Die Faktoren Low Vola und Qualität gegenüber Momentum und Growth übergewichten

Die erhöhten Volatilitäten und Unsicherheiten im Spätzyklus verstärken das Interesse an Aktien, die eine geringe Schwankungsbreite und überschaubare geschäftspolitische Risiken aufzeigen. Demgegenüber werden bei Momentum-Aktien die oft erhöhten Bewertungen ob der sich eintrübenden Konjunkturaussichten angezweifelt. Bei Growth-Aktien schlägt die inhärent höhere Zyklik der Aktien negativ zu Buche. Im Ergebnis sollten die Faktoren Low Vola und Qualität die Faktoren Momentum und Growth im Spätzyklus outperformen können.

Maßnahme 6: Schwellenländeraktien neutral gewichten

Zwar zeichnet die erwartete Zunahme der Wachstumsdifferenzen zwischen den Schwellenländern und den Industrienationen ein positives fundamentales Bild für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Die deutlich erhöhten Volatilitäten und die teils kräftigen überraschenden Einbrüche bei einem plötzlichen Eintreten wirtschaftlicher Schwächephasen in den entwickelten Ländern sprechen aber gegen eine Übergewichtung von Aktien dieser Länder. In den Phasen erhöhter Risikosensitivität der Anleger konterkariert das eher negative Sentiment die positiven fundamentalen Grundlagen. Daher sollten Aktien aus Schwellenländern neutral gewichtet werden.

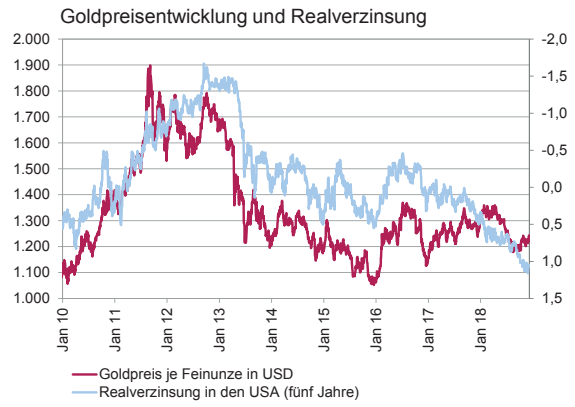
Strategiebeitrag Aktienmarkt in 2019

Trotz der gestiegenen politischen Risiken und Volatilitäten ist ein gewisses Aktienexposure notwendig, um erwartete Renditeziele erreichen zu können. Die Unsicherheiten haben aber deutlich zugenommen und Abwärtsrisiken überwiegen potenzielle Positivüberraschungen. Innerhalb der Aktienquote sollte daher auf eine defensive Ausrichtung geachtet werden.

Rohstoffmarkt: Vorhandenes Potenzial bei Rohöl und Industriemetallen

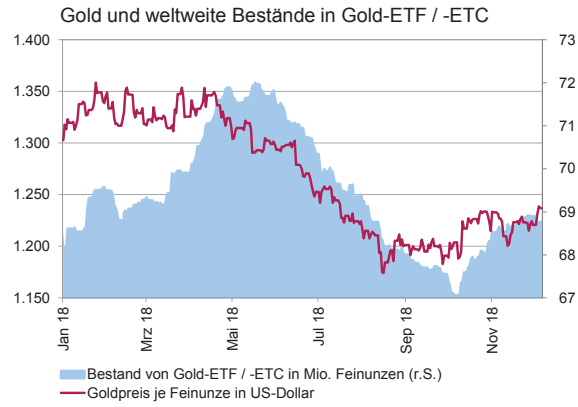
These 1: Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.200 US-Dollar je Feinunze.

Gold konnte im letzten Jahr in US-Dollar gerechnet keine positive Performance erbringen. Dies überrascht etwas, schließlich gab es 2018 zahlreiche **politische Krisen und eine Abschwächung der Konjunktur**. Beides hat dazu beigetragen, dass risikobehaftete Anlageklassen verkauft wurden. Auch die Volatilität hat merklich zugenommen. Warum konnte Gold hiervon nicht profitieren?



Gold als Anlageklasse hat im letzten Jahr **starke Konkurrenz** bekommen. Denn mit dem Anstieg der Realverzinsung in den Vereinigten Staaten sind **US-Staatsanleihen wieder deutlich attraktiver** geworden. Anleger, die in Phasen stärkerer Marktschwankungen ihre Mittel aus risikobehafteten Anlagen abziehen und sehr sicher anlegen möchten, haben nun die Möglichkeit, bei einer positiven realen Verzinsung relativ schwankungsarm anzulegen. Gold als nicht-zinstragendes Investment weist dagegen angesichts der aktuell höheren Inflationsraten eine deutlich negative Realverzinsung auf. Hinzu kommt, dass das gelbe Metall normalerweise stärkere Schwankungen als US-Staatsanleihen aufweist. Dieses Erklärungsmuster ist auch in diesem Jahr von Relevanz. Denn das Umfeld positiver Realzinsen wird in den USA anhalten. Die **Realzinsen könnten sogar noch etwas weiter ansteigen**, wenn die Federal Reserve, wie von uns erwartet, einmal die Leitzinsen anhebt. Obwohl wir 2019 stärkere Schwankungen bei den risikobehafteten Anlageklassen erwarten, sind im Cross-Asset-Vergleich **US-Staatsanleihen als sicherer Hafen attraktiver als Gold**.

Von der Nachfrageseite kam im dritten Quartal 2018 ein positiver Impuls. Vor allem die Zentralbanken haben ihre Devisenreserven verstärkt in Gold angelegt. Sie kauften etwa **150 Tonnen Gold**, was einem Anstieg zum Vorjahresquartal von 22 Prozent entspricht. Dabei fiel auf, dass es nicht einige wenige Käufer waren, sondern zahlreiche Notenbanken ihre Bestände aufgestockt haben. Die Türkei, Russland und Kasachstan gehörten zu den größten Käufern. Vor allem Russland ist bestrebt, seine im Ölhandel erzielten Überschüsse **weniger stark in US-amerikanischen Wertpapieren anzulegen**, um im Konfliktfall aus wirtschaftlicher Sicht von US-amerikanischer Seite nicht angreifbar zu sein. Wir rechnen damit, dass sich diese Entwicklung weiter fortsetzen wird.



Von den privaten Investoren, die physisch in Barren und Münzen anlegen, ist ebenfalls mit einer weiterhin hohen Nachfrage zu rechnen. Angesichts der Marktschwankungen und der politischen Risiken haben die Privatinvestoren bereits im letzten Jahr ordentlich zugegriffen. In vielen Schwellenländern wie Indien und China ist der private Kapitalmarkt zudem noch unterentwickelt, sodass oft Gold zur Aufbewahrung von Vermögen genutzt wird. Vor allem in China ist die **Goldnachfrage zu Investitionszwecken spürbar angestiegen**. Insgesamt lag der Zuwachs im dritten Quartal 2018 bei 28 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal. Auch die in ETF und ETC anlegenden Investoren haben ihre Bestände zuletzt wieder aufgestockt.

Während die Nachfrage somit hoch bleiben dürfte, sieht es angebotsseitig eher nach einer konstanten Entwicklung aus. So ist im dritten Quartal 2018 zwar die Minenproduktion gegenüber dem Vorjahresquartal angestiegen. Der globale Trend in der Minenproduktion ist nun bereits seit sechs Quartalen ansteigend. Auf der anderen Seite wird aber weniger Gold aus dem Recycling gewonnen.

Auch hedgen sich die Minenproduzenten weniger stark gegen Goldpreisrückgänge ab. Ursächlich hierfür dürfte sein, dass die Hedging-Bedingungen angesichts eines starken US-Dollar ungünstig waren.

Die **Angebots-Nachfrage-Relation spricht somit eher für einen relativ engen Markt**. Die Nachfrage steigt aktuell schneller als das Angebot. Vor allem die Zentralbanken treten als Gold-Käufer verstärkt in Erscheinung. Die fundamentalen Aussichten haben sich aber angesichts positiver und vermutlich weiter steigender Realzinsen eingetrübt, was für einen schwächeren Goldpreis spricht. Die hohe Nachfrage von den wenig zinssensitiven Notenbanken dürfte den Preisrückgang allerdings abmildern. Wir rechnen am Jahresende mit einem Goldpreis von 1.200 US-Dollar je Feinunze Gold.

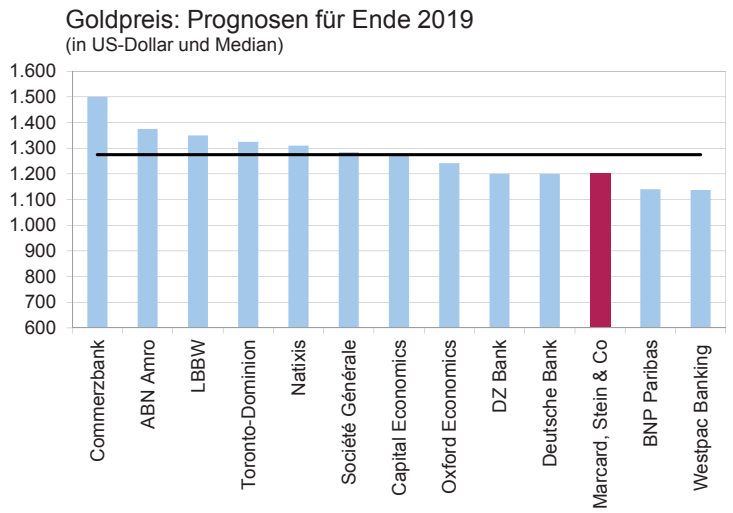
Nach dem starken Einbruch des Ölpreises ist eine Erholung wahrscheinlich.

These 2: Der Preis für Rohöl findet einen Boden und erholt sich im Jahresverlauf. Am Jahresende liegt der Preis bei 60 US-Dollar je Barrel bezogen auf die Sorte WTI.

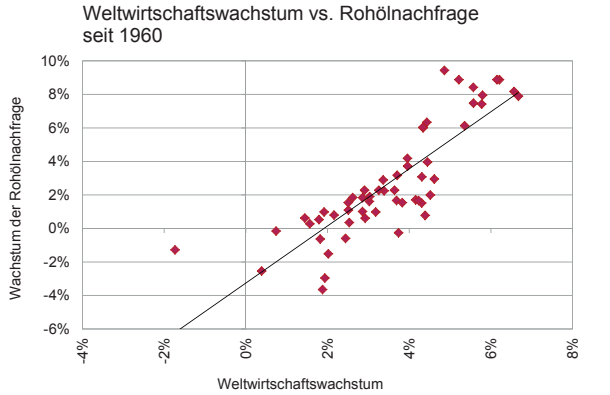
Am 4. November 2018 sind die von den USA initiierten Sanktionen gegen den Iran in Kraft getreten. Sie sind die Folge des Ausstiegs der USA aus dem Atomabkommen mit dem Iran. Ziel der Maßnahmen ist es unter anderem, die Ölexporte des Landes zu unterbinden. Ländern und Unternehmen, die keine Ausnahmeregelung durch die US-Regierung bekommen, drohen bei Missachtung drastische Strafen.

Seit dem Ausstieg der USA aus dem „Iran-Deal“ am 8. Mai 2018 legte der Rohölpreis bis Anfang Oktober zunächst um fast 15 Prozent zu (Sorte Brent). Grund hierfür waren Ängste vor Angebotsengpässen, die durch den Ausfall des drittgrößten OPEC-Mitgliedes verursacht werden könnten. Tatsächlich hat alleine die Ankündigung neuer Sanktionen zu deutlichen Produktionsrückgängen im Iran geführt. So wurden im September 2018 pro Tag 430 Tausend Barrel weniger als noch im April gefördert. Der Rückgang iranischen Öls auf dem Weltmarkt fiel dabei noch dramatischer aus, denn die Ölexporte des Landes reduzierten sich im gleichen Zeitraum um fast eine Million Barrel pro Tag. Die größten Reduktionen iranischer Ölimporte nahmen auf der Käuferseite Indien und Europa mit 200 bzw. 250 Tausend Barrel pro Tag vor. Japan und Südkorea senkten ihre Importe von iranischem Öl von jeweils über 100 Tausend Barrel pro Tag auf null.

Der zu erwartende Preisanstieg bei Rohöl drehte sich jedoch kurz vor dem eigentlichen Inkrafttreten der US-Sanktionen überraschend um und bescherte der Anlageklasse **mit einem Preisrückgang von etwa einem Drittel einen markanten Verlust**. Wie ist diese Entwicklung zu erklären? Eine Teilerklärung liefert die **Flexibilität der Angebotsseite**. Die größten Produzenten halten freie Kapazitäten vor, um auf Marktveränderungen reagieren zu können. So konnte Saudi-Arabien unter Erhöhung der eigenen Produktion die Ausfälle im Iran vollständig kompensieren. Da gleichzeitig der Irak seine Förderung signifikant erhöhte, konnten ebenso Produktionsausfälle im



krisengeschüttelten Venezuela ausgeglichen werden, sodass die Gesamtförderung der OPEC von April bis September sogar leicht gesteigert werden konnte. Das auf dem Weltmarkt verfügbare Angebot wurde zudem durch eine abermalige Ausweitung der US-Produktion gestützt, die sich auch in diesem Jahr fortsetzen dürfte. Die insgesamt verfügbare Rohölmenge stieg daher von April bis September trotz der Produktionseinbußen im Iran um über 1,6 Mio. Barrel pro Tag.



Eine weitere Erklärung für den Rückgang des Ölpreises sind die zunehmenden Anzeichen einer **weltweiten konjunkturellen Abschwächung**. Vor allem der Handelskonflikt zwischen den USA und China hat viele Ökonomen zu einer vorsichtigeren Einschätzung der Weltkonjunktur veranlasst. Eine mögliche Verringerung des Wachstums würde sich dabei negativ auf die Rohölnachfrage auswirken, da diese historisch sehr hoch mit der Weltwirtschaftsentwicklung korreliert ist.

Wie geht es aber in diesem Jahr weiter am Rohölmarkt? Es ist vermutlich verfrüht, aus den Preisbewegungen im letzten Jahr einen nachhaltigen Abwärtstrend beim Rohöl abzuleiten. Denn nach dem Preissturz dürften sich die OPEC-Staaten sowie Russland an die Entwicklung Anfang 2016 erinnern, als der Rohölpreis unter die Marke von 30 US-Dollar fiel. Dies hat zu ernsthaften wirtschaftlichen Schwierigkeiten in diesen Staaten geführt. Entsprechend haben die OPEC und einige Nicht-OPEC-Staaten (OPEC+) eine Förderkürzung um 1,2 Mio. Barrel pro Tag beschlossen. Auch die Erwartungen der US-amerikanischen Energiebehörde EIA bezüglich der Produktionsmengen in diesem Jahr sind verhalten. Lediglich ein Angebots-Plus von einem Prozent wird erwartet. Dies ist deutlich weniger als das prognostizierte Nachfrageplus von knapp drei Prozent. Selbst eine Verringerung des Wirtschaftswachstums um einige Zehntelprozent dürfte das Nachfrageplus deutlich über dem zu erwartenden Angebotszuwachs halten, was den Rohölpreis stützen würde. Sollte also die weltweite Konjunktur wie erwartet nicht einbrechen, dürfte der Ölpreis hiervon profitieren. Wir rechnen am Jahresende mit einem Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte WTI von 60 US-Dollar.

These 3: Die Preise von Industriemetallen können von einer zu geringen Minenproduktion profitieren und etwas zulegen.

Zwei Entwicklungen müssen die Anleger an den Metallmärkten in diesem Jahr im Auge behalten: erstens den Handelskonflikt und zweitens die rohstoffspezifische Angebots-Nachfrage-Situation.

Im letzten Jahr hatte der Handelskonflikt zwischen den USA und China einen großen Einfluss auf die Metallpreise, was auch in diesem Jahr der Fall sein dürfte. Mittlerweile haben die USA Strafzölle auf chinesische Importgüter im Wert von insgesamt 250 Mrd. US-Dollar eingeführt. Es steht die Drohung von US-Präsident Donald Trump im Raum, den für den Großteil der Güter relevanten Zollsatz 2019 deutlich zu erhöhen und später sogar alle Importe aus China (weitere 257 Mrd. US-Dollar) mit Zöllen zu belegen, sollte es keine Einigung geben. China wiederum hat bislang US-Importgüter im Umfang von 110 Mrd. US-Dollar mit Strafzöllen belegt und behält sich weitere Vergeltungsmaßnahmen vor. Zum Jahreswechsel wurde bezüglich **des Handelskonflikts zumindest ein Waffenstillstand zwischen den USA und China** vereinbart. Wir könnten uns vorstellen, dass es aufbauend auf dieser Vereinbarung **nicht zu einer weiteren Verschärfung** kommt. Denn dies würde auch die USA schädigen und die Preise vieler Produkte nach oben treiben.

Generell profitieren die Industriemetalle von einer recht **robusten Nachfrage**. Bei Kupfer führt beispielsweise die fortschreitende Urbanisierung Chinas und Indiens zu einem hohen Bedarf, der nach Schätzungen der International Copper Study Group nicht vollständig gedeckt werden kann. Auch bei den Rohstoffen Aluminium, Zink und Blei wird eher mit einem unterversorgten Markt gerechnet.

Angesichts der Erwartung einer ausbleibenden Verschärfung des Handelskonflikts zwischen China und den USA

sowie der Unterversorgung des Marktes können die Preise für Industriemetalle im nächsten Jahr auf Indexebene und in US-Dollar gerechnet um fünf bis zehn Prozent ansteigen.

Rohstoffmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Gold sollte untergewichtet werden.

Der Goldpreis wird zwar nachfrageseitig gut gestützt bleiben, fundamental droht jedoch Gegenwind. Die Absicherung des Portfolios kann in diesem Jahr besser über US-Staatsanleihen erfolgen.

Maßnahme 2: Rohöl-Investments sollten übergewichtet werden.

Wir rechnen mit einem leichten Preisanstieg bei Rohöl, wobei die Prognose angesichts der hohen Schwankungen mit einer großen Unsicherheit behaftet ist. Rohöl bietet sich aber an, um das Portfolio im Spätzyklus gegen Inflationsrisiken abzusichern.

Maßnahme 3: Minenwerte sollten übergewichtet werden.

Industriemetalle könnten profitieren, wenn es zu keiner weiteren Verschärfung des Handelskonflikts kommt. Minenwerte sollten im Portfolio höher allokiert werden.

Strategiebeitrag Rohstoffmarkt in 2019

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

Hedgefondsmarkt: Nettoabflüsse im Jahr 2019

Viele Hedgefonds behaupten, eine vom Marktgeschehen unabhängige Rendite erwirtschaften zu können. Dabei wird die Zielrendite über einen längeren Zeitraum oftmals als „Geldmarktzins plus X“ definiert, wobei die angegebene Volatilität vergleichsweise gering sein soll. Das zu erwartende Rendite-Risiko-Profil der meisten Hedgefonds sollte daher im Allgemeinen sehr attraktiv sein. Das Jahr 2018 hat jedoch viele Anleger ernüchtert, denn mit negativen Aktien- und Anleihemärkten in Europa hätte besonders in diesem Jahr die Vorteilhaftigkeit der angeblichen Nicht-Korrelation zu anderen Anlageklassen zutage treten sollen. Ein Blick auf die Durchschnittsrenditen der in Europa investierbaren liquiden Hedgefonds zeigt jedoch, dass die Durchschnittsrendite in sämtlichen von Morningstar klassifizierten Anlagestrategien negativ war.

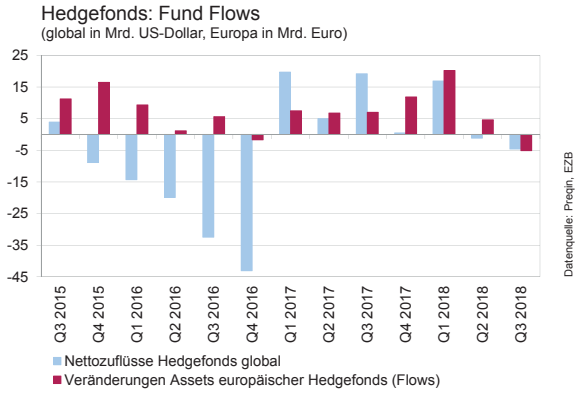
Obwohl der Anlageklasse in der Breite durch diese Entwicklung nur ein schlechtes Zeugnis für das letzte Jahr ausgestellt werden kann, sollten Investoren dennoch vermeiden, Hedgefonds grundsätzlich aus ihren Portfolios zu verdammen. Dafür sind die einzelnen Strategien und Manager viel zu divers. So zeigen die Daten nämlich auch, dass die **Streuung zwischen den besten und schlechtesten Fonds sehr groß** ist. In fast jedem Hedgefonds-Subsegment gab es Manager, die auch im letzten Jahr eine sehr starke Performance erreicht haben.

Um die diversen Strategien besser einschätzen zu können, sollten die Strategien auf mindestens zwei Ebenen unterteilt werden. Auf der ersten Ebene lassen sich die Ansätze in **marktneutral und nicht-marktneutral** aufgliedern. In einem zweiten Schritt lässt sich dann eine Unterscheidung in **diskretionäre und regelbasierte** Ansätze treffen. Während die nicht-marktneutralen Ansätze sich oftmals nicht von der Marktentwicklung abkoppeln können, sind marktneutrale Ansätze von der Konstruktion am besten geeignet, das Risiko in den Portfolios zu diversifizieren.

These 1: Im Jahr 2019 wird es Nettoabflüsse aus Hedgefondsstrategien geben.

Die in der Breite schwachen Performancezahlen vieler Hedgefonds im Jahr 2018 haben zuletzt zu **Nettoabflüssen** aus der Anlageklasse geführt, da das Versprechen einer stabilen Performance in Zeiten steigender Zinsen und

sinkender Aktienmärkte von vielen Hedgefonds nicht eingehalten werden konnte. Hinzu kommt, dass die Geldmarktzinsen in den USA als Alternative zu Hedgefonds bei der Erzielung marktunabhängiger Renditen durch die Zinserhöhungen der US-Zentralbank wieder attraktiver geworden sind. Das verlorene Vertrauen vieler Anleger sowie attraktive Renditen am US-Geldmarkt dürften im Jahr 2019 den Trend von Nettoabflüssen aus der Anlageklasse Hedgefonds weiter fortführen.



These 2: Die Ex-ante-Attraktivität marktneutraler Strategien nimmt im Jahr 2019 ab.

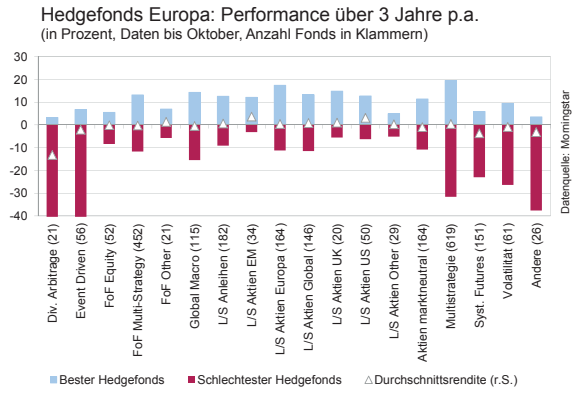
Marktneutrale Strategien bieten sich vor allem in Phasen steigender Zinsen und hoher Aktienmarktrisiken an. Zwar werden die Aktienmarktrisiken im kommenden Jahr weiter erhöht bleiben, die Angst vor deutlich steigenden Zinsen dürfte aber aufgrund der aufkommenden konjunkturellen Unsicherheiten abnehmen. Da nach den deutlichen Renditeanstiegen auf einigen Rentenmärkten im letzten Jahr zudem wieder angemessene laufende Erträge zu vereinnahmen sind, dürfte das **Investorenverlangen nach marktneutralen Hedgefondsstrategien abnehmen**.

These 3: Multistrategie-Fonds mit risikoparitätischer Portfoliokonstruktion werden im Jahr 2019 underperformen.

Viele Hedgefonds, die auf mehrere Strategien abzielen und diese entsprechend bündeln, gewichten die einzelnen Strategiebestandteile **risikoparitätisch**. Das heißt, Strategien und Anlageklassen mit einer hohen Kontribution zum Fondsrisiko werden gering und solche mit einem niedrigen Beitrag zum Gesamtrisiko werden hoch gewichtet. Dieser Ansatz kann bei starken Ausschlägen einzelner Assetklassen zu Problemen führen. Eine Zunahme der Volatilität einer Assetklasse führt bei den meisten Ansätzen folgerichtig zu einer Reduktion des Risiko-Exposures zu dieser Assetklasse. Da jedoch Anstiege der Volatilitäten (und Korrelationen) oft mit stärkeren Kursverlusten verbunden sind, werden Verkäufe meist nach deutlich negativen Wertentwicklungen realisiert. Umgekehrt werden Assetklassen mit einer geringen Volatilität relativ hoch gewichtet. Hierbei handelt es sich oft um solche, die eine sehr gute Wertentwicklung in der jüngeren Zeit aufgewiesen haben und somit ein erhöhtes Rückschlagspotenzial besitzen. Verstärkte Schwankungen an den Kapitalmärkten können in diesen Portfolios aufgrund der risikoparitätischen Ausrichtung zu einer **hohen Transaktionshäufigkeit mit ungünstigen Kauf- und Verkaufszeitpunkten** führen, wodurch die Performance dieser Strategien leidet.

These 4: Die Managerselektion ist bei Hedgefonds besonders wichtig.

Viele Hedgefonds streben eine marktunabhängige Rendite an. Dies bedeutet bei tatsächlich marktneutralen Strategien aber auch, dass eine Rendite über dem Geldmarktsatz nur durch **reine Alpha-Generierung** möglich ist und somit auch in positiven Marktphasen schnell negativ werden kann. Die Unterschiede zwischen den besten und den schwächsten Managern können dabei eklatant sein. So betrug selbst bei marktneutralen Aktienstrategien die Differenz zwischen dem besten und dem schlechtesten Hedgefondsmanager über die letzten drei Jahre 22 Prozentpunkte pro Jahr. Bei Multi-Strategy-Fonds zeigte sich sogar eine Differenz von über 51 Prozentpunkten.



In der Historie konnten nur wenige Fondsmanager kontinuierlich und nachhaltig positives Alpha generieren. **Problematisch sind dabei vor allem regelgebundene Ansätze**. Neuartige Strategien, die auf quantitativen Modellen beruhen, starten typischerweise mit hohen Alphas, die jedoch im Zeitablauf oft immer weiter abnehmen. Dies hängt damit zusammen, dass gewinnbringende Strategien schnell von anderen Marktteilnehmern kopiert werden, wodurch deren Effektivität nachlässt. Bei diskretionären Ansätzen ist hingegen das Geschick des Managers entscheidend. Da das **Talent und die Auswahlfähigkeiten einzelner Manager nicht kopierbar** sind, sind deren Ansätze vor Nachahmereffekten in gewisser Weise geschützt. Eine tiefgreifende Analyse der Performance-Treiber ist aber unerlässlich, um eine tatsächliche von einer augenscheinlichen Alphagenerierung zu unterscheiden.

Hedgefonds: Maßnahmen

Maßnahme 1: Hedgefonds leicht untergewichten.

Hedgefonds können weiterhin einen Diversifikationsbeitrag im Portfolio leisten. Die relative Attraktivität hat aufgrund der Entwicklung am Anleihemarkt aber abgenommen.

Maßnahme 2: Marktneutrale und Multi-Strategy-Ansätze untergewichten.

Die erwarteten Probleme bei Multi-Strategy-Ansätzen im Rahmen volatiler Märkte sowie die gesunkene relative Attraktivität marktneutraler Strategien sprechen für eine Untergewichtung dieser Ansätze.

Maßnahme 3: Hoher Ressourceneinsatz bei der Managerauswahl.

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

Strategiebeitrag Hedgefonds in 2019

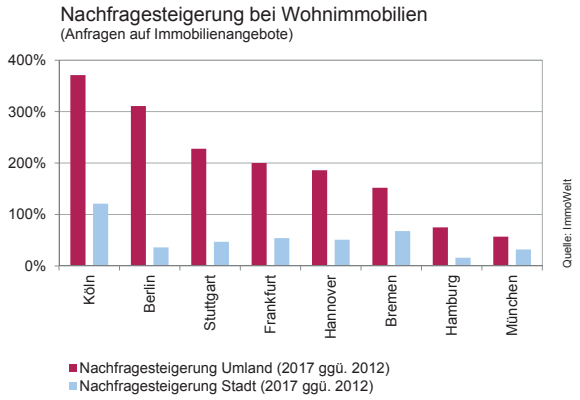
Hedgefonds eignen sich weiterhin zur Diversifikation im Portfolio. Vor allem in Phasen fallender Aktien- und Rentenmärkte können gute Manager einen Mehrwert liefern. Da jedoch die Zinssteigerungsphantasien einen Dämpfer bekommen haben und zudem eine ordentliche Verzinsung am US-Geldmarkt erzielbar ist, hat die relative Attraktivität abgenommen.

JAHRESAUSBLICK 2019: VERMÖGENSKLASSE IMMOBILIEN

These 1: Deutsche Wohnimmobilien – „Speckgürtel“ mit größerer Wachstumsdynamik als die Kernstädte

Die Umsätze mit deutschen Wohnimmobilien erreichten 2018 erneut das hohe Niveau der Vorjahre. Wir gehen davon aus, dass deutsche Wohnimmobilien auch 2019 bei in- und ausländischen Kapitalanlegern auf dem Einkaufszettel stehen, die Umsatzrekorde der letzten Jahre aber nicht mehr erreicht werden.

Gleichzeitig findet eine **stärkere Differenzierung der Miet- und Kaufpreisentwicklung** statt. Die guten und sehr guten Innenstadtlagen zeigten bereits 2018 eine stagnierende Entwicklung. Durch die Mietpreisbremse und die Belastbarkeitsgrenzen der Mieterhaushalte sind die Steigerungspotenziale im Bestand zunehmend ausgeschöpft. Die abnehmende Verfügbarkeit von Flächenpotenzialen für Neubau in Verbindung mit stark gestiegenen Baukosten limitiert die Neubauproduktion und damit die Transaktionsvolumina. Trotz des zunehmend knappen Angebots an Investmentprodukten findet der **Preisauftrieb** der letzten Jahre ein **Ende**, da Käufer die Wirtschaftlichkeit von Engagements auf den geforderten Kaufpreisniveaus zunehmend in Frage stellen. Anders stellt sich die Situation in den „Speckgürteln“ der Metropolen dar. Aufgrund der hohen Wohnkosten in der Kernstadt erhalten Suburbanisierungsbewegungen neuen Auftrieb, Umlandgemeinden verzeichnen hohe Wanderungsgewinne.



Die Neubauproduktion ist im Umland aufgrund größerer Flächenreserven, niedrigerer Grundstückskosten und einfacherer Genehmigungsprozesse schneller und günstiger möglich. Aufgrund geringerer Investitionskosten können selbst im Neubau günstigere Mieten als in der Kernstadt angeboten werden. Gleichzeitig bedingt der Nachfrageüberlauf aus der Kernstadt, dass gerade im Umland die Dynamik der Entwicklung von Miet- und Kaufpreisen ansteigt. Wir erwarten, dass Gemeinden in **Metropolrandlagen** im Jahr 2019 eine **größere Miet- und Kaufpreisdynamik** aufweisen als die Kernstädte, deren Entwicklung von Stagnation auf hohem Niveau geprägt sein dürfte.

These 2: Das Mietrechtsänderungsgesetz dämpft die Mietpreisdynamik in Märkten mit angespanntem Wohnungsmarkt wirksam. Modernisierungen im Bestand werden drastisch zurückgefahren.

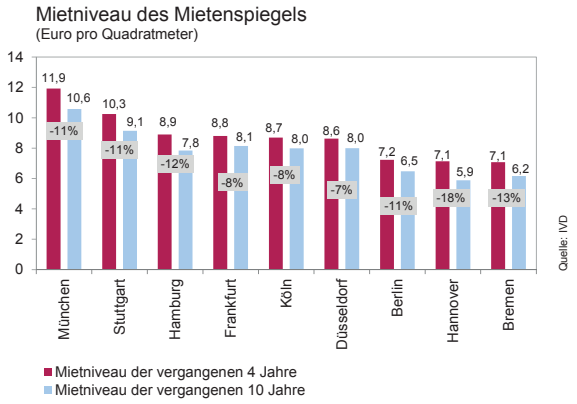
Das vom Bundestag verabschiedete Mietrechtsänderungsgesetz ist Anfang 2019 in Kraft getreten. Es verpflichtet Vermieter in Gebieten mit einem angespannten Wohnungsmarkt, die der Mietpreisbremse unterliegen, Überschreitungen der ortsüblichen Vergleichsmiete um mehr als zehn Prozent gegenüber dem neuen Mieter vor Vertragsunterzeichnung auszuweisen. Der Gesetzgeber gestattet dem Vermieter das Überschreiten der Mietpreisbremse bei Neubauten, bereits erhöhter Vormiete oder bei der Erstvermietung nach umfassender Modernisierung. Zudem führt die **Neuregelung der Mietpreisbremse** zu einer Beweislastumkehr bei der Begründung der Miethöhe. Der Mieter kann den Vermieter zukünftig dazu verpflichten, die Miethöhe und deren Begründung offenzulegen, falls vom Vermieter keine Angaben zu den Abweichungen gemacht wurden. Derzeit ist noch der Mieter in der Beweispflicht. Die Verschärfung wird unserer Einschätzung nach zu einer **Abschwächung** der **Mietpreisentwicklung** für Bestandswohnungen in Gebieten mit einem angespannten Wohnungsmarkt führen, da der Mieter unzulässige Überschreitungen leichter erkennen und dagegen vorgehen kann.

Auch die Regelungen der gesetzlich zulässigen Mieterhöhung nach Modernisierung werden für das gesamte Bundesgebiet angepasst. So können Vermieter zukünftig nicht mehr wie bisher elf Prozent der Kosten einer energetischen oder wohnwertsteigernden **Modernisierung**, sondern **nur noch bis zu acht Prozent der Kosten** pro Jahr an den Mieter

weitergeben. Zusätzlich limitiert eine Kappungsgrenze die maximal zulässige Mieterhöhung auf drei Euro/m² innerhalb von sechs Jahren, bzw. auf zwei Euro/m², wenn das Mietniveau vor Modernisierung unter sieben Euro/m² liegt. Pflichtverletzungen des Vermieters werden als Ordnungswidrigkeit unter Strafe gestellt.

Wir gehen davon aus, dass Vermieter **Modernisierungsmaßnahmen** zunehmend **zurückstellen**. Teils notwendige Investitionen in den Bestand unterbleiben und konterkarieren u. a. das politisch formulierte Ziele der energetischen Verbesserung im Bestand. Erste Großvermieter wie Vonovia haben bereits angekündigt, ihr Modernisierungsprogramm stark zurückzufahren.

Im Jahr 2019 will die Bundesregierung ebenfalls die **Neuregelung** der Erstellung des qualifizierten **Mietenspiegels** auf den Weg bringen, der nicht nur in Gebieten mit einem angespannten Wohnungsmarkt die Berechnungsgrundlage für Mietanpassungen im Bestand nach dem BGB darstellt. Dabei ist das Ziel, einheitliche wissenschaftliche Kriterien für die Erstellung durch die Kommunen festzulegen. Zusätzlich wird diskutiert, den Zeitraum der Mietabschlüsse, die Eingang in die Berechnung finden, von derzeit vier auf bis zu zehn Jahre auszuweiten. Da die älteren Mietverträge üblicherweise auf niedrigeren Mietniveaus abgeschlossen wurden, würden die Vergleichsmieten gemäß Mietenspiegel deutlich sinken. Der Immobilienverband IVD errechnet für Hamburg eine Senkung des Mietenspiegels von zwölf Prozent. Die Möglichkeiten einer **Mieterhöhung** nach ortsüblicher Vergleichsmiete würden **stark eingeschränkt**.



Alle drei genannten Maßnahmen führen zu deutlichen Bremsspuren in der Mietpreisentwicklung, die besonders in den deutschen Großstädten Wirkung entfalten werden.

These 3: Die geplante Steuerbegünstigung für den Neubau von Mietwohnungen geht am Bedarf vorbei.

Aufgrund der angespannten Wohnraumsituation in Metropolregionen steht die Schaffung von Anreizen für den Bau von Wohnraum verstärkt im Fokus. Die Bundesregierung plant die Einführung einer **Sonderabschreibung**, um den Bau bezahlbarer Wohnungen für Investoren attraktiver zu machen. Die Sonderabschreibung soll für solche Baumaßnahmen in Anspruch genommen werden können, die durch **Neubau oder Nachverdichtung** zusätzlichen Wohnraum zu Mietzwecken schaffen.

Der aktuelle Gesetzesentwurf sieht folgende Punkte vor:

1. Zusätzlich zur linearen Abschreibung können für vier Jahre weitere fünf Prozent p. a. auf die Anschaffungs- und Herstellungskosten abgeschrieben werden.
2. Die Erteilung der Baugenehmigung muss zwischen dem 01.09.2018 und dem 31.12.2021 erfolgt sein.
3. Die Anschaffungs- und Herstellungskosten dürfen 3.000 Euro/m² nicht überschreiten.
4. Als Bemessungsgrundlage für die steuerliche Entlastung gilt ein Höchstsatz von 2.000 Euro/m².
5. Die Vermietung zu Wohnzwecken für zehn Jahre muss gewährleistet sein.
6. Das Projekt darf keine öffentliche Förderung erhalten haben.
7. Es sind lediglich kleinere Wohnungsbauprojekte förderfähig.

Nach unserer Einschätzung konterkariert die Beschränkung der Förderung auf Neubauten mit Anschaffungs- und Herstellungskosten von bis zu 3.000 Euro/m² die Wirksamkeit der Maßnahme. Gerade in Gebieten mit einem angespannten Wohnungsmarkt sind die Grundstücks- und Baukosten derart stark angestiegen, dass eine Einhaltung der Grenze in 95 Prozent aller Fälle unrealistisch ist. Auch bei Nachverdichtungsmaßnahmen wie dem Dachgeschossausbau werden die Kosten in der Regel überschritten. Die Maßnahme wird demnach insbesondere in den Gebieten, die besonders förderbedürftig sind, keine Wirkung entfalten. Dort, wo der Wohnungsmarkt nicht angespannt und die Investitionskosten niedriger sind, könnte der steuerliche Anreiz hingegen Fehlinvestitionen bewirken.

These 4: Baukapazitäten unter Überlast schmälern die Bauherrenrendite durch Kostensteigerungen sowie abnehmende Bau- und Vertragsqualität.

Nach Auswertungen des statistischen Bundesamts haben sich die Kapazitäten der Bauwirtschaft seit Anfang der 1990er Jahre nicht erhöht. Die Zahl der Beschäftigten ist von 1995 auf 2017 um rund 40 Prozent zurückgegangen. Gleichzeitig erleben wir nun schon seit mehreren Jahren einen durch öffentliche und private Auftraggeber angetriebenen **Bau-Boom**. Die **Schattenseiten der Rekordauslastung** der Bauwirtschaft sind gerade in den deutschen Großstädten kaum mehr zu übersehen. Bauausführende Unternehmen haben monatelange Vorlaufzeiten, Ausschreibungen werden vielfach ignoriert und die Auftragsannahme wird darüber geregelt, welcher Auftraggeber die höchsten Preise zahlt. Eine Folge für Bauherrn sind unkalkulierbar **steigende Kosten** und längere Bauzeiten. Zugleich nehmen die **Baumängel** drastisch zu. Die Zahl der Versicherungsschäden hat sich nach einer Studie des Bauherren-Schutzbundes zwischen 2009 und 2016 annähernd verdoppelt. Schuld aus Sicht des Verbands sind überlastete Firmen, Fachkräftemangel und immer mehr Vorschriften am Bau. Dabei wird die Grundlage für eine mangelhafte Ausführung vielfach bereits in der Planung gelegt, denn hier kommt die Sonderkonjunktur ebenfalls zum Tragen. Auch die **Qualität von Bauverträgen nimmt** mit abnehmender Sorgfalt der Beteiligten **ab**. Handwerkliche und vertragliche Mängel infolge einer überhitzten Konjunktur stellen wir aber auch bei Transaktionsprozessen für Immobilienobjekte und -projekte fest. Verkürzte Due Diligence Prozesse, schwächere Haftungsregimes und Regelungslücken gehen am Ende des Tages zumeist zu Lasten des Investors, der neben wirtschaftlichen Nachteilen auch einen erhöhten Managementaufwand im Zuge der Mängelbeseitigung hat.

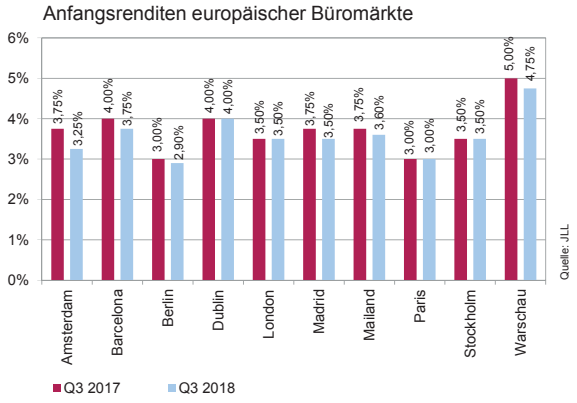
These 5: Gewerbliche Immobilienmärkte Deutschland – Investmentumsätze haben ihr zyklisches Maximum erreicht, Preise stabilisieren sich auf hohem Niveau.

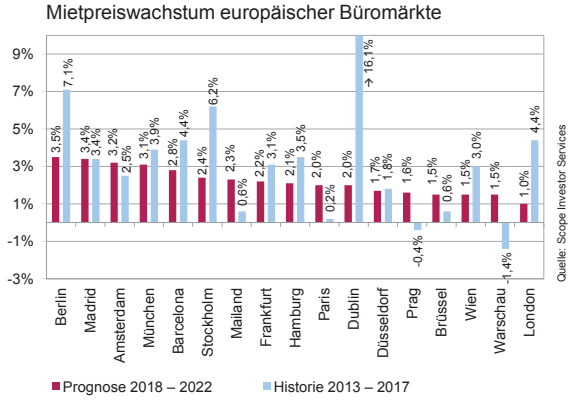
Beobachtet man die Preisentwicklung der führenden deutschen Metropolen über das Jahr 2018 hinweg, so zeigte sich gemessen an den Spitzenrenditen in 1A-Lagen auf den meisten Märkten zuletzt bereits eine **Stabilisierung der Preisentwicklung**. Auf Grundlage der Daten von Jones Lang LaSalle wurden nur noch im Einzelfall neue Preisspitzen dokumentiert, so in Düsseldorf und Köln. Zwar übertrafen die gewerblichen Immobilienumsätze in 2018 erneut das Vorjahresniveau. Zunehmend nehmen wir aber wahr, dass die **mangelnde Verfügbarkeit von** investmentfähigen **Immobilien** das Transaktionsgeschehen limitiert. Im Bestand geht die Verkaufsbereitschaft mangels alternativer Anlagemöglichkeiten zurück. Neubauprojektentwicklungen leiden unter abnehmender Verfügbarkeit bezahlbarer Grundstücke, verzögerten Genehmigungsprozessen und rasant steigenden Baukosten. Auf Käuferseite sehen wir, dass viele institutionelle Investoren ihre Investitionsquoten für die Anlageklasse Immobilie noch nicht erfüllt haben. Die Liste angekündigter oder bereits aufgelegter Immobilienfonds mit offenen Investitionsbudgets ist weiter lang. Zugleich sind aber viele Fonds aufgrund der Preisexplosion nicht mehr in der Lage, ihre den Anlegern versprochenen Zielrenditen zu erfüllen. Im Gesamtbild sehen wir für 2019 also eine weiter hohe Nachfrage bei limitiertem Angebot einerseits, andererseits aber eine auf dem erreichten Niveau zunehmende **Preissensitivität**, sodass die Preise für Gewerbeimmobilien in Deutschland bei geringfügig rückläufigen Immobilienumsätzen in 2019 seitwärts tendieren dürften.

These 6: Europäische Immobilienmärkte – Preise stabilisieren sich, London mit hoher Korrekturwahrscheinlichkeit.

Die führenden europäischen Immobilienmärkte sind alle gleichermaßen von einem historisch hohen Kaufpreisniveau geprägt. Es deutet sich an, dass die Preisentwicklung vielerorts an Dynamik verliert und in eine **Seitwärtsbewegung** eintritt. Wir erwarten für 2019 auf den meisten Märkten eine Stabilisierung der Preise auf hohem Niveau. Zwischen unterschiedlichen Standorten weist das Kaufpreisniveau dennoch teils deutliche Unterschiede auf.

Diese begründen sich sowohl durch strukturelle Unterschiede als auch durch eine unterschiedliche Wachstumsdynamik der Märkte. Ähnlich wie in den USA zeigten zuletzt jene europäischen Metropolen, die den Anforderungen von Unternehmen mit technologie- oder innovationsbasierten Geschäftsmodellen die besten Voraussetzungen bieten, die dynamischsten Flächenumsätze und das größte Mietsteigerungspotenzial. Implizit kaufpreisbildende Faktoren sind in diesem Zusammenhang





die kulturelle Attraktivität, Internationalität, Qualität der Bildungseinrichtungen, Qualität der digitalen Infrastruktur, Ökologie und Mobilität. Diese Aspekte finden bei langfristig orientierten Investoren zunehmend stärkere Beachtung. Zwangsläufig werden deshalb jene Standorte, die diesbezüglich am besten aufgestellt sind, in der Investorengunst am besten bewertet und erzielen die höchsten Preise. Innerhalb Deutschlands punktet in dieser Hinsicht insbesondere Berlin. Innerhalb Europas ist Amsterdam einer der Gewinnerstandorte, der die Ansprüche junger, technologiegetriebener Unternehmen und ihrer Mitarbeiter am besten erfüllt. Investoren sollten sich aber bewusst machen, dass die zyklische Anfälligkeit dieser jungen Unternehmen höher ist als die von etablierten Unternehmen in klassischen Industrien.

Der Londoner Büromarkt als einer der weltweit führenden Investitionsstandorte für globales Kapital zeigt ein widersprüchliches Bild. Auf Grundlage einer extrem guten Beschäftigungslage werden sehr hohe Büroflächenumsätze etwa auf dem Niveau des Jahres 2015 verbucht, dem Jahr vor dem Brexit-Referendum. Die Mietpreisentwicklung hat zuletzt allerdings deutlich an Dynamik eingebüßt und im Ausblick tendieren die Mieten in London eher seitwärts. Das Investoreninteresse an London war trotz des unsicheren Ausblicks zuletzt weiter sehr hoch, wobei mit einem Anteil von rund 65 Prozent die Mehrzahl der Investoren aus Übersee kommt. Ein wesentliches Argument für die starke Investmentaktivität mag in der schwachen Währung liegen, sodass für Investoren, die an die nachhaltige Bedeutung von London im globalen Städtegefüge glauben, der Eintrittskurs möglicherweise attraktiv erscheint. An der Börse hingegen notieren britische Immobilienaktien mit hohen Abschlägen zum NAV. Investoren signalisieren demnach die Erwartung einer noch bevorstehenden deutlichen Korrektur. Die sehr unterschiedliche Einordnung der Lage erklärt sich möglicherweise durch den unterschiedlichen Betrachtungshorizont der eher kurzfristig orientierten Aktieninvestoren und der langfristig orientierten Direktinvestoren.

Wir glauben, dass die **Perspektiven Londons** im Zuge der weiterhin unklaren Rahmenbedingungen des Brexits vorläufig von **hohen Risiken** für die Mietmärkte gekennzeichnet sind. Wir gehen deshalb davon aus, dass auch die Preise in den kommenden Monaten im Zuge schwacher Mietmärkte korrigieren werden. Den Zeitpunkt für einen (Neu-) Eintritt in den Londoner Immobilienmarkt sehen wir noch nicht gekommen.

These 7: Immobilienmarkt USA: Preisspitze für Gewerbe und Wohnen wurde in 2018 erreicht.

Die Größe der USA und die Vielfältigkeit der Märkte sowie ihrer bestimmenden Treiber machen es schwer, einen Gesamtmarktausblick zu geben, denn nahezu jede Aussage wird am Beispiel eines regionalen Marktes widerlegt werden können. Dennoch kommen wir in der Zusammenschau zu dem Ergebnis, dass die gewerblichen US-Märkte noch etwas stärker als die europäischen von spätzyklischen Merkmalen bestimmt sind. So zeigt sich am Beispiel der Büromärkte eine **Abschwächung des Mietpreiswachstums** und ein Rückgang der Netto-Absorption von Büroflächen. Zwar erwarten wir im Ausblick eine weiterhin positive Entwicklung der Zahl der Bürobeschäftigten, steigende Zinsen und der Handelsstreit mit China belasten jedoch den Geschäftsausblick vieler Branchen. Die

Leerstandsquote, zuletzt recht stabil bei gut 13 Prozent im nationalen Durchschnitt, dürfte in Folge einer hohen Bautätigkeit und zunehmender Baufertigstellungen 2019 **ansteigen**.

Die stärkste Dynamik im Hinblick auf die Preisentwicklung an den Büromärkten verzeichneten suburbane Lagen der führenden Metropolen und Städte der zweiten Kategorie. Büros in Top-Lagen haben die Preisspitze bereits hinter sich gelassen, Nebenlagen sind zuletzt hingegen nochmals teurer geworden. Grund hierfür ist möglicherweise die abnehmende Verfügbarkeit von hochwertigen Immobilien in den Spitzenlagen, aber auch das hier bereits erreichte sehr hohe Kaufpreisniveau. In der Spitze werden Büroimmobilien zu Anfangsrenditen von rund 4,5 Prozent gehandelt.

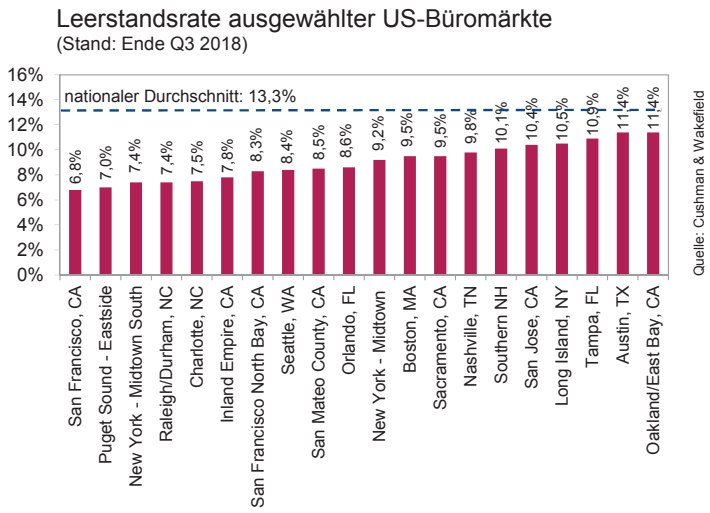
Die US-**Mietwohnungsmärkte** profitierten zuletzt ebenfalls von einer steigenden Mieternachfrage, sodass die Mieten geringfügig weiter zulegten. Die starke Neubauaktivität dämpft hier jedoch das Wachstumspotenzial und führt im nationalen Trend zu leicht ansteigenden Leerstandsquoten. Spitzenrenditen für Mietwohnungen entwickelten sich in Top-Lagen zuletzt seitwärts und in Nebenlagen weiter leicht positiv.

Stärker noch als in Deutschland steht weiterhin ein sehr hohes Volumen zu investierender Liquidität parat. Cushman & Wakefield hat zur Jahresmitte 2018 ein Volumen von 186 Mrd. US-Dollar allein von geschlossenen Fonds identifiziert, das in den gewerblichen Immobilienmarkt investiert werden soll und die Preise hoch halten wird. Wir gehen dennoch davon aus, dass wir die Preisspitzen im Bürosegment im Jahr 2018 gesehen haben und die Ankaufsrenditen 2019 leicht steigen werden. Die Preise im Wohnsegment dürften sich auf dem erreichten hohen Niveau stabilisieren.

These 8: Betreiberimmobilien sind kein Hedge gegen Marktzyklen.

Das hohe Kaufpreisniveau der klassischen Immobilientypen Büro, Wohnen, Handel oder Logistik lässt Immobilieninvestoren nach Alternativen Ausschau halten. Fündig werden einige bei Betreiberimmobilien. Betreiberimmobilien sind für die spezifische Nutzung durch einen Betrieb konzipiert und werden von einem Betreiber bewirtschaftet, der üblicherweise gegenüber dem Eigentümer der Immobilie als Pächter auftritt. Beispiele für Betreiberimmobilien sind Hotels, Pflegeheime oder Freizeitimmobilien. Das auf den ersten Blick sehr überzeugende Argument für diesen Immobilientypus ist, dass **Betreiberimmobilien** im Einkauf fünf bis zehn Faktoren **günstiger** sind als etablierte Immobilientypen und zudem oftmals mit **indexierten Mietverträgen** ausgestattet sind, die eine Laufzeit von 15, 20 oder sogar 25 Jahren aufweisen, was eine gute Prognostizierbarkeit der zukünftigen Erträge verspricht. Hierbei wird jedoch vielfach ausgeblendet, dass die Immobilie ihren wirtschaftlichen Wert erst durch die Managementleistung des Betreibers gewinnt, auch wenn vordergründig der Mietvertrag und das Mietvolumen die Wert

Betreiberimmobilien können sich dem Marktzyklus nicht entziehen.



bestimmenden Elemente zu sein scheinen. Das größte Marktvolumen erreichen derzeit Hotelimmobilien, deshalb wollen wir unsere These am Beispiel von Hotels untermauern.

Das Tagesgeschäft eines Hotels ist unmittelbar ergebniswirksam. Zimmer werden tageweise verkauft, Erträge und Kosten werden tageweise erhoben und Preise werden teils mehrfach am Tag an die herrschenden Nachfrageparameter und die bereits erreichte Auslastung angepasst. Konjunkturelle Sondereffekte und Abschwächungen werden unmittelbar im Ertrag des Hotels sichtbar. Es gibt kaum eine **konjunktursensitivere** Nutzungsart als das Hotel. Zwar ist der Immobilieneigentümer, so er das Hotel über einen Fixpachtvertrag vermietet hat, am Tagesgeschäft des Betreibers nicht beteiligt. Die Miete ist fix und oft über einen langen Zeitraum vereinbart. Vergegenwärtigt man sich aber, dass die Mietvertragspartei in der Regel eine bonitätsschwache Zweckgesellschaft ist, die ausgebaute Immobilie eine Spezialimmobilie nach den Anforderungen des konkreten Mieters und dass die Mietsicherheit gerade einmal für eine halbe bis eine Jahresmiete ausreichend ist, wird deutlich, wie schnell der Mietvertrag seinen Wert verliert, wenn der Betrieb nicht erfolgreich ist und der Betreiber in kurzer Frist in die Insolvenz geht. Betreiberimmobilien bleiben nach unserer Einschätzung weiter ein **Spielfeld für Spezialisten**, die die unterliegende Geschäftsentwicklung des Betriebs exakt einzuschätzen wissen.

These 9: Die Banken haben ihr Monopol für die gewerbliche Immobilienfinanzierung verloren.

Früher war die Finanzierung von Immobilien eine einfache Sache. Das Eigenkapital hatte man selbst, das Fremdkapital holte man sich bei der Bank: Eigenkapital plus Fremdkapital gleich Immobilienkauf. Heute sieht dies anders aus. Die Niedrigzinspolitik der EZB und die daraus resultierende Diversifikation der institutionellen Kapitalanlage sorgen dafür, dass vermehrt auch Kapitalsammelstellen wie **Versicherungen und Pensionskassen** als Erstrangfinanzierer am Markt auftreten. Zudem spielen auch alternative nachrangige Finanzierungen, die beispielsweise von Debt-Fonds oder Family Offices ausgereicht werden, in der Branche eine immer größere Rolle. Dies gilt sowohl für die Finanzierung von Projektentwicklungen als auch von Bestandsimmobilien. Ein weiterer Grund für den Bedeutungsgewinn der alternativen Geldgeber ist, dass ihre Finanzierungen auch Bereiche abdecken, die in dieser Form, z. B. aus regulatorischen Gründen, nicht oder nicht mehr von Banken angeboten werden. Denn im Unterschied zu klassischen Banken können alternative Geldgeber auch in Spezialfällen, wie beispielsweise bei sehr langen Laufzeiten von über zehn Jahren oder bei Vorratsgrundstücken, bei denen das Baurecht zwar gesichert ist, aber noch konkretisiert werden muss, handeln. Banken sind hier durch regulatorische Vorgaben stärker eingeschränkt. Insofern sind **alternative Finanzierer nicht nur Konkurrenten** für Banken, sondern treten oft auch ergänzend zum Bankenkapital auf. So finanzieren Banken klassisch mit Laufzeiten von ein bis zehn Jahren, während Versorgungswerke Laufzeiten von bis zu 20 Jahren präferieren. Insgesamt zwingt aber die erhöhte Wettbewerbsintensität auf Anbieterseite auch die Banken zu einer Anpassung ihres Geschäftsmodells. Banken sind ebenso wie alternative Finanzierungsanbieter gezwungen, höhere Risiken einzugehen, wenn sie ihr Volumen ausgereichter Kredite stabil halten wollen. Als Finanzierungsinstrumente werden neben den erstrangigen Finanzierungen insbesondere für Projektentwicklungen und Wachstumsfinanzierungen zunehmend alternative Finanzierungsinstrumente genutzt. Dazu zählen Nachrangdarlehen, Equity-Joint-Venture-Finanzierungen, Anleihestrukturen oder Kapitalerhöhungsmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen.

Die Banken haben ihr Monopol bei der gewerblichen Immobilienfinanzierung verloren. Die **Bedeutung alternativer Anbieter wird** insbesondere für Projektfinanzierungen und Finanzierungen im hohen Auslaufbereich weiter **zunehmen**. Investoren profitieren von dieser Entwicklung, denn Engagements im Bereich der alternativen Finanzierungen bieten auch weiterhin ein sehr attraktives Rendite-Risiko-Profil.

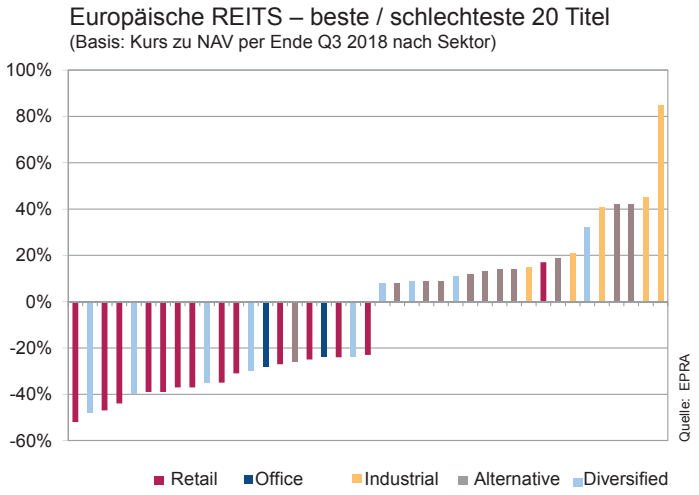
These 10: Europäische Immobilienaktien – REITs dürften sich stabiler entwickeln als der breite Markt.

Im generellen Ausblick dürften die Börsen 2019 stärker als zuletzt von Unsicherheit und Volatilität geprägt sein. Wir gehen davon aus, dass sich aus dem Anlageuniversum der Immobilienaktien insbesondere die sogenannter REITs **weniger volatil** entwickeln als der breite Markt. Zusätzlich dürften sie von stabilen und im Anlageumfeld attraktiven Dividendenrenditen profitieren. Unsere Überlegungen im

Einzelnen: In der Abgrenzung zu Immobilienaktien allgemein ist das Geschäftsmodell der REITs auf langfristige Bestandshaltung und Erwirtschaftung ordentlicher Erträge angelegt. Es besteht eine Verpflichtung, den weit überwiegenden Teil der Erträge an die Aktionäre auszuschütten. Die **Dividendenrenditen** profitieren von einer Befreiung der **Gesellschaften** von der Körperschafts- und Ertragsbesteuerung. Der **Verschuldungsgrad** der Titel ist überwiegend sehr **moderat** und lag im Mittel des Anlageuniversums in den letzten drei Jahren konstant unter 35 Prozent. Geschäftstätigkeiten der Projektentwicklung oder des reinen Handelns mit Immobilien gehören nicht zum Kerngeschäft der REITs. Der innere Wert der Gesellschaften lässt sich anhand des unterliegenden Immobilienportfolios und einer **Transparenz** bis auf die Ebene einzelner Mietverhältnisse recht gut bestimmen, was die Anfälligkeit für ein überschießendes Abstrafen der Titel in einem generellen Kurssturz der Börsen reduziert. Ein weiteres Argument für eine geringere Volatilität ist, dass der typische REIT-Investor nicht dem klassischen Aktienanleger gleicht, der in den breiten Markt investiert, sondern oftmals ein Spezialist ist. Der Anlegerfokus ist weniger auf die (kurzfristige) Kursentwicklung, sondern stärker auf die langfristige Ertrags- und Ausschüttungsstärke der Titel ausgerichtet. Eine zentrale Steuerungsgröße für die Bewertung von REITs ist deshalb auch das Verhältnis von „Price zu Funds from Operations“ (Preis im Verhältnis zum Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit). Zwar gehen die sehr großen REITs auch in die breiten Indizes ein, das Gros des Sektors ist jedoch über die großen Indizes nicht abgebildet.

REITs bieten in einem Marktumfeld, wo Immobilien vergleichsweise undifferenziert zu historisch hohen Preisen gehandelt werden, jedoch auch ein deutlich differenzierteres Bild darauf, welche Nutzungsarten und welche Regionen an der Börse positiv gesehen werden und welche eher negativ. Während wie weiter vorne dargestellt Büroimmobilien in London zuletzt noch zu Anfangsrenditen von 3,5 Prozent gehandelt wurden, werden REITs mit diesem Anlagefokus an der Börse aktuell mit Abschlägen von rund 30 Prozent gegenüber dem inneren Wert der Portfolios abgestraft. Während Einzelhandelsimmobilien in Deutschland weiterhin zu historischen Rekordpreisen gehandelt werden, handelt die Börse die europäischen **Einzelhandels-REITs** im Schnitt mit **Abschlägen von 25 Prozent** auf den inneren Wert, die großen britischen Titel sogar mit Abschlägen von mehr als 40 Prozent. Mit **Aufschlägen** notieren insbesondere Unternehmen mit Nutzungsschwerpunkten im Bereich **Logistik/Industrie**, Sozial-/Gesundheitsimmobilien, Studentenwohnen oder Self-Storage (kleine Einheiten für das Selbsteinlagern privater oder auch gewerblicher Mieter).

Wir werten dieses stark differenzierte Kursbild als **Frühindikator** für die weitere Entwicklung auf den physischen Immobilienmärkten.



Europäische Immobilienaktien dürften sich stabiler entwickeln als der breite Markt.

Immobilienmarkt: Maßnahmen

Maßnahme 1: Immobilien verkaufen

Die Preise für Immobilien in Deutschland wie auch in vielen Märkten Europas haben die Preisspitze der letzten Zyklen weit hinter sich gelassen. Gleichzeitig haben private und institutionelle Investoren für die Jahre 2019 ff. große Anlagevolumina für den Ausbau der Immobilienquote reserviert, sodass die Aufnahmefähigkeit der Märkte für Immobilien weiter hoch sein dürfte. Bestandshalter, die ihre Portfolios bereits vor einigen Jahren aufgebaut haben und die Ankaufsnebenkosten verarbeitet bzw. die Zehnjahresfrist für die steuerfreie Vereinnahmung von Veräußerungserlösen erreicht haben, sollten sich, wenn sie es nicht bereits in den letzten Jahren getan haben, schnellstmöglich mit der Frage auseinandersetzen, ob nicht ein Verkauf von Beständen sinnvoll sein kann, um ein Vielfaches der Jahresmiete als Gewinn zu vereinnahmen. Das Zeitfenster hierfür engt sich zunehmend ein, denn der Ausblick auf die weitere Entwicklung der Märkte wird unsicherer. Zudem will eine geordnete Transaktion gut vorbereitet sein, was einen gewissen zeitlichen Vorlauf erfordert. Eine abgestimmte Vermarktungsstrategie, eine gut aufbereitete Datengrundlage und ein strukturierter Prozess versachlichen und beschleunigen den Verkaufsprozess, erhöhen die Transaktionssicherheit und ermöglichen höhere Verkaufspreise bei gleichzeitiger Reduzierung von Haftungsrisiken.

Maßnahme 2: Pulver trocken halten

Die Mehrheit der Investoren agiert prozyklisch. Prozyklisch agierende Investoren steigen verstärkt in Märkte ein, deren Marktpotenzial (Miet- und Kaufpreiswachstum) bereits weitgehend gehoben ist. Der smarte Investor agiert in Kenntnis und Erwartung von zyklischen Marktbewegungen entgegen dem Trend. Er nutzt die Phase der größten Verunsicherung im Markt dazu, Immobilien, die sich durch sehr gute Lage, hohe technische Qualität und gute Vermietbarkeit auszeichnen, mit Preisabschlägen auf den inneren Wert einzukaufen. Während die Mehrzahl der Akteure auf der Verkäuferseite steht, gelingt es so, ein Portfolio aus Qualitätsimmobilien aufzubauen, das in aufwärts gerichteten Marktphasen entweder gar nicht verfügbar wäre oder bereits wieder zu sehr hohen Preisen gehandelt wird. Wir teilen mit anderen Marktexperten die Einschätzung, dass der Höhepunkt auf vielen Märkten erreicht ist und die Wahrscheinlichkeit für eine Preiskorrektur höher erscheint als die Chance auf weitere deutliche Preisanstiege. Vor diesem Hintergrund würden wir gerade für den Aufbau von Qualitätsportfolios empfehlen, die Kasse aufrecht zu erhalten, damit die Voraussetzung besteht, an zukünftigen Opportunitäten partizipieren zu können.

Maßnahme 3: Umstellung von Wohnraummietverträgen auf inflationsgeschützte Mieterhöhungsklauseln

Angesichts der wieder gestiegenen Inflation sollten Vermieter ihre Mietverträge überprüfen. Enthält der Vertrag eine sogenannte Wertsicherungsklausel, passt sich die Miete dem amtlichen Verbraucherpreisindex an. Steigende Lebenshaltungskosten bedeuten also steigende Mieten. Während bei klassischen Mietverträgen der Mieter jeder Erhöhung zustimmen muss, entfällt dies bei Verträgen mit Wertsicherungsklausel. Beide Parteien akzeptieren die automatische Preisentwicklung bereits mit ihrer Unterschrift zu Mietbeginn. Der Vermieter hat lediglich die Pflicht, dem Mieter vorab schriftlich mitzuteilen, wenn die Indexmiete steigt. Selbst in Gebieten mit einem angespannten Wohnungsmarkt, die der Mietpreisbremse unterliegen, bleibt die Indexmietanpassung eine Möglichkeit, Wohnungsmieten auch dann zu erhöhen, wenn dies nach den Regeln der Mietpreisbremse und unter Bezug auf die ortsübliche Vergleichsmiete nicht möglich sein sollte.

Bei gewerblichen Mietverträgen würden wir dort, wo es möglich ist, empfehlen, möglichst lange Vertragslaufzeiten zu vereinbaren, damit zyklischen Marktschwankungen zumindest auf der Ertragsseite mit Gelassenheit begegnet werden kann. Zudem ist eine Mindestlaufzeit eines Gewerbemietvertrags von zehn Jahren (inkl. Verlängerungsoptionen) die Voraussetzung dafür, dass Indexregelungen wirksam vereinbart werden können.

Maßnahme 4: Finanzierung optimieren

Bestandsinvestoren mit auslaufenden Finanzierungen haben ebenso wie Neu-Investoren die Möglichkeit, ihre Finanzierungsstrategie zu überdenken. Abhängig von der Immobilienstrategie kann hierbei ein unterschiedliches Vorgehen sinnvoll sein. Bei aggressiveren Immobilienstrategien und hohen Beleihungsausläufen kann es sinnvoll sein, den Leverage zu reduzieren, um die Schuldendiensttragfähigkeit bei verschlechterter Ertragslage zu verbessern und um Verstößen gegen Financial Covenants (Beleihungsauslauf, Schuldendienstdeckungsgrad, Zinsdeckungsgrad etc.) durch Bewertungseffekte vorzubeu-

gen. Bei langfristigen Haltestrategien bietet es sich hingegen an, den Finanzierungszins auf dem aktuell noch sehr günstigen Niveau möglichst langfristig über 15 oder sogar 20 Jahre zu sichern. In Abhängigkeit der Schuldendiensttragfähigkeit könnte es hier auch sinnvoll sein, den Beleihungsauslauf noch einmal zu erhöhen, um einen maximalen Leverage-Effekt zu vereinnahmen.

Maßnahme 5: Kauf von Sozialwohnungen

Nach einer Studie der Humboldt Universität Berlin müssen bereits 40 Prozent der bundesdeutschen Haushalte mehr als 30 Prozent ihres Nettoeinkommens für die Miete aufbringen. Noch alarmierender sind die Zahlen für die deutschen Großstädte. Hier steigt angesichts der angespannten Wohnungsmärkte der Anteil der Haushalte, die mehr als 50 Prozent ihres Einkommens für die Miete ausgeben, beständig an. Günstiger Wohnraum hat sich zu einem begehrten und raren Gut entwickelt. Ein Grund dafür ist der Mangel an Sozialwohnungen. Aktuell beträgt der Bestand gerade einmal 6,3 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes. Seit Anfang der 1990er Jahre hat sich die Zahl der Sozialwohnungen nahezu halbiert, Tendenz weiter sinkend. Immer mehr Objekte für den kleinen Geldbeutel fallen aus der sogenannten sozialen Bindung heraus und werden auf dem freien Wohnungsmarkt zu deutlich höheren Mieten angeboten oder in Eigentumswohnungen umgewandelt.

Immer mehr Städte machen deshalb bei größeren Neubauvorhaben in guten Innenstadtlagen zur Auflage, dass neben Eigentumswohnungen und frei finanzierten Wohnungen auch bis zu einem Drittel Sozialwohnungen errichtet werden müssen. Für Bauherrn und Investoren ist dabei die Krux, dass das gedeckelte Mietniveau der Sozialwohnungen bei annähernd gleichen Baukosten wie im frei finanzierten Wohnungsbau zu Abschlägen bei den Abverkaufspreisen bzw. zu sehr niedrigen laufenden Renditen führt. Ein anteiliger Ausgleich hierfür findet durch verschiedene Förderkomponenten der Städte statt. So erhalten Investoren im Rahmen der Förderprogramme unter anderem vergünstigte Kreditkonditionen oder sogar Tilgungszuschüsse.

Für Investoren bieten geförderte Wohnungsbestände in innerstädtischen Lagen trotz der Mietpreisbeschränkungen und der damit verbundenen niedrigen laufenden Rendite eine ganze Reihe von Vorteilen. Bei sorgfältiger Planung und guter Betriebsführung erzielt der Investor eine dauerhafte, stabile Gesamtrendite mit kalkulierbarem Risiko. Das Risiko ist insbesondere in der Nachvermietung geringer als im frei finanzierten Segment. So besteht bei frei finanzierten Projektentwicklungen die Gefahr, dass die Anfangsmiete sehr hoch und über dem örtlichen Mietspiegel angesetzt wird, was die Nachvermietung auf gleichem oder höherem Niveau erschwert. Bei Projekten des sozialen Wohnungsbaus sind hingegen die Fluktuation und die daraus folgenden Instandsetzungskosten wesentlich geringer. Darüber hinaus sind im Rahmen vieler kommunaler Förderprogramme – wenn auch von einem niedrigeren Niveau kommend – regelmäßige Mietsteigerungen möglich. Die laufende Rendite ist für den Bindungszeitraum zwar relativ gering, umso höher ist die Wertsteigerung nach dem Auslaufen der Bindungszeiträume in 15 oder 20 Jahren, wenn die Mieten an den freien Markt angepasst werden können oder die Wohnungen mit einem hohen Wertaufschlag als Eigentumswohnungen veräußert werden.

Maßnahme 6: Projektfinanzierungen als Equity mit Gesellschafterstellung strukturieren und nicht als Mezzaninedarlehen

Verknüpft man den Kapitalbedarf von Projektentwicklern mit dem Anlagedruck von Investoren, wird deutlich, warum alternative Projektfinanzierungen derzeit ein hohes Interesse erfahren. Den Ausgestaltungsmöglichkeiten im Hinblick auf Beteiligungs- bzw. Darlehensvarianten, Rendite/Verzinsung, Laufzeiten, Schutz- und Sicherheiteninstrumente und Gewinn- und Verlustregelungen sind kaum Grenzen gesetzt. Die derzeit beliebteste Art der Projektfinanzierung ist das Mezzanine-Nachrangdarlehen. Der Rang regelt dabei die Reihenfolge, in der die Inhaber von Forderungen im Falle einer Insolvenz aus der Vermögensmasse des Schuldners befriedigt werden. Da Darlehen üblicherweise nur von Kreditinstituten vergeben werden dürfen, müssen alternative Kapitalgeber zur Vermeidung eines verbotenen Kreditgeschäfts Darlehen mit einem sogenannten „qualifizierten Rangrücktritt“ versehen. Damit ist ein Rückzahlungsanspruch solange und soweit ausgeschlossen, als die Zahlungsfähigkeit des Darlehensnehmers bzw. des Sicherheitengebers bedroht ist. Ein Darlehensgeber, dessen Darlehen mit einem qualifizierten Nachrang versehen ist, muss demnach sein Kapital wie ein Gesellschafter auch und gerade dann in dem Unternehmen belassen, wenn dieses in eine wirtschaftliche Schieflage gerät.

Diese „Entmündigung“ wird von Investoren zunehmend weniger akzeptiert. Daher wählen versierte Investoren anstelle von Debt-Mezzanine-Strukturen bzw. Nachrangdarlehen zunehmend direkte Gesellschaftsbeteiligung bzw. Joint-Venture-Strukturen, in denen sie als mündige Investoren unmittelbare Informations- und Entscheidungsrechte haben sowie Interventionsmöglichkeiten und Schutzmechanismen mit dem Entwickler individuell vereinbaren können.

Allokationsbausteine			Untergewichten			Übergewichten	
Art	Rendite-/Risikoerwartung	Sektor	stark	leicht	neutral	leicht	stark
Direkt	Core	Wohnen		x			
		Gewerbe		x			
		Spezial			x		
	Value Add	Wohnen				x	
		Gewerbe				x	
		Spezial	x				
	Opportunistic	Wohnen			x		
		Gewerbe			x		
		Spezial	x				
Indirekt	Real Estate Private Equity	Wohnen				x	
		Gewerbe				x	
		Spezial	x				
	Institutionelle Fonds	Wohnen			x		
		Gewerbe			x		
		Spezial			x		
	Publikumsfonds	Wohnen	x				
		Gewerbe	x				
		Spezial	x				
	Immobilienaktien	Wohnen			x		
		Gewerbe			x		
		Spezial			x		

Strategiebeitrag Immobilien in 2019

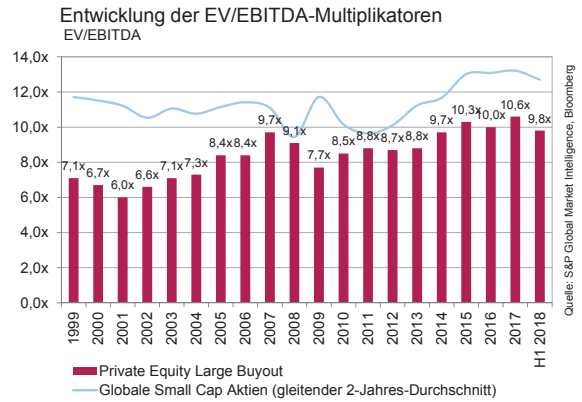
Neuinvestitionen in das vermeintlich risikoarme Core Segment dürften auf dem erreichten Marktpreisniveau nur noch nachhaltige Nachkostenrenditen von weniger als zwei Prozent p. a. ermöglichen. Renditen oberhalb von vier Prozent p. a. können weiter mit Strategien der aktiven Wertschöpfung und Engagements im Segment der alternativen Finanzierungen erzielt werden. Als Diversifikation zu Aktien und Renten behalten Immobilien ihre Bedeutung in der Gesamtallokation.

JAHRESAUSBLICK 2019: VERMÖGENSKLASSE BETEILIGUNGEN

Private Equity: Auch am Ende des Zyklus attraktiv

These 1: Das allgemeine Preisniveau für Buyout-Transaktionen wird im kommenden Jahr sinken.

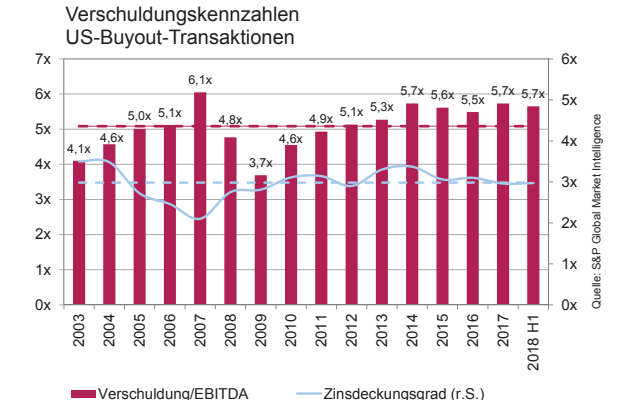
Die Abbildung zeigt die Entwicklung der EBITDA-Multiplikatoren für Buyout-Transaktionen aus der Datenbank S&P Global Market Intelligence. Diesen Daten zufolge hat sich der allgemeine Anstieg des Preisniveaus über die letzten Jahre im ersten Halbjahr 2018 nicht weiter fortgesetzt. Der für das erste Halbjahr 2018 ausgewiesene Wert von 9,8x EBITDA befindet sich im historischen Vergleich aber weiterhin auf einem hohen Niveau und knapp oberhalb des Höchststandes vor der Finanzkrise von 2008. Angesichts dieses hohen Niveaus, des vor allem in den USA und in Deutschland als größter Volkswirtschaft der Eurozone fortgeschrittenen Konjunkturzyklus, der in den USA bereits erfolgten geldpolitischen Wende und des absehbaren Nachlassens des geldpolitischen Stimulus durch die EZB ist davon auszugehen, dass das **Bewertungsniveau an den privaten Märkten nicht weiter steigen**, sondern eher zurückgehen wird.



Wie die Grafik ebenfalls veranschaulicht, erfolgte der Anstieg des Bewertungsniveaus im Private-Equity-Segment über die letzten Jahre im Zuge einer entsprechenden Entwicklung an den Aktienmärkten. Dies gilt auch für das Absinken der Bewertungsniveaus im ersten Halbjahr 2018. Die EV/EBITDA-Multiplikatoren im Private-Equity-Segment weisen somit weiterhin einen Abschlag von ca. 20 Prozent auf die Kapitalmarktmultiplikatoren auf.

Angesichts der **ebenfalls hohen Bewertung anderer Assetklassen** wie zum Beispiel Immobilien besteht unter Bewertungsaspekten kein Grund, Neuinvestitionen oder Reinvestitionen von Rückflüssen aus bestehenden Private-Equity-Engagements aktuell auszusetzen. Zwar ergibt sich aus den historisch hohen Bewertungen grundsätzlich ein Rückschlagspotenzial für die Rendite. Allerdings folgt aus der Tatsache, dass Zielinvestitionen bei Fonds- bzw. Dachfondsinvestments zum Teil erst mit erheblichem Zeitverzug getätigt werden, dass zum jetzigen Zeitpunkt neu getätigte Zeichnungen von Fonds nicht zwangsläufig zu Investitionen auf dem aktuell hohen Bewertungsniveau führen.

These 2: Die Finanzierungsbedingungen für Buyout-Transaktionen werden auch 2019 attraktiv bleiben.



Die Fremdkapitalmärkte für Buyout-Transaktionen zeigen **weiterhin positive Bedingungen**. So konnten US-Buyout-Fonds wie im Schaubild dargestellt ihre Transaktionen im ersten Halbjahr 2018 mit 5,7x EBITDA mit einem unverändert hohen Fremdkapitaleinsatz finanzieren. Europäische Buyout-Fonds brachten es im ersten Halbjahr auf ein ähnliches Niveau. Der Fremdkapitalanteil an den Gesamtkaufpreisen lag im ersten Halbjahr 2018 nach den Zahlen von S&P Global Market Intelligence mit 60 Prozent in den USA sogar etwas über dem für 2017 erhobenen Wert von 56 Prozent. In Europa wurden im ersten Halbjahr nur etwas mehr als 50 Prozent an Fremdmitteln eingesetzt. Das Schaubild zeigt ferner, dass der Zinsdeckungsgrad bei den US-Buyout-Fonds trotz einer überdurchschnittlichen

Verschuldung mit ca. 3,0x noch relativ hoch bleibt und damit deutlich über dem Tief des Jahres 2007 liegt. In den entsprechenden Zahlen für Europa zeigt sich ein Zinsdeckungsgrad von sogar 5,0x für das erste Halbjahr 2018 im Vergleich zu 4,1x für 2017. Diese noch höheren Werte sind dem deutlich niedrigeren Zinsniveau diesseits des Atlantiks geschuldet.

Das niedrige Zinsniveau in Verbindung mit der guten ökonomischen Lage, die vielen Unternehmen gute Cashflows beschert, sorgt dafür, dass der Zinsdeckungsgrad trotz der überdurchschnittlichen Verschuldung auf durchschnittlichen Niveaus verharrt. Mit Fortgang der Zinswende in den USA droht bei einer weiterhin guten Konjunktur nur eine leichte Eintrübung der Finanzierungsbedingungen. In Europa wird die Geldpolitik voraussichtlich erst im Spätherbst 2019 etwas weniger expansiv werden. Daher ist in Europa ebenfalls mit einem **weiterhin konstruktiven Finanzierungsumfeld zu rechnen**.

These 3: Das Transaktionsvolumen im Buyout-Bereich wird auch 2019 weiterhin moderat wachsen.

Nach Zahlen von Hamilton Lane könnte im Jahr 2018 zum vierten Mal in Folge ein **neuer Rekord hinsichtlich der Anzahl neu aufgelegter Fonds** im Bereich Private Assets aufgestellt werden. Zwar schließen diese Zahlen auch Fonds aus dem Private-Debt-Bereich mit ein, jedoch sind diese keinesfalls der einzige Wachstumstreiber der Branche: So nahm die Zahl von neuaufgelegten Buyout-Fonds von 2011 bis 2017 zwar nur um moderate fünf Prozent zu, die Zahl neuer Venture-Capital-Fonds und Growth-Fonds im gleichen Zeitraum jedoch um 39 Prozent und die Zahl an Real-Assets-Fonds um 38 Prozent. Auch wenn die Märkte für private Assets seit 2007 nach Zahlen von Hamilton Lane um mehr als 150 Prozent im Volumen gewachsen sind, macht ihre Gesamtgröße immer noch „nur“ elf Prozent der globalen Aktienmärkte aus, sodass die Grenzen des Wachstums der Branche noch nicht erreicht sein müssen.

Der auch im Jahr 2018 weiter steigenden Zahl an neu aufgelegten Fonds steht jedoch nicht zweifelsfrei ein Anstieg der Fundraising-Aktivität gegenüber. Zwar zeichnet sich für den europäischen Private Equity Markt nach dem ersten Halbjahr 2018 gemäß Zahlen von PitchBook Data ein neuer Rekord beim eingeworbenen Kapital ab. Bereits im Jahr 2017 lag das tatsächlich eingeworbene Kapital auf globaler Ebene nach Zahlen von Hamilton Lane jedoch unter dem Rekordwert von 2016. Auch für das laufende Jahr rechnet Hamilton Lane auf globaler Ebene mit einem weiteren **Rückgang der neu eingeworbenen Mittel**. Die Märkte verlieren also an Dynamik, was allerdings im Vergleich zu den Vorkrisenjahren 2006 und 2007, als viele Investoren deutlich aggressiver allokierten, auch als gutes Zeichen gedeutet werden könnte.

Mit 208 Mrd. US-Dollar war das Transaktionsvolumen bei Buyout-Transaktionen in den USA im Jahr 2017 nach Zahlen von S&P Global Market Intelligence auch noch deutlich von den Rekordniveaus von 2006 (233 Mrd. US-Dollar) und 2007 (434 Mrd. US-Dollar) entfernt. Das erste Halbjahr 2018 wies diesen Zahlen zufolge ein etwas höheres Volumen als der Vorjahreszeitraum auf, sodass für das laufende Jahr von **weiterem moderaten Wachstum** beim Transaktionsvolumen im Buyout-Segment in den USA ausgegangen werden kann. Auch in Europa fiel das erste Halbjahr 2018 im Buyout-Segment relativ zum Jahr 2017 so vielversprechend aus, dass von einem weiteren leichten Wachstum des Gesamttransaktionsvolumens ausgegangen werden kann. Aber auch hier ist man von den Volumina der Jahre 2006 und 2007 noch weit entfernt. Die weiterhin hohen Niveaus investierbarer Mittel („Dry Powder“) führen also (noch) nicht zu stark erhöhter Transaktionsaktivität. Eine anhaltend gute Konjunktur und weiterhin konstruktive Finanzierungsbedingungen sprechen für ein weiterhin moderates Wachstum des Transaktionsvolumens auf beiden Seiten des Atlantiks im Jahr 2019.

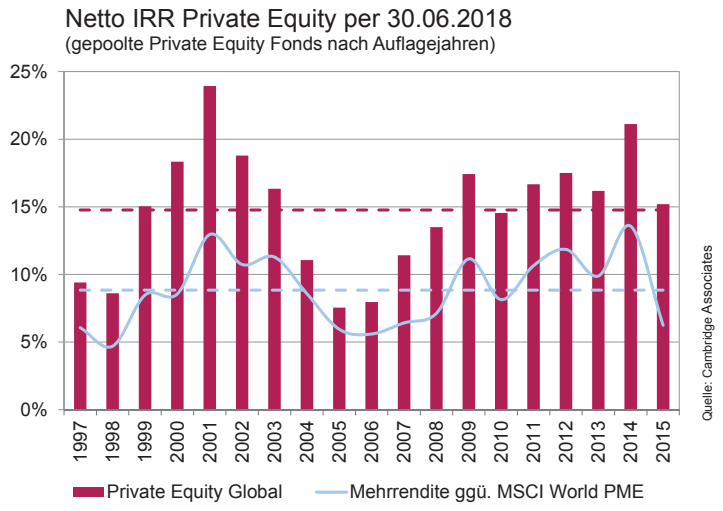
These 4: Private Equity wird auch künftig eine Outperformance gegenüber Aktien erwirtschaften. Der Branche steht allerdings eine verschärfte Kostendiskussion bevor.

Wie das Schaubild zur Netto-IRR zeigt, haben Private-Equity-Fonds des Auflagejahres 2015 nach Daten von Cambridge Associates bis zum Stichtag am 30.06.2018 eine **Outperformance** von 6,2 Prozent p. a. gegenüber dem zahlungsstromadjustierten globalen Aktienindex MSCI World erzielen können. Während die IRR von Private-Equity-Fonds des Jahrgangs 2015 bei 15,2 Prozent liegt, erzielte der globale Aktienmarkt zahlungsstromgewichtet seit 2015 eine jährliche Rendite von ca. 9,0 Prozent. Durch die Zahlungsstromgewichtung wird das Zahlungsstromprofil (Investitionen/Desinvestitionen) des Private-Equity-

Sektors in dem Aktienindex fingiert, was Private-Equity-Investments vergleichbarer zu Aktieninvestments macht. Im Vergleich zu der Outperformance, die vorherige Auflagejahre bis Mitte 2018 generierten, ist der 2015er Jahrgang damit bislang klar unterdurchschnittlich.

Falls diese aktuelle Entwicklung tatsächlich eine tendenziell nachlassende Mehrrendite bedeuten würde, wäre dies nicht unerheblich, da ein wesentliches Argument für Private-Equity-Investitionen darin besteht, durch **Vereinnahmung einer Illiquiditätsprämie** eine Outperformance gegenüber dem liquiden Aktienmarkt zu erzielen. Da Private-Equity-Investitionen in der Regel ein jahrelanges und unwiderrufliches Commitment des Investors erfordern, während Aktien täglich veräußert werden können, sollte es so sein, dass der Investor für diesen Nachteil in der langen Frist durch eine höhere Rendite entschädigt wird (neben einer Kompensation für das höhere Risiko, das mit kleineren, stark wachsenden Unternehmen verbunden ist, sowie einem Renditebeitrag aus dem Verschuldungseffekt). Erbrächten Aktien eine mindestens ebenso gute Performance wie Private Equity, so bestünde höchstens aus Gründen der Diversifikation noch Veranlassung solche illiquiden Investments zu tätigen. Entsprechend kontrovers wird die in den letzten Jahren tendenziell nachlassende Outperformance von Private-Equity-Investments in Fachkreisen diskutiert.

Es ist aber noch viel zu früh, um die Illiquiditätsprämie als Argument für Private-Equity-Investments grundsätzlich infrage zu stellen. Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens lässt sich aus der unterdurchschnittlichen Outperformance am aktuellen Rand noch **kein Trend ableiten**. Dafür spricht auch, dass die Fonds der Jahrgänge 2005 und 2006 noch geringere Mehrrenditen aufweisen. Mit über 15 Prozent befindet sich die IRR des 2015er Jahrgangs zudem für ihr junges Auflagedatum bereits auf einem sehr ansehnlichen Niveau, das Private-Equity-Investments per se interessant blieben ließe. Zweitens sind die Renditen jüngerer Jahrgänge anfangs nach unten verzerrt, da die Kostenbelastung in den Fonds gerade am Anfang vergleichsweise hoch ist, während der **Hauptteil der Wertschöpfung** für den Investor erst im Laufe der Folgejahre und damit später im Investitionszyklus der Fonds erfolgt. Somit könnte es sein, dass sich die Zahlen für den 2015er Jahrgang in den folgenden Jahren noch weiter verbessern werden. Drittens waren die zahlungsstromgewichteten Aktienmarktrenditen der Jahre 2014 bis 2016 so hoch wie seit dem Höhepunkt der Dotcom-Blase in den Jahren 2000 und 2001 nicht mehr und werden für die kommenden Jahre vermutlich wieder geringer ausfallen. Das sollte es für Private-Equity-Investments wieder leichter machen, eine Outperformance gegenüber dem Aktienmarkt zu erzielen.



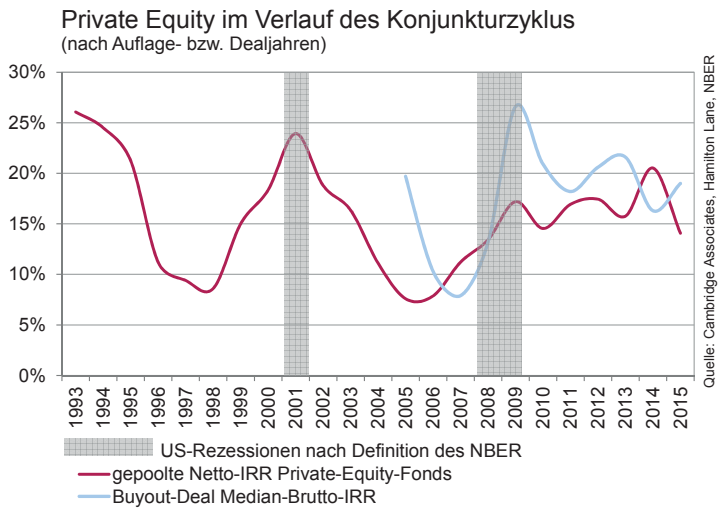
Private Equity wird weiterhin eine Outperformance gegenüber Aktien erwirtschaften.

Für die Zukunft gehen wir in der Tat davon aus, dass Private Equity weiterhin eine Outperformance gegenüber den Aktienmärkten erbringen wird. Dafür gibt es mehrere Gründe. Nach Zahlen von Hamilton Lane war das Leverage Multiple, also das

Private Equity kann sich dem Konjunkturzyklus teilweise entziehen.

Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA, bei nicht gelisteten Unternehmen auf globaler Ebene im Jahr 2017 mit 4,7x mehr als doppelt so hoch wie im globalen Aktienmarkt (2,0x im MSCI World). Bereits seit dem Jahr 2013 ist nach diesen Zahlen im Private-Equity-Bereich relativ mehr Verschuldung vorhanden als am Aktienmarkt. Der **Verschuldungseffekt** ist neben Wachstum, strategischer Neupositionierung und Bewertungsniveau einer der Werthebel für Investments sowohl bei gelisteten als auch nicht gelisteten Unternehmen. Dieser Werthebel war in den zurückliegenden Jahren somit im privaten Segment deutlich stärker ausgeprägt als am Aktienmarkt. Dies dürfte auf absehbare Zeit so bleiben, was es dem Private-Equity-Segment leichter machen sollte, langfristig eine höhere Performance zu erzielen als der Aktienmarkt.

Für eine weiterhin fortbestehende Outperformance von Private Equity gegenüber Aktien spricht zudem, dass die **Renditen auf Dealebene** nach Zahlen aus der breiten Datenbank zu globalen Private-Equity-Transaktionen von Hamilton Lane über die letzten zehn Jahre keine zurückgehende Tendenz, sondern weiterhin stabil hohe zweistellige Werte aufweisen. Die den Fonds zugrundeliegenden Assets und Transaktionen erbringen folglich weiterhin die Performance, die man von dem Segment erwarten würde. Ferner besteht bei einer in der Branche weiterhin üblichen Beteiligung der Assetmanager von bis zu 30 Prozent (und bei Dachfonds aufgrund der zweistufigen Vergütungsstruktur sogar noch mehr) an den Risikoerträgen noch ein großer Puffer, der genutzt werden könnte, um die Renditen für die Investoren stabil über denen des Aktienmarkts zu halten. Vor dem Hintergrund der Diskussionen in der Branche um eine möglicherweise nachlassende Outperformance des Private-Equity-Segments ist folglich damit zu rechnen, dass die in der Branche ebenfalls schwelende **Kostendiskussion** an Schärfe gewinnen wird. Dies ist jedoch aus Investorensicht begrüßenswert.



These 5: Der Spätzyklus muss kein schlechter Zeitpunkt für Neuinvestitionen in Private-Equity-Fonds sein.

Unser diesjähriges Schwerpunktthema befasst sich mit der Frage, wie sich Investoren im Spätzyklus positionieren sollten. Auch Investoren, die über Neuinvestitionen in Private-Equity-Fonds nachdenken, stehen selbstverständlich vor der Frage, ob der **fortgeschrittene Konjunkturzyklus noch einen guten Einstiegszeitpunkt** darstellt oder ob das Pulver besser trocken gehalten werden sollte.

Zur Beantwortung dieser Frage bietet sich zunächst ein Blick auf die Erfahrungen aus den letzten beiden US-Konjunkturzyklen an. Nach der offiziellen Definition des National Bureau of Economic Research (NBER) wurden die Höhepunkte der beiden letzten **US-Konjunkturzyklen** im März 2001 und im Dezember 2007 erreicht. Die folgenden US-Rezessionen sind in der Grafik grau hervorgehoben und dauerten bis November 2001 bzw. Juni 2009.

Die Grafik zeigt für diese beiden Zyklen gepoolte Netto-IRR von Private-Equity-Fonds gemäß einem globalen Private-Equity-Benchmarkindex von Cambridge Associates. Dabei werden die Fonds nach ihren Auflagejahren gruppiert. Somit lässt sich der Grafik entnehmen, wie Fonds, die in den jeweiligen Jahren neu aufgelegt wurden, bis heute rentierten. Die Kurve lässt klar erkennen, dass die niedrigsten Renditen der beiden Zyklen, die mit den Rezessionen von 2001 und 2008/2009 zu Ende gingen, jeweils schon in Auflagejahren deutlich vor dem konjunkturellen Höhepunkt erreicht wurden: Die Tiefpunkte bei den gepoolten netto IRR der Private-Equity-Fonds liegen in den Jahren 1998 und 2005 und somit ca. zwei Jahre vor dem konjunkturellen Hoch. Wäre ein Investor erst sehr spät im Zyklus, also zum Beispiel exakt auf dem konjunkturellen Höhepunkt, in einen neu aufgelegten Fonds eingestiegen, hätte er somit deutlich bessere Renditen erzielen können als mit Neu-Investments aus den Auflagejahren 1998 und 2005, als der konjunkturelle Aufschwung noch in vollem Gange war. Aber selbst für Fonds aus den Jahren 1998 und 2005 betrug die IRR bis Sommer 2018 noch über fünf Prozent p. a. Die **besten Renditen** wären jeweils mit Fonds, die nahe am konjunkturellen Tief, also in den Jahren 2001 und 2009, aufgelegt wurden, zu vereinnahmen gewesen. Folglich muss der Spätzyklus und vor allem die Rezession kein schlechter Zeitpunkt für Neuinvestitionen in (neu aufgelegte) Private-Equity-Fonds sein.

Die ökonomischen Zusammenhänge hinter diesem Muster haben viel mit der Mechanik zu tun, nach der neu aufgelegte Fonds ihre zugesagten Mittel abrufen und investieren. Dieser Vorgang dauert vom Zeitpunkt der Fondsauflage typischerweise mehrere Jahre. Es kommt hinzu, dass die Bewertungen in der Rezession in der Regel deutlich niedriger sind. Dies ist zum Beispiel auch in der Abbildung zur Entwicklung der EV/EBITDA-Multiplikatoren unter These 1 zu erkennen. Fonds, die mitten in der Rezession investieren, können also zu deutlich günstigeren Preisen einkaufen und profitieren im folgenden Aufschwung sowohl bewertungsseitig von einer Erholung der Kaufpreismultiplikatoren als auch auf der operativen Seite von einer Ausweitung der Unternehmensergebnisse und Cashflows im Zuge der wieder anziehenden Konjunktur. Typischerweise kommen diese Effekte Fonds zugute, **die bis zu zwei Jahre vor der Rezession aufgelegt** werden und somit den Großteil ihrer eingeworbenen Mittel in der Rezession investieren. Demgegenüber stehen nach den Erfahrungen mit den letzten beiden US-Konjunkturzyklen Fonds, die ca. drei Jahre vor dem konjunkturellen Höhepunkt aufgelegt werden, vor dem Problem, dass sie einen Großteil ihrer eingeworbenen Mittel auf dem konjunkturellen Höhepunkt investieren, wenn die Bewertungen und operativen Ergebnisse der Unternehmen ebenfalls sehr hoch sind, sodass mit Einsetzen des konjunkturellen Abschwungs von der Bewertungsseite und den operativen Ergebnissen starker Gegenwind für die Renditen aufzieht. Dem müssen die Manager durch Effizienzsteigerungen im Unternehmen entgegenwirken, um dennoch positive Renditen zu erwirtschaften. Natürlich ist es aber ungleich einfacher, mit **Rückenwind von der Bewertungsseite** und in einem konjunkturellen Aufwind Werte für die Investoren zu heben, als wenn man allein auf Effizienzsteigerungen im Unternehmen angewiesen ist.

Die zweite Kurve in der Grafik stellt für das Umfeld der letzten US-Rezession basierend auf Daten von Hamilton Lane **Bruttorenditen auf der Dealebene** statt auf der Fondsebene dar. Hier zeigt sich der soeben beschriebene Mechanismus noch klarer: Deals, die kurz vor Einsetzen der Rezession, also auf dem Höhepunkt des Konjunkturzyklus, abgeschlossen wurden, weisen die niedrigsten Renditen auf – während Deals, die auf dem konjunkturellen Tiefpunkt im Jahr 2009 durchgeführt wurden, die höchsten Erträge für Investoren generierten. Da neu aufgelegte Fonds typischerweise ein bis zwei Jahre brauchen, um den Großteil ihrer Mittel zu investieren, finden sich die Deals, die auf dem konjunkturellen Hoch geschlossen werden, vor allem in Fonds, die mit etwas Vorlauf zum konjunkturellen Höhepunkt aufgelegt werden. Dieser Effekt kommt in der Grafik im Zuge des Abschwungs von 2008/2009 sehr klar zum Ausdruck: Die am geringsten rentierenden Deals stammen aus dem Jahr 2007, finden sich aber mehrheitlich nicht in den im Jahr 2007 aufgelegten Fonds, sondern in Fonds aus den Jahrgängen 2005 und 2006.

Was folgt aus dieser Beobachtung für einen Investor, der aktuell Investitionen in neue Private-Equity-Fonds in Betracht zieht? Nicht viel. Denn um sich eine solche konjunkturelle Regelmäßigkeit zunutze zu machen, müsste der Investor in der Lage sein, den konjunkturellen Wendepunkt frühzeitig zeitlich exakt vorherzusagen, um nicht mit zu viel Vorlauf hierzu zu investieren und somit die schlechtesten Jahrgänge zu erwischen. Eine genaue Vorhersage, wann der Höhepunkt des Zyklus erreicht und überschritten werden wird, ist nach unserem Ermessen aber nicht möglich. Und selbst wenn dieses **Prognoseproblem** gelöst

werden könnte, müsste ein geeigneter Fonds gefunden werden, dessen Fundraising und Investitionsphase exakt so lange dauert, dass er zum optimalen Zeitpunkt einen Großteil seiner Mittel investiert. Angesichts der mehrjährigen Dauer solcher Fundraising- und Investitionsphasen ist auch dies alles andere als einfach.

Vor diesem Hintergrund bleiben wir bei unserer Empfehlung, bei Investitionen in Private Equity **von einem taktischen Timing abzusehen** und durch konstante Allokation dieser Vermögensklasse im Gesamtvermögen konsistent und über einen langfristigen Horizont die vermutlich weiterhin bestehende Illiquiditätsprämie zu vereinnahmen sowie eine Diversifikation durch Investitionen in kleinere, stark wachsende Unternehmen zu erzielen. Ein Investor, der seine Private-Equity-Quote durch Neuinvestition von Rückflüssen konstant über einen langfristigen Zeitraum beibehält, verdient einen Durchschnitt der guten und der schlechten Auflage- und Dealjahre. Nach Zahlen von Hamilton Lane beträgt die niedrigste Rendite, die man bei ungünstigstem Timing über ein Fenster von fünf Jahren zwischen 1992 bis 2018 mit einem breit gestreuten Engagement in Buyout-Strategien in entwickelten Märkten hätte verdienen können, 2,8 Prozent pro Jahr. Nimmt man anhand des MSCI World als globale Aktienbenchmark für entwickelte Märkte dieselbe Betrachtung für die Vermögensklasse Aktien vor, käme man bei ungünstigstem Timing auf Fünf-Jahres-Sicht auf einen maximalen Verlust von 5,7 Prozent (ebenfalls pro Jahr!). Auch vor diesem Hintergrund raten wir von Timing-Überlegungen bei Private-Equity-Investments ab und befürworten eine konstante Vereinnahmung der Illiquiditätsprämie aus dieser Vermögensklasse über eine konstante Quote im Gesamtvermögen.

Auch eine Empfehlung, welche **Branchen im Spätzyklus** bei Private-Equity-Investments im Vordergrund stehen sollten, lässt sich schwerlich treffen. Denn nach Zahlen von Hamilton Lane zu Median-Brutto-IRR für Buyout-Deals nach verschiedenen Sektoren war es im Umfeld der letzten US-Rezession von 2008/2009 im Gegensatz zum Aktienmarkt im Private-Equity-Segment definitiv nicht so, dass sich alle „defensiven“ Sektoren wie Gesundheit, Basiskonsum oder Versorger in der Rezession besser geschlagen hätten als „offensive“ Sektoren wie IT oder Industrie.

Listed Private Equity: Herausforderndes Umfeld

Die Anlageklasse Listed Private Equity (LPE) bietet Anlegern die Möglichkeit, über börsennotierte Vehikel eine Allokation im Bereich Private Equity aufzubauen. Dies geschieht durch den Erwerb von Anteilen der entsprechenden Vehikel über die Börse.

Unter dem Segment Listed Private Equity werden allgemein sehr unterschiedliche Subklassen zusammengefasst. Auf der einen Seite gibt es börsennotierte Vermögensverwalter wie z. B. Blackstone, KKR und Partners Group mit dem Fokus auf Private Equity, auf der anderen Seite existieren direkte LPE-Fonds und Dachfonds. Aus unserer Sicht bieten lediglich LPE-Direkt- und Dachfonds ein ähnliches Profil wie konventionelles Private Equity. Im Folgenden werden wir uns mit diesen LPE-Strukturen befassen.

These 1: Die positive Entwicklung der Net Assets Values (NAV) von Listed Private Equity wird sich im Jahr 2019 abschwächen. Höhere Rückgänge des Bewertungsniveaus bergen sogar das Risiko rückläufiger NAV.

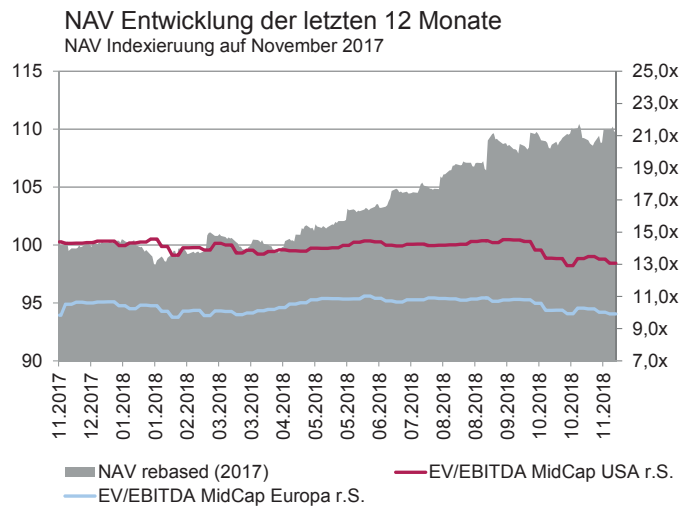
Bei der Berechnung des NAV sind die operative Entwicklung der Zielunternehmen und das Bewertungsumfeld zwei maßgebliche Parameter. Weiterhin sind im Fall von ausländischen Zielunternehmen in den Portfolios von LPE-Fonds Wechselkursentwicklungen eine wichtige Einflussgröße.

Wenngleich sich das Wirtschaftswachstum in den USA und in Europa im Jahr 2019 voraussichtlich etwas verlangsamen wird, gehen wir davon aus, dass das konjunkturelle Umfeld im Spätzyklus weitgehend stabil bleibt. Wir erwarten mithin, dass sich auf Ebene der Portfoliounternehmen bei LPE-Fonds insgesamt eine positive Entwicklung der Unternehmensergebnisse zeigt.

Wie bereits oben erwähnt wirken sich neben den Unternehmensgewinnen auch Veränderungen des Bewertungsniveaus auf die NAV aus. Die Darstellung zeigt allerdings, dass sich lediglich größere Veränderungen der Bewertungsrelationen auf die NAV von LPE-Vehikeln auswirken. Dies erscheint insofern plausibel, als dass Fondsmanager bei kleinen Veränderungen des Bewertungsniveaus höchstens marginale Bewertungsanpassungen bei Portfoliounternehmen durchführen.

Die Net Asset Values von Listed Private Equity geraten unter Druck.

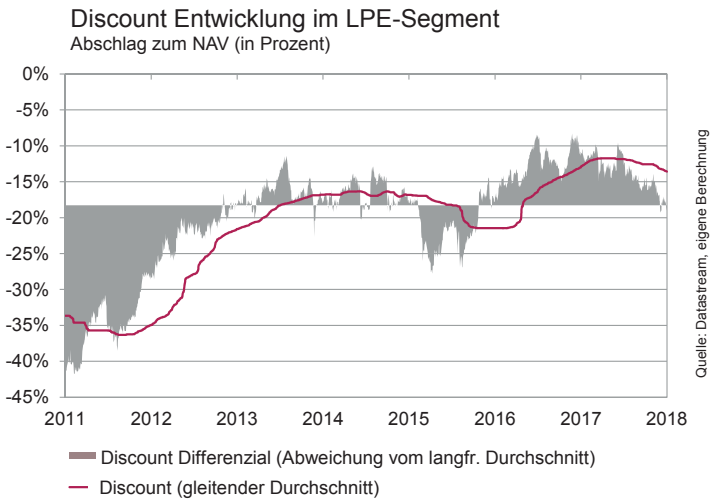
In der ersten Jahreshälfte 2018 haben sich die EV/EBITDA-Multiplikatoren von MidCap-Indizes in Europa und den USA kaum verändert. Die NAV hingegen stiegen in diesem Zeitraum um knapp fünf Prozentpunkte an. Während die EV/EBITDA-Multiplikatoren sowohl in Europa als auch in den USA im dritten Quartal noch stabil waren, verringerten sie sich im vierten Quartal deutlich. Die NAV erhöhten sich zwar noch im Verlauf des dritten Quartals, wiesen jedoch im vierten Quartal eine Seitwärtsbewegung auf, was wahrscheinlich im Zusammenhang mit dem Rückgang des



Listed Private Equity kann sich einem negativen Börsenumfeld kaum entziehen.

Bewertungsniveaus steht. Für das Jahr 2019 erwarten wir weder in den USA noch in Europa eine Erhöhung des Bewertungsniveaus. Unter Umständen könnte es zu einem Rückgang der Bewertungsmultiplikatoren kommen. Somit erwarten wir, dass sich **seitens des Bewertungsniveaus keine Unterstützung der NAV ergibt**. Gegebenenfalls könnten stärkere Rückgänge bei den EV/EBITDA-Multiplikatoren sogar zu Rückschlägen bei den NAV führen.

Bei den von uns betrachteten LPE-Strukturen ist aufgrund des signifikanten Anteils von US-Zielunternehmen die Entwicklung des US-Dollar ein wichtiger Einflussfaktor auf die LPE-Fonds-NAV. Ein stärkerer US-Dollar sorgt bei nicht in US-Dollar notierten LPE-Fonds unter sonst gleichen Annahmen für steigende NAV. Aus Sicht eines Euro-Investors ist letztlich die EUR/USD-Entwicklung relevant für die Performance seines LPE-Investments. Zwischen dem Jahresende 2017 und 2018 ergaben sich für einen Euro-Investor aus der Währungsentwicklung vergleichsweise geringe Auswirkungen von etwa 1,4 Prozentpunkten auf die NAV-Performance. Da wir zum Jahresende 2019 einen leicht festeren US-Dollar erwarten, würde sich dadurch ein marginal positiver Effekt auf die NAV ergeben.



Insgesamt sollten eine **leicht positive Entwicklung** der Unternehmensgewinne, ein konstantes Bewertungsniveau und ein etwas stärkerer US-Dollar dazu führen, dass die NAV im Jahr 2019 zwar leicht steigen, allerdings deutlich weniger stark als im Vorjahreszeitraum. Negatives Überraschungspotenzial für die NAV der Anlageklasse ergibt sich insbesondere aus der Entwicklung der Bewertungsmultiplikatoren.

These 2: Im Spätzyklus birgt Listed Private Equity gegenüber konventionellem Private Equity zusätzliche Risiken.

Günstige Investitionszeitpunkte lassen sich bei konventionellem Private Equity aufgrund des zeitlichen Versatzes von Investitionsentscheidung, Kapitalzusage und Kapitalabruf nur schwer abpassen. Listed Private Equity hingegen bietet analog zu einer Sekundärtransaktion den Vorteil einer **unmittelbaren Kapitalallokation** im Bereich Private Equity und kann somit als taktischer Private-Equity-Allokationsbaustein eingesetzt werden.

Im Spätzyklus nimmt die Volatilität am Aktienmarkt aufgrund der Verunsicherung über die zukünftige konjunkturelle Entwicklung zu. Insbesondere Aktien von Unternehmen mit höherer Verschuldung reagieren empfindlich bei Marktverwerfungen. Insgesamt haben sich strukturelle Risiken bei LPE-Strukturen auf Fondsebene, wie etwa durch offene Kapitalzusagen und Verschuldung zwar verringert, auf Ebene der Portfoliounternehmen ist die Verschuldung im Vergleich zu börsennotierten Vergleichsunternehmen in der Regel aber höher. Die Kurse von LPE-Vehikeln sind in Marktstressphasen mithin ähnlich betroffen wie börsennotierte Unternehmen mit erhöhter Verschuldung.

Die Discounts von LPE haben sich in der Vergangenheit in Marktphasen mit erhöhter Volatilität allgemein ausgeweitet. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass in den Kursen von LPE-Vehikeln Erwartungen sofort eingepreist werden, während die Ermittlung der NAV mit zeitlichem Versatz erfolgt. In Marktphasen mit erhöhter Volatilität besteht die Gefahr, dass Anleger diese technisch bedingten kurzfristigen Discountausweitungen unmittelbar als günstigen Eintrittszeitpunkt werten. Der zeitliche Versatz zwischen Reaktion der LPE-Kurse und den entsprechenden NAV bewirkt jedoch gegebenenfalls nur eine zeitlich begrenzte Ausweitung des Discounts bis die entsprechenden NAV angepasst werden. **Kurzfristige Ausweitungen der Kursabschläge** zum NAV wie sie zuletzt zu beobachten waren, sollten mithin nicht als Kaufsignale gewertet werden. Neben diesem technischen Effekt spielt eine unter Umständen abweichende Bewertungsmeinung von Anlegern und LPE-Fondsmanagern eine entscheidende Rolle dafür, warum sich NAV und Kurse unterschiedlich entwickeln. Dadurch kann sich eine sukzessive Ausweitung der Discounts ergeben, wenn die NAV weniger stark angehoben oder abgesenkt werden, als die Kurse der LPE-Fonds reagieren.

Nachdem sich die Discounts seit Anfang 2017 auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau unter dem langfristigen Durchschnitt bewegt haben, weiteten sie sich seit September 2018 wieder etwas aus und liegen aktuell nahe ihres langfristigen Durchschnitts. Damit geht eine längere Phase mit geringen LPE-Discounts zu Ende. In Anbetracht des derzeit nervösen Aktienmarktumfelds sind weitere Discountausweitungen nicht unwahrscheinlich. Sollte es zu größeren Verwerfungen am Aktienmarkt kommen, sind Discountausweitungen über 40 Prozent wie zuletzt 2012 denkbar. Ohne externe Schocks scheint das Risiko derart hoher Rückschläge in naher Zukunft jedoch weniger wahrscheinlich.

Aus Sicht eines Anlegers ergeben sich daraus folgende Implikationen: Während LPE den Vorteil einer schnellen Allokation im Private-Equity-Segment bietet, besteht in der aktuellen Marktphase das erhöhte **Risiko von Kurs- und Discountrückschlägen** bei diesen Strukturen. An Listed Private Equity interessierte Anleger sollten vorsichtig sein, kurzfristige Discountausweitungen nicht zwangsläufig als günstige Kaufgelegenheiten misszuverstehen. Weiterhin entfällt gegenüber konventionellen PE-Fonds, die über mehrere Jahre ihre Mittel investieren und somit eine zeitliche Diversifikation bieten, dieser Diversifikationsaspekt bei LPE-Fonds durch die Ad-hoc-Allokation. Für Anleger, die LPE als taktische Komponente für ihre Private-Equity-Allokation nutzen, könnten sich auf dem aktuellen Kursniveau der LPE-Fonds **günstige Ausstiegszeitpunkte** ergeben. Langfristig orientierte Investoren, die LPE quasi als Private-Equity-Ersatz ansehen, sollten ihre Positionen halten.

Private Debt: Vorteile im Spätzyklus

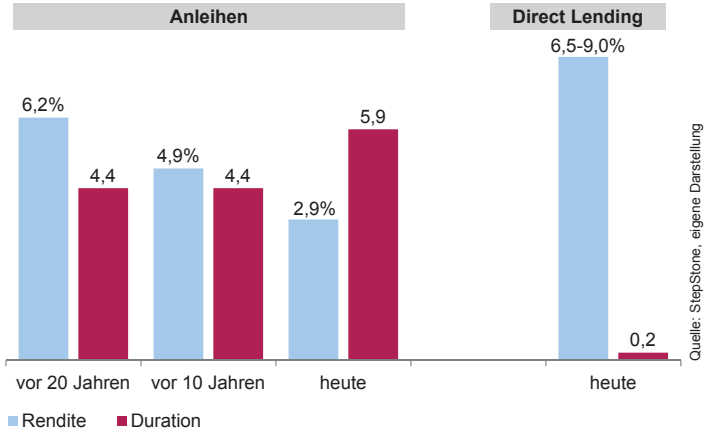
These 1: Private Debt wird begünstigt durch die Rahmenbedingungen, sodass seine Bedeutung im Universum der Alternativen Investments und somit auch für Anleger weiter zunimmt.

Private Debt ist auch im Spätzyklus attraktiv.

In Zeiten, da sich die Anzeichen eines baldigen konjunkturellen Abschwungs mehren, wechselt der Fokus vieler Anleger weg von einer Renditemaximierung hin zu Kapitalerhalt. Um einen höheren Rang in der Kapitalstruktur eines Unternehmens einzunehmen, begnügen sich Investoren folglich zunehmend mit niedrigeren Renditeerwartungen und wechseln von Eigen- in Fremdkapitalbeteiligungen.

Gleichzeitig rechnen Marktteilnehmer mit weiteren Zinsanhebungen in den USA und positionieren sich auch in Europa für eine mögliche Zinswende. Zur **Reduzierung von Zinsänderungsrisiken** empfiehlt es sich, die Duration seines Engagements zu verkürzen. Dies lässt sich durch die Wahl kürzerer Restlaufzeiten bewerkstelligen, in noch einfacherer Weise jedoch durch variabel verzinste Anlagen, bei denen die Duration minimal ist. Bei Anleihen hat sich die durchschnittliche Duration in den vergangenen Jahren einerseits durch das gesunkene Zinsniveau und andererseits durch zunehmende Laufzeiten der emittierten Papiere deutlich verlängert.

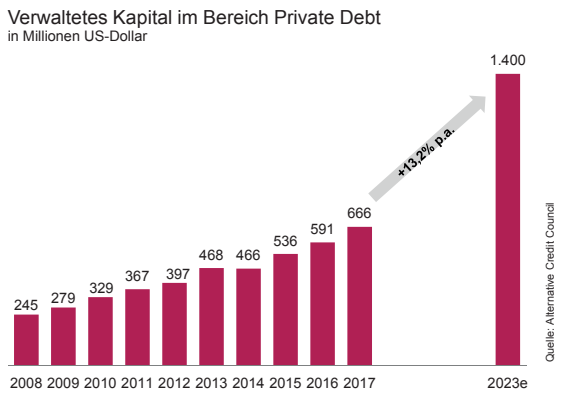
Rendite und Duration – gestern und heute

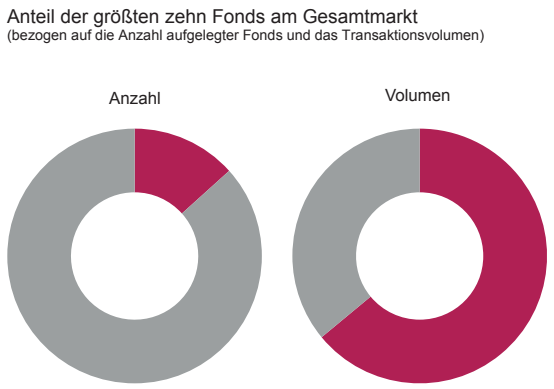


Entsprechend dürfte weiter Senior Direct Lending, also die Vergabe von erstrangig besicherten Krediten und damit die defensivste Form von Private Debt, von den genannten Faktoren profitieren. Denn aufgrund der typischerweise variablen Verzinsung verfügen die verauslagten Kredite über eine sehr geringe Duration und reagieren somit deutlich weniger sensitiv als festverzinsliche Alternativen auf einen Anstieg des Zinsniveaus. Gleichzeitig zeichnet sich die Anlageklasse durch einen **erheblichen Renditevorsprung** aus, der den Verzicht auf Liquidität sowie die geringere Bonität kompensiert.

Trotz des Wachstums der vergangenen Jahre ist die Anlageklasse in den Portfolios insbesondere europäischer institutioneller Investoren nach wie vor **unterrepräsentiert**: Einer Erhebung Idinvests zufolge fließen durchschnittlich gerade einmal zwei Prozent des Anlegerkapitals in Private Debt, während dessen Anteil in einem effizienten Portfolio gemäß einer Studie des Research Center for Financial Services eher im Bereich von sieben Prozent liege. Der Anteil der institutionellen Investoren, die in die Anlageklasse investieren, liegt lediglich bei einem Drittel und damit deutlich unterhalb der 56 Prozent, die sich in den Bereichen Private Equity oder Immobilien engagieren. In keinem anderen Segment ist der Anteil derer, die ihre Allokation zukünftig erhöhen wollen, größer.

Entsprechend rechnet der führende Brancheninformationsdienst Preqin innerhalb der kommenden fünf Jahre mit einer **erneuten Verdoppelung des im Bereich Private Debt verwalteten Kapitals** von derzeit rund 700 Milliarden US-Dollar auf





dann 1,4 Billionen US-Dollar. David Rubenstein, einer der Gründer der Carlyle Group, kann sich sogar vorstellen, dass die Bedeutung der Assetklasse eines Tages die des derzeit noch fünfmal größeren Private-Equity-Segments übersteigen könnte.

Diese Entwicklung wird auch dadurch unterstützt, dass die neuen Anbieter von Fremdkapital ihre Produktpalette beständig erweitern und neben klassischen Mittelstandskrediten mittlerweile auch Handelsfinanzierungen oder mit Realvermögen oder sonstigen Aktiva besicherte Darlehen bereitstellen.

> These 2: Die Renditen werden sich auf konstantem Niveau halten; allerdings könnten sich die Risiken verändern.

Die erheblichen Mittel, die in die Anlageklasse fließen, haben bislang noch nicht zu einer Erosion der Renditen geführt. Der Druck erhöht sich aufgrund der zunehmenden **Kapitalkonzentration ohnehin vornehmlich im oberen Größensegment** und damit auf wenige große Managementgesellschaften. Denn in Europa teilen sich zehn bis zwölf Gesellschaften rund zwei Drittel des Transaktionsvolumens. Diese Entwicklung resultiert einerseits aus einer Reduzierung der vergebenen Mandate auf Anlegerseite und andererseits aus einer zunehmenden Konsolidierung bei Alternativen Vermögensverwaltern.

In diesem oberen Segment treten Direct-Lending-Fonds zunehmend in Konkurrenz mit von Investmentbanken strukturierten semi-liquiden Konsortialkrediten (Syndicated Loans). Dennoch konnten die Renditen auch in diesem Segment weitgehend konstant gehalten werden, was zeigt, dass Anbieter diesbezüglich zu keinen Zugeständnissen bereit sind. Allerdings wird dies in wachsendem Maße mit einer Reduzierung der Kreditqualität erkauft, d. h. insbesondere durch einen Verzicht auf Kreditauflagen (sogenannte Covenant-Lite-Finanzierungen) oder eine höhere Beleihungsgrenze.

Dieser Trend wurde bei kleineren Transaktionen (unterhalb 150 Mio. Euro) bislang noch nicht beobachtet. Abgesehen davon, dass sich das **Kapitalangebot im niedrigen Größensegment weniger dynamisch** entwickelt hat, liegt dies insbesondere an dem deutlich größeren Universum potenzieller Kreditnehmer: Zum einen übersteigt die Anzahl der kleineren Unternehmen ganz einfach die der großen Konzerne, zum anderen sinken die Vorbehalte der in den kleineren Firmen verantwortlichen Personen gegenüber den neuen Fremdkapitalanbietern mit der zunehmenden Etablierung von Private Debt. Dennoch kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch hier infolge des steigenden Kapitalangebots zukünftig ein gewisser Druck auf die Konditionen zu beobachten sein wird und sich die Risikotoleranz der Fondsmanager erhöhen könnte.

Für Investoren bedeutet dies, umso **selektiver bei der Auswahl des geeigneten Direct-Lending-Fonds** vorzugehen und sich für einen Partner zu entscheiden, der die Margen auszuweiten versteht, ohne die Risiken nachhaltig zu erhöhen. Ausgehend von einer durchschnittlichen Basisverzinsung von 5,8 Prozent p. a., die sich aus einer risikofreien Verzinsung sowie Zuschlägen für die Bonität des Kreditnehmers, die Illiquidität und die längere Laufzeit der Darlehen zusammensetzt, stehen ihm hierfür im Wesentlichen sieben Faktoren zur Verfügung.

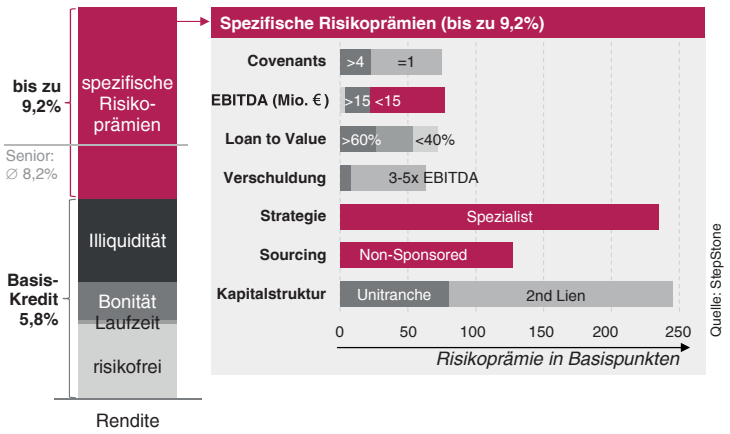
Für Neuinvestitionen gewinnt im Spätzyklus der Kapitalerhalt an Bedeutung.

Die höchsten Prämien lassen sich durch eine nachrangige Platzierung in der Kapitalstruktur des Kreditnehmers durch den Verzicht auf erstrangige Besicherung erzielen. Allerdings führt dies auch zu einem erheblich erhöhten Verlustrisiko. Ähnliches gilt in abgeschwächter Form auch für die Akzeptanz höherer Verschuldungsquoten, den Verzicht auf Kreditauflagen (sogenannte Covenants) sowie eine höhere Beleihung des Unternehmenswerts (Loan to Value).

Aus Investorensicht **attraktiver erscheinen daher Situationen, die eine höhere Komplexität aufweisen** oder spezielle Anforderungen an den Kreditgeber stellen. So können insbesondere Manager, die sich durch ein breites Netzwerk (zum Sourcing abseits breit angelegter Private-Equity-Prozesse oder im kleineren Größensegment) auszeichnen oder über Spezialkenntnisse in bestimmten Segmenten (Strategie) verfügen, Transaktionen abseits wettbewerbsintensiver Schauplätze identifizieren und so höhere Konditionen bei vergleichsweise moderaten Zusatzrisiken durchsetzen.

Nicht zuletzt deshalb wird auch das vorhandene Netzwerk von Fondsmanagern in einer Erhebung Preqins als der mit Abstand **bedeutsamste Differenzierungsfaktor** gegenüber Konkurrenten genannt. Auch wenn noch längst nicht sichergestellt ist, dass sich der Druck auf die Kreditbedingungen auch auf das niedrige Größensegment ausweitet, erscheinen Anleger gut beraten, bei der Fondsauswahl verstärkt auf einen ausreichenden Zugang zu qualitativ hochwertigen und nach Möglichkeit proprietären Finanzierungsanfragen zu achten.

Basisverzinsung und spezifische Risikoprämien
im langfristigen historischen Mittel



> These 3: Gerade wenn das Ende des Konjunkturzyklus erreicht wird, kann Senior Direct Lending seine Vorteile gegenüber anderen Anlageklassen ausspielen.

Für die Ausrichtung eines Beteiligungsportfolios während der Endphase eines Zyklus muss zunächst zwischen Bestandsinvestitionen und Neuengagements unterschieden werden. Beim bestehenden Portfolio besteht aufgrund des illiquiden Charakters typischerweise lediglich eine theoretische Möglichkeit zum Ausstieg über den Sekundärmarkt, die sich aufgrund der oftmals beträchtlichen Abschläge auf den Nettoinventarwert (NAV) aus wirtschaftlichen Gründen zumeist ausschließt.

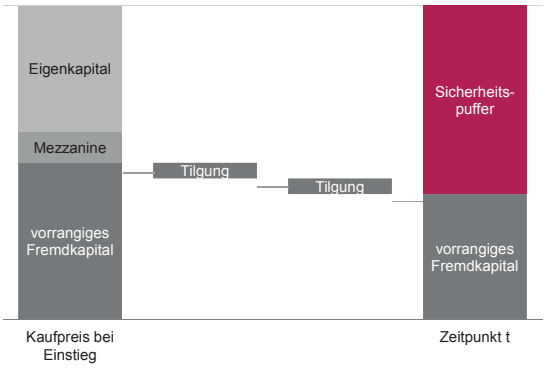
Für neue Investitionen rückt im Spätzyklus zunehmend der **Kapitalerhalt als vorrangiges Anlageziel** in den Fokus, während das Motiv einer Renditemaximierung in den Hintergrund tritt. Entsprechend erscheint es sinnvoll, sich frühzeitig vor einem potenziellen Abschwung möglichst tief in der Kapitalstruktur zu positionieren, d. h. mit größtmöglichem Zahlungsvorrang.

Prinzipiell muss bei einem Nachlassen der wirtschaftlichen Dynamik mit einem **Anstieg der Zahlungsausfälle** gerechnet werden, also einer zunehmenden Anzahl von

Unternehmen, die entweder ihren Kapitaldienst nicht leisten können oder gegen ihre Kreditauflagen verstoßen. Dies gilt in einem Umfeld steigender Zinsen im besonderen Maße für Unternehmen, die zum überwiegenden Teil über variabel verzinste Kredite finanziert sind. Mit einer vorrangigen Platzierung in der Kapitalstruktur durch Vergabe erstrangiger Darlehen lässt sich im Falle eines Defaults zumeist dennoch eine hohe Wertaufholung (Recovery Rate) erzielen.

Denn durch Eigenkapital und gegebenenfalls nachrangige Fremdfinanzierungsformen beläuft sich der **Sicherheitspuffer** bereits zum Zeitpunkt der Investition typischerweise auf rund 50 Prozent. Der Unternehmenswert könnte sich folglich um die Hälfte reduzieren, bevor erstrangigen Kreditgebern ein teilweiser Zahlungsausfall droht. Durch laufende Tilgungszahlungen reduziert sich im Zeitverlauf die ausstehende Restschuld, sodass sich der Sicherheitspuffer bei unverändertem Unternehmenswert in der Regel sogar noch weiter erhöht.

Sicherheitspuffer beim Senior Direct Lending



Darüber hinaus zeichnen sich Transaktionen im unteren Größensegment, um die es sich beim Direct Lending typischerweise handelt, aufgrund strengerer Kreditauflagen im Vergleich zu breit syndizierten Konsortialkrediten durch einen deutlich höheren Gläubigerschutz aus. Dies – gepaart mit kürzeren Berichtsintervallen sowie einer variablen Verzinsung – bildet einen **wirksamen Warnmechanismus** für eine Eintrübung der Geschäftsentwicklung beim Darlehensnehmer und erlaubt so ein frühzeitiges Gegensteuern.

Abgesehen davon könnte die typischerweise steigende Unsicherheit bezüglich der Aussichten in der Spätphase des Konjunkturzyklus zu einem Anstieg der Investitionsmöglichkeiten für Private Debt führen. Denn wenn die Wirtschaft unter Druck gerät, **ziehen sich gewöhnlich zuerst Banken aus dem Neugeschäft zurück** und bieten Direct-Lending-Fonds aufgrund des reduzierten Wettbewerbs Raum für größere Selektivität und höhere Margen. Dies gilt aufgrund der nach wie vor bedeutsamen Stellung von Banken im besonderen Maße für den europäischen Raum.

Abschließend lässt sich festhalten, dass üblicherweise auch die Fondsmanager selbst in der Spätphase eines Kreditzyklus Sicherheitsvorkehrungen treffen, indem sie beim **Portfolioaufbau** beispielsweise Investitionen in zyklischen Sektoren meiden oder die maximalen Beleihungsgrenzen herabsetzen. Aufgrund der dargestellten Faktoren gehen wir davon aus, dass sich das Direct-Lending-Segment auch in einem möglichen Abschwung sehr solide entwickeln sollte.

These 4: Ein zu erwartender Anstieg bei notleidenden Krediten kann durch ein Distressed-Debt-Investment kaum gezielt ausgenutzt werden.

Nachlassende geldpolitische Unterstützungsmaßnahmen der Notenbanken und damit einhergehend höhere Zinsen führen zu einer steigenden Belastung für Schuldner. Gerade wenn dies zeitlich mit einer konjunkturellen Abschwächung zusammenfällt, könnte dies zu einem vermehrten Auftreten von Zahlungsverzug (sogenannte Defaults) führen. Ein **Anstieg notleidender Kredite** wiederum bietet spezialisierten Distressed-Debt-Fonds verstärkt Investitionsmöglichkeiten, weshalb insbesondere in den USA Managementgesellschaften in Erwartung einer nahenden Marktabkühlung mit dem Einwerben von Mitteln für neu aufgelegte Produkte begonnen haben.

Distressed-Debt-Fonds investieren in Fremdkapitaltitel, die aufgrund einer wirtschaftlich angespannten Lage des Emittenten oder auch nur der entsprechenden Erwartungen des Marktes mit einem erheblichen Abschlag auf den Nennwert erworben werden können. Sofern sich die Erwartungen als falsch oder die Situation als weniger prekär herausstellen, können die Anleihen oder Kredite oftmals nach vergleichsweise kurzer Haltezeit mit erheblichem Profit veräußert werden. Sollte sich die Schieflage des Unternehmens verschärfen, haben Distressed-Debt-Fonds aufgrund ihrer bevorzugten Stellung in der Kapitalstruktur in der Regel die Möglichkeit, mit Hilfe eines sogenannten Debt-to-Equity-Swaps ihre Fremdkapitalposition in Eigen-

kapital zu wandeln, um anschließend als Gesellschafter selbst die weitere Gesundung des dann weitgehend entschuldeten Unternehmens voranzutreiben.

Für Investoren setzt eine solche Strategie zunächst eine möglichst präzise Vorstellung vom weiteren Verlauf des Konjunkturzyklus voraus, da ein Abwarten bis zum Eintritt des Abschwungs nicht zum gewünschten Ziel führt: Aufgrund des **im Mittel über vier Jahre gestreckten Investitionszeitraums** werden zu jedem Zeitpunkt die verfügbaren Investitionsmöglichkeiten von Fonds aus bis zu acht unterschiedlichen Auflegungsjahren genutzt. Dabei entfällt naturgemäß ein überdurchschnittlicher Anteil auf die in einem wirtschaftlich konstruktiven, die Kapitaleinwerbung begünstigenden Umfeld aufgelegten Fonds.

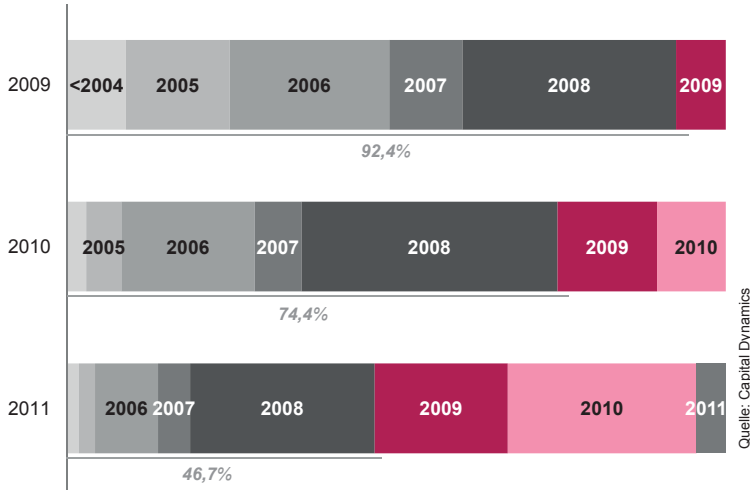
Market Timing ist bei Distressed Debt kaum möglich.

So wurden in den für Neuinvestments vermeintlich attraktiven Nachkrisenjahrgängen 2009 und 2010 gut 92 Prozent bzw. 74 Prozent des Investitionskapitals von Fonds aufgebracht, die bereits vor der Rezession aufgelegt worden waren. Erst zwei Jahre nach dem Durchlaufen des Markttiefs wurden in größerem Umfang auch Mittel der in den Jahren 2009 und 2010 aufgelegten Fonds allokiert.

Auf der anderen Seite sollte eine Beteiligung allerdings auch nicht zu früh erfolgen, da eine **zu vorzeitige Positionierung einen nachteiligen Effekt** auf die Rendite haben könnte. Aufgrund des überdurchschnittlich langen Aufschwungs gibt es kaum noch reine Distressed-Debt-Fonds. In Ermangelung ausreichender Investitionsmöglichkeiten in wirtschaftlich prosperierenden Zeiten handelt es sich bei der überwiegenden Zahl der angebotenen Produkte heute um Special-Situations-Fonds, die auch abseits notleidender Kredite in komplexere Situationen investieren dürfen. Bei einer zu frühzeitigen Positionierung in einem entsprechenden Produkt würde daher ein erheblicher Teil des Kapitals bereits vor der Korrektur investiert werden. Wirtschaftlich angeschlagene Unternehmen leiden im Normalfall während einer Rezession jedoch überdurchschnittlich.

Sinnvoller als ein gezieltes Timing des Marktes erscheint uns daher ein **konstantes Investieren über alle Marktphasen** mit dem Ziel, eine konstante Beteiligungsquote zu halten.

Anteil von Altfonds an Nachkriseninvestments



Beteiligungen: Maßnahmen

Maßnahme 1 Private Equity: Historisch betrachtet war der Spätzyklus kein schlechter Zeitpunkt für Neuinvestitionen in Private-Equity-Fonds. Wesentliche Bewertungskennziffern befinden sich zwar weiterhin auf historisch hohen Niveaus und bergen daher prinzipiell Rückschlagspotenzial. Allerdings sind die Bewertungen im Vergleich zu anderen Assetklassen unauffällig. Daher sollte die strategische Zielallokation im Bereich Private Equity gehalten werden, sodass auch neue Zusagen in 2019 getätigt werden sollten.

Private-Equity-Fonds bieten dem weniger unternehmerischen Investor die Möglichkeit, eine professionell verwaltete Allokation im Bereich nicht börsennotierter Unternehmen aufzubauen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Investoren für Nachteile gegenüber Aktieninvestments durch eine Illiquiditätsprämie entlohnt werden. Zudem bietet die Allokation im Größensegment jenseits von börsennotierten Unternehmen eine sinnvolle Diversifikationsmöglichkeit. Wir sehen in diesem Segment die größten Stärken und auch den strategischen Kern der Private-Equity-Industrie. Bei neuen Zusagen empfehlen wir daher weiterhin einen Fokus auf mittelständische Unternehmen. Hierbei sollte auf die jeweilige Kompetenz des Zielfondsmanagements geachtet werden, operative Wertsteigerungen zu erbringen. Dachfonds mit institutionellen Kostenstrukturen bieten dabei einen guten Kompromiss aus Diversifikation, Zugang zu professionellen Zielfonds und Kosten.

Maßnahme 2 Listed Private Equity: Falls LPE als taktische Komponente der Private-Equity-Allokation genutzt wird, sollten günstige Ausstiegszeitpunkte abgepasst werden.

Im Spätzyklus weisen die Kurse von Listed-Private-Equity-Fonds erhöhte Volatilität auf und die Discounts weiten sich aus. Gegenüber konventionellem Private Equity ergeben sich somit zusätzliche Risiken. Anleger, die bereits bestehende LPE-Positionen halten und diese als taktischen Allokationsbaustein nutzen, sollten versuchen, günstige Ausstiegszeitpunkte abzupassen. Wird LPE hingegen als Private-Equity-Ersatz verwendet, sollte von einem Verkauf abgesehen werden.

Maßnahme 3 Private Debt: Aufgrund der variablen Verzinsung sowie der vorhandenen Sicherheitspuffer im Bereich Senior Direct Lending bietet Private Debt im Spätzyklus weiterhin ein attraktives Rendite-Risiko-Profil. Die Allokation in diesem Bereich sollte daher konstant gehalten werden.

Aufgrund der variablen Verzinsung der verauslagten Kredite im Bereich Senior Direct Lending bietet die Anlageklasse im Spätzyklus eine Absicherung gegen steigende Zinsen. Wenngleich sich das Ausfallrisiko von Krediten im Zusammenhang mit steigenden Zinsen erhöht, besteht durch die Erstrangigkeit der Kredite von Senior Direct Lending ein wirksamer Schutz gegen Ausfälle. Der Sicherheitspuffer bei Senior Direct Lending beträgt in der Regel rund 50 Prozent, sodass erst bei einem Unternehmenswert von unter 50 Prozent erstrangig besicherte Kredite Ausfälle aufzuweisen hätten.

Strategiebeitrag Beteiligungen in 2019

Renditeprämien bei Private Equity und Private Debt tragen zur Wertentwicklung des Gesamtportfolios bei. Private Debt bietet im Spätzyklus zudem eine wirksame Absicherung gegen steigende Zinsen. Durch Investitionen in Größensegmente unterhalb von börsennotierten Gesellschaften wird das Portfolio zusätzlich diversifiziert.

JAHRESRÜCKBLICK

Konjunktur und Geldpolitik: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Die Belebung der Weltwirtschaft setzt sich 2018 fort. Sowohl das globale Wachstum als auch der globale Handel werden stärker wachsen als 2017. –

Das globale Wachstum 2018 blieb mit einem Wert von voraussichtlich 3,7 Prozent zwar hinter unseren Erwartungen zurück, lag damit aber immerhin auf dem Vorjahreswert. Wir hatten Anfang 2018 ein Weltwirtschaftswachstum von 4,0 Prozent prognostiziert und Mitte des Jahres die Prognose auf 3,8 Prozent gesenkt. Der globale Handel verlangsamte sich dagegen von 5,2 Prozent im Jahr 2017 auf voraussichtlich 4,2 Prozent im vergangenen Jahr.

These 2 für 2018: 2018 wird die Belebung der Weltwirtschaft von den Schwellenländern getrieben. Aufgrund der gestiegenen Bedeutung der Schwellenländer für die Weltwirtschaft wird dies auch zu einer weiteren Steigerung der weltwirtschaftlichen Dynamik führen. –

Der starke US-Dollar und die steigenden Zinsen in den USA setzten viele Schwellenländerwährungen unter Druck. Statt der von uns erwarteten Zinssenkungen mussten viele Schwellenländer die Leitzinsen erhöhen, um ihre Währungen zu verteidigen. Die Zuspitzung des Handelskriegs trübte die Aussichten für den Welthandel zunehmend ein und belastete die Schwellenländer zusätzlich.

These 3 für 2018: Die Abschwächung in China bleibt moderat, während sich die Erholung in Brasilien, Indien und Russland fortsetzt. ✓

Die Abschwächung in China blieb tatsächlich moderat. Auch die Erholung in Brasilien, Indien und Russland setzte sich fort, allerdings mit einem etwas geringeren Tempo als von uns erwartet.

These 4 für 2018: Die Steuerreform wird nur einen geringen zusätzlichen Wachstumsimpuls liefern. (✓)

Obwohl wir mit unserer Prognose von 2,6 Prozent für das US-Wachstum über dem Konsens lagen, beschleunigte sich das Wachstum noch etwas mehr als erwartet. Zur Jahresmitte hatten wir die Prognose auf 2,9 Prozent angehoben. Dieser Wert wird voraussichtlich erreicht werden.

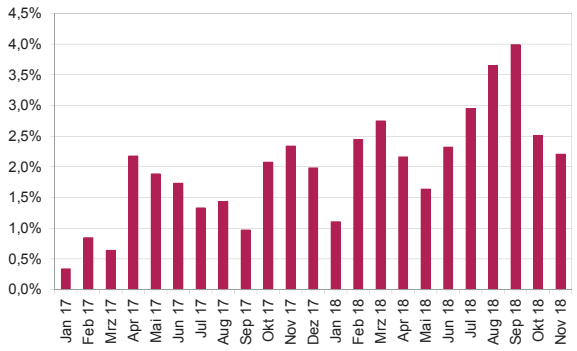
These 5 für 2018: Die US-Notenbank wird die geldpolitische Normalisierung weiter fortsetzen und die Leitzinsen um insgesamt 75 Basispunkte anheben. (✓)

Das über den Erwartungen liegende Wachstum und der stark ausgelastete Arbeitsmarkt veranlassten die Fed zu insgesamt vier Zinserhöhungen.

These 6 für 2018: Wir erwarten eine abnehmende Wachstumsdynamik in den USA in der zweiten Jahreshälfte. ✓

Das Auslaufen der positiven Effekte der Steuerreform und die negativen Folgen des Handelskriegs mit China haben die Wachstumsdynamik abgebremst. Das Wachstum der US-Industrieproduktion hat sich im vierten Quartal deutlich verlangsamt.

USA: Jahreswachstumsrate der Industrieproduktion



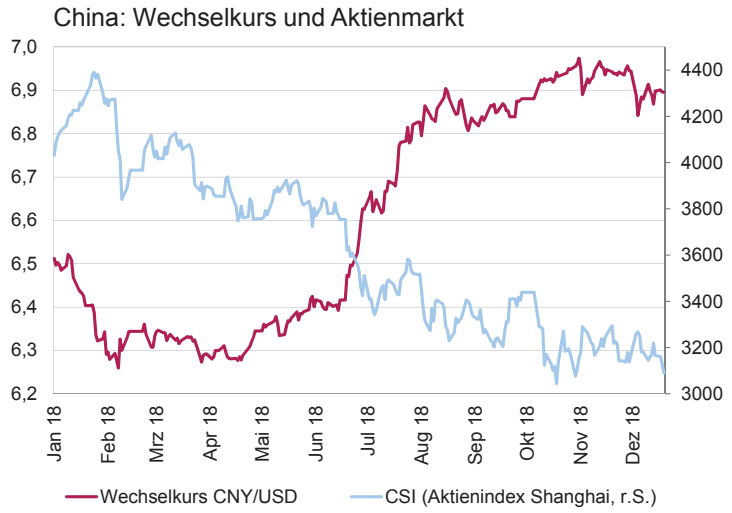
Das Wachstum hat 2018 enttäuscht.

These 7 für 2018: Wir erwarten auch 2018 keine krisenhafte Entwicklung in China, obwohl die Herausforderungen enorm sind. ✓

Trotz der Zuspitzung des Handelskriegs mit den USA konnte China 2018 eine Wirtschaftskrise vermeiden. Die Abwertung des Chinesischen Yuan und die geldpolitische Lockerung durch die Zentralbank verhinderten größere Bremsspuren in der Wirtschaft. China setzt damit den Weg einer kontrollierten Abkühlung der Konjunktur fort.

These 8 für 2018: Auch 2018 wird es keinen Handelskrieg zwischen den USA und China geben. —

Auch wenn es keine exakte Definition für einen Handelskrieg gibt, dürfte die in 2018 erfolgte Eskalation von US-Strafzöllen, chinesischen Vergeltungsmaßnahmen und den im Raum stehenden Drohungen das Kriterium eines Handelskriegs erfüllen.



These 9 für 2018: Die Entwicklung der chinesischen Kapitalmärkte und des US-Dollar stellen ein Risiko für die chinesische Wirtschaft dar. ✓

Beide Entwicklungen waren tatsächlich eine Belastung für das chinesische Wachstum: Der chinesische Aktienmarkt (gemessen am CSI) verlor 2018 knapp 24 Prozent und der US-Dollar wertete gegenüber dem Yuan um mehr als sechs Prozent auf. Mit geldpolitischen Lockerungen wurde verhindert, dass sich das Wachstum zu sehr abschwächt.

These 10 für 2018: Großbritanniens Wirtschaft kann sich 2018 etwas vom Brexit-Schock erholen. —

Auch die britische Wirtschaft konnte sich 2018 der negativen Dynamik in Europa nicht entziehen. Das Wachstum blieb mit voraussichtlich 1,2 Prozent unter unseren Erwartungen. Unsicherheiten über den Brexit sorgten für Zurückhaltung bei der privaten Nachfrage.

These 11 für 2018: Die französische Regierung setzt 2018 ihren Reformkurs fort und gibt damit dem Wachstum weitere Impulse. —

Emmanuel Macron hat 2018 seine Reformbestrebungen weiter fortgesetzt, dabei jedoch zunehmend Gegenwind bekommen. Zudem adressiert er nicht das Hauptproblem der französischen Wirtschaft, nämlich die hohe Staatsquote und die hohe Steuerbelastung des privaten Sektors. Frankreich war daher 2018 kein Wachstumsmotor.

These 12 für 2018: Die italienischen Wahlen stellen 2018 das größte politische Risiko im Euroraum dar. ✓

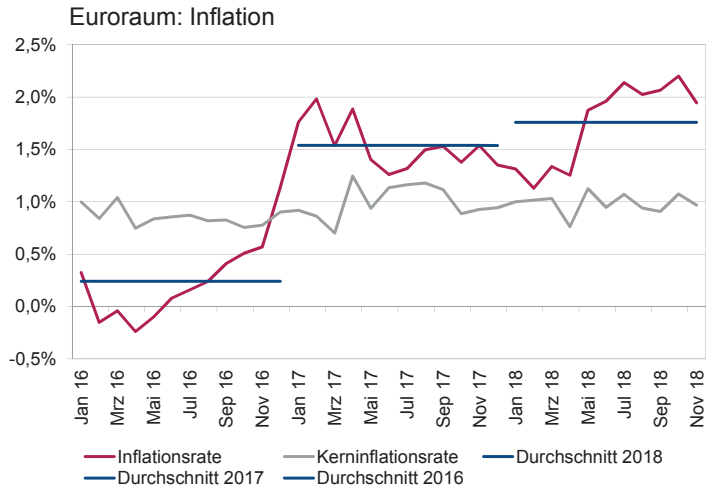
Der Sieg der populistischen Allianz aus Lega Nord und Fünf-Sterne-Bewegung führte bereits im Sommer zu einer offenen Auseinandersetzung mit der EU über den italienischen Haushaltsentwurf für 2019. Die Ausweitung der Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen belastete den italienischen Bankensektor.

These 13 für 2018: Die spanische Wirtschaft wird 2018 deutlich schwächer wachsen als 2017. ✓

Wie von uns erwartet hat sich das Wachstum in Spanien von über 3 Prozent im Jahr 2017 auf voraussichtlich 2,5 Prozent im vergangenen Jahr abgeschwächt. Die spanische Regierung war Anfang 2018 allerdings noch pessimistischer. Der Regierungswechsel von Rajoy zum Sozialdemokraten Pedro Sánchez konnte jedoch den Katalonienkonflikt beruhigen und verbesserte so die Stimmung in der spanischen Wirtschaft.

These 14 für 2018: Die deutsche Wirtschaft wird 2018 um 2,5 Prozent wachsen. –

Wir hatten zur Jahresmitte unsere Prognose auf 2,2 Prozent gesenkt, was immer noch zu optimistisch war. Durch den Einbruch der Automobilproduktion im Sommer, der auf die Einführung der WLTP-Standards zurückzuführen war, fiel das Wachstum im dritten Quartal sogar negativ aus. Auf Jahressicht bleibt ein enttäuschendes Plus von voraussichtlich 1,5 Prozent.



These 15 für 2018: Der Aufschwung des Euroraums schwächt die Euro-Kritiker. Wir erwarten für 2018 ein Wachstum im Euroraum von 2,3 Prozent. (✓)

In unserem Halbjahresausblick hatten wir die Prognose angesichts der vielen Belastungsfaktoren auf 2,0 Prozent gesenkt. Auf Grund des unerwartet schwachen deutschen Wachstums fiel das tatsächliche Ergebnis mit voraussichtlich 1,8 Prozent noch ein wenig schlechter aus.

Die Inflation stieg 2018 stärker als erwartet.

These 16 für 2018: Auch 2018 wird im Euroraum das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank verfehlt. –

Durch den zeitweiligen deutlichen Anstieg der Ölpreise und den relativ schwachen Euro stiegen die Inflationsraten etwas stärker als erwartet an. Im Jahresdurchschnitt haben sie mit 1,8 Prozent recht genau das EZB-Ziel von „unter, aber nahe bei zwei Prozent“ erreicht.

Devisenmarkt: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Der Euro wird bis Ende des Jahres gegenüber dem US-Dollar auf 1,25 aufwerten. –

In unserem Halbjahresausblick hatten wir die Prognose für den US-Dollar auf 1,18 gesenkt. Tatsächlich hat der US-Dollar zum Jahresende 2018 auf 1,1469 aufgewertet. Der massive Zinsvorsprung der USA, die deutlich bessere Entwicklung der Aktienmärkte und die wesentlich dynamischere Konjunkturentwicklung lenkten die globalen Kapitalströme in die USA und ließen den US-Dollar aufwerten.

These 2 für 2018: Aus fundamentaler Sicht bleibt das Britische Pfund unattraktiv. Das Abwertungspotenzial ist aufgrund der Aussichten auf einen „weichen" Brexit allerdings begrenzt. (✓)

Das Britische Pfund wertete 2018 gegenüber dem Euro zunächst auf, verlor dann bis zum Spätsommer und gewann danach wieder. Nach der Absage der Abstimmung über den Brexit-Vertrag im britischen Unterhaus fiel das Pfund zum Jahresende. Auf Jahressicht steht eine leichte Abwertung gegenüber dem Euro zu Buche.

These 3 für 2018: Der Schweizer Franken verliert weiter an Attraktivität und wird nochmals abwerten. –

Auf Jahressicht konnte die eidgenössische Währung um mehr als drei Prozent gegenüber dem Euro zulegen. Vor dem Hintergrund der sich verschlechternden wirtschaftlichen Aussichten im Jahresverlauf und der sich zuspitzenden Konfrontation der EU mit Italien waren sichere Häfen wie der Schweizer Franken wieder gesucht.

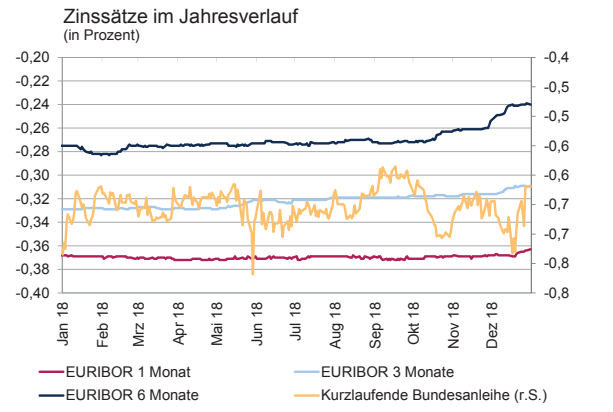
These 4 für 2018: Eine Gegenbewegung in der Dollar-Peripherie ist möglich. (✓)

Die von uns erwartete Gegenbewegung begann beim Neuseeland-Dollar erst im vierten Quartal, reichte aber aus, um im Jahresverlauf gegenüber dem Euro ein kleines Plus zu erreichen. Unsere Kaufempfehlung für den Australischen Dollar bei 1,60 zum Euro machte sich nur bis Ende November bezahlt, denn die Währung wertete danach wieder ab.

Geldmarkt: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Die EZB wird keine Änderungen an ihren Zinssätzen vornehmen. Die Zinsen für kurzlaufende Anleihen steigen aber moderat an. ✓

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank war auch im Jahr 2018 sehr expansiv. Der Leitzinssatz blieb unverändert bei null Prozent. Auch der Einlagensatz bei minus 0,4 Prozent sowie der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bei 0,25 Prozent wurden nicht angetastet.



Angesichts einer auf Jahressicht positiven konjunkturellen Entwicklung sowie einer Zunahme der Teuerung im Euroraum hat die EZB das Anleiheankaufprogramm schrittweise eingestellt. Sie hat zudem für dieses Jahr eine erste Anhebung der Zinsen in Aussicht gestellt, wobei deutlich gemacht wurde, dass dies nur sehr schrittweise und bei entsprechend positiver Konjunkturlage erfolgen wird. Die Zinsen kurzlaufender Anleihen sind entsprechend der in Aussicht gestellten weniger expansiven Geldpolitik bis Ende September etwas angestiegen. Die konjunkturellen und politischen Sorgen bewirkten zum Ende des Jahres 2018 aber wieder etwas tiefere Zinsen bei kurzlaufenden Anleihen. Auf Jahressicht ergibt sich aber dennoch ein sehr moderater Anstieg der geldmarktnahen Zinsen.

Rentenmarkt: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Bei Bundesanleihen steigt die Rendite zehnjähriger Titel bis zum Jahresende etwas auf 0,8 Prozent. Die schwache Inflationsentwicklung verhindert einen kräftigeren Anstieg. –

Bundesanleihen waren im Jahr 2018 ein begehrtes Gut. Die Rendite eines zehnjährigen Titels fiel auf 0,24 Prozent. Der Grund war, dass viele Investoren insbesondere in der zweiten Jahreshälfte ihre Sicherheitsnachfrage erhöhten. Neben der schwächeren Konjunktur sind vor allem die Sorgen um Italien als Hauptgrund zu nennen. Die populistische Regierung in Rom hat zunächst im Haushaltsstreit einen Budgetentwurf vorgelegt, der das von der italienischen Vorgängerregierung avisierte Ziel einer Neuverschuldung von 0,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts einkassierte.

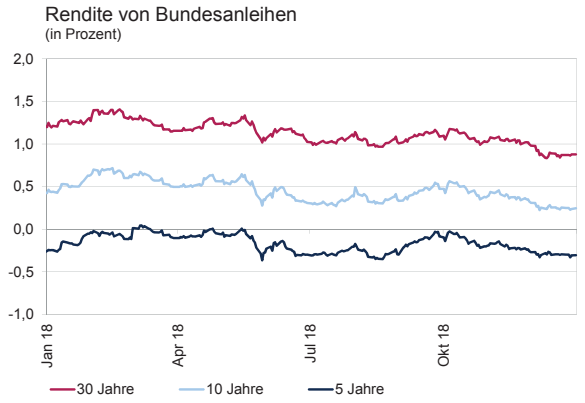
Stattdessen sollte das Defizit auf 2,4 Prozent ansteigen, um die Wahlversprechen der Regierung zu erfüllen. Die Anleger haben sich angesichts der Ausweitung des ohnehin schon hohen Schuldenbergs aus Anleihen Italiens zurückgezogen und in Bundesanleihen umgeschichtet. Auch der sich zum Jahresende zuspitzende Streit in Großbritannien über das mit der EU verhandelte Austrittsabkommen hat die Sicherheitsnachfrage erhöht. Hinzu kommt, dass sich durch die Aufkäufe der EZB und anderer Notenbanken wie der Schweizerischen Nationalbank der Bestand an frei umlaufenden Bundesanleihen deutlich reduziert hat. Nur noch etwa 30 Prozent der ausstehenden deutschen Staatstitel werden am Markt gehandelt.

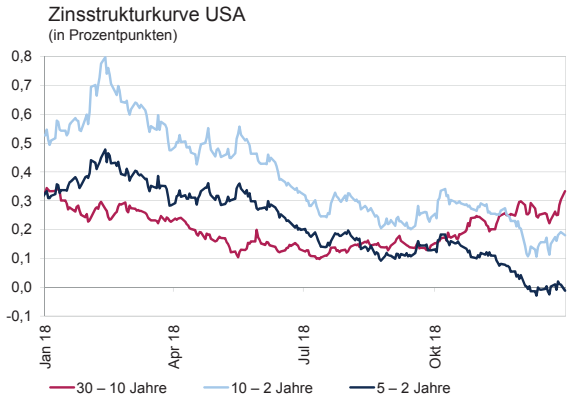
These 2 für 2018: Die Zinsstrukturkurve in den USA wird sich weiter verflachen. Die Zinsen kürzer laufender Anleihen steigen schneller als die länger laufender. ✓

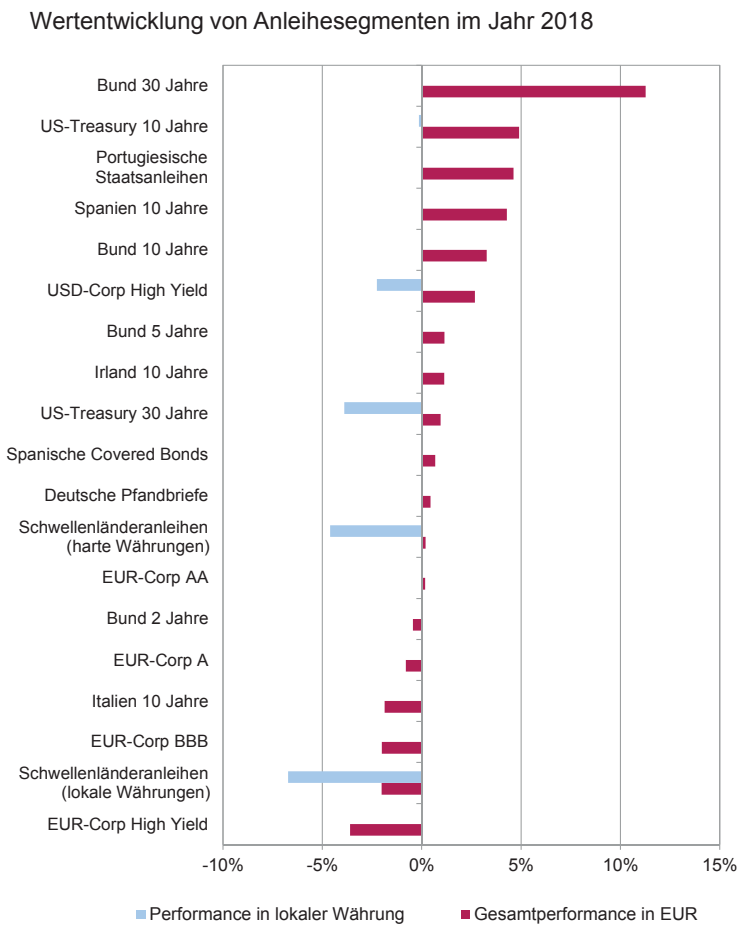
Die Zinsdifferenzen zwischen lang- und kurzlaufenden Anleihen sind im letzten Jahr gesunken. Dabei hat sich die gesamte Zinsstrukturkurve nach oben verlagert, wobei wie erwartet die Zinsen am kurzen Ende etwas schneller angestiegen sind. Grund hierfür waren Zinserhöhungen der Federal Reserve. Die US-amerikanische Zentralbank hat im letzten Jahr vier Mal die Zinsen angehoben und damit das kurze Ende der Zinsstrukturkurve nach oben gedrückt.

These 3 für 2018: Die Renditeaufschläge von europäischen Staatsanleihen entwickeln sich uneinheitlich. ✓

Am Markt für europäische Staatsanleihen kam es zu der von uns erwarteten uneinheitlichen Entwicklung. Während spanische und portugiesische Titel aufgrund des Zinsvorteils bei konstanten Zinsaufschlägen besser als ihre bundesdeutschen Pendants abschnitten, kam es bei Anleihen Italiens zu kräftigen Spreadausweitungen. Grund hierfür waren die weiter oben beschriebenen Gründe. Explizit haben wir im letzten Jahr vor steigenden Renditeaufschlägen italienischer Anleihen gewarnt.







These 4 für 2018: Unternehmensanleihen können kaum noch Spreadrückgänge erzielen. –

Bei Unternehmensanleihen sind die Zinsaufschläge über alle Rating-Klassen angestiegen. Die Drosselung des Anleiheankaufprogramms der EZB hat Nachfrage aus dem Markt genommen. Hinzu kam, dass die Risikoaversion am Kapitalmarkt angesichts der politischen Sorgen angestiegen ist. Von zahlreichen Unternehmen vor allem aus dem Euroraum gab es zudem ungewöhnlich viele Gewinnwarnungen und teils schwache Unternehmenszahlen. In diesem Umfeld zogen Investoren Gelder aus dem Markt für Unternehmensanleihen ab. Dabei war das High Yield-Segment überproportional betroffen. Hier sind die Renditen auf Indexebene von 3,3 Prozent auf über fünf Prozent angestiegen.

These 5 für 2018: Inflationsindexierte Anleihen leiden unter der schleppenden Inflationsentwicklung, während Floater im Umfeld steigender kurzfristiger Zinsen einen Mehrertrag bringen können. ✓

Floater haben vor allem in den USA einen Mehrertrag gegenüber ihren nominal verzinslichen Pendants erbracht. Die vier Zinserhöhungen der Fed im Jahresverlauf lagen über den Markterwartungen zu Jahresbeginn 2018.

Inflationsindexierte Bundesanleihen entwickelten sich schwächer als nominale Bundesanleihen. Zwar legten die Inflationsraten im Euroraum zu, allerdings galt dies nicht für die Inflationserwartungen, deren Entwicklung maßgeblich für den relativen Vergleich zu Bundesanleihen ist. Die Inflationserwartungen sind vor allem zum Ende des letzten Jahres recht deutlich gesunken, als sich zahlreiche europäische Frühindikatoren eintrübten.

These 6 für 2018: Schwellenländeranleihen profitieren vom schwachen US-Dollar und der robusten Konjunktur und sollten trotz Zinserhöhungen in den USA erneut eine attraktive Wertentwicklung verzeichnen. —

Schwellenländeranleihen litten unter verschiedenen Faktoren. Erstens fiel die geldpolitische Straffung in den USA stärker aus, als von uns zu Beginn des letzten Jahres erwartet. Hinzu kam, dass im Zuge der in den USA steigenden Zinsen auch der US-Dollar aufwertete, was Schwellenländeranleihen unter Druck setzte. Zweitens kam es in einzelnen Schwellenländern wie Argentinien und der Türkei zu einer problematischen wirtschaftlichen Entwicklung. Eine galoppierende Inflation wurde mit Zinsanhebungen bekämpft und ging mit einer Währungsabwertung einher. Diese Entwicklung strahlte zumindest teilweise auch auf andere Schwellenländer ab. Drittens ging die Eintrübung der Konjunkturdaten auch an den Schwellenländern nicht spurlos vorüber. So kamen beispielsweise aus China recht schwache Konjunkturdaten.

Ähnlich wie bei US-Staatsanleihen, die eine negative Performance in heimischer Währung erbrachten, half die Aufwertung des US-Dollar, einen Teil der Verluste wieder auszugleichen.

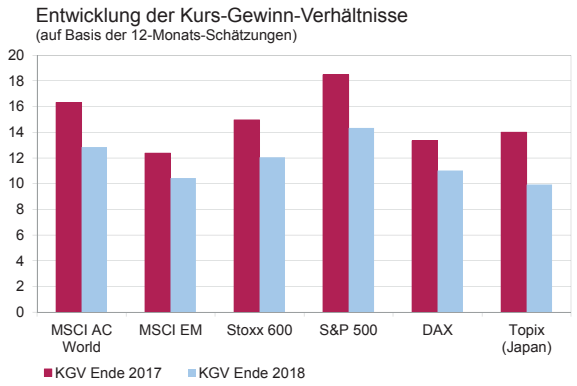
Aktienmarkt: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Die gute Konjunkturlage wird der Treiber für eine positive weltweite Aktienmarktentwicklung sein. (✓)

Die gute Konjunkturlage wirkte sich im Jahr 2018 wie erwartet in ordentlichen Gewinnsteigerungen der Unternehmen weltweit aus. So legten die Gewinne der Unternehmen im MSCI World um circa neun Prozent zu, ähnlich sah es in Europa in der Breite aus. In den USA betrugen die Zuwachsraten aufgrund der Steuerreform sogar über 20 Prozent. Da aber gleichzeitig andere Effekte die positive Gewinnentwicklung auf einigen Märkten überkompensierten, waren die Aktienmärkte nicht überall positiv. So gab es vor allem in Europa und in einigen Schwellenländern ein deutlich negatives Aktienjahr. Positive Ergebnisse aus Euro-Investorensicht waren hingegen zum Beispiel auf den Aktienmärkten der USA, Neuseelands und Brasiliens zu erzielen.

These 2 für 2018: Die Bewertungskomponente wird keinen nennenswerten positiven Renditebeitrag leisten. ✓

Steigende Zinsen in den USA, aber vor allem eine erhöhte Risikoaversion der Anleger haben im Jahr 2018 Druck auf die Bewertungen ausgeübt. Dabei war der Gesamtbewertungseffekt negativ und hat der guten Entwicklung der Unternehmensgewinne in der Breite entgegengewirkt. Somit gab es keinen positiven Renditebeitrag durch die Bewertungsentwicklung.



These 3 für 2018: Die Ausschüttungskomponente wird in Europa und den USA in etwa auf dem Niveau der letzten Jahre liegen. (✓)

Die Dividendenrendite lag mit circa 3,5 Prozent in Europa und etwa zwei Prozent in den USA auf dem Niveau der Vorjahre. Einen deutlichen Anstieg gab es allerdings bei den Aktienrückkäufen in den USA. Hier nutzten die Unternehmen die im Rahmen der US-Steuerreform repatriierten Gelder für Aktienrückkäufe.

These 4 für 2018: Wir erwarten den DAX bis zum Jahresende bei 14.100 Punkten. –

Unser positives Bild für den deutschen Aktienmarkt hat sich nicht bestätigt. Der DAX beendete das Jahr mit 10.559 Punkten, was einen Jahresverlust von 18,3 Prozent bedeutete. Negative Effekte gab es sowohl auf der Gewinn- als auch auf der Bewertungsseite. Selbst mit unserer verhaltenen Gewinnschätzung von 6,5 Prozent waren wir im letzten Jahr immer noch zu optimistisch. Auf Jahressicht war die Gewinnentwicklung der DAX-Unternehmen trotz eines ordentlichen Wirtschaftswachstums negativ. Zudem haben eine Vielzahl von politischen Unsicherheitsfaktoren zu einem deutlichen Rückgang der Bewertungen geführt, sodass unsere DAX-Prognose zu hoch ausfiel.

These 5 für 2018: Wir erwarten den S&P 500 bis zum Jahresende bei 2.820 Punkten. –

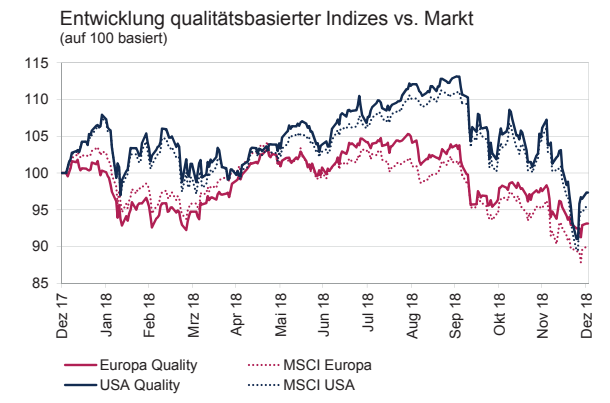
Der S&P 500 beendete das Jahr bei 2.507 Punkten. Unsere Annahmen über die Renditetreiber waren in der Tendenz zwar richtig, das Ausmaß der Entwicklungen haben wir aber unterschätzt. So profitierte der US-Index vor allem von starken Gewinnsteigerungen (über 20 Prozent Wachstum). Der guten Fundamentallage stand, wie von uns erwartet, ein negativer Bewertungseffekt entgegen. Dieser negative Bewertungseffekt fiel dabei aber viel stärker als von uns erwartet aus, wodurch wir unser Jahresendziel um elf Prozent verfehlt haben.

These 6 für 2018: Die Schwellenländer werden eine bessere Wertentwicklung als die entwickelten Länder zeigen. (✓)

Diese These ist mit keinem klaren Ja oder Nein zu beantworten, da die Entwicklungen sowohl auf den entwickelten Märkten als auch bei den Schwellenländern stark auseinander gelaufen sind. So haben sich die südamerikanischen und die osteuropäischen Schwellenländer in der Breite besser entwickelt als die europäischen Aktienmärkte, aber schwächer als der US-Markt. In lokaler Währung konnten Brasilien und Russland dabei sogar die USA outperformen. Dagegen weisen die asiatischen Aktienmärkte sowohl im Vergleich zu Europa als auch zu den USA eine Underperformance auf.

These 7 für 2018: Geringe Verschuldungs- und hohe Profitabilitätskennzahlen garantieren keine Outperformance mehr, Wachstum wird entscheidend. –

Der Faktor Qualität, das heißt die Auswahl der Aktien nach geringer Verschuldungsquote und hoher Profitabilität, konnte im letzten Jahr Mehrwerte liefern. Insbesondere mit Zunahme der Unsicherheiten im zweiten Halbjahr 2018 war der Faktor gefragt. Eine alleinige Auswahl aufgrund geringer Verschuldungsquoten hätte hingegen keinen Mehrwert geliefert. Denn ein solches Vorgehen hätte sowohl in den USA als auch in Europa underperformt. Die Profitabilität muss daher beim Faktor Qualität mitberücksichtigt werden.



These 8 für 2018: In Europa dürften die Sektoren Industrie und Technologie, in den USA vor allem die Bereiche Rohstoffe, Gesundheit und Versorger zu den Gewinnern zählen. Weltweit sollte der Finanzsektor profitieren können. (✓)

Während unsere Einschätzung der Outperformance defensiver Sektoren in den USA richtig war, lagen wir in Europa daneben. Sprach zum Jahresanfang noch einiges für einen deutlichen Vorsprung der USA im Konjunkturzyklus gegenüber Europa, hat sich dieses Bild im Jahresverlauf geändert. Dies hatte zur Folge, dass ähnlich wie in den USA auch in Europa vor allem in der zweiten Jahreshälfte hauptsächlich defensivere Sektoren gefragt waren. Der Finanzsektor konnte sowohl in den USA als auch in Europa nicht profitieren.

These 9 für 2018: Schwellenländer werden durch eine Zunahme der Wachstumsdifferenz zu den entwickelten Ländern wieder attraktiver. ✓

Die Wachstumsdifferenz zwischen den Schwellenländern und den entwickelten Märkten nahm im Jahr 2018 zu. Damit hat sich die Attraktivität der Emerging Markets im Vergleich wieder erhöht. An den Aktienmärkten überlagerten im abgelaufenen Jahr aber vor allem politische Themen die fundamentale Lage. Daher ist die relative Zunahme der Attraktivität nur selektiv an einigen Aktienmärkten sichtbar geworden.

Rohstoffmarkt: Rückblick 2018

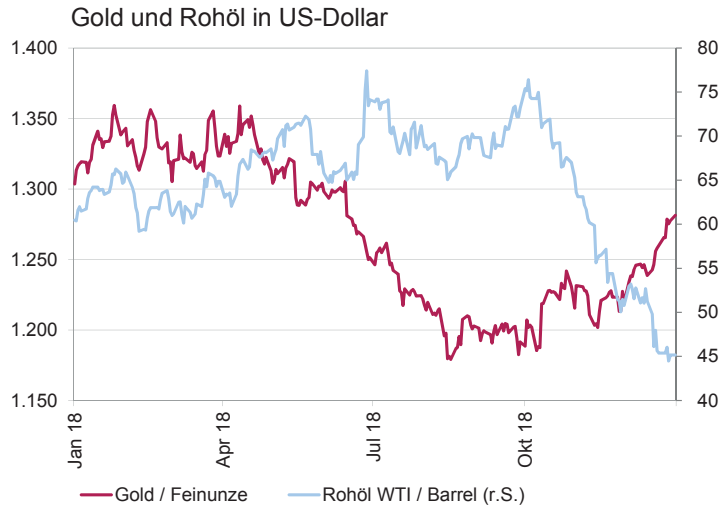
Große Schwankungen des Ölpreises in 2018.

These 1 für 2018: Der Goldpreis liegt am Jahresende bei 1.300 US-Dollar je Feinunze. ✓

Der Goldpreis lag am Jahresende mit 1.285 US-Dollar je Feinunze auf einem niedrigeren Niveau als zu Anfang des Jahres 2018.

Der Grund für den Goldpreisrückgang waren die ansteigenden Realzinsen in den USA. So hat sich die gesamte Zinsstrukturkurve nach oben verlagert, ohne dass die Inflationserwartungen im gleichen Umfang mitgestiegen wären. Im Bereich der zehnjährigen Laufzeiten lag das Plus bei den Realzinsen bei etwas mehr als 50 Basispunkten. Mit einer erwarteten Realverzinsung von 0,95 Prozent sind US-Staatsanleihen relativ zu Gold gesehen sehr attraktiv geworden. Gold hat in diesem Umfeld bis in den August hinein an Wert verloren. Der Goldpreis fiel unter die Marke von 1.200 US-Dollar je Feinunze.

In der zweiten Jahreshälfte konnte sich der Goldpreis jedoch wieder etwas erholen. Die politischen Unsicherheiten und Rezessionsängste haben Anleger dazu bewogen, wieder stärker in das gelbe Metall zu investieren.



These 2 für 2018: Der Preis für Rohöl setzt seine Erholung mit vermindertem Tempo fort und liegt am Jahresende bei 65 US-Dollar je Barrel bezogen auf die Sorte WTI. –

Der Rohölpreis hat im letzten Jahr eine turbulente Entwicklung hingelegt. Während bis Anfang Oktober ein stetiger Kursanstieg wie von uns erwartet zu beobachten war, der den Preis für ein Barrel der Sorte WTI auf über 75 US-Dollar brachte, kam es im Oktober und November zu einem regelrechten Crash am Rohölmarkt. Ein zu schnell gestiegenes Angebot hat den Preis um fast 35 Prozent sinken lassen. Mit unserer Prognose von 65 US-Dollar für das Ende des Jahres 2018 lagen wir zwar daneben, allerdings lag der Jahresdurchschnitt 2018 mit ca. 65 US-Dollar fast genau auf dem von uns prognostizierten Wert.

These 3 für 2018: Die Preise für Industriemetalle werden kaum weiter zulegen können. –

Industriemetalle haben im Jahr 2018 deutlich an Wert verloren. Dabei haben alle gängigen Metalle mit Ausnahme des Edelmetalls Palladium teils deutliche zweistellige Abschläge hinnehmen müssen. Die Konjunktursorgen und der Handelskonflikt haben die Preise nach unten gedrückt.

Hedgefondsmarkt: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Das Volumen an UCITS-Produkten im Hedgefonds-Segment wird weiter zunehmen. ✓

Starke Nettozuflüsse im Jahr 2017 sowie Schätzungen des Hedgefondsmanagers BlueBay wiesen auf ein deutliches Wachstum liquider alternativer Strategien im UCITS-Mantel im Jahr 2018 hin. Auch wenn die Wachstumsraten in den kommenden Jahren etwas abnehmen dürften, wird erwartet, dass das Gesamtvolumen auf etwa 550 Milliarden US-Dollar von aktuell 400 Mrd. US-Dollar bis 2022 ansteigen wird.

These 2 für 2018: Die Beimischung einer Hedgefondsquote kann das Rendite-Risiko-Profil verbessern. ✓

Trotz der insgesamt enttäuschenden Wertentwicklung von Hedgefonds im Jahr 2018 hat eine Beimischung von Hedgefonds zu einem ausgewogenen Portfolio das Rendite-Risiko-Profil verbessert. So hätte zwar die Rendite nicht verbessert werden können. Die Volatilität wäre auf diese Weise aber reduziert worden.

Beispiel

	Portfolio aus 50 % STOXX 600 Und 50 % Barclays Euro Agg.	Portfolio aus 40 % STOXX 600, 40 % Barclays Euro Agg. Und 20 % HFRU Hedgefonds-Index
Rendite in 2018	-6,5 %	-6,5 %
Volatilität in 2018	6,3 %	5,5 %

These 3 für 2018: Ein Portfolioansatz zur Hedgefondsinvestition verringert die Abhängigkeiten von einzelnen Managern und Marktphasen. ✓

Die großen zu beobachtenden Unterschiede zwischen den einzelnen Managern im Jahr 2018 machen die Vorteilhaftigkeit deutlich, ein Portfolio über mehrere Manager zu bilden. Aber auch über verschiedene Strategien hinweg hätte sich ein Portfolio angeboten, denn die Korrelationen zueinander sind relativ gering. Ein gleichgewichtetes Portfolio aus vier gängigen Hedgefondsstrategien hätte im Jahr 2018 eine geringere Volatilität gehabt, als jede einzelne der Strategien für sich alleine genommen.

Korrelationen einzelner UCITS-Strategien

	EQUITY HEDGE	EVENT DRIVEN	MACRO	RELATIVE VALUE
Equity Hedge	1,0	0,7	0,5	0,8
Event Driven	0,7	1,0	0,4	0,6
Macro	0,5	0,4	1,0	0,6
Relative Value	0,8	0,6	0,6	1,0

These 4 für 2018: Im Hedgefondsbereich kommt der Managerselektion eine hohe Bedeutung zu. ✓

Die Dispersion der Manager in den einzelnen Strategien war auch im Jahr 2018 sehr hoch. So lag die Differenz zwischen dem besten und dem schlechtesten liquiden europäischen Hedgefonds im Multi-Strategy-Segment bei 65 Prozent. Bei marktneutralen Aktienstrategien betrug der Unterschied immerhin 35 Prozent. Damit wird deutlich, dass die Managerselektion im Hedgefondssegment entscheidend ist.

Immobilienmarkt: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Deutsche Immobilienmärkte – Preise dürften noch weiter zulegen. ✓

Nimmt man die Spitzenrenditen der sieben führenden deutschen Büromärkte zur Grundlage, dann hat sich die Preisentwicklung am gewerblichen Immobilienmarkt im Jahresverlauf bis Ende des dritten Quartals 2018 zwar abgeflacht, in Düsseldorf, München und Stuttgart wurden dennoch neue Preisrekorde dokumentiert. Ein Blick auf die unterschiedlichen Nutzungsarten bestätigt, dass insbesondere Logistikimmobilien nochmals spürbar teurer geworden sind. Der empirica-Immobilienpreisindex belegt sowohl für Einfamilienhäuser als auch für Eigentumswohnungen für jedes einzelne der zurückliegenden drei Quartale des Jahres 2018 weiter gestiegene Angebotspreise. Der vdp-Immobilienpreisindex des Verbands deutscher Pfandbriefbanken weist im gleichen Zeitraum auch für Mehrfamilienhäuser weiter gestiegene Kaufpreise aus.

These 2 für 2018: Die Wohnungsmieten werden weiter steigen, allerdings mit abgeschwächter Dynamik. ✓

Die Mietentwicklung war 2018 in den deutschen Städten und Landkreisen von sehr unterschiedlicher Dynamik geprägt. Einem weiteren Wachstum in den Großstadtregionen standen stagnierende oder sogar sinkende Mietpreise in strukturschwachen Regionen gegenüber. Auf Basis des F+B-Wohn-Index Deutschland für das dritte Quartal 2018 sind über Gesamtdeutschland hinweg die Neuvertragsmieten gegenüber dem dritten Quartal 2017 um 2,3 Prozent gestiegen. Mit Fokus auf die führenden deutschen Metropolen lässt sich für Berlin (+8,25 Prozent 2016 auf 2017 / +7,2 Prozent 2017 auf 2018), Düsseldorf (+2,7 Prozent / +1,0 Prozent), Frankfurt (+5,2 Prozent / +2,8 Prozent) und München (+23 Prozent / +4,3 Prozent) die Aussage bestätigen, dass die Mieten 2018 weiter gestiegen sind, das Wachstum aber an Dynamik eingebüßt hat. Lediglich in Hamburg blieb die Wachstumsdynamik mit jeweils +1,8 Prozent gegenüber dem Vorjahr unverändert.

These 3 für 2018: Eine Outperformance der (west-) europäischen Metropolen gegenüber den deutschen Metropolen ist nicht zu erwarten. ✓

Vergleicht man die Entwicklung der Kapitalwerte (Kaufpreis- plus Mietpreisdynamik) unterschiedlicher europäischer Büromärkte für das Jahr 2018, dann zeigt sich ein differenziertes Bild. In den europäischen Büromärkten (Amsterdam, Barcelona, Berlin, Dublin, Frankfurt, Hamburg, London, Mailand, München, Paris, Stockholm, Warschau) wuchsen die Kapitalwerte im Zeitraum drittes Quartal 2017 bis drittes Quartal 2018 im Durchschnitt um 10,2 Prozent. Das stärkste Wachstum zeigte Amsterdam mit plus 27,4 Prozent, das schwächste Dublin mit null Prozent. Unter den deutschen Märkten entwickelte sich Berlin (+15,9 Prozent) am dynamischsten, gefolgt von Hamburg (+10,7 Prozent), München (+7,4 Prozent) und Frankfurt (+4,0 Prozent). Im Durchschnitt erreichten die vier deutschen Märkte ein Wachstum von 9,5 Prozent – ein Ergebnis recht nah am europäischen Durchschnitt. Auch wenn die Auswahl der Märkte erheblichen Einfluss auf das Ergebnis hat, sehen wir die These im Grundsatz bestätigt.

These 4 für 2018: Immobilienmarkt USA – Mieten und Preise dürften etwas nachgeben. –

Die US-Büromärkte haben im Jahresverlauf 2018 an Dynamik eingebüßt. So hat sich auf Basis von Zahlen von Cushman & Wakefield sowohl die Büroflächenabsorption als auch das Mietpreiswachstum im Verlauf der ersten drei Quartale 2018 abgeschwächt. Nichtsdestotrotz sind die Mieten, gestützt von einer wachsenden Zahl von Bürobeschäftigten, weiter leicht gestiegen. Für den Umsatz mit Gewerbeimmobilien war 2018 ein sehr starkes Jahr, mit einem Plus des Transaktionsvolumens von rund 13 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Obwohl die Verzinsung der zehnjährigen US-Bundesanleihe von Jahresanfang bis Anfang November um 83 Basispunkte angestiegen ist, blieb der Druck auf die Immobilienpreise hoch. Die Anfangsrenditen für Zinshäuser blieben ebenso wie für Büroimmobilien in den Top-Metropolen im Jahresverlauf annähernd stabil. In Standorten der zweiten Kategorie sanken die Bürorenditen hingegen weiter ab und im Einzelhandelssektor stiegen die Ankaufsrenditen an, die Preise gaben also nach.

These 5 für 2018: Veränderungen in der Arbeitswelt – Co-Working wird als Treiber der Büroflächennachfrage weiter an Bedeutung gewinnen. ✓

Der Bestand flexibler Co-Working-Büroflächen in den sieben führenden deutschen Metropolen lag nach Zahlen von Jones Lang LaSalle zum Ende des dritten Quartals 2018 bei über 650.000 m². Dies entspricht einem Flächenzuwachs von ca. 20 Prozent bzw. 100.000 m² Fläche gegenüber dem Vorjahr. Nach Angaben von Grossmann und Berger erreichten Anbieter von Co-Working-Flächen und Business-Centern in den deutschen Metropolen im ersten Halbjahr 2018 einen Anteil am Büroflächenumsatz von rund sieben Prozent (Vorjahr 2017: ca. fünf Prozent). Der Anteil der flexiblen Büroflächen ist mit einem Prozent am gesamten deutschen Büromarkt zwar noch relativ gering, jedoch zeigt die Wachstumsdynamik die zunehmende Bedeutung des Segments. Besonders deutlich wird das Wachstum, wenn die Flächen berücksichtigt werden, die in 2018 mietvertraglich gesichert wurden, die aber erst 2019 realisiert werden. Hierbei handelt es sich um ein Mietflächenvolumen von weiteren rund 350.000 m², was den Bestand auf über 1 Mio. m² anhebt.

These 6 für 2018: Das stark gestiegene Interesse von Investoren an Betreiberimmobilien ist ein Beleg für den sehr reifen Immobilienmarktzyklus. ✓

Da klassische Immobilientypen wie Büro- oder Wohnimmobilien im fortgeschrittenen Zyklus ein extrem hohes Kaufpreisniveau erreicht haben, auf dem viele Investoren ihre Ausschüttungsziele nicht mehr erfüllen können, weichen diese vermehrt auf Betreiberimmobilien wie Hotels aus, die in normalen Marktphasen vorwiegend von Spezialisten investiert werden. Weiter gesunkene Anfangsrenditen (minus 50 bis minus 75 Basispunkte gegenüber Vorjahr) für Hotelimmobilien in den deutschen Metropolen belegen, dass Investoren erneut bereit sind, höhere Preise für Hotels zu bezahlen, um ihre Investitionsziele zu erfüllen. Wir sind davon überzeugt, dass das Transaktionsvolumen für Hotels im Zuge eines korrigierten Marktes überproportional zurückgehen wird.

These 7 für 2018: Immobilien werden durch Innovationen einfacher. ✓

Immer mehr Start-Up-Unternehmen drängten 2018 in das Immobiliensegment, u. a. mit Apps für die einfachere Kommunikation mit Mietern und Dienstleistern, das intelligente Dokumentenmanagement, die Digitalisierung von Bauprojekten oder Technologien zur virtuellen Hausbegehung. Investitionen in PropTechs (Immobilien Start-Ups) haben sich nach Zahlen von MetaProp im Zeitraum von 2016 bis 2017 auf 12,6 Mrd. US-Dollar verdreifacht. Im Halbjahr 2018 gaben 96 Prozent der in der Analyse befragten Investoren an, in den kommenden zwölf Monaten mit mindestens dem gleichen Volumen Investitionen in PropTechs tätigen zu wollen, wie im Vorjahr. Wir nehmen dies als Beleg dafür, dass der Reformdruck in der Immobilienbranche extrem hoch ist, Prozesse zu vereinfachen und dadurch letztlich Geld zu sparen.

These 8 für 2018: Als Bestandteil strukturierter Finanzierungen haben sich alternative Finanzierungen fest etabliert. ✓

Nach Aussage des Mezzanine Reports 2018 der FAP Group, einem Beratungsunternehmen für die Beschaffung und Strukturierung von Kapital für Immobilieninvestments und Projektentwicklungen, sind steigende Kapitalzuflüsse, sinkende Renditen und eine zunehmende Flexibilität in der Finanzierungsstruktur die bestimmenden Entwicklungen im Bereich der alternativen Finanzierungen im Jahr 2018 gewesen. Auf Grundlage der Stichprobe der an der FAP-Erhebung beteiligten Kapitalgeber ist das Volumen des zur Verfügung gestellten Kapitals für nachrangige Finanzierungen in 2018 gegenüber dem Vorjahr signifikant gewachsen. In Folge der gestiegenen Konkurrenz um gute Projekte sind die Verzinsungen für Nachrangfinanzierungen weiter leicht zurückgegangen. Neben Family Offices haben sich sowohl institutionelle Anbieter wie Versorgungswerke und Versicherungen als auch Crowdfunding-Plattformen als Anbieter alternativer Finanzierungen etabliert.

These 9 für 2018: Deutsche Immobilienaktien – Impulse für Outperformance gegenüber dem breiten Markt bleiben 2018 aus. —

Vergleicht man den Solactive DIMAX Germany, einen Index, der die 20 größten deutschen börsengelisteten Unternehmen abbildet, die mindestens 75 Prozent des Umsatzes und des Ertrags aus dem Immobiliengeschäft generieren, mit dem DAX, ergibt sich für 2018 ein klarer Gewinner. Der DIMAX startete am 1.1.2018 bei einem Kurs von 126,15 und schloss am 17.12.2018 bei einem Stand von 134,02, somit einem Plus von rund sechs Prozent. Der DAX startete bei 12.917,64 und schloss bei 10.772,20 Punkten, einem Minus von 16,6 Prozent. Demnach zeigten deutsche Immobilienaktien 2018 eine deutliche Outperformance gegenüber dem breiten Markt.

Private Equity Markt: Rückblick 2018

These 1 für 2018: Das allgemeine Preisniveau für Buyout-Transaktionen verbleibt auf historisch hohem Stand. Die relativen Bewertungen an den Aktienmärkten und das allgemeine Zinsniveau sind unverändert Einflussfaktoren der Bewertungsentwicklung. ✓

Wie unter These 1 unseres Ausblicks für 2019 dargestellt, ist das allgemeine Preisniveau für Buyout-Transaktionen mit 9,8x EBITDA im ersten Halbjahr 2018 weiterhin auf einem historisch sehr hohem Stand verblieben. Allerdings wurden die Rekordwerte der Jahre 2015 bis 2017 nicht mehr ganz erreicht. Am Aktienmarkt zeigte sich erstmals seit 2011 ein spürbarer Rückgang der Bewertungsniveaus. Insofern ist der leichte Rückgang der Bewertungen im Private-Equity-Segment von der Entwicklung an den Aktienmärkten beeinflusst. Auch die fortschreitende Zinswende in den USA mit vier Zinsschritten der Zentralbank im Jahr 2018 dürfte zu dem leichten Rückgang der Bewertungsniveaus beigetragen haben.

These 2 für 2018: Die Fremdkapitalmärkte für Buyout-Transaktionen werden auch 2018 attraktive Finanzierungsbedingungen bieten. ✓

Wie unter These 2 unseres Ausblicks für 2019 dargestellt, haben sich sowohl der dynamische Verschuldungsgrad als auch der Zinsdeckungsgrad bei US-Large-Buyout-Transaktionen in 2018 unverändert auf den Niveaus von 2017 gehalten. Transaktionen konnten also auf unverändert hohen Niveaus finanziert werden, ohne dass der Zinsdeckungsgrad unterdurchschnittlich wurde. Auch in Europa konnten Large-Buyout-Transaktionen weiterhin auf hohen Niveaus finanziert werden und der Zinsdeckungsgrad legte auf nun 5,0x nochmals deutlich zu, was dem niedrigen Zinsniveau diesseits des Atlantiks geschuldet ist.

These 3 für 2018: Das Fundraising, die Entwicklung beim Dry-Powder sowie die Transaktionsaktivität auf Käuferseite von Private Equity werden auch 2018 durch Large- und Mega-Buyout dominiert sein. ✓

Seit 2014 haben Fonds mit einem Volumen von mindestens 500 Mio. Euro jedes Jahr einen größeren Anteil am Fundraising europäischer Private-Equity-Fonds ausgemacht. Im ersten Halbjahr 2018 entfiel nach Zahlen von PitchBook Data mehr als die Hälfte des neu eingeworbenen Kapitals im europäischen Private-Equity-Segment auf solche Megafonds. 2014 waren es noch 11 Prozent. Nach diesen Daten gab es in Europa bei der Mediantransaktionsgröße im ersten Halbjahr 2018 keine nennenswerte Veränderung gegenüber 2017. Allerdings erfolgte im Top-Dezil bei den Transaktionsgrößen ein Wachstum von 489,7 Mio. Euro in 2017 auf 630,1 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2018. Dementsprechend kann von einer fortschreitenden Dominanz von Large- und Mega-Buyout auch bei der Transaktionsaktivität gesprochen werden.

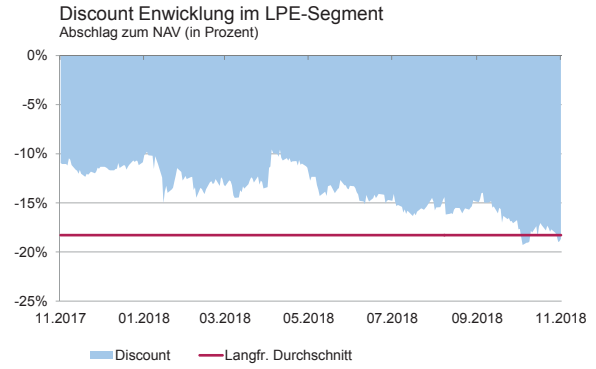
These 4 für 2018: Private Equity wird auch in Zukunft langfristig Renditen im niedrigen zweistelligen Bereich erwirtschaften. Bei einer sehr attraktiven Kapitalmarktentwicklung wird Private Equity zunehmend Schwierigkeiten haben, eine klare Outperformance zu erwirtschaften. ✓

Wie unter These 4 unseres Ausblicks für 2019 dargestellt, haben Private-Equity-Fonds des Auflagejahres 2015 als jüngstem Jahr, für das bereits belastbare Daten zur Verfügung stehen, bis zum 30.06.2018 eine IRR von etwa 15 Prozent p. a. erbracht. Dies ist ein sehr achtbares Niveau für einen so jungen Jahrgang. Auch die Zahlen für den 2014er Jahrgang haben sich im Vergleich zum Vorjahr stark verbessert und liegen nun bei stolzen 21 Prozent p. a. Somit ist auch bei den jüngeren Jahrgängen bislang eine Rendite im zweistelligen Bereich gegeben. Die starke Entwicklung an den Aktienmärkten sorgte jedoch in der Tat dafür, dass sich die Outperformance von Private-Equity-Fonds des 2015er Jahrgangs wie unter These 4 des Ausblicks für 2019 beschrieben tendenziell abschwächte.

Listed Private Equity: Rückblick 2018

These 1: Die Discounts von LPE-Fonds gegenüber den Net Asset Values werden sich im Jahresverlauf 2018 nicht ausweiten und weiterhin deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt von minus 19 Prozent liegen. –

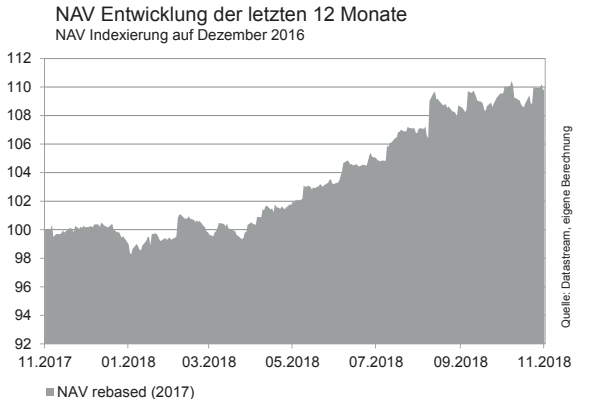
Betrachtet man die Entwicklung der Abschläge der Kurse von LPE-Fonds zu ihren jeweiligen NAV, so zeigt sich, dass die Discounts Ende 2017 deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt lagen. Im Jahresverlauf 2018 erfolgte eine sukzessive Ausweitung der Discounts. Ende November 2018 lagen die Discounts bei rund minus 18 Prozent und damit leicht unter dem Niveau des langfristigen Durchschnitts.



Ursächlich für die Ausweitung der Discounts ist die nachhaltig positive Entwicklung der NAV im Jahresverlauf bei einer gleichzeitigen Seitwärtsbewegung der Kurse von LPE-Fonds.

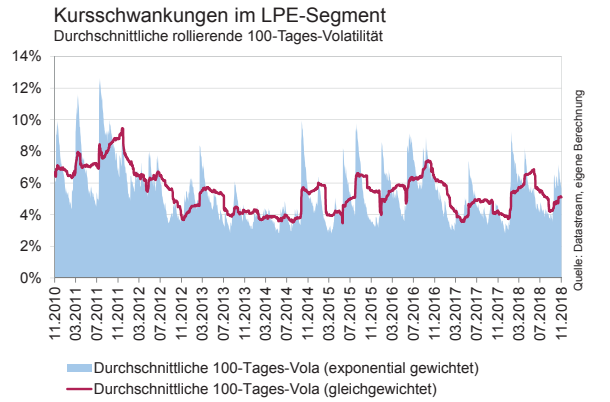
These 2: Die Net Asset Values des LPE-Segments werden ihre positive Entwicklung auch im Jahr 2018 fortsetzen. Eine Abschwächung könnte vor allem ein schwächerer US-Dollar bewirken. ✓

Während die NAV zum Jahresanfang 2018 leicht rückläufig waren, stiegen sie mit Anfang des zweiten Quartals nachhaltig bis zum Jahresende 2018 an. Die NAV der betrachteten LPE Fonds verbesserten sich somit über die letzten 12 Monate um rund 10 Prozentpunkte. Während leicht positive Effekte aus der Währungsentwicklung resultieren, dämpfte der Rückgang der Bewertungsmultiplikatoren im vierten Quartal die Entwicklung der NAV.



These 3: Die Kursschwankungen des LPE-Segments werden sich im Jahr 2018 in Abwesenheit von makroökonomischen Schocks auf einem niedrigen Niveau bewegen. (✓)

Anfang des Jahres 2018 konnte man im LPE-Segment im Vergleich zum Jahresende 2017 einen deutlichen Anstieg der Volatilität beobachten. Diese Kursschwankungen traten im Zusammenhang mit den starken Bewegungen am Aktienmarkt auf. Im weiteren Verlauf des Jahres 2018 ging die Volatilität der Anlageklasse wieder merklich zurück und lag in etwa auf dem Niveau wie zum Jahresende 2017.



Im letzten Quartal des Jahres 2018 stieg die Volatilität wieder leicht an. Im Vergleich zu den Vorjahren bewegen sich die zum Ende des Jahres 2018 beobachtbaren Kursschwankungen auf einem durchschnittlichen Niveau.

Private Debt: Rückblick 2018

These 1: Senior Secured Loans bleiben auch weiterhin eine sinnvolle Alternative zu klassischen Fremdkapitalinvestments. (✓)

Investoren profitierten weiter von einem deutlichen Renditevorsprung vor Anleihen. Während die Zinsen in Europa auf rekordniedrigem Niveau verharren, sind sie in den USA bereits deutlich angestiegen, was Gläubigern variabel verzinster Forderungen zusätzlich zugute kommt. Anleihe-Anleger hingegen hatten unter Kursabschlägen zu leiden.

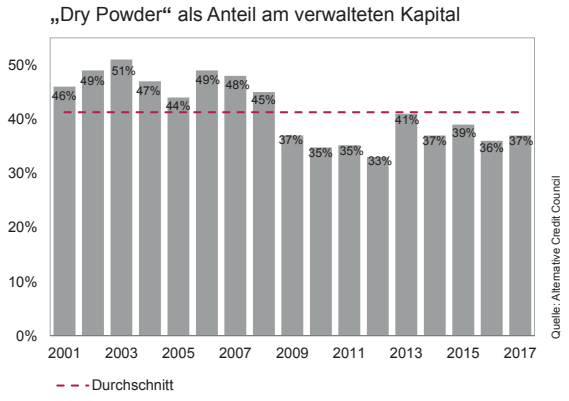
Gleichzeitig halten sich die Ausfallraten ebenfalls in der Nähe ihrer Tiefstände – insbesondere in Europa liegen sie für die größeren Konsortialkredite praktisch bei Null. Für Direct Lending sind aufgrund des privaten Charakters keine verlässlichen Daten verfügbar. Es ist jedoch davon auszugehen, dass auch hier keine nennenswerten Verluste zu verzeichnen waren.

These 2: Das überdurchschnittliche Wachstum von Private Debt dürfte auch 2018 weiter anhalten. (✓)

Wie weiter vorn bereits berichtet ist der Mittelzufluss in die Anlageklasse prinzipiell ungebrochen. Zu beachten ist jedoch, dass der Anstieg des verwalteten Kapitals nicht linear verläuft, sondern zyklisch in Abhängigkeit von der Kapitaleinwerbung für neue Fonds. Nachdem 2017 fünf der größten Anbieter neue Produkte platziert hatten, werden diese voraussichtlich erst 2019 wieder an den Markt zurückkehren, während 2018 mit Ares lediglich einer der Branchenführer eine neue Fondsgeneration aufgelegt hat. Folglich könnte das neu eingeworbene Kapital in einem ansteigenden Trend leicht unter dem Vorjahresniveau liegen. Das verwaltete Vermögen wird dennoch weiter zulegen, da das Bestandsportfolio infolge von zugrundeliegenden Darlehenstilgungen lediglich unterproportional abschmilzt.

These 3: Die hohen Beträge, die derzeit in die Assetklasse Private Debt fließen, treffen auf eine hinreichende Kapitalnachfrage mittelständischer Unternehmen. (✓)

Trotz der erheblichen Mittelzuflüsse haben sich die zur Investition zur Verfügung stehenden Beträge („Dry Powder“) in Relation zum insgesamt verwalteten Kapital nicht erhöht und halten sich seit mehreren Jahren unterhalb des langfristigen Durchschnittswerts. Dies zeigt, dass das kontinuierlich steigende Kapitalangebot investiert werden konnte, was wiederum für eine gesunde Nachfrage nach Finanzierungen spricht.



These 4: Kleinere Transaktionen bieten beim Direct Lending das attraktivste Rendite-Risiko-Profil. (✓)

Die Konsolidierung bei Anbietern alternativer Investments betrifft auch den Private-Debt-Sektor, in dem sich ein großer Teil des Kapitals auf eine verhältnismäßig kleine Anzahl von Anbietern konzentriert. Dies führt dazu, dass insbesondere Transaktionen mit einem Wert von mehr als 150 Millionen Euro einem vergleichsweise hohen Wettbewerb unterliegen. Wenn auch die Zinskonditionen sich auf einem stabilen Niveau halten konnten, so sind insbesondere bei den Kreditauflagen von Gläubigerseite Zugeständnisse zu beobachten. Dies gilt bislang nicht für kleine Transaktionen, bei denen sich darüber hinaus in der Regel auch höhere Margen durchsetzen lassen.

These 5: In Deutschland wird Private Debt überdurchschnittlich wachsen können. (✓)

Betrachtet man die absoluten Zahlen, profitierten erneut die etabliertesten europäischen Märkte Großbritannien und Frankreich am stärksten vom hohen Wachstum des Private-Debt-Sektors. Vergleicht man jedoch die Anzahl der abgeschlossenen Transaktionen mit der des gleichen Vorjahreszeitraums, so weist Deutschland das größte Momentum auf.

IMPRESSUM

Herausgeber
MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren
Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Christoph Kind, Thomas Kühl, Maik Rissel, Daniel Schneider, Dr. Lukas M. Schwarz

Redaktion und Layout
Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Anja Itter

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.

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

www.marcard.de

Ein Unternehmen der

M.M.WARBURG & CO
GRUPPE